

MONTHLY HOUSE VIEW

Junho de 2022

Foco

Zona do euro: na encruzilhada

• Índice

| | |
|--|-----|
| 01• Editorial | P3 |
| REBOBINE, POR FAVOR | |
| 02• Foco | P4 |
| ZONA DO EURO: NA ENCRUZILHADA | |
| 03• Macroeconomia | P6 |
| CUIDADO COM O VÃO | |
| 04• Renda fixa | P8 |
| MANTENDO UMA VISÃO POSITIVA SOBRE OS SPREADS DE CRÉDITO | |
| 05• Ações | P10 |
| A TEMPESTADE PERFEITA | |
| 06• Forex | P12 |
| A VOLATILIDADE CAMBIAL ESTÁ DE VOLTA | |
| 07• Alocação de ativos | P14 |
| CENÁRIO DE INVESTIMENTOS E ALOCAÇÃO | |
| 08• Monitor de mercado | P16 |
| VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS | |
| 09• Glossário | P17 |
| Termo de responsabilidade | P18 |

“A aversão à perda produz inércia, ou seja, um forte desejo de conservar as posições atuais” Richard Thaler, Nudge



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Prezado(a) leitor(a),

Muitos investidores provavelmente gostariam de voltar no tempo, alguns meses atrás e, retroativamente, ajustar as carteiras para evitar as duas grandes correções dos últimos meses: a dos títulos de dívida pública e a das ações *Growth*. Em retrospecto, a lição aprendida com essa correção é de que será difícil permanecer atento aos preços elevados do mercado e resistir à ideia de que o futuro será a continuidade do presente. Isso é especialmente verdade em um ano em que o cenário macrofinanceiro foi seriamente abalado pelo conflito na Ucrânia. No entanto, pensar que a inflação continuará a subir e que os bancos centrais simplesmente voltarão a adotar uma abordagem ao estilo do Fed dos anos 1970 será igualmente um grande risco.

O elevado nível de incerteza e o desconforto ante as perdas de capitais poderão levar tanto à apatia dos investidores quanto a uma decisão emocional de capitular. Isso costuma acontecer após os mercados atingirem uma queda de 20% em relação a picos anteriores – um famoso limite de mercado em baixa que reflete muito bem a passagem de otimismo para pessimismo. O risco de capitulação em 2022 pode ser visto como a contrapartida do "medo de ficar de fora" (*fear of missing out*, FOMO, na sigla em inglês) da tendência ascendente que dominou os mercados em 2021.

Se quisermos evitar a dupla armadilha emocional da capitulação e da impulsividade, talvez seja melhor buscamos compreender o ambiente atual. Nas últimas semanas, vimos duas narrativas se alternando e competindo. Na verdade, são duas faces da mesma moeda: de um lado, a inflação com normalização da política monetária, do outro, temores de recessão.

Até meados de maio, os mercados foram norteados essencialmente pelos dados da inflação (que mais uma vez excedeu as expectativas) e pela postura mais firme dos bancos centrais (que alimentaram o aumento das taxas de juros de longo prazo). Paradoxalmente, assistimos a uma correção das expectativas de inflação futura, refletindo o impacto esperado da desaceleração econômica e do aperto monetário.

Essa correção também levou a um aumento nas taxas de juros reais, o que afetou tanto as ações *Growth* quanto o ouro. No entanto, em paralelo, as taxas de juros de longo prazo caíram devido a maior probabilidade de recessão nos últimos dias.

Esse confronto entre a narrativa inflacionária e a narrativa de recessão também foi estimulado pela forte divergência entre sinais de queda no ciclo de negócios de um lado e resultados corporativos surpreendentemente resilientes de outro lado. Podemos traçar um paralelo com a divergência entre indicadores econômicos (como PMI), que se estabilizam em níveis altos, e indicadores desfavoráveis de confiança do consumidor, que são afetados pelo declínio do poder de compra das famílias. Tudo isso confirma que o choque atual é gerado mais pelos consumidores do que pelas empresas, mas estas últimas logo começarão a sentir os efeitos em seus volumes de vendas.

O aumento da narrativa de recessão leva inevitavelmente a mudanças no posicionamento de mercado, com melhor desempenho de setores Defensivos em detrimento dos setores *Growth* e *Value*. Após seis meses de correção, pode ser tentador ver isso como um ponto de entrada para as ações *Growth*. O sinal provavelmente virá dos bancos centrais. Se o Fed suavizar sua postura nos próximos meses em resposta ao risco de desaceleração econômica excessiva, os investidores provavelmente retornarão a estas ações. O momento também poderá coincidir com o possível, e já há muito tempo anunciado, enfraquecimento do dólar americano, cenário difícil de imaginar enquanto o Fed permanecer fiel à sua postura mais agressiva. No entanto, o dólar pode retornar à gravidade, se o Fed sinalizar um ponto de inflexão em seu ciclo de aperto e o Banco Central Europeu (BCE) abandonar as taxas de juros negativas.

A saída esperada das taxas de juros negativas é, pelo menos, um ponto positivo no qual os investidores poderão se apoiar nesse ambiente indutor de ansiedade, que sinaliza o retorno dos diferenciais de taxas de juros de títulos. Ao mesmo tempo, a correção do mercado de ações poderia restabelecer taxas de retorno mais atrativas, que os investidores precisam para combater a erosão de capital causada pela inflação.

A cada dia que passa, a narrativa de estagflação da zona do euro cada vez mais se torna realidade. Espera-se que o BCE traga suas taxas de juros de volta a terreno positivo e, ao mesmo tempo, a política fiscal precisará permanecer excepcionalmente acomodatória por ainda mais um ano. A solidariedade europeia continua a ser objeto de vigilância, mesmo que a sustentabilidade da dívida soberana não deva ser questionada no curto prazo.

O PIB PISARÁ NO FREIO NO SEGUNDO SEMESTRE DE 2022

No primeiro trimestre de 2022, a economia da zona do euro cresceu 0,3% no trimestre a trimestre, de acordo com as expectativas do mercado. O crescimento na Espanha (0,3%) e na Alemanha compensou parcialmente a contração na Itália (-0,2%) e a estagnação inesperada da França. Pelo quarto trimestre consecutivo, o nível de emprego na região subiu, ficando bem acima de seu nível pré-pandemia.

Olhando à frente, as pesquisas indicam que os consumidores europeus já sofrem o impacto da crise do preço de energia em seu cotidiano. As vendas no varejo começaram a desacelerar em março (-0,4% o mês a mês). A contração do consumo privado deverá ocorrer no segundo semestre de 2022, conforme o pico da inflação. A incerteza permanece elevada, especialmente quanto ao fornecimento de energia e ao efeito dominó dos *lockdowns* na China, criando gargalos consideráveis na oferta para estados industriais. Os registros de carros na União Europeia (EU) despencaram em abril (-20,6% no ano a ano), devido sobretudo a restrições nos suprimentos, dificultando a produção. No entanto, o bloco da moeda única pode se beneficiar de dois fatores de sustentação: primeiro as economias baseadas em serviços lucrarão com a reabertura da economia europeia e com as perspectivas de uma temporada turística de verão mais "normal";

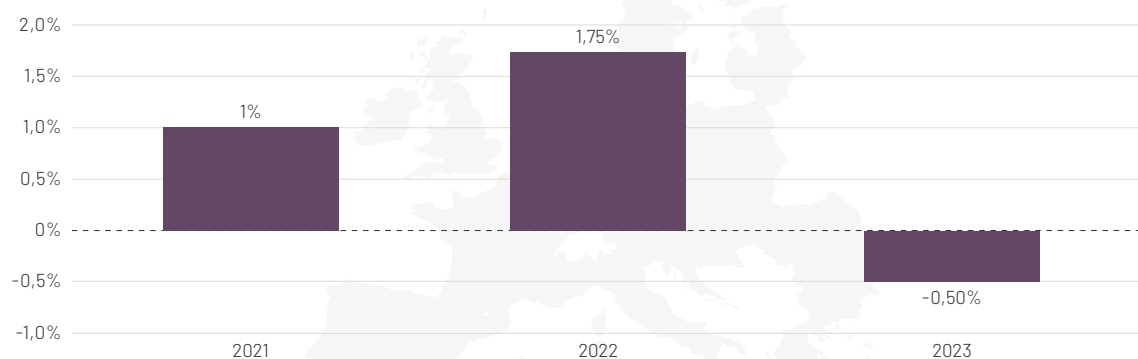
segundo a desaceleração no investimento privado, devido a maior incerteza e a expectativas de aumentos das taxas de juros, será parcialmente compensada por um aumento de consumo e de investimento públicos. De fato, estima-se que o impulso fiscal seja mais forte em 2022 do que em 2021 (Gráfico 1), com a implantação das verbas do NextGenerationEU (NGEU) e de novas medidas nacionais para ajudar famílias e empresas a enfrentar o aumento dos preços de energia. Contudo, isso não compensará totalmente o impacto da demanda em desaceleração e, portanto, prevemos estagnação do crescimento na zona do euro na segunda metade do ano.

De modo geral, espera-se que o PIB avance 2,5% na zona do euro em 2022, percentual sustentado pelo efeito de transferência do crescimento sólido no fim de 2021. No segundo semestre de 2022, assistiremos a uma estagnação no crescimento da zona do euro, que coincidirá com o pico da inflação. Em 2023, a previsão é de que o crescimento permaneça moderado (1,5%), com os consumidores recuperando gradualmente o poder de compra. De acordo com projeções da Comissão Europeia, os salários deverão avançar 3,2%, acima da inflação prevista de 2,7%. Não se espera mais que as despesas fiscais nacionais sejam favoráveis em 2023. Os riscos de queda prevalecem no curto prazo, especialmente o de um corte de gás russo. A Comissão Europeia estima que este cenário pode provocar uma recessão (retirando 2,5% do crescimento em 2022 e 1% em 2023).



RISCOS
DE QUEDA
PREVALECEM
no curto prazo

GRÁFICO 1: IMPULSO FISCAL ESTIMADO SOBRE CRESCIMENTO
DO PIB DA ZONA DO EURO, %



Fontes: Comissão Europeia, Indosuez Wealth Management.

TAXAS DE JUROS EM ALTA: MAIS UM OBSTÁCULO

A inflação de base (excluindo os preços de energia) na zona do euro subiu 3,5% em abril (frente a 2,9% em março). Espera-se que continue a subir nos próximos meses, porque os salários começaram a subir, com trabalhadores exigindo salários mais altos em um mercado de trabalho ainda sólido. A inflação global da zona do euro deverá chegar a 7% em 2022 e 2,7% em 2023, permanecendo acima da meta do BCE. Diante da inflação galopante e da fraqueza do euro, que induz uma inflação importada, o BCE será levado a normalizar sua política monetária (ver Renda fixa, página 8), mas apenas de forma moderada considerando a fraqueza da demanda interna. As taxas de juros de depósitos deverão retornar a terreno positivo até o fim de 2022.

Ante um quase inevitável aumento das taxas de juros do BCE no início do segundo semestre, e regras fiscais europeias provavelmente inertes por mais um ano, os temores a respeito da sustentabilidade da dívida parecem ter voltado a aumentar quanto a países europeus altamente endividados como a Itália (Gráfico 2). Junto com o equilíbrio fiscal, o diferencial de crescimento da taxa de juros ($i - g$) constitui, indubitavelmente, um fator importante da dinâmica da dívida pública e da análise da sustentabilidade soberana. Na verdade, estes dois fatores nos dizem, com todo o resto permanecendo constante, o quanto despesas e receitas públicas evoluirão naturalmente. No curto prazo, o coeficiente entre dívida e PIB da Itália acabará por ser impactado positivamente dos dois lados graças à média, ainda historicamente baixa, dos rendimentos nas emissões de títulos de dívida pública (0,4% atualmente em comparação a 3% em 2012),

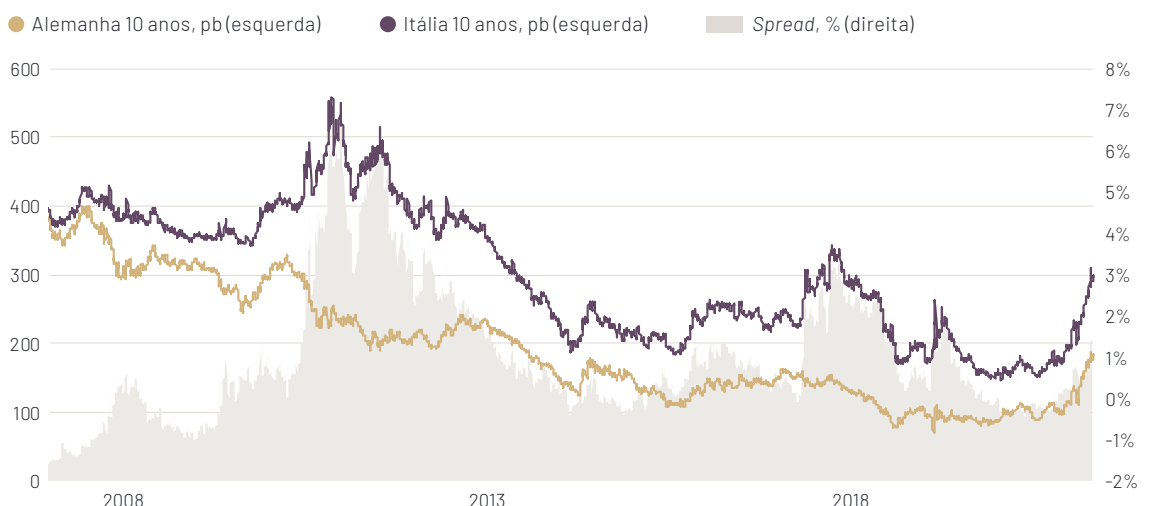
a um aumento da média do prazo de vencimento da dívida e à inflação mais alta. O aumento recente nos rendimentos dos títulos italianos de 10 anos para os níveis de estresse pós-eleitoral de 2018, em torno de 3%, não constitui um risco de fragmentação financeira na zona, já que o crescimento nominal do PIB se mantém significativamente mais alto do que as taxas de juros. Além disso, os *swaps* de risco de crédito italianos não chegam perto dos níveis de estresse do passado.

No médio prazo, as coisas são menos promissoras. A média de pagamentos de juros sobre a dívida será gradualmente impactada por taxas de juros mais altas, à medida que a dívida for prorrogada gradualmente, e presumindo que o crescimento nominal italiano volte aos níveis pré-crise; isso resultará na necessidade de maior disciplina fiscal (na forma de um superávit primário do orçamento) para manter uma trajetória de dívida estável — uma competência que o governo italiano soube manter, com raras exceções, nos últimos 20 anos. Assim, o aumento dos *spreads* pode ser atribuído mais a uma reprecificação do alto endividamento italiano, após períodos de taxas de juros extremamente baixas, especialmente com o programa de compras do BCE desacelerando e com a necessidade de encontrar novos compradores. Será necessária uma mutualização continuada da dívida da União Europeia (EU), à medida que o BCE se posicionar em segundo plano (a Itália já subscreveu o montante máximo dos fundos do NGEU). A eleição de junho é um elemento a ser observado, com o risco de maior presença eurocética (M5S e Lega Nord), conforme os consumidores italianos começarem a pagar pela postura firme de Draghi em relação à energia russa.



**REGRAS
FISCAIS**
europeias
provavelmente
INERTES POR
MAIS UM ANO

GRÁFICO 2: MERCADOS REPRECIFICAM A DÍVIDA PÚBLICA ITALIANA



Fontes: Departamento Italiano do Tesouro, Indosuez Wealth Management.



O Banco da Inglaterra (BoE, na sigla em inglês) certamente sabe como fazer para ser ouvido. Ao anunciar uma inflação de dois dígitos e uma provável trajetória de crescimento mais realista do que o Fed e o BCE, o BoE conseguiu abalar os mercados globais no início de maio. Com a Europa no olho do furacão da Ucrânia e o Reino Unido tendo agravado de forma única uma crise de poder de compra com o Brexit, será que os Estados Unidos conseguirão fazer um pouso suave, quando até a China está desacelerando sua trajetória de crescimento global?

O BoE MOSTRA SUAS CARTAS

No início de maio, o Banco da Inglaterra (BoE na sigla em inglês) elevou as taxas de juros para 1%, ao mesmo tempo que sinalizava riscos de recessão e aumentava as projeções de inflação para 10% em 2022 (com o pico a ser adiado de abril para o quarto trimestre de 2022) e 3,5% em 2023. Em abril, a inflação atingiu 9%, máxima de 30 anos, e mais do que o triplo da meta do BoE. Em abril, os aumentos das despesas de energia terão sido de 54%, com um aumento adicional programado para outubro.

As vendas no varejo caíram 4,5%, em base anual, até abril, embora menos do que as previsões de consenso (-7%). Isso pode ter sido amortecido pelo crescimento dos salários totais (incluindo bônus) de 9,9%, em base anual, em março. No entanto, ao excluir os bônus, esse valor cai para 4,1%. Na realidade, ao ajustar à inflação, o salário regular caiu 1,2%. Nesse contexto, o BoE antecipa uma queda do PIB no quarto trimestre de 2022 e, de forma geral, uma estabilidade em 2023.



VACINA DE mRNA
DA CHINA
aumenta o risco
de alta para
o crescimento
global no
SEGUNDO
SEMESTRE
DE 2022

O FED COMBATE UM TIPO DE INFLAÇÃO DIFERENTE

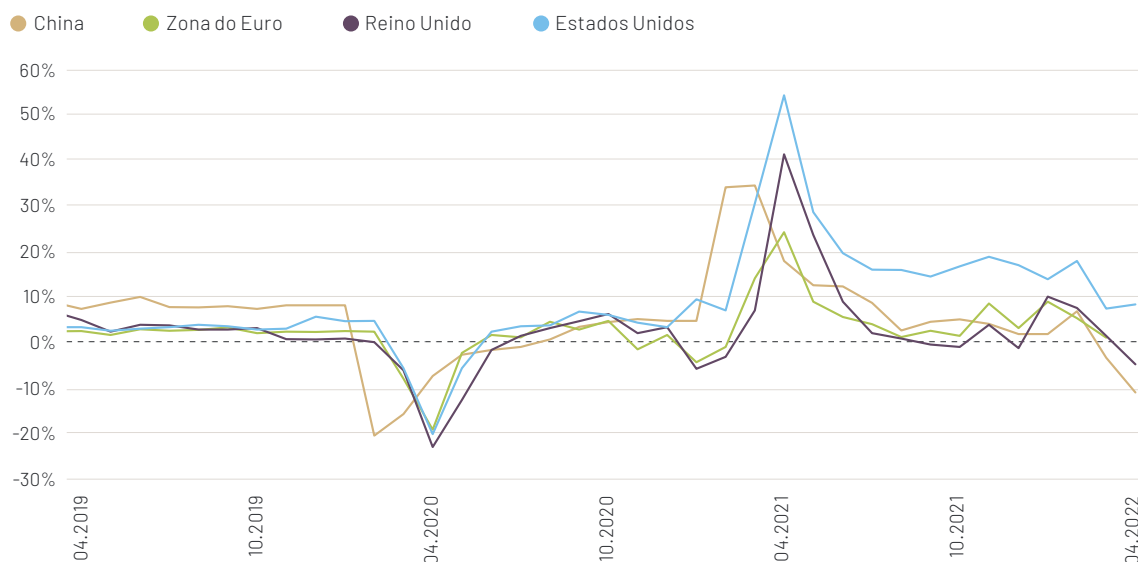
Em contrapartida, o Fed anunciou mais aumentos de taxas de juros diante de um ambiente mais otimista, porque os consumidores americanos parecem ter demonstrado maior resiliência até agora, o que pode ser parcialmente explicado pelo mercado de trabalho muito forte e pela menor exposição aos aumentos de preços de energia causados pela guerra. Após um aumento de 2,7% nos gastos dos consumidores no primeiro trimestre, as vendas no varejo continuaram a aumentar em abril (0,9% no mês a mês, 8,2% no ano a ano), apesar de uma queda de quase 3% nas vendas nos postos de gasolina (Gráfico 3). Isto representa uma vantagem para o PIB do segundo trimestre de 2022, e adia o impacto esperado dos aumentos das taxas de juros do Fed até o fim do ano. No entanto, a inflação está agora solidamente gravada na mente dos consumidores e levará tempo para diminuir, enquanto a previsão é de que uma inflação de dois dígitos nos preços ao produtor pese sobre o setor industrial. Também continuamos a monitorar o mercado imobiliário dos Estados Unidos, pois este será o primeiro a ser impactado pelas medidas do Fed. Em apenas três meses, as taxas de hipotecas atingiram uma máxima de 12 anos (5,3% em maio, alta de 43 pontos base no mês, embora menos do que a alta de 78 pontos base em abril). Neste contexto, o índice da Associação Nacional dos Construtores de Casas (NAHB, na sigla em inglês) apresenta um declínio acentuado de potenciais compradores. Os preços dos imóveis estão defasados, mas continuam em trajetória ascendente.

Em suma, apesar de uma melhora do desempenho, as pesquisas de confiança do consumidor permanecem claras mostrando que o consumo desacelerará até o fim do ano. Uma perspectiva mais sóbria é retratada para 2023 (1,7%), o que poderia assegurar um Fed com uma postura menos agressiva no próximo ano.

CHINA: ESPERANDO PARA REABRIR

O *lockdown* persistente na China levou à revisão das projeções de crescimento para 2022, com a demanda interna a sofrer as consequências da contração. As vendas no varejo caíram consideravelmente mais do que a produção industrial em abril (-11,1% em base anual, ante -2,9%, respectivamente). No entanto, acreditamos que a reabertura da economia, graças a uma vacina de RNA mensageiro, representa um importante risco de alta para o crescimento global no segundo semestre de 2022. O PIB tem projeções de crescimento em torno de 4% em 2022, considerando o impacto inevitável do *lockdown* no PIB do segundo trimestre. Em um importante ano eleitoral, não acreditamos que o governo chinês possa deixar o crescimento do PIB divergir muito da meta anunciada de 5,5%, assim como não pode se dar ao luxo de perder a reputação com sua política de zero-COVID e, agora, com preços de alimentos cada vez mais altos. Prevemos estímulos fiscais e monetários adicionais no mês que vem. O retorno da atividade chinesa deverá manter pressão sobre os preços do petróleo nos próximos trimestres, mesmo com uma desaceleração em economias avançadas.

GRÁFICO 3: CONSUMIDORES NA LINHA DE FRENTE (VENDAS NO VAREJO NO ANO A ANO), %



Fontes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

MANTENDO UMA VISÃO POSITIVA SOBRE OS SPREADS DE CRÉDITO

Desde o início do ano, as taxas de juros subiram drasticamente em um contexto de inflação crescente que levou os bancos centrais a abandonarem suas políticas monetárias ultra-acomodatórias. Os mercados de crédito parecem precificar relativamente bem a desaceleração da atividade e um ligeiro aumento nas taxas de inadimplência. Temos uma visão positiva no médio prazo quanto a estratégias de *carry trade* em títulos corporativos, com bons fundamentos e visibilidade suficiente neste ambiente complexo, com uma preferência por investimentos de curta duração.

BANCOS CENTRAIS

Os bancos centrais estão em uma situação difícil, com leituras de inflação historicamente elevadas e uma desaceleração global do crescimento. No entanto, o Fed está numa situação bem melhor à de seus homólogos, com um aperto das condições monetárias já em curso. Sua orientação e ações futuras já se refletem nos mercados de taxas de juros (de hipotecas, títulos corporativos e títulos do Tesouro) e os rendimentos reais estão em terreno positivo. Os componentes cíclicos da inflação estão perdendo força (preços de bens, metais, entre outros). Os preços dos combustíveis, alimentos e aluguel ainda estão subindo, mas as expectativas de inflação de longo prazo estão bem ancoradas.

O BCE está entre a cruz e a espada, uma vez que o crescimento é ameaçado pela situação geopolítica e a depreciação do euro coloca mais lenha na fogueira. O balanço patrimonial do BCE deverá ser reduzido, como consequência do pagamento das operações de refinanciamento de longo prazo direcionadas (TLTRO, na sigla em inglês). No início do segundo semestre, a instituição também deverá encerrar o programa de compra de ativos e elevar as taxas de juros em uma tentativa de impulsionar as taxas de juros reais, que ainda estão em terreno profundamente negativo.

CURVA DE RENDIMENTOS

O achatamento da curva de rendimentos dos Estados Unidos foi desencadeado pela postura austera adotada por Jerome Powell no ano passado. A estrutura temporal das taxas de juros reflete um nível de taxas de juros de fundos federais em torno da taxa neutra no fim de 2022. Enquanto as expectativas de inflação de longo prazo estiverem bem ancoradas, os mercados poderão esperar uma postura mais austera do banco central, o que deverá aliviar a pressão sobre a curva de rendimentos.

Além disso, os riscos sobre o crescimento do PIB estão aumentando e podem fazer com que os bancos centrais evitem um aperto excessivamente agressivo. A consequência seria uma acentuação da curva de rendimentos com viés de alta. Há também fatores que podem levar a uma acentuação da curva com viés de baixa. Uma expansão do prêmio de prazo e um prêmio de risco da inflação na hipótese de um aperto quantitativo agressivo e/ou uma desancoragem das expectativas de inflação.

DÍVIDAS PERIFÉRICAS DA EUROPA

No contexto recente de taxas de juros em alta e *spreads* mais elevados, as dívidas periféricas da Europa registraram um aumento do seu rendimento geral. Embora esses níveis possam parecer atraentes à primeira vista, não compartilhamos deste ponto de vista. De acordo com nosso posicionamento sobre a curva dos títulos de dívida pública em euros, preferimos ficar longe de dívidas periféricas pelos seguintes motivos: em primeiro lugar, o compromisso de agir do BCE ganhou muita tração nas últimas semanas e esta parece agora inevitável. A política de taxas de juros negativas do BCE provocou efeitos colaterais na lucratividade dos bancos com, por exemplo, distorção do mercado de títulos e, em última análise, com níveis cambiais problemáticos. Analisando os *spreads* na região, as divergências que se formaram a partir das mínimas, há apenas algumas semanas, são lógicas quando comparadas com os coeficientes entre dívida e PIB (ver Foco, página 4). Além disso, em nossa opinião, o fim dos programas de compras do BCE provavelmente causará uma tendência ascendente dos *spreads*, já que os novos compradores precisarão de mais compensação para avançar. Os *spreads* atuais não estão descontando um “modo de crise” que poderia levar a uma intervenção do BCE. Não consideramos os níveis atuais como um ponto de entrada, mas sim como uma boa maneira de expressar nossa visão neutra/negativa em relação à curva em euros e aos mercados periféricos.



Spreads
de instrumentos
financeiros
subordinados
em alta de
100 PB
NESTE ANO

MERCADOS DE CRÉDITO

Os mercados de crédito ainda estão sob pressão, em um contexto de desaceleração do crescimento e de pressão sobre as margens corporativas devido à inflação mais elevada. Embora o crédito fraco tenha sido o mais afetado pelas recentes correções de *spread*, o retorno total negativo sobre os principais índices devido aos impactos tanto de taxas de juros mais altas quanto de *spreads* maiores, levou a melhores pontos de entrada para efeitos de *carry trade*, incluindo entre os créditos mais sólidos. Conscientes da falta de catalisadores para gerar uma redução dos *spreads* no momento, com riscos de maior pressão especialmente sobre títulos corporativos, a serem mais afetados pelo aumento dos custos, permanecemos ainda assim, de forma geral, confortáveis com os fundamentos corporativos e acreditamos que, em média, os detentores de títulos são bem remunerados com os níveis atuais de *spread*, em uma base histórica, em relação aos rendimentos de títulos de dívida pública.

DÍVIDA SUBORDINADA

Os mercados de dívida subordinada sofreram com o aumento dos *spreads* de crédito, a volatilidade das taxas de juros e uma reprecificação geral dos prêmios de risco.

Ainda que a dívida sênior no segmento *investment grade* ofereça rendimento atraente, o diferencial de *spread* entre os dois segmentos do mercado continua a favorecer a dívida subordinada, especialmente para emissores híbridos corporativos de alta qualidade. O setor financeiro também proporciona um bom perfil de risco/recompensa. Os grandes bancos europeus – em média, menos afetados por pressões inflacionárias do que as empresas – globalmente apresentaram resultados resilientes no primeiro trimestre de 2022, melhores do que o esperado, e apenas ligeiramente abaixo do primeiro trimestre de 2021 devido ao crescimento sólido das receitas graças às taxas de juros mais altas. Embora os coeficientes CET1 tenham diminuído ante uma combinação de adversidades regulatórias e de recuperação da distribuição pós-COVID-19, os coeficientes de capital e liquidez permanecem sólidos, e as reservas de capital são extremamente confortáveis. O custo do risco aumentou devido aos primeiros impactos do conflito entre a Rússia e a Ucrânia, mas permanece significativamente inferior ao de 2020. O ambiente de taxas de juros mais elevadas é positivo para bancos e os custos de inflação pesarão mais sobre empresas. Assim, em uma base relativa, os bancos deverão ser mais resilientes. Outro fator de resiliência é a dívida bancária não fazer parte do programa de compras do BCE. Assim, é menos provável que sofra com o fim dos programas de afrouxamento quantitativo (Gráfico 4).

GRÁFICO 4: EUROPEAN FINANCIAL SUBORDINATED INDEX, SPREAD VERSUS GOVERNO



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Os investidores em ações tiveram que enfrentar uma tempestade perfeita de ventos contrários no início do ano: ômicron, inflação, taxas de juros em alta e conflito entre a Rússia e a Ucrânia. Nessa conjuntura, as expectativas de crescimento dos resultados permaneceram estáveis e ofereceram ventos favoráveis para as ações. A temporada de resultados do 1º trimestre de 2022 foi promissora, com revisões que permanecem em trajetória ascendente. Com a queda nos mercados, todos os indicadores de expectativas estão extremamente pessimistas, o que, de um ponto de vista contrário, poderá levar alguns investidores a apostar em uma recuperação de curto prazo nos mercados de ações.



Na Europa,

79%

das empresas

**SUPERAM AS
ESTIMATIVAS DE
VENDAS NO 1T**

RENDIMENTOS E VALORIZAÇÃO

Nos rendimentos, os resultados continuam a demonstrar resiliência. De forma geral, as empresas superaram as expectativas nos mercados desenvolvidos. Na Europa, 79% das empresas superaram as estimativas de vendas (diante da média histórica de 60%), com o crescimento agregado de lucro por ação atingindo atualmente 7%, o que se compara às estimativas de consenso de -1%, ou seja, uma surpresa positiva de 8%.

Apesar dos relatórios robustos, a orientação gerencial tem sido cautelosa quanto ao futuro, já que custos de insumos mais altos devido à inflação e problemas nas cadeias de suprimentos começam a ser assimilados.

Quando às valorizações, o aumento contínuo das taxas de juros de longo prazo rapidamente desequilibrou os coeficientes de preços-rendimentos do mercado de ações, integrando as taxas de desconto à valorização. Enquanto isso, os rendimentos reais deterioraram o prêmio de risco das ações, tornando os mercados de ações menos atraentes.

ESTADOS UNIDOS

A temporada de resultados não conseguiu alavancar os mercados de ações, mesmo com algumas surpresas positivas: 77% das empresas do S&P 500 relataram surpresas positivas de lucro por ação no primeiro trimestre de 2022. Convém notar que 85% das empresas do S&P 500 que fizeram as divulgações de resultados no primeiro trimestre citaram o termo "inflação" em suas apresentações (o percentual mais alto desde 2010). No entanto, o impacto sobre as margens nesta fase ainda é controlável: a atual estimativa de margem de lucro líquida chega a 12,5% no mercado norte-americano para o segundo trimestre de 2022 embora fique abaixo da estimativa de 12,7% no fim de março.

Olhando à frente, as margens deverão continuar sob pressão; como refletido nas divulgações de resultados recentes de grandes varejistas dos Estados Unidos. Por fim, os investidores estão muito preocupados com a política monetária mais restritiva do Fed.

Mantemos cautela quanto a ações que são mais sensíveis a taxas de juros de longo prazo e preferimos empresas de Qualidade. As ações Defensivas também demonstram maior resiliência em uma conjuntura marcada por temores crescentes de recessão.

EUROPA

Inúmeros são os ventos contrários que afetam a Europa: conflito entre a Rússia e a Ucrânia, perturbações nas cadeias de suprimentos, inflação, taxas de juros em alta, repercussões da política zero-COVID da China. Considerando a falta de visibilidade no caminho para a recuperação, permanecemos cautelosos em relação aos mercados de ações europeus, e isto apesar das negociações serem relativamente baratas, tanto em termos absolutos quanto em termos relativos. A temporada de resultados do primeiro trimestre de 2022 foi promissora para muitas empresas e setores. Conseqüentemente, as revisões da dinâmica de rendimentos foram positivas, mas a incerteza continua a prevalecer no restante do ano. Na Europa, permanecemos positivos quanto aos mercados do Reino Unido e da Suíça, como fonte de diversificação de nossa exposição a ações europeias, já que as duas regiões deverão estar menos diretamente expostas à crise na Ucrânia, em comparação à zona do euro, e se beneficiarão de uma atraente divisão setorial do mercado de ações (com tendência a ações de Energia e Qualidade/Defensivas).

MERCADOS EMERGENTES

Preocupações quanto ao ciclo atual de aumentos das taxas de juros dos Estados Unidos, temores de estagflação e o impacto do *lockdown* causado pela pandemia de COVID-19 sobre a recuperação da demanda interna na China, pesam na mente dos investidores de mercados emergentes. Essas preocupações se refletem nos mercados de ações chineses, que agora negociam em 11 vezes os lucros e, assim, estão valorizados de modo atrativo com base em padrões históricos. Embora as revisões de rendimentos ainda estejam em terreno negativo e mereçam cautela, estamos positivos em relação ao segundo semestre de 2022, considerando o relaxamento progressivo das medidas restritivas devido à COVID-19 na China, o que leva à reabertura progressiva e a expectativas de uma forte recuperação da demanda reprimida dos consumidores. Além disso, as autoridades chinesas mantêm suas políticas de flexibilização monetária e fiscal, além de mais medidas que estão por vir. Esperamos, especialmente, um grande aumento nas despesas com infraestruturas ao longo do ano.

ESTILO: GROWTH E QUALIDADE SE DISSOCIARÃO?

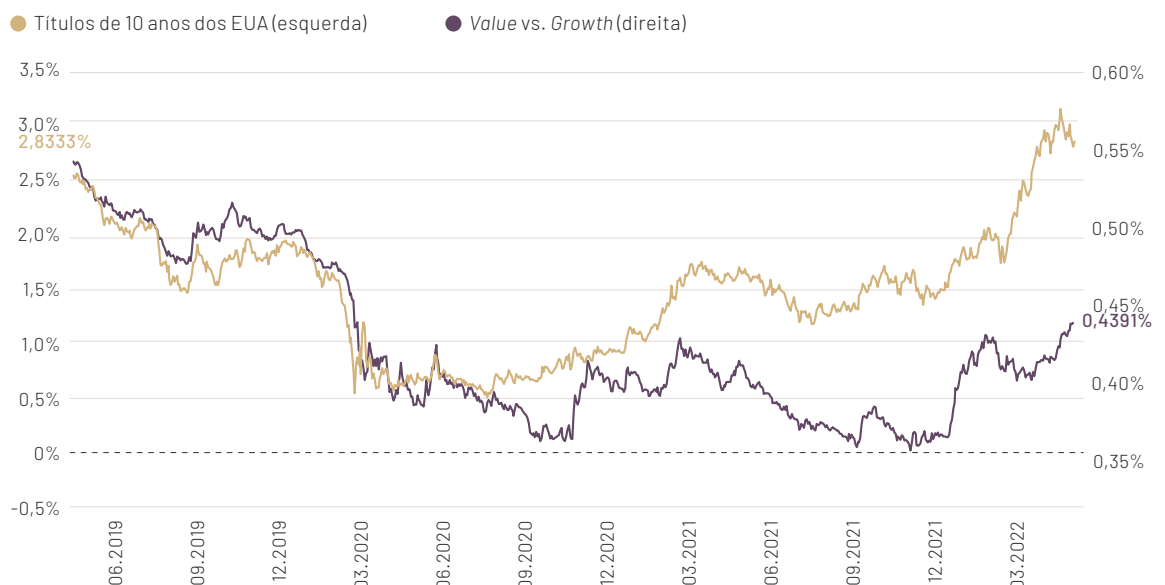
Recentemente, a temática de Qualidade teve que combater uma adversidade considerável: a forte recuperação nos rendimentos de longo prazo teve um impacto negativo em suas valorizações de longa duração.

No entanto, este novo contexto de volatilidade pressupõe um prêmio mais elevado para as temáticas de Qualidade e Retorno aos acionistas, que historicamente resistiram relativamente bem a períodos estagflacionários.

O estilo *Value* teve desempenho superior graças à forte recuperação dos rendimentos, ainda que o desempenho dos títulos financeiros tenha sido um pouco decepcionante nesse contexto. A dinâmica positiva do setor de Energia e do setor de Materiais, alimentada por fortes revisões de rendimentos, também constitui um mobilizador sólido de desempenho superior, especialmente com os preços do petróleo bruto permanecendo sustentados devido ao contexto geopolítico atual e aos baixos estoques norte-americanos.

No estilo *Growth*, as ações continuam a sofrer com rendimentos dos títulos em alta, com algumas ações de tecnologia não lucrativas negociadas 50% abaixo de suas máximas de 2021, e com o Nasdaq, que tem uma forte presença tecnológica, já em queda de 25% neste ano. Mesmo que isso já seja um bom ajuste de valorização, é possível ir mais longe se as taxas de juros continuam a subir. Dessa forma, permanecemos cautelosos quanto a este estilo de investimento nesta fase, até que as taxas de juros comecem a se estabilizar. Quando for o caso, os investidores podem começar a retornar ao estilo *Growth* (Gráfico 5).

GRÁFICO 5: VALUE VS. GROWTH DO MSCI EUROPE CORRELACIONADOS COM TÍTULOS DE 10 ANOS DOS EUA, %



Observação: A alta correlação entre rendimentos dos Estados Unidos e o desempenho relativo entre ações *Value* e *Growth* ainda é relevante. Considerando a última recuperação nos rendimentos, o estilo *Value* ainda tem algum potencial de recuperação.

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

A divergência das tendências monetárias é um fator que continuará a alimentar a dinâmica das moedas no futuro. Em maio, os mercados cambiais também sofreram o impacto da montanha-russa da volatilidade de propensão/aversão ao risco, com o dólar atingindo novas máximas de vinte anos. Os perdedores mais destacados foram os vencedores anteriores — o yuan chinês finalmente desistiu do patamar de 6,40 e moedas de commodities que provavelmente sofreram liquidações significativas de posições.



O DÓLAR

se fortaleceu
além de nossas
expectativas

Os mercados cambiais estiveram muito voláteis recentemente, mobilizados pelo sentimento de risco e temores de desaceleração na China. O dólar se fortaleceu além de nossas expectativas com o US Dollar Index atingindo seu nível mais alto desde dezembro de 2002 (Gráfico 6). Os participantes do mercado destacaram o foco crescente no par euro/dólar, negociado próximo à paridade no curto prazo. Tecnicamente, a sustentação importante está em 1,0340, que é o ponto mais baixo visto pela última vez em 2017.

COMO O PAR EURO/DÓLAR DEVERÁ SER NEGOCIADO NAS PRÓXIMAS SEMANAS?

Cenário 1: o mais negativo.

A guerra entre a Rússia e a Ucrânia se intensifica e o fornecimento de gás para a Europa é interrompido. O *lockdown* chinês continua até o fim do ano. A inflação nos Estados Unidos permanece alta. Neste cenário, o par euro/dólar deverá perder a sustentação em 1,0340 e atingir a paridade.

Cenário 2: nosso cenário de base.

Nosso cenário de base é o estado atual. Neste caso, o par euro/dólar deverá se manter em uma faixa de 1,0350 a 1,0850.

Cenário 3: O mais otimista.

A retórica do BCE se torna mais agressiva do que as tendências atuais, e o Fed começa a suavizar sua comunicação se a inflação nos Estados Unidos mostrar sinais de ter chegado a um pico — vemos tudo isso como uma possibilidade no segundo semestre de 2022. Também convém notar que um fim abrupto da guerra entre Rússia e Ucrânia impulsionará o euro. Nesses cenários, o par euro/dólar pode vir a ser negociado em 1,10 ou mais.

GRÁFICO 6: DÓLAR AMERICANO EM UM PONTO DE INFLEXÃO? US DOLLAR INDEX, DXY



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



DÓLAR

Atingindo níveis não vistos há duas décadas.

O sentimento extremamente negativo que floresceu no início de maio levou ao dólar mais forte em vinte anos. A força foi provavelmente impulsionada pela demanda por liquidez em mercados que estavam claramente liquidando quantidades significativas de risco, com o conforto adicional de rendimentos em caixa do dólar em alta, já que o Fed embarca em aumentos de 50 pontos base dos juros, ao menos para as próximas reuniões. Quando máximas de várias décadas são quebradas, vale a pena ter uma visão de muito longo prazo. Nesse caso, com o dólar nas máximas atuais, é provável que investidores de longo prazo comecem a colher lucros de posições com maior exposição ao dólar. No entanto, para capital de curto prazo, vale a pena lembrar-se de que os motivos por trás do sentimento negativo de risco (aumentos de taxa de juros e inflação, política COVID zero na China e guerra entre Rússia e Ucrânia) ainda estão presentes, sendo o dólar um refúgio preferencial. Em suma, o dólar mantém sustentação no momento, mas o potencial de crescimento parece cada vez mais limitado por riscos técnicos e de recessão.

OURO

Rendimentos reais ou geopolítica?

Os rendimentos efetivos (taxa de juros - taxa de inflação) de títulos dos Estados Unidos estão ainda mais elevados, com o rendimento efetivo das obrigações a 10 anos firmemente implantado em

terreno positivo em 0,27% onde estava antes da pandemia, exercendo uma força negativa ao preço do ouro. Ao mesmo tempo, a guerra na Ucrânia continua sem tréguas e, infelizmente, parece cada vez mais provável que se arrastará por mais tempo, fazendo apoio ao preço do ouro. Dessas duas forças opostas, o aumento dos rendimentos efetivos parece ser o fator dominante, já que o ouro foi pressionado de volta para a faixa de 1.800-1.850 dólares, na qual estava antes da invasão russa. Continuamos a acreditar que há um prêmio de risco geopolítico no preço (provavelmente agora entre 50-100 dólares por onça) e que os "níveis de sustentação" foram permanentemente elevados pelas sanções financeiras ocidentais sobre as reservas russas em moedas estrangeiras, mas acreditamos que, por agora, o ouro terá desempenhos inferiores.

YUAN CHINÊS

Recuando

O par dólar/yuan chinês está em seu nível mais alto desde 2020, já que os rendimentos norte-americanos estão acima dos rendimentos chineses pela primeira vez desde 2010. Contudo, o sólido superávit comercial da China deverá limitar a queda do yuan chinês. Em um contexto de *lockdown* induzido pela política COVID zero, o Banco Popular da China (PBoC, na sigla em inglês) resiste à força do yuan chinês, sondando o terreno via fixação diária. Caso a política COVID zero persista, o par dólar/yuan chinês pode continuar a ser pressionado para cima.



MACROECONOMIA E CENÁRIO DE MERCADO

• **Crescimento global:** nosso cenário de desaceleração sem recessão (com um forte corte de nossa projeção macroeconômica no fim de janeiro, piora maior na Europa do que nos Estados Unidos) se confirmou com o PIB da zona do euro atingindo -0,3% no primeiro trimestre. O PIB dos Estados Unidos no primeiro trimestre de 2022 foi impactado negativamente pela balança comercial, contrabalançando uma resiliência do consumo e investimento privados mais forte do que o esperado, podendo perder força nos próximos trimestres. A China passa pelo ponto mais baixo de seus dados macroeconômicos, e os PMI deverão se atenuar no futuro próximo devido aos *lockdowns*, enquanto a combinação de políticas se tornará mais favorável.

• **Inflação:** o pico foi adiado, já que o aumento contínuo da inflação de base sugere uma inflação mais generalizada, enquanto o efeito dos preços de energia deverá se dissipar nos próximos trimestres. A pressão salarial poderá começar a esfriar nos Estados Unidos, mas deverá subir, a partir de níveis mais baixos, na zona do euro. As tensões sobre os preços de alimentos continuarão a nutrir o aumento da inflação nos mercados emergentes, podendo traduzir-se em tensões sociais crescentes no futuro.

• **Resultados corporativos:** os resultados do primeiro trimestre de 2022 surpreenderam positivamente, com o crescimento das receitas sem sequelas do crescimento mais lento, e com melhor resiliência das margens corporativas, confirmando o que 2021 sugeria: as empresas têm poder de precificação e, portanto, o problema se relaciona, até agora, mais com a inflação do que com as margens. Como esperado, o consumo discricionário foi o mais atingido, ao

passo que a saúde, a energia e os materiais produziram fortes resultados. No geral, a situação levou a uma revisão ascendente do crescimento de lucro por ação em 2022, superior a 10% nos Estados Unidos. No futuro, esperamos que as margens se ajustem e o crescimento de receitas desacelere.

• **Bancos centrais:** as últimas semanas foram caracterizadas por uma aceleração no calendário de aperto monetário e por uma retórica mais agressiva em que os mercados estão comprando sem descontos. O BCE pode permanecer aquém do Fed, mas o cogitado fim das taxas de juros negativas continua sendo uma mudança radical de perspectiva em relação a 2021. Isso contribuiu para alimentar a ansiedade sobre a sustentabilidade da dívida na zona do euro, com um aumento dos *spreads* soberanos. Nesse contexto, duas divergências precisam ser destacadas. A primeira é que as projeções de inflação e crescimento do PIB do Banco da Inglaterra são mais sombrias do que as do Fed e do BCE, já que estes últimos permanecem otimistas em relação à sua capacidade em conter a inflação de base até 2,5% no próximo ano e, ao mesmo tempo, evitarem a estagnação. Em contrapartida, o Banco Popular da China continua a flexibilizar sua política, progressivamente e com cautela.

• **Valorizações:** a correção recente das ações e do crédito voltou a reconstituir os prêmios de risco em níveis mais atraentes. Contudo, a tendência de reprecificação pode não ter acabado ainda e continuará a ser influenciada por taxas de juros de longo prazo em crescimento e perspectivas de crescimento mais lento. Os investidores vão monitorar os catalisadores provenientes dos bancos centrais e as políticas de *lockdown*/vacinação na China, uma vez que os mercados já integram um nível elevado de pessimismo.



A tendência de
REPRECIFICAÇÃO
DE AÇÕES
pode não ter
acabado

CONVICÇÕES DE INVESTIMENTO/ALOCAÇÃO

- **Ações:** preferência mantida por uma visão equilibrada entre ações *Value*, de Qualidade e Defensivas nesse contexto. Há vários meses que já tínhamos reduzido nossa convicção no estilo *Growth*, ao mesmo tempo que aumentamos recentemente nossas apostas no estilo *Value* (financeiras e ações *Value* dos Estados Unidos) e nossa exposição a ações com dividendos e setores de Qualidade/Defensivos, como saúde. Embora as ações *Value* tenham realizado desempenho superior aos índices desde que iniciamos este estilo de investimento em novembro de 2020, preferimos uma redução tática na atual conjuntura, em que temores de estagnação certamente pesarão sobre o estilo. De um ponto de vista geográfico, mantemos uma diversificação forte, com foco em mercados desenvolvidos, ao mesmo tempo que mantemos nossa posição de longa data na Ásia, que parece relativamente descontada e cujo desempenho pode ser superior se a China utilizar uma vacina de RNA mensageiro.
- **Renda fixa:** permanecemos subponderados em duração e consideramos que provavelmente ainda é muito cedo para voltar aos títulos de dívida pública. Mantemos uma posição positiva quanto aos títulos corporativos e de dívida financeira, nos quais a normalização dos *spreads* é mais uma questão de reprecificação induzida pelo fluxo em um movimento global de redefinição de retornos do que uma tendência gerada por fundamentos, explicada por taxas de inadimplência mais elevadas.
- **Câmbio:** recentemente escrevemos que é muito cedo para ter posição *short* do dólar. Essa moeda está provavelmente perto do pico em seus níveis atuais, precificando o aperto monetário acelerado da política do Fed, ao passo que a redução das incertezas políticas na França e os aumentos esperados das taxas de juros do BCE foram insuficientes, até agora, para ajudar o euro a combater a força do dólar. A aversão ao risco e o aperto de liquidez também podem ter contribuído para a força do dólar americano. Assim, o enfraquecimento do dólar pode ser adiado para o segundo semestre de 2022, especialmente se o Fed começar a ter uma postura menos agressiva, ou se o crescimento do PIB dos Estados Unidos desacelerar ainda mais. Isso poderá constituir um ponto de entrada para moedas emergentes.

PRINCIPAIS CONVICÇÕES

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

08 • Monitor de mercado (moedas locais)

VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS



DADOS A 20 DE MAIO DE 2022

| TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA | RENDIMENTO | ALTERAÇÃO 4 SEMANAS (PBS) | ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL (PBS) |
|------------------------------------|------------|---------------------------|------------------------------------|
| Títulos do Tesouro dos EUA de 10 A | 2,78% | -11,76 | 127,10 |
| França 10 A | 1,47% | 4,80 | 127,30 |
| Alemanha 10A | 0,94% | -2,80 | 112,30 |
| Espanha 10A | 2,08% | 14,30 | 151,40 |
| Suíça 10A | 0,70% | -20,10 | 83,80 |
| Japão 10A | 0,24% | -0,80 | 17,30 |

| TÍTULOS | ÚLTIMO | ALTERAÇÃO 4 SEMANAS | ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL |
|---|--------|---------------------|------------------------------|
| Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes (ME) | 34,88 | -2,87% | -11,07% |
| Títulos da Dívida Pública em EUR | 206,37 | -0,25% | -5,57% |
| High yield em EUR Corporativo | 195,85 | -3,25% | -8,32% |
| High yield em USD Corporativo | 296,94 | -3,61% | -10,67% |
| Títulos da Dívida Pública dos EUA | 303,88 | 0,72% | -5,12% |
| ME Corporativos | 44,16 | -2,43% | -13,41% |

| MOEDAS | ÚLTIMO SPOT | ALTERAÇÃO 4 SEMANAS | ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL |
|---------|-------------|---------------------|------------------------------|
| EUR/CHF | 1,0295 | -0,41% | -0,78% |
| GBP/USD | 1,2480 | -2,80% | -7,77% |
| USD/CHF | 0,9746 | 1,79% | 6,76% |
| EUR/USD | 1,0564 | -2,09% | -7,09% |
| USD/JPY | 127,88 | -0,48% | 11,12% |

| ÍNDICE DE VOLATILIDADE | ÚLTIMO | ALTERAÇÃO 4 SEMANAS | ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL |
|------------------------|--------|---------------------|------------------------------|
| VIX | 29,43 | 1,22 | 12,21 |

| ÍNDICES DE AÇÕES | ÚLTIMO PREÇO | ALTERAÇÃO 4 SEMANAS | ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL |
|--|--------------|---------------------|------------------------------|
| S&P 500 (EU) | 3.901,36 | -8,67% | -18,14% |
| FTSE 100 (Reino Unido) | 7.389,98 | -1,75% | 0,07% |
| Stoxx Europe 600 | 431,10 | -4,90% | -11,62% |
| Topix | 1.877,37 | -1,46% | -5,77% |
| MSCI World | 2.655,91 | -7,86% | -17,82% |
| Shanghai SE Composite | 4.077,60 | 1,60% | -17,46% |
| MSCI Emerging Markets | 1.035,31 | -3,75% | -15,97% |
| MSCI Latam (América Latina) | 2.376,10 | -3,62% | 11,56% |
| MSCI EMEA (Europa Oriente Médio, África) | 208,37 | -8,77% | -24,42% |
| MSCI Asia Ex Japan | 663,33 | -2,76% | -15,96% |
| CAC 40 (França) | 6.285,24 | -4,50% | -12,13% |
| DAX (Alemanha) | 13.981,91 | -1,13% | -11,98% |
| MIB (Itália) | 24.095,00 | -0,76% | -11,89% |
| IBEX (Espanha) | 8.484,50 | -1,94% | -2,63% |
| SMI (Suíça) | 11.308,98 | -7,74% | -12,17% |

| COMMODITIES | ÚLTIMO PREÇO | ALTERAÇÃO 4 SEMANAS | ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL |
|---------------------------------|--------------|---------------------|------------------------------|
| Barra de Aço (CNY/Tm) | 4.817,00 | -6,16% | 5,91% |
| Ouro (USD/Onça) | 1.846,50 | -4,41% | 0,95% |
| Petróleo bruto WTI (USD/Barril) | 113,23 | 10,93% | 50,55% |
| Prata (USD/Onça) | 21,67 | -10,68% | -7,21% |
| Cobre (USD/Tm) | 9.422,00 | -6,81% | -3,07% |
| Gás natural (USD/MMBtu) | 8,08 | 23,71% | 116,70% |

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

RETORNOS MENSAIS SOBRE INVESTIMENTO, EXCLUÍDO DIVIDENDOS

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

| FEVEREIRO DE 2022 | MARÇO DE 2022 | ABRIL DE 2022 | ALTERAÇÃO 4 SEMANAS | ACUMULADO ANUAL (20 DE MAIO DE 2022) |
|-------------------|---------------|---------------|---------------------|--------------------------------------|
| 4,73% | 12,25% | 0,38% | 1,60% | 11,56% |
| 0,39% | 3,58% | -1,20% | -1,46% | 0,07% |
| -0,08% | 3,15% | -2,40% | -1,75% | -5,77% |
| -0,47% | 2,52% | -3,79% | -2,76% | -11,62% |
| -2,40% | 0,77% | -4,89% | -3,62% | -15,96% |
| -2,65% | 0,61% | -5,23% | -3,75% | -15,97% |
| -3,06% | -2,52% | -5,75% | -4,90% | -17,46% |
| -3,14% | -2,93% | -8,43% | -7,86% | -17,82% |
| -3,36% | -6,84% | -8,80% | -8,67% | -18,14% |
| -10,33% | -7,84% | -13,86% | -8,77% | -24,42% |

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

MELHOR DESEMPENHO
⊕

PIOR DESEMPENHO
⊖



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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ESG: Ambiental, social e governamental.

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

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

FMI: O Fundo Monetário Internacional.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

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

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

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico.

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

OMC: Organização Mundial do Comércio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis.

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

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

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

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

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

TERMO DE RESPONSABILIDADE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fotos: Getty Images.

Editado de acordo com 23.05.2022.

