

MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto de 2022

Foco
Alemanha: a espada de Dâmocles

• Índice

01• Editorial	P3
DO APERTO MONETÁRIO À FALTA DE ENERGIA?	
02• Foco	P4
ALEMANHA: A ESPADA DE DÂMOCLES	
03• Macroeconomia	P6
PONTOS DE VIRADA	
04• Renda fixa	P8
O QUE VEM DEPOIS DA INFLAÇÃO?	
05• Ações	P10
NAVEGANDO EM UM MERCADO DE BAIXA	
06• Forex	P12
VOLATILIDADE EXTREMA E INCERTEZA NOS MERCADOS DE CÂMBIO	
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

01 • Editorial

DO APERTO MONETÁRIO À FALTA DE ENERGIA?



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Prezado(a) leitor(a),

O verão no hemisfério Norte será tão quente nos mercados quanto nas praias e em nossas cidades abafadas?

Ainda que tenhamos entrado agora em um período do ano de baixo consumo de gás, durante o qual nossos estoques normalmente são reabastecidos, o temor de que os russos fecharão a torneira criou mais uma fonte de estresse nos mercados, que já estavam lidando com estagflação e aperto monetário. Mesmo que, no fim, o fechamento do gasoduto Nordstream 1 seja apenas temporário, isso deve servir de lembrete sobre a vulnerabilidade da Europa, tanto em termos geopolíticos quanto industriais. Mesmo que a Rússia não tenha interesse em cortar seu ingresso de divisas estrangeiras, o país segura uma espada de Dâmoçles sobre a Europa — uma arma de dissuasão que provavelmente se manterá em punho e que também serve para manter os preços de energia elevados.

Essa nova saga sustenta e amplia o cenário de estagflação que agora se tornou consensual. Na realidade, economistas e investidores ponderam essencialmente dois cenários na zona do euro: um cenário envolvendo uma forte desaceleração com a possibilidade de uma contração limitada do PIB durante um ou dois trimestres, e um cenário mais severo com uma recessão no fim de 2022 ou no início de 2023. A materialização de um desses dois cenários dependerá muito de mantermos, ou não, os níveis atuais de oferta de gás. Um cenário desse tipo provavelmente resultará em inflação alta até meados do primeiro semestre de 2023 com um alívio (talvez mais lento) da inflação no ano seguinte. Devemos observar que as expectativas de inflação nos próximos dois anos estão agora mais altas na Alemanha do que nos Estados Unidos. Como o jogo virou após uma década de inflação quase zero na Europa!

Este ambiente vem complicar ainda mais a tarefa do Banco Central Europeu (BCE), já que a instituição está presa entre enfrentar a inflação e administrar o risco de fragmentação. Racionalmente, a situação poderia levar o banco central a contrariar a ideia que prevaleceu até recentemente em

Frankfurt (o fim da compra de ativos seguido de um aumento das taxas de juros moderado e muito gradual). Nesse contexto, parece mais adequado um rápido aumento das taxas de juros até chegarem a território positivo e a continuação do programa de compra de ativos para enfrentar o aumento dos prêmios de risco soberano. Foi o que Christine Lagarde confirmou na entrevista coletiva realizada em 21 de julho.

Paradoxalmente, essa piora das perspectivas macroeconômicas ainda não está refletida em expectativas mais baixas dos resultados corporativos que geralmente levam algum tempo para se ajustarem. Esse é mais um item na longa lista de discrepâncias nesses tempos fora do normal. Até o momento, a mensagem das empresas é surpreendentemente otimista em relação à resiliência dos resultados, tanto em termos de carteiras de pedidos quanto às margens de lucro, com potencial significativo de repassar aumentos dos custos para os preços. Essa questão é preocupante em dois aspectos. Primeiro, isso confirma que uma espiral de preços está se formando (o poder de precificação das empresas foi um nítido sinal da inflação em 2021). Segundo, o enfraquecimento da tendência de crescimento e a queda do poder de compra terão obrigatoriamente um impacto sobre os volumes de vendas, com os setores de bens de consumo e de distribuição sendo os mais afetados.

Após o choque causado pelo conflito na Ucrânia no fim de fevereiro, os mercados de ações saíram de uma correção desencadeada por um aumento nas taxas de juros de longo prazo para um ajuste das valorizações (correção de abril) causado por temores de uma recessão (correção de junho); a questão neste momento é se as margens e os balanços patrimoniais passarão agora para o topo da lista de preocupações. Isso só fortalece nossa convicção, mantida desde maio, em ações de alta qualidade e no retorno a ações lucrativas de tecnologia e de alguns setores Defensivos, tendo priorizado ações *Value* desde o início de 2021. As ações de dividendos também continuam a se destacar, na medida em que os investidores buscam retornos acima da inflação.



Se o gás russo for suspenso,

5,6
PONTOS
PERCENTUAIS
do PIB de 2023
serão eliminados

A Alemanha está no centro da crise energética da União Europeia. Este ano, o DAX enfrentou dificuldades pesadas nos mercados de ações europeus, e o pior ainda está por vir se a Rússia continuar a fazer pairar a ameaça sobre o fornecimento de gás. No entanto, em uma perspectiva de mais logo prazo, a economia alemã pode apresentar algumas oportunidades interessantes, mas será necessária paciência.

A TEMPESTADE PERFEITA: 2º SEMESTRE DE 2022

A economia alemã enfrenta uma série de fortes ventos contrários: um imenso choque de oferta ligado à exposição à energia russa e um choque de demanda inoportuno vindo de grandes parceiros comerciais devido a implementação/suspensão de *lockdowns* na China, além de uma possível recessão nos Estados Unidos. Dadas as circunstâncias, os dados de maio sobre a atividade permaneceram relativamente resilientes (produção industrial em queda mensal de apenas 0,2%, vendas no varejo em alta de 0,6%). As exportações ficaram 19% mais altas do que em maio de 2021, enquanto os atrasos no setor manufatureiro continuam consideráveis, já que gargalos da oferta limitaram a produção industrial (Gráfico 1). Contudo, as importações subiram 34% no ano a ano, devido aos preços mais altos de importação de *commodities*, gerando o primeiro déficit comercial alemão em 20 anos.

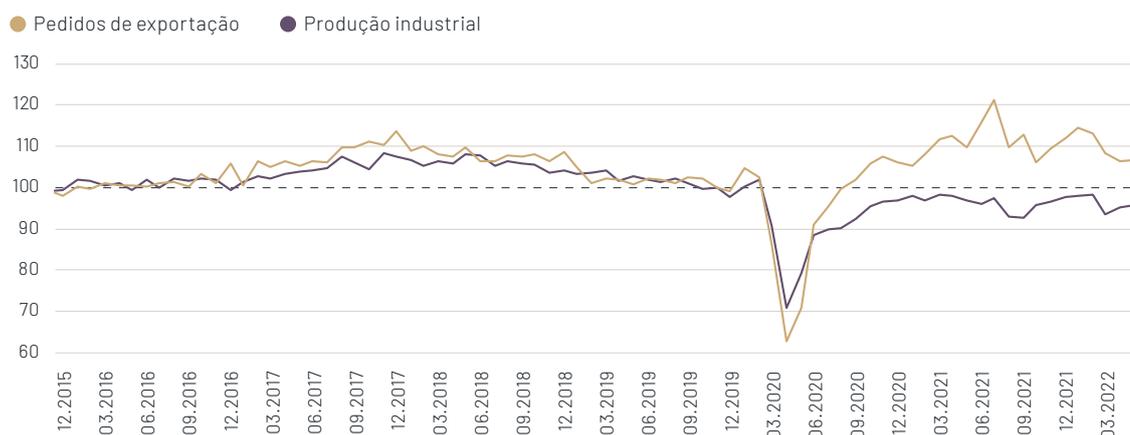
Graças aos limites de preços temporários impostos pelo governo para transporte e combustível, a inflação ganhou algum alívio em junho (7,6% no ano a ano ante 7,9% em maio). Os salários subiram 4% no ano a ano no primeiro trimestre de 2022, enquanto o aumento do índice de desemprego em junho (chegando a 5,3%) está ligado essen-

cialmente ao registro para trabalhar de refugiados ucranianos. Porém, os dados de pesquisas revelam níveis extremos de incerteza cercado a crise de energia. O índice de clima de negócios IFO caiu para 92,3 pontos em junho (ante 98 em fevereiro), enquanto o índice de confiança do consumidor GfK está bem abaixo dos níveis de março de 2020. O ritmo de criação de empregos também desacelerou nas pesquisas. A possível decisão da Rússia de interromper o fornecimento de gás constitui uma ameaça grave a toda a economia: isso possivelmente retira -1,4 ponto percentual do crescimento em 2022 e 5,6 em 2023 (Tabela 1, página 7). Novamente, este é um momento ruim, já que exportadores alemães começam apenas a se recuperar com a reabertura da cadeia de produção chinesa, que deverá sustentar o crescimento até 2023. Há também a fraqueza do euro, que absorve levemente o impacto na competitividade devido ao aumento recente dos preços dos produtores (+33%, no ano a ano, em junho).

AÇÕES EUROPEIAS: PLANO DE CONTINGÊNCIA

Este ano, a Alemanha enfrentou dificuldades pesadas nos mercados de ações europeus: o DAX agora tem queda de 18% e o MDAX (com maior exposição

GRÁFICO 1: PRODUÇÃO INDUSTRIAL SOFRE COM GARGALOS NA CADEIA DE SUPRIMENTOS (100=31.12.2015)



Fontes: Estatísticas Federais da Alemanha, Indosuez Wealth Management.

à economia alemã) tem queda de 27%. A atual conjuntura, de extrema incerteza, e maiores riscos de recessão, requerem um aumento na subponderação em ações europeias (especialmente alemãs), apesar desta já severa correção. No entanto, dada essa exposição internacional, o DAX poderá se beneficiar, no curto prazo, de um euro fraco, ou de qualquer boa notícia sobre as importações de gás russo, mas a volatilidade permanecerá alta e influenciada por eventos. Por outro lado, os setores de investimento verde deverão passar no próximo ano por um crescimento dinâmico de capex que sustentará o crescimento de ganhos futuros.



META PARA 2030:

80%

da energia produzida na Alemanha a partir de fontes renováveis

TRANSFORMANDO DESAFIOS EM OPORTUNIDADES DE CRESCIMENTO

Em meio à incerteza, a Alemanha, na realidade, abriga algumas fontes de crescimento futuro. Seu baixo nível de dívida pública¹, a política ainda acomodatória do BCE, junto à fraqueza do euro e à estabilidade política, poderão ajudar a economia a passar pelas grandes transições por vir.

Preços mais altos dos combustíveis fósseis são mais um catalisador rumo à energia limpa

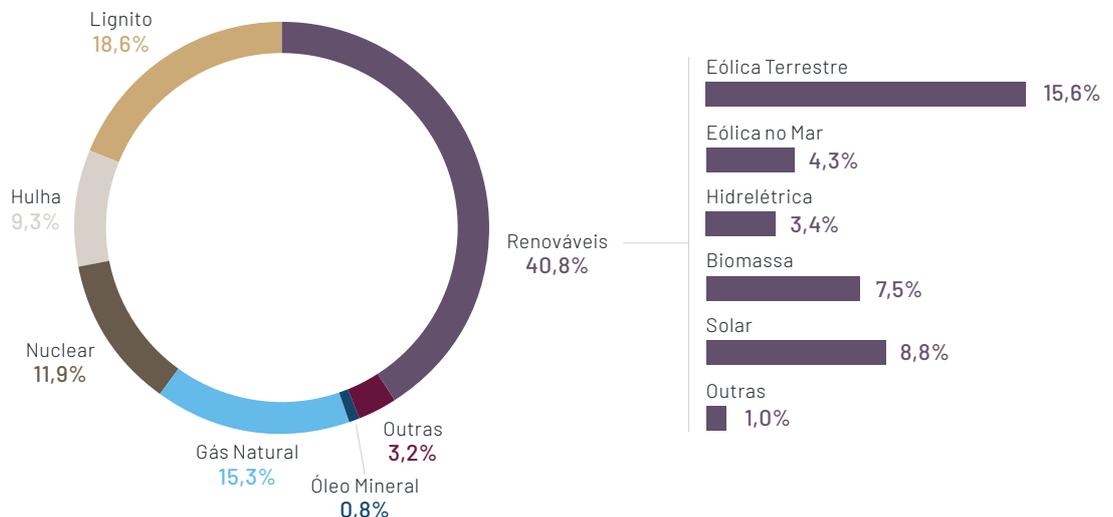
Mesmo antes da guerra na Ucrânia, as reformas relacionadas à energia ocupavam o centro das atenções na Alemanha. Contudo, a indústria alemã continua a consumir muito gás, especialmente nos setores automotivo e químico. Para lidar com o risco de escassez, a Alemanha foi forçada

a reativar suas usinas elétricas movidas a carvão, adiando assim a neutralidade nas emissões de gases do efeito estufa para depois de 2035. O país também planeja um avanço significativo nas soluções de gás natural liquefeito (GNL): um aumento nas importações de GNL, 200 bilhões de euros até 2026 em infraestruturas de carregamento, tecnologia de hidrogênio e modernização do setor, 3 bilhões de euros para a aquisição de quatro unidades de armazenamento e regaseificação flutuantes (FSRU, na sigla em inglês) e 500 milhões de euros na construção de um terminal de GNL – algo muito benéfico para construtores deste tipo de infraestrutura.

Além disso, o Parlamento anunciou em 8 de julho seu maior plano de expansão para as energias renováveis. O roteiro prevê: racionalizar as leis, dobrar a capacidade alemã de energia eólica terrestre (para 115 GW), triplicar a energia solar (para 215 GW) e expandir a energia eólica *offshore* (para 30 GW) até 2030.

A nova meta é produzir 80% de sua energia a partir de fontes renováveis até 2030 (ante 41% hoje, Gráfico 2). Espera-se que sejam anunciados investimentos correspondentes de infraestrutura, mas a zona cinzenta continua a ser a natureza intermitente das energias renováveis e das tecnologias de armazenamento, o que hoje acentua a dependência do gás durante o inverno.

GRÁFICO 2: PARTICIPAÇÃO DAS FONTES DE ENERGIA NA PRODUÇÃO ELÉTRICA TOTAL DA ALEMANHA (2021), %



Fontes: BDEW - Associação Alemã das Indústrias de Energia e Água, Indosuez Wealth Management.

¹-Apesar das medidas de apoio à energia no total de 30 bilhões de euros, o coeficiente entre a dívida e o PIB cairá de 69% do PIB em 2021 para 63% em 2022, graças ao fim das medidas relativas à COVID-19 e ao impacto positivo da inflação no PIB nominal.



Os Estados Unidos e a Europa enfrentam diferentes ventos contrários, mas ambos deverão escapar apenas por pouco da recessão no segundo semestre de 2022, com riscos na Europa com tendência de baixa. Os mercados emergentes estão mais ou menos preparados para enfrentar o aperto monetário global, com alguns países prontos para se beneficiarem da recuperação em curso da China, o que deverá atenuar o golpe causado pela queda nos preços das *commodities*.

ESTADOS UNIDOS: ESCOLHA SEU VENENO

Inflação ou recessão: eis a questão do Fed. A combinação de um relatório robusto de empregos e inflação maior do que o esperado em junho (9,1% no ano a ano) confirma novo aumento das taxas de juros do Fed, de 75 pontos base (pb) no fim de julho. O mercado imobiliário é o primeiro a sofrer impactos, com as taxas fixas de hipotecas de 30 anos em 5,5% em julho e as vendas de imóveis usados já caindo 9% no ano a ano em maio. Em maio, os gastos totais dos consumidores ajustados à inflação caíram 0,4%. No entanto, consumidores pessimistas parecem ouvir a retórica dura do Fed e estabilizaram suas expectativas de inflação para os próximos doze meses nas pesquisas na taxa reconhecidamente ainda alta de 5,3%. Além disso, em julho, os PMIs (Índices de Gestores de Compras) apontam para um alívio no crescimento do preço elevado dos insumos, mas apresentam uma queda ampla, tanto nos serviços quanto na indústria. As expectativas de produtividade futura e novos pedidos apontam para uma queda na atividade no início do segundo semestre. Pesquisas, como mercados, podem ser pessimistas demais, mas os riscos são altos com a proximidade das eleições legislativas

em novembro. O FMI cortou recentemente sua projeção de crescimento dos Estados Unidos para 2022, de 2,9% no fim de junho julho para 2,3%, e de 1,7% para 1,0% em 2023, com a economia evitando por pouco uma recessão, uma vez que o Fed reavalia o efeito de suas medidas de política no fim deste ano. O impacto de sua política deverá apertar a demanda doméstica até 2023, de forma a reduzir a inflação.

CHINA: REABERTURA

A China permanece em seu mundo próprio, com inflação baixa invejável, um mercado imobiliário por sanear (vide Renda Fixa, página 8) e uma necessidade de estimular a economia com um plano de infraestruturas muito esperado, já que os *lockdowns* ligados à COVID-19 continuam a limitar a economia. As vendas no varejo surpreenderam em junho (com alta de 3,1%), enquanto a produção industrial teve expansão de 3,9% no ano a ano. Em contraste com o Ocidente, tanto a política fiscal quanto a monetária deverão permanecer acomodáticas e esperamos que a economia acelere no terceiro trimestre, com perspectivas de crescimento de 5,3% em 2023 (após 3,5% em 2022). A recuperação do comércio chinês deverá



Expectativas dos
consumidores
norte-americanos
para a
INFLAÇÃO
NOS PRÓXIMOS
12 MESES
estáveis em
5,3%



>10
PONTOS
PERCENTUAIS
DE AUMENTO
na taxa de juros
do Banco Central
do Brasil desde o
terceiro trimestre
de 2021

sustentar a recuperação de seus principais parceiros comerciais, especificamente a Coreia do Sul (9% das importações da China em 2021), o Japão (8,4%), a Austrália (6,7%), a Alemanha (4,9%) e o Brasil (4,5%).

MERCADOS EMERGENTES: AINDA À FRENTE DA CURVA

Os países da América Latina enfrentam alguns problemas políticos no fim do primeiro semestre, mas possuem experiência suficiente com hiperinflação e permanecem à frente da curva de aperto, ainda que o peso chileno tenha sofrido recentemente porque o aperto não foi o esperado. Essas economias também sofrem impactos diferentes das alterações nos preços das *commodities*, com, por um lado, um alívio na inflação dos preços de alimentos e energia e, por outro lado, menor receita para governo e exportadores gerada pelas matérias-primas, especialmente exportadores de metais, já que esperamos um impacto da plena recuperação da demanda chinesa. Os países do Golfo ainda se beneficiam de preços mais altos e maior demanda de energia (tanto petróleo quanto gás), enquanto sua política monetária também passa por apertos para resguardar a paridade com o dólar em alta. A alta do dólar representa maior risco para os mercados emergentes, já que isso aumenta o preço dos produtos importados e torna difícil o acesso a títulos estrangeiros. Após o calote do Sri Lanka, os *swaps* de risco de crédito subiram a níveis extremos em El Salvador, Gana, Egito, Tunísia e Paquistão. A Turquia também permanece em alerta devido à hiperinflação (79%

no ano a ano). Porém, à medida que a inflação se estabiliza e o dólar diminui, os países à frente do ciclo das taxas de juros podem ver um retorno nos afluxos, na medida em que a incerteza permanece em economias avançadas. Este é o caso específico do Brasil, que elevou sua taxa de juros em mais de 10 pontos percentuais desde março de 2021. Esse país também conseguiu, pelo menos temporariamente, reduzir o coeficiente entre a dívida e o PIB, que passou de 89% em 2020 para 78%, graças à força pontual de afluxos gerados por *commodities*.

EUROPA: PRINCIPAL RISCO PARA NOSSO CENÁRIO

Em maio, as vendas no varejo na zona do euro subiram 0,2% no ano a ano (em comparação com o consenso, de queda de 0,4%) e parecem ter retornado à tendência pré-COVID-19, graças a importantes amortecedores fiscais e resultados ainda robustos do mercado de trabalho (índice de desemprego ainda em níveis historicamente baixos de 6,6% em maio). É uma boa notícia para o segundo trimestre, mas certamente não é uma garantia para o terceiro, uma vez que, neste momento, os indicadores de confiança caíram tanto para indústria quanto para serviços. A crise energética da Europa (vide Foco na página 4) será o ponto de ruptura para a atividade econômica no segundo semestre. Em junho, o BCE e outros bancos centrais europeus publicaram um cenário adverso, no qual o PIB cairá 1,7% em 2023 se as exportações de energia russa forem totalmente suspensas no terceiro trimestre de 2022 (Tabela 1).

TABELA 1: BANCOS CENTRAIS DA ZONA DO EURO:
CENÁRIO DE BASE VS. ADVERSO (CORTE DE ENERGIA RUSSA) %

	CRESCIMENTO DO PIB, %			INFLAÇÃO, %		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Alemanha Base	1,9%	2,4%	1,8%	7,1%	4,5%	2,6%
Alemanha Adverso	0,5%	-3,2%	4,3%	7,6%	6,1%	2,8%
França Base	2,3%	1,2%	1,7%	5,6%	3,4%	1,9%
França Adverso	1,5%	-1,3%	1,3%	6,1%	7,0%	0,7%
Zona do euro Base	2,8%	2,1%	2,1%	6,8%	3,5%	2,1%
Zona do euro Adverso	1,3%	-1,7%	3,0%	8,0%	6,4%	1,9%

Fontes: Amundi Institute, BCE, Bundesbank, Banque de France, Banco de España (junho de 2022), Indosuez Wealth Management.

A presidente do Sri Lanka foi a primeira figura política a pagar o preço da inflação, mas as tensões aumentam na Europa com os preços excepcionalmente altos da energia, na Ásia com a queda do setor imobiliário e no Reino Unido com uma inflação generalizada. Após desempenhos historicamente negativos no primeiro trimestre, será que a renda fixa é um investimento indispensável no segundo trimestre deste ano?

BANCOS CENTRAIS

Os bancos centrais estão lutando para combater a inflação e continuam a aumentar as taxas de juros. A liquidez seca rapidamente nas economias. O mais recente estudo bancário publicado pelo BCE demonstra um aperto rápido nas condições de crédito do setor privado, tanto para consumidores quanto para empresas.

As curvas de rendimentos se achatam (Gráfico 3) devido a perspectivas sombrias de crescimento para os próximos trimestres: as taxas de juros de longo prazo precificam bancos centrais com viés de baixa em 2023, ao passo que vencimentos de curto prazo sobem com o aumento nas taxas de juros.

Os mercados de inflação recuaram com força desde meados de junho, devido aos menores preços de energia e de metais.

Na reunião de julho, o BCE efetuou um aumento de 50 pb, aumento este nunca visto desde o fim da década de 1990. A presidente Lagarde também anunciou o formato do Instrumento de Proteção de Transmissão, criado para assegurar um financiamento sem sobressaltos de títulos do Tesouro. Falaremos mais sobre isso na próxima publicação.

CRÉDITO

No crédito europeu, conservamos uma perspectiva cautelosa quanto ao crédito de *investment grade*,

ainda que os *spreads* e os rendimentos pareçam atraentes neste momento.

Alguns participantes do mercado esperam que, no caso de uma interrupção total do fornecimento de gás, o *spread* de crédito aumentará em torno de 100 pb para o *investment grade* e de 325 pb para o *high yield*.

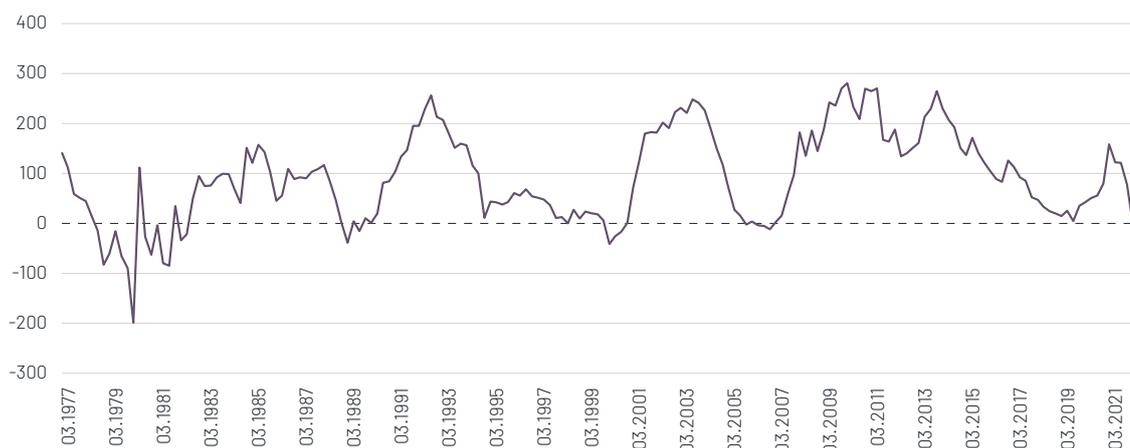
Ainda assim, identificamos alguns pontos interessantes neste contexto. Nos níveis atuais, a taxa implícita de inadimplência está próxima de 10% (níveis cumulativos ao longo de 5 anos), o que é mais de dez vezes a taxa histórica de inadimplência do *investment grade*. A oferta deverá ser mais modesta nos próximos meses, ao ponto de alguns analistas preverem uma oferta líquida para o *investment grade* em euros perto de zero no segundo semestre do ano!

Já para o *high yield* europeu, os níveis atuais em torno de 600 pb para o índice Xover sugerem quase 40% de taxa de inadimplência cumulativa em 5 anos, significativamente acima de níveis históricos de taxas realizadas.

Quando aos híbridos corporativos, vemos um crescimento parabólico dos *spreads* e queda nos preços dos títulos, algo causado principalmente pelos mercados imobiliários.

Em uma nota positiva, alguns emissores têm sido ativos na administração de passivos e compram dívidas no mercado com grandes descontos, enviando um sinal positivo para o mercado.

GRÁFICO 3: INCLINAÇÕES E RECESSÕES NOS EUA 2-10 ANOS



Fontes: Bloomberg LP, Indosuez Wealth Management.

Após anos de variações cirúrgicas de taxas de juros, os bancos centrais agora realizam

FORTES AUMENTOS

FUNDAMENTOS

O S&P realizou um teste de estresse de recessão em títulos corporativos europeus *high yield* em quatro cenários diferentes, ainda que o cenário de base continue a ser uma ausência de recessão na Europa. Os títulos corporativos com classificação B- e inferior, os mais vulneráveis ante uma recessão, estão proporcionalmente em maior número após a pandemia. Por setor, os serviços públicos, produtos químicos, hotéis, jogos e lazer poderão ver uma alavancagem muito maior em um cenário de recessão severa. A força da recuperação da pandemia impulsionou os resultados corporativos e os balanços patrimoniais. No cenário de mais alto estresse com uma recessão total, um declínio de 20% do EBITDA corporativo, cerca de 50% dos títulos europeus *high yield* poderão ter fluxo de caixa operacional livre negativo. Contudo, a extensão e o ritmo dos rebaixamentos dependerão de as agências de classificação acreditarem no quanto serão persistentes os déficits de fluxo de caixa, já que a maioria dos emissores passa por riscos limitados de eventos de liquidez de curto prazo, graças a suas dívidas com vencimentos bem estendidos.

CRÉDITO ASIÁTICO

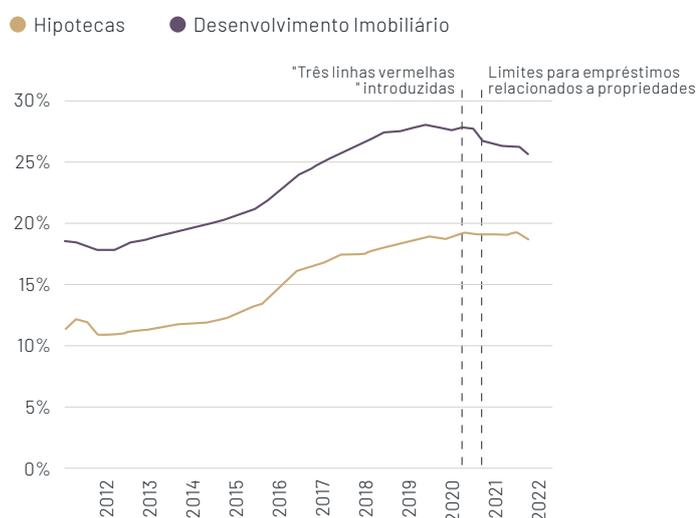
Persistem os desafios para o crédito asiático, já que tanto o *investment grade* da Ásia quanto o *high yield* do continente continuam a enfrentar pressões vindas de múltiplas frentes. As condições pioraram ainda mais devido a fluxos de saída de fundos de Mercados Emergentes e, conseqüentemente, do crédito asiático. Além disso, o crédito asiático está diante de seus próprios desafios, com a política de zero-COVID-19 da China causando *lockdowns* em grandes cidades. Apesar das medidas para atenuar

o impacto e estimular a economia, houve desaceleração da atividade econômica em vários setores com os *lockdowns*, incluindo vendas imobiliárias em abril e maio. As políticas ainda são favoráveis, levando a alguns indicadores preliminares de recuperação, embora os investidores mantenham cautela e permaneçam à margem.

Dadas as tensões no *high yield* da Ásia, há uma mudança estrutural no universo do crédito asiático. O *high yield* da Ásia constituía 18% do crédito da Ásia – com o mercado imobiliário chinês sendo 45% do *high yield* da Ásia, quase metade deste pilar. Hoje, o mercado imobiliário chinês caiu para apenas 15% do *high yield* da Ásia, caindo este último conseqüentemente para apenas 11% do crédito asiático em um ano.

A situação permanece sem precedentes na história do crédito asiático – com inadimplências, desde julho do ano passado, de pelo menos 21 incorporadoras, em um total de 80 bilhões de dólares em títulos, ao passo que outras 16 incorporadoras com mais 6 bilhões de dólares estenderam suas obrigações este ano. No entanto, em julho, o setor imobiliário da China sofreu outro golpe, com compradores de pelo menos 230 projetos espalhados por 80 cidades boicotando os pagamentos de hipotecas – estima-se o total de hipotecas paralisadas em 2 trilhões de yuans (300 bilhões de dólares). O mais recente anúncio de política apela para uma possível pausa no pagamento para projetos paralisados sem incorrer em penalidades, já que as autoridades tentam evitar uma crise de confiança no mercado imobiliário. Embora permaneçamos positivos nas ações chinesas e na reabertura no segundo semestre, o mercado chinês de empréstimos imobiliários (Gráfico 4) é um fator de risco a ser monitorado.

GRÁFICO 4: EMPRÉSTIMOS IMOBILIÁRIOS NA CHINA (EM % DO TOTAL DE EMPRÉSTIMOS)



Fonte: Refinitiv Datastream/Fathom Consulting, Indosuez Wealth Management.



Privilegiamos
QUALIDADE
COM PREÇO
RAZOÁVEL
(QARP)

Nas últimas semanas, passamos por uma grande mudança na percepção de risco de mercado, com um risco de recessão agora dominando os temores de inflação. Isso se refletiu na queda recente dos rendimentos de longo prazo. As expectativas de crescimento do lucro se mantêm resilientes, mas a nova temporada de resultados será um teste de realidade. Neste contexto, as ações chinesas, bem como as ações de Qualidade e de temática Ambiental, oferecem pilares de resiliência e diversificação.

RESULTADOS E VALORIZAÇÃO

A temporada de resultados do segundo trimestre de 2022 já está avançada nos Estados Unidos e em seu início na Europa. As revisões de lucro continuam resilientes (Gráfico 5), mas amplamente geradas pelo setor de *commodities*. Nos Estados Unidos, a tendência de lucro por ação começa a cair, mas em um ritmo moderado. No atual contexto de alta volatilidade, os investidores estarão muito atentos e preocupados com as orientações das empresas.

Quanto à valorização, os rendimentos reais estão se estabilizando ao longo das últimas semanas. Globalmente, os níveis absolutos permanecem abaixo das médias de longo prazo, com exceção do S&P 500 que, mesmo com declínio acentuado, apenas voltou à média histórica.

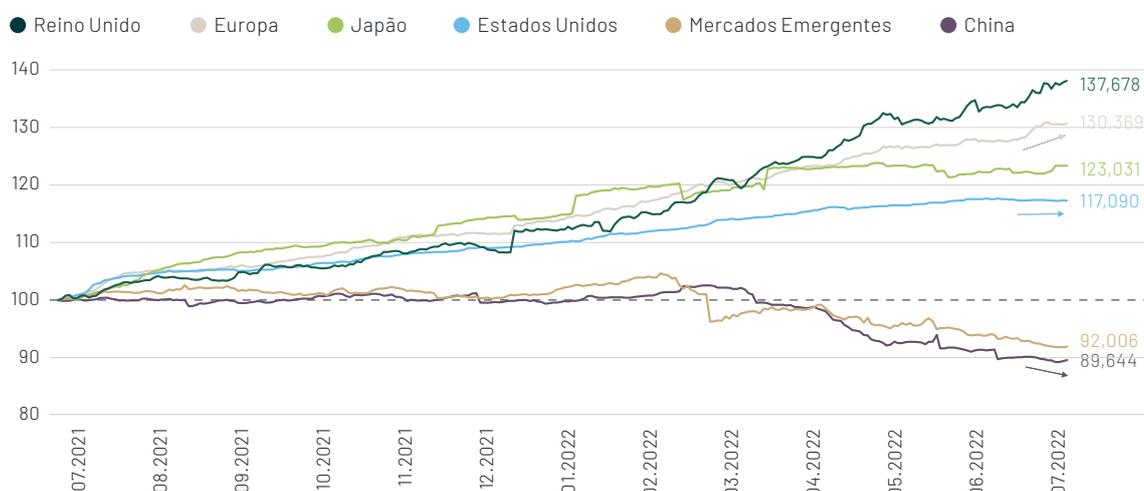
ESTADOS UNIDOS

A prudência ainda se justifica, uma vez que os mais recentes dados macroeconômicos mostram que a inflação não atingiu seu pico e começa a impactar os gastos dos consumidores (principal mobilizador do crescimento dos Estados Unidos, em queda de

-0,4% em termos controlados pela inflação em junho). Os investidores agora esperam um novo aumento da taxa de juros, entre 75 e 100 pb, em julho. Contudo, já há várias semanas que os índices de ações têm se estabilizado. O rendimento dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos de 10 anos tem se consolidado em uma faixa em torno de 3%, o que gerou uma leve calma no mercado, especialmente para ações *Growth*.

Os mercados dos Estados Unidos continuam a ser um porto seguro para alguns investidores durante períodos de incerteza geopolítica, e isso se refletiu no fortalecimento recente do dólar. Neste contexto, privilegiamos ações que se encaixam no conceito de “Qualidade com Preço Razoável” (QARP, na sigla em inglês) e conservamos cautela quanto a ações Cíclicas. Revisões negativas recentes e decepções nas divulgações de resultados do segundo trimestre nos Estados Unidos estão afetando principalmente as ações Cíclicas (indústria, bancos e consumo discricionário). Por outro lado, os resultados tem sido bons nesta fase para a tecnologia (surpreendentes +6% de crescimento de lucro por ação) e saúde (+7%), validando assim nossa preferência por ações de Qualidade.

GRÁFICO 5: REVISÕES DE RESULTADOS POR REGIÃO, 100 = JULHO DE 2021



Observação: O lucro por ação para 12 meses futuros ainda está em alta nos principais mercados desenvolvidos. A Europa e o Reino Unido estão acelerando em alta enquanto os Estados Unidos se estabilizam. No entanto, no lado dos Mercados Emergentes e da China, a tendência ainda é de baixa.

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPA

O ambiente macroeconômico permanece desafiador na zona do euro, com o conflito entre a Rússia e a Ucrânia tendo um impacto desproporcional em termos de inflação e de custos de energia. O foco dos investidores agora mudou de aperto monetário para recessão. Apesar das orientações positivas e de uma temporada de resultados que começou com uma revisão para cima nas expectativas, os investidores acreditam que a falta de visibilidade para os próximos trimestres levará a revisões negativas substanciais em algum momento. Consequentemente, as valorizações historicamente baixas nos mercados europeus não são mais um catalisador e mantemos cautela, esperando por um sinal claro ou de alívio, seja da inflação, das taxas de juros ou da guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Enquanto isso, preferimos uma posição defensiva por meio do mercado do Reino Unido ou do mercado da Suíça, mas novamente em base relativa.

mudança na mensagem oficial de regulamentação da plataforma econômica deverá ser um bom preságio para o crescimento de grandes empresas de tecnologia e consumo durante a segunda metade do ano.

ESTILO: FOCO EM QUALIDADE, COMPLETAR COM VALUE

A queda recente nos juros de longo prazo foi um forte catalisador para o desempenho superior renovado de temáticas de Qualidade (Gráfico 6). A temporada de resultados deverá ser outro ponto de sustentação para essas ações de Qualidade, já que os investidores deverão recompensar empresas com mais visibilidade em suas diretrizes, e que demonstrarem resiliência nos resultados. No contexto de estagflação, nós nos voltamos para ações resilientes com dividendos que ofereçam uma boa proteção conta a inflação.

Com os juros caindo, o estilo *Value* perdeu um dos seus principais mobilizadores. A correção recente nos preços de petróleo e *commodities* também impactou a estratégia. Quanto à força da recente correção, preferimos esperar por uma recuperação técnica no estilo para reduzir nossa exposição.

A rotação atual beneficiou as ações *Growth*, o que favoreceu uma reclassificação de curto prazo das ações com longa duração. Consideramos que ainda é muito cedo para voltar de forma ampla a empresas *Growth*, mas temos alguma preferência pela temática de Foco Ambiental (já que a escassez de gás fortalecerá investimentos em energia alternativa, vide Foco, página 4) e pelo tema do Envelhecimento Populacional por seus aspectos defensivos.

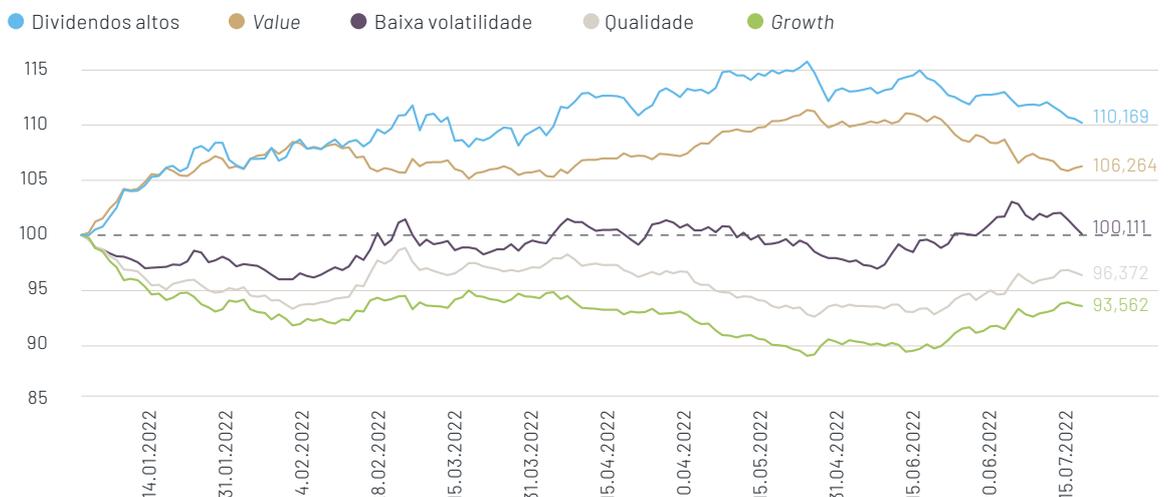


Positivos quanto a
**AÇÕES
CHINESAS**
no segundo
semestre de 2022

MERCADOS EMERGENTES

Continuamos positivos quanto a ações chinesas no segundo semestre de 2022. A economia da China continuou a melhorar. As exportações foram novamente brilhantes em junho, na medida em que os dados divulgados superaram substancialmente as expectativas. Houve um fluxo estável de mensagens políticas de apoio vindas do governo chinês ao longo das semanas recentes. Esperamos um grande aumento nas despesas com infraestruturas ao longo do ano. Ao mesmo tempo que estamos atentos a possíveis medidas direcionadas de supressão da COVID-19, acreditamos que uma

GRÁFICO 6: FATORES MSCI EUROPE, DESEMPENHO RELATIVO NESTE ANO



Observação: *Value* e dividendos altos têm sido os melhores fatores neste ano, mas estão perdendo dinâmica porque os rendimentos de longo prazo não sobem mais. Baixa volatilidade (defensivo) e Qualidade estão no lado oposto e ganham dinâmica, assim como *Growth*.

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

VOLATILIDADE EXTREMA E INCERTEZA NOS MERCADOS DE CÂMBIO



O início do segundo semestre de 2022 é palco de muitos níveis cambiais de longo prazo significativos quebrados, uma vez que o dólar atinge novas máximas em meio à aversão ao risco, ao mesmo tempo que bancos centrais mudam as políticas monetárias em passos largos e a um ritmo acelerado. O futuro para algumas moedas, especialmente na Europa, é mais incerto do que nunca.



O franco suíço é provavelmente o
MELHOR
PORTO SEGURO
no longo prazo

FRANCO SUÍÇO

O franco suíço é um porto seguro confiável na tempestade inflacionária que paira sobre os mercados. De fato, acreditamos ser o único porto seguro, além do dólar, no espaço cambial do G10. Desde dezembro, o Banco Nacional Suíço (SNB, na sigla em inglês) fez algumas mudanças muito significativas em sua política monetária, o que significa que o franco suíço provavelmente será a moeda mais resiliente frente à inflação:

- No quarto trimestre de 2021, a instituição permitiu que a taxa de câmbio do franco suíço fosse revalorizada para mitigar pressões inflacionárias globais;
- Em meados de junho de 2022, houve o aumento de 0,5% nas taxas de juros, e foi informado que o banco central iria intervir para comprar francos suíços em mercados cambiais se houvesse muito enfraquecimento.

Dadas as enormes reservas cambiais do SNB (mais de 900 bilhões de francos suíços, ou cerca de 125% do PIB anual), e a determinação do SNB de combater a inflação, há poucos motivos para acreditar que o franco suíço venha a se depreciar significativamente. Além disso, a baixa dependência da Suíça por combustíveis fósseis significa que seu superávit atual em conta corrente a partir de exportações de alto valor agregado provavelmente se manterá resiliente.

Embora o dólar seja provavelmente a principal moeda a se beneficiar de um ambiente com aversão significativa ao risco, a baixa inflação e os fundamentos extremamente fortes do franco suíço significam que esta moeda provavelmente será o melhor porto seguro no longo prazo.

EURO

Embora o BCE tenha elevado as taxas de juros em surpreendentes 50 pb, o euro não conseguiu subir muito, na medida em que foi percebida falta de peso (ou melhor, muita condicionalidade) no Instrumento de Proteção de Transmissão — os mercados parecem duvidar de seu poder. Também é digno de nota que, mesmo com os aumentos das taxas de juros e a ferramenta antifragmentação, a perspectiva para o euro ainda é sombria devido à guerra e aos temores de recessão. Assim, mesmo que a ferramenta seja mais forte, será difícil para a moeda única voltar a ficar acima de 1,04. Porém, no momento, o euro permanecerá no limbo enquanto precisamos monitorar muito atentamente os dados da zona do euro neste início de segundo semestre.



O ouro cai por baixo do nível de sustentação de **1'800 DÓLARES**

LIBRA ESTERLINA

O par libra esterlina/dólar americano está sob pressão ultimamente após as últimas sequências de dados macroeconômicos positivos sobre a economia dos Estados Unidos, preparando o terreno para uma postura mais agressiva do Fed durante a reunião do FOMC de julho.

Embora a renúncia de Boris Johnson no Reino Unido não tenha causado efeitos significativos sobre a libra britânica, a economia do país ainda enfrenta fortes problemas, a começar pelos números altos da inflação (9,4% no ano a ano), o que força o Banco da Inglaterra a elevar as taxas de juros em um momento no qual a economia britânica pode sofrer uma contração em junho, devido às pressões da contração das rendas reais.

Além disso, a perspectiva de um novo impasse com a União Europeia — se o protocolo da Irlanda do Norte for suspenso unilateralmente pelo governo britânico — aumenta o sentimento pessimista sobre a libra.

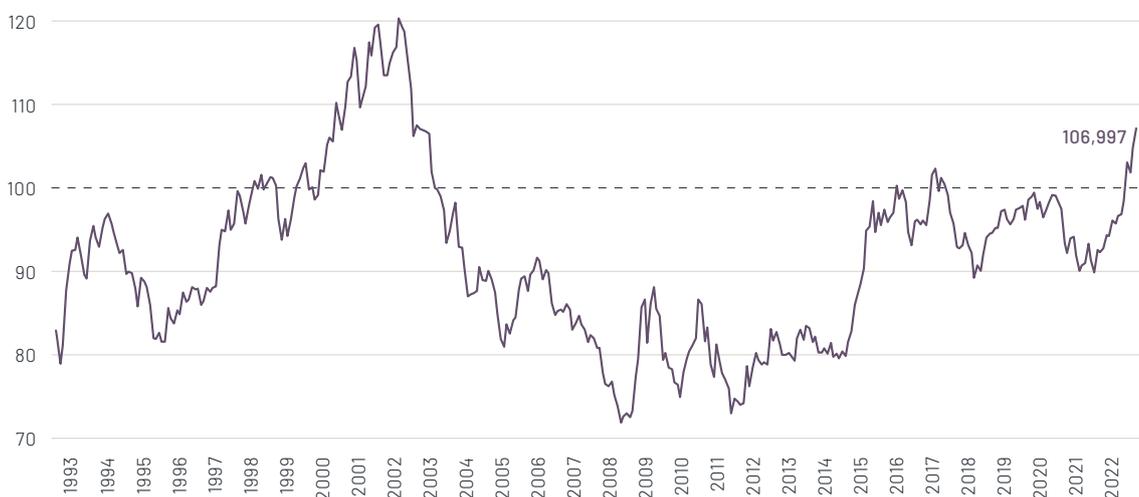
DÓLAR

O dólar dos Estados Unidos chegou a novas máximas (Gráfico 7), uma vez que a volatilidade do mercado continua forte e os investidores enfrentam várias incertezas macroeconômicas. O conforto de poder ter rendimentos de depósitos de curto prazo acima de 3% na principal moeda de reserva do mundo também seduz investidores cuja confiança foi derrubada por mercados em baixa e riscos de recessão. No entanto, esses são níveis extremos de força no longo prazo, enquanto, na prática, o dólar permanece um porto seguro diante das tempestades que atingem os mercados — comprá-lo nesse preço também não é uma escolha fácil.

OURO

O ouro finalmente cedeu à pressão de vários lados em julho, caindo por baixo do nível de sustentação de 1.800 dólares, sob pressão de grandes fluxos de vendas de ETFs de ouro e apostas de venda a descoberto feitas em mercados de futuros. De uma perspectiva macroeconômica, a força das taxas de juros dos Estados Unidos, e o próprio dólar, foram fatores importantes. Após testar o preço de 1.680 dólares, está claro que o ponto de sustentação é forte nesse nível. Contudo, será preciso uma nova narrativa ou um novo catalisador para ajudar em uma recuperação apropriada (por exemplo diminuir as taxas de juros dos Estados Unidos).

GRÁFICO 7: ÍNDICE DO DÓLAR EM VÁRIAS DÉCADAS



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



PROBABILIDADE
MAIOR
de recessão

ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

- **Geopolítica e energia:** o nível de incerteza provavelmente se manterá muito elevado neste início de segundo semestre: a crise na política italiana, o conflito na Ucrânia e as tensões devido à energia continuarão a gerar aversão ao risco.
- **Crescimento:** uma probabilidade maior de recessão, com diversos cenários, desde uma temporária contração do PIB por um ou dois trimestres, até uma recessão severa. O fator desencadeador continua a ser o cenário sobre o gás russo, já que um fechamento total do gasoduto poderá retirar vários pontos do PIB da zona do euro. Os consumidores pagam a maior parte do preço deste contexto de estagflação, conforme refletido pelo nível de recessão da confiança dos consumidores. Os consumidores dos Estados Unidos começam a baixar suas expectativas de inflação, mas pagam o maior preço da política agressiva do Fed. A perspectiva para a China melhora gradualmente, mas com um risco sobre o mercado imobiliário a ser monitorado.
- **Inflação:** a inflação permanecerá elevada (cerca de 8% em 2022) devido aos preços elevados de energia e alimentos, ao mesmo tempo que tensões sociais causadas pela inflação alimentarão aumentos nos salários, estendendo tensões inflacionárias. A inflação de 2023 poderá ser uma combinação de contribuições mais baixas (ou negativas) para a inflação, vindas de energia, devido a efeitos de base, enquanto a inflação de base permanecerá acima de 3%, a menos que uma recessão enfraqueça significativamente o nível de emprego.
- **Bancos centrais:** normalização acelerada confirmada com o BCE deixando para trás as taxas de juros negativas e adaptando sua postura a esta nova conjuntura, que requer taxas de juros mais altas, mas também mais medidas sobre o balanço patrimonial para controlar os *spreads* periféricos. O Fed mantém seu compromisso de combater a inflação, mas com dúvidas sobre a resiliência de sua postura em caso de recessão. O Fed provavelmente encerrará os aumentos de taxas de juros no primeiro trimestre de 2023, e os temores de recessão alimentarão expectativas de cortes nas taxas de juros no segundo semestre de 2023. Vários bancos centrais de mercados emergentes já estão bem comprometidos neste percurso de normalização, ao passo que o banco central da China permanecerá acomodaticio.
- **Rendimentos de títulos de longo prazo:** consequentemente, o achatamento das curvas de rendimentos deverá continuar, especialmente na zona do euro, refletindo tanto a normalização acelerada das taxas de juros de curto prazo quanto o impacto dos temores de recessão e a introdução do novo Instrumento

de Proteção de Transmissão (TPI, na sigla em inglês) do BCE para rendimentos de títulos de longo prazo.

- **Resultados corporativos:** continuamos a observar um forte diferencial entre os dados macroeconômicos deprimidos e as projeções otimistas dos analistas, que traduzem diretrizes confiantes das empresas, especialmente em seu poder de precificação. No entanto, acreditamos que os resultados logo começarão a refletir uma piora da conjuntura, por meio de menor crescimento das receitas ou por meio de provisões mais elevadas e margens mais baixas, especialmente ao em comparação ao nível excepcional de resultados gerado em 2021. Isso é o que está em primeiro plano para mercados de ações, nos quais a correção tem sido cada vez mais mobilizada por temores de recessão desde junho.
- **Taxas de inadimplência e condições de liquidez:** em um contexto de estagflação, as taxas de inadimplência, sem dúvida, subirão além do que as agências de classificação esperam, mas não para o nível implícito refletido pelo aumento significativo dos *spreads* de crédito. Assim, o mercado de crédito oferece prêmios de risco generosos para os investidores, compensando não só a probabilidade de inadimplência, mas também riscos de liquidez e volatilidade. No curto prazo, a liquidez limitada no início do primeiro semestre e os riscos de recessão deverão continuar a pesar sobre os preços do mercado.
- **Regime de mercado:** à medida que o regime de mercado passa de temores de normalização para uma probabilidade maior de recessão, estamos (possivelmente de forma temporária) voltando a um regime de correlação inversa entre renda fixa e ações. No entanto, se o risco de recessão se arraigar na crise de energia, a comparação com regimes de mercado em recessões passadas provavelmente será enganosa. Assim, os investidores deverão permanecer ágeis diante destas correlações instáveis, enquanto a ausência de posturas dos bancos centrais redefine a volatilidade das ações e do crédito em níveis mais altos.

ESTRATÉGIA DE ALOCAÇÃO

- **Ações:** conservamos uma subponderação moderada devido às revisões esperadas de lucro por ação e riscos crescentes de recessão, mesmo que as valorizações pareçam agora mais atraentes. Em um ambiente complexo, aumentamos nossa preferência por ativos de Qualidade e por empresas *Value* que se beneficiam deste contexto de estagflação, com maior inclinação para ações de dividendos resilientes que ofereçam uma boa proteção contra a inflação. A reversão da direção dos juros pode sustentar as ações *Growth*, mas os investidores deverão

se concentrar em papéis de empresas lucrativas de tecnologia. Continuamos subponderados em segmentos Cíclicos, industriais e de consumo discricionário. Em termos geográficos, mantemos uma exposição moderada a ações da zona do euro, com uma preferência neste contexto pelo Reino Unido e pela Suíça, ao mesmo tempo que permanecemos neutros quanto aos Estados Unidos, e com maior exposição à China.

- **Carrego nos títulos corporativos:** visão positiva mantida sobre títulos corporativos de qualidade que oferecem os *spreads* mais atraentes desde o ponto alto da pandemia; mais cautela com o *high yield* no curto prazo, uma vez que os *spreads* de crédito podem continuar a subir especialmente no caso de escassez de energia e riscos mais elevados de recessão, mas a paciência será recompensada para investidores de longo prazo com uma abordagem de *buy and hold* e filosofia seletiva.
- **Moedas:** declaramos em várias ocasiões nesta publicação que seria prematuro ter posições vendidas do dólar frente ao euro, já que isso significaria lutar contra a trajetória de normalização do Fed, ou ignorar desafios da zona do euro, que são muito maiores que os desequilíbrios da economia dos Estados Unidos. Acreditamos que o dólar está se aproximando de seu pico agora, mas os investidores podem querer esperar para ver o Fed adotando uma postura mais flexível antes de comprar euros. Mantemos nossa visão positiva de longo prazo sobre o yuan chinês, mas encontramos pouco interesse no curto prazo devido à divergência monetária da China em direção ao afrouxamento. Os investidores podem esperar ainda mais até reiniciarem posições em outras moedas de mercados emergentes.
- **"Hedges" macroeconômicos:** os títulos soberanos finalmente começaram a desempenhar um papel positivo nas carteiras desde meados de junho. Isso está de acordo com as nossas expectativas: a rotação das preocupações dos investidores de normalização monetária para recessão começou de fato a sustentar os títulos da dívida pública. Agora estamos neutros quanto à duração após vários anos de posicionamento em prol do curto prazo. Após a correção recente do ouro, e diante de uma probabilidade crescente de recessão, achamos os níveis atuais mais atraentes sem uma clara convicção sobre a direção de mercado no curto prazo, mas sim como uma proteção frente a riscos macroeconômicos.
- **Posicionamento de risco:** de forma geral, preferimos manter uma abordagem moderada de risco, com algumas margens de caixa em perfis de investimento mais arriscados, e maior proteção macroeconômica com vistas a reduzir a volatilidade e ter a capacidade de aproveitar as oportunidades que o mercado oferecerá.

PRINCIPAIS CONVICÇÕES

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

08 • Monitor de mercado (moedas locais)

VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS

DADOS A 22 DE JULHO DE 2022



TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA	RENDIMENTO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS (PB)	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL (PB)
Títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos	2,75%	-37,97	124,03
França 10 anos	1,62%	-35,10	142,20
Alemanha 10 anos	1,03%	-41,00	120,90
Espanha 10 anos	2,25%	-29,70	168,40
Suíça 10 anos	0,72%	-56,20	85,20
Japão 10 anos	0,21%	-1,60	14,40

TÍTULOS	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes (ME)	33,45	-2,38%	-14,72%
Títulos da Dívida Pública em EUR	205,45	1,62%	-6,00%
High yield em EUR Corporativo	190,86	1,65%	-10,66%
High yield em USD Corporativo	301,27	2,97%	-9,37%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	304,11	1,31%	-5,05%
ME Corporativos	42,66	-1,43%	-16,35%

MOEDAS	ÚLTIMO SPOT	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
EUR/CHF	0,9832	-2,76%	-5,23%
GBP/USD	1,1999	-2,19%	-11,33%
USD/CHF	0,9629	0,48%	5,48%
EUR/USD	1,0213	-3,22%	-10,18%
USD/JPY	136,12	0,66%	18,28%

ÍNDICE DE VOLATILIDADE	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
VIX	23,03	-4,20	5,81

ÍNDICES DE AÇÕES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
S&P 500 (EU)	3.961,63	1,28%	-16,88%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.276,37	0,94%	-1,46%
STOXX Europe 600	425,71	3,09%	-12,73%
Topix	1.955,97	4,78%	-1,82%
MSCI World	2.650,82	1,20%	-17,98%
Shanghai SE Composite	4.238,23	-3,56%	-14,21%
MSCI Emerging Markets	990,37	-2,06%	-19,61%
MSCI Latam (América Latina)	1.987,81	-3,07%	-6,67%
MSCI EMEA (Europa Oriente Médio, África)	198,87	1,91%	-27,87%
MSCI Asia Ex Japan	643,94	-2,32%	-18,41%
CAC 40 (França)	6.216,82	2,36%	-13,09%
DAX (Alemanha)	13.253,68	1,03%	-16,56%
MIB (Itália)	21.211,98	-4,10%	-22,43%
IBEX (Espanha)	8.051,60	-2,34%	-7,60%
SMI (Suíça)	11.096,12	2,52%	-13,82%

COMMODITIES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Barra de Aço (CNY/Tm)	3.829,00	-10,97%	-15,81%
Ouro (USD/Onça)	1.727,64	-5,43%	-5,55%
Petróleo bruto WTI (USD/Barril)	94,70	-12,01%	25,91%
Prata (USD/Onça)	18,59	-12,02%	-20,41%
Cobre (USD/Tm)	7.452,50	-11,08%	-23,33%
Gás natural (USD/MMBtu)	8,30	33,42%	122,49%

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

RETORNOS MENSAIS SOBRE INVESTIMENTO, EXCLUÍDO DIVIDENDOS

- FTSE100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

ABRIL DE 2022	MAIO DE 2022	JUNHO DE 2022	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ACUMULADO ANUAL (22 DE JULHO DE 2022)
0,38%	6,46%	8,79%	4,78%	-1,46%
-1,20%	1,87%	-0,42%	3,09%	-1,82%
-2,40%	0,84%	-1,38%	1,91%	-6,67%
-3,79%	0,69%	-2,70%	1,28%	-12,73%
-4,89%	0,20%	-6,46%	1,20%	-14,21%
-5,23%	0,14%	-7,10%	0,94%	-16,88%
-5,75%	0,01%	-7,20%	-2,06%	-17,98%
-8,43%	-0,16%	-7,43%	-2,32%	-18,41%
-8,80%	-1,56%	-8,07%	-3,07%	-19,61%
-13,86%	-4,29%	-16,81%	-3,56%	-27,87%

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 da 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. Envjaremos 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 Luxembourg, 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 Luxembourg, 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 22.07.2022.

