

GLOBAL OUTLOOK 2020

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – 2S 2020

DOCUMENTO DE MARKETING

MIX DE POLÍTICAS PÓS-COVID-19: UMA MUDANÇA DE REGIME?



FOCO

POLÍTICAS ECONÔMICAS AMBICIOSAS

PERSPECTIVAS DE MERCADO

RECUPERAÇÃO GRADUAL

ÍNDICE

4 RESUMO

RUMO A UMA MUDANÇA DE REGIME?

7 FOCO

7 SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA APÓS COVID-19
10 COORDENAÇÃO DE MIX DE POLÍTICAS E QUESTÕES DE GOVERNANÇA
12 MIX DE POLÍTICAS NA ZONA DO EURO
14 O QUE ESPERAR APÓS A PANDEMIA?

17 PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS

17 A ECONOMIA MUNDIAL EM CRISE
20 OS ESTADOS UNIDOS E SUA ELEIÇÃO CRUCIAL
24 CHINA E REGIÃO DA ÁSIA-PACÍFICO
27 ZONA DO EURO
28 AMÉRICA LATINA
30 ORIENTE MÉDIO

33 IMPLICAÇÕES PARA CLASSES DE ATIVOS

33 MERCADOS DE TÍTULOS
34 MERCADOS DE AÇÕES
35 MERCADOS CAMBIAIS
36 SETOR IMOBILIÁRIO
37 CAPITAL PRIVADO, SEGURO DE VIDA

39 TABELAS DE DESEMPENHO

40 ESPECIALISTAS MUNDIAIS

41 PRESENÇA INTERNATIONAL

42 GLOSSÁRIO

RESUMO



VINCENT MANUEL
Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

RUMO A UMA MUDANÇA DE REGIME?

"Aqueles que não se lembram do passado estão condenados a repeti-lo" George Santayana

O ano de 2020 será talvez considerado marcante nos livros de história deste século, não apenas por conta dos efeitos econômicos devastadores da pandemia atual, que interrompeu uma década de crescimento, mas também por causa do novo regime econômico que agora está surgindo.

De fato, a resposta inédita dos governos e bancos centrais à crise da COVID-19 representa uma ruptura com a combinação de políticas que conhecemos nas últimas décadas. Nessa "terra incógnita", as comparações são muitas, e podemos encontrar pontos de semelhança com os anos 1930 (o New Deal), o período pós-guerra (extensão do Estado-Providência) e os anos 1970. No entanto, alguns fatores de mudança já tinham começado a surgir nos últimos anos.

Na Zona do Euro, a doutrina da austeridade já havia resultado em uma Comissão Europeia mais inclinada a aceitar a expansão fiscal diante do risco populista e das tensões sociais, contanto que fosse combinada com reformas estruturais. Em 2013, o Fundo Monetário Internacional (FMI) havia admitido ter subestimado o efeito recessivo da austeridade. Mais recentemente, a estratégia econômica de Emmanuel Macron, em 2017, também marcou uma ruptura com as duas presidências anteriores, com uma política econômica focada mais em reformas que visam impulsionar o crescimento, do que nas políticas tradicionais de fazer cortes no orçamento.

A combinação de políticas também evoluiu nos Estados Unidos, onde podemos falar mais de uma aceleração no intervencionismo monetário e fiscal do que de uma mudança real. O governo Trump nunca foi partidário da austeridade orçamentária, e o Federal Reserve (Fed) iniciou uma mudança de regime desde seu primeiro afrouxamento monetário em 2008, que marca o início da monetização da dívida.

Além disso, o aumento da desigualdade já se havia tornado um tema de preocupação reconhecido em lugares tão distantes como Davos e Estocolmo, além de também se refletir no número de prêmios Nobel concedidos a economistas dessa escola de pensamento, após décadas de domínio da escola neoclássica. "Que demonstra a história das ideias senão que a produção intelectual se transforma com a produção material?" escreveu Karl Marx.

O tema da "globalização feliz" tem sido alvo de cada vez mais críticas à luz das mudanças climáticas e das desigualdades sociais, pois contribui para a aceleração desses problemas, e a urgência da luta para conter o aquecimento global já inspirava reflexões sobre a necessidade de um "Afrouxamento Quantitativo Verde" monetário ou um "New Deal Verde" fiscal.

No entanto, a crise da COVID-19, através da onda de choque que está gerando, da extensão da resposta que implica, e das consequências duradouras em nossas trajetórias de dívida, é provavelmente o catalisador de uma aceleração em uma — agora mais aceita, mais claramente definida e desejada — mudança de regime. Aqui, novamente, a comparação com as piores recessões do século passado inspirou os governos a tomar medidas sem precedentes em termos de escala e, em alguns casos, de inovação. Há, no entanto, um paradoxo nessa novidade, que nos leva a um regime de política econômica e escola de pensamento mais próximos dos da segunda metade do século XX, pelo menos no nível fiscal.

INTERVENCIONISMO COORDENADO

Essa mudança é especialmente visível no aumento dos déficits, e subsequente aumento da dívida, resultado do maior intervencionismo dos governos, levando-os a se desviar cada vez mais da regra de ouro da política fiscal, e reflete um forte pragmatismo diante de uma situação muito adversa, tanto quanto um novo consenso ideológico. Isso inevitavelmente leva à questão da sustentabilidade da dívida. A equação financeira pós-*lockdown* do governo suscita, mais uma vez, a questão da coordenação da combinação de políticas, com a função dos bancos centrais a ser cada vez mais monetizar a dívida, e manter as taxas de juros suficientemente baixas para torná-la sustentável. Em resumo, o implícito tornou-se explícito, e a extensão gradual do escopo de intervenção do Banco Central Europeu (BCE) — longe da visão inicial de uma instituição monetária comum modelada no Bundesbank — é, sem dúvida, em parte, o que incomoda o Tribunal Constitucional alemão. Dizer e repetir "custe o que custar" se resume a reconhecer a desconsideração do princípio da proporcionalidade das decisões em relação aos objetivos.

A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS EM QUESTÃO

Além do caso do BCE, a questão é a independência dos bancos centrais quando as fronteiras entre as políticas fiscal e monetária forem removidas. Provavelmente, não voltaremos ao regime dos bancos centrais da década de 1960, e seu poder se tornou grande demais para pensar que poderão ser politicamente controlados. Mas um novo relacionamento está se formando, e encontra suas raízes no primeiro afrouxamento quantitativo em 2008. O que caracteriza essa nova aliança entre política fiscal e monetária é uma interdependência muito forte e uma coordenação estreita, com repetidas injunções cruzadas para atuar de forma mais incisiva. Em última análise, os banqueiros centrais estão caminhando por uma espécie de corda bamba, entre manter a distância adequada dos governos e preservar sua credibilidade, o que requer uma política independente guiada por regras, e manter a confiança na dívida pública, o que implica na monetização duradoura dos déficits.

REPARTIÇÃO DO ESFORÇO

Será também levantada a questão da distribuição do esforço fiscal. Após o forte aumento nos déficits, relacionado com os esforços dos governos para combater o impacto das medidas de *lockdown* que eles mesmos decidiram adotar, é possível que não façam o mesmo tipo de ajuste de despesas feito há 10 anos, considerando o impacto que isso teve no crescimento e no custo político e social. É provável que a resposta envolva, parcialmente, aumentos de impostos nas maiores economias. A repartição do esforço ultrapassa a questão tributária, e também se baseia no compartilhamento e no valor agregado. Sem voltar à regulamentação social e à indexação de salários e preços da década de 1970, um compartilhamento mais equilibrado dos ganhos de produtividade poderá abrir caminho para um crescimento mais autossuficiente e uma combinação mais robusta de consumo e investimento, o que as taxas negativas não conseguiram operar na última década. Isso

poderá levar a um ritmo de inflação mais próximo daquele das duas décadas anteriores, principalmente se a convergência do padrão de vida dos países emergentes reduzir a pressão sobre os salários.

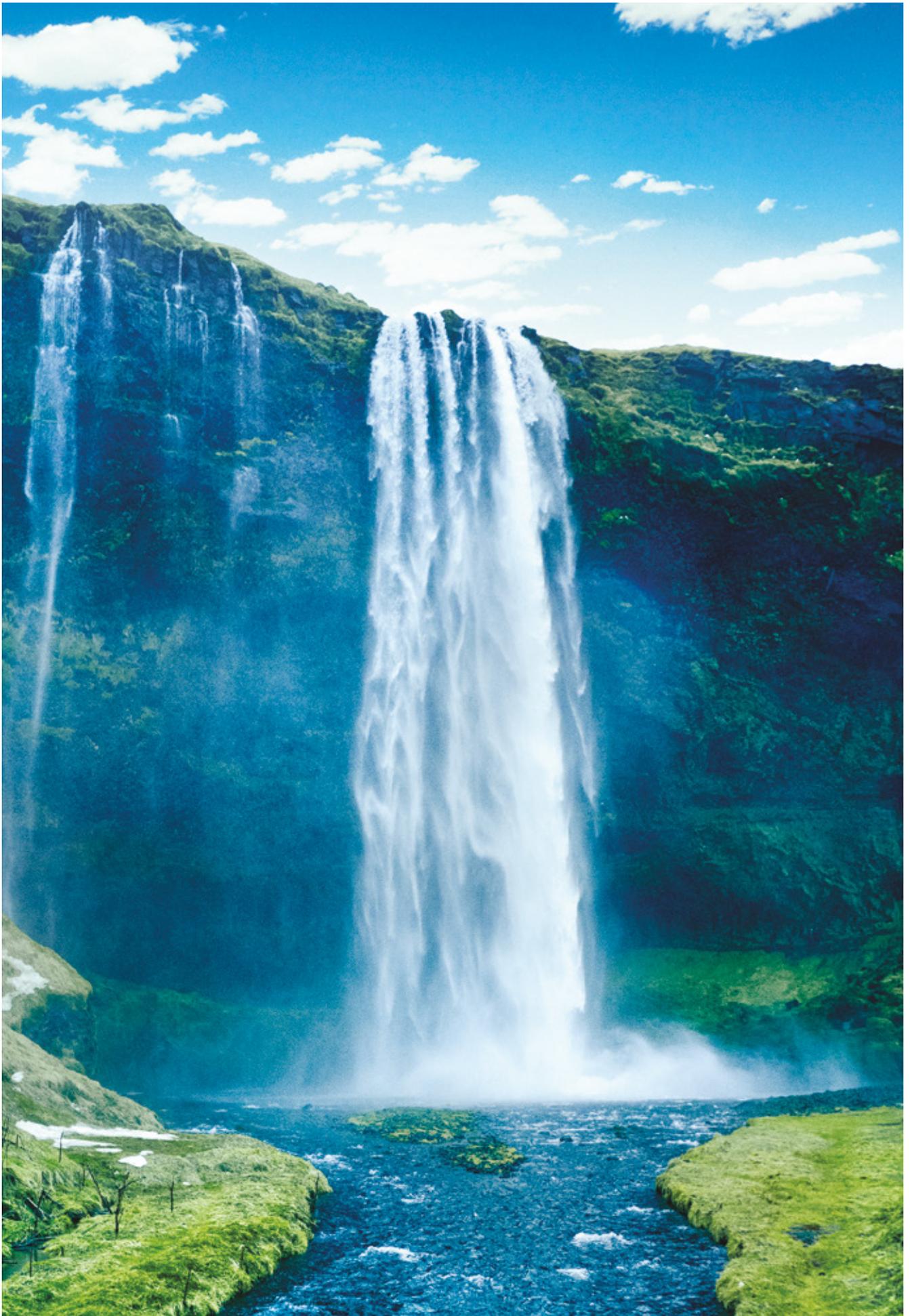
O SISTEMA INTERNACIONAL

O mundo após a COVID-19 não marcará o fim da globalização, mas poderá ser caracterizado por cinco mudanças: um relacionamento mais tenso entre a China e os Estados Unidos, a evolução das cadeias de valor, o crescimento impulsionado mais pelo crescimento doméstico do que pelo comércio internacional, fortes pressões protecionistas, e o impacto do carbono cada vez mais levado em consideração nos custos de transporte e na otimização internacional dos locais de produção distantes dos mercados de distribuição.

Por fim, mudanças no regime econômico historicamente levaram a mudanças nos regimes de taxas de câmbio (o padrão-ouro de 1879 até à Primeira Guerra Mundial, as zonas monetárias da década de 1930, o sistema de Bretton Woods de 1944, o fim da conversibilidade ouro/dólar em 1971). Existe uma enorme incerteza quanto aos possíveis cenários de reconfiguração do nosso regime de moeda flutuante. Um fator crucial do período em que estamos entrando é, provavelmente, o questionamento do valor das moedas em relação ao ouro, se todos os bancos centrais aumentarem o tamanho de seus balanços. A segunda característica desse novo paradigma possivelmente será a aceleração da elevação do yuan para o status de moeda de reserva, e até de uma moeda âncora para outras moedas da região. Neste contexto, o euro deverá permanecer uma moeda de reserva, mas continuará à mercê da melhoria da coordenação fiscal, e da perpetuação do papel assumido pelo BCE, em uma zona monetária ainda incompleta.

O mundo após a COVID-19, e a combinação de políticas resultante, parecem mais complexos para os investidores. As expectativas de retornos de longo prazo serão impactadas por um fenômeno de "repressão financeira" em títulos (persistência de juros baixos) e ações (retornos afetados por dívidas quanto aos dividendos, e o risco de aumento da tributação no médio prazo). Nesse contexto, é provável que a polarização dos mercados de ações aumente, com um domínio ainda maior por parte dos gigantes da tecnologia.

Em suma, o regime de combinação de políticas para o qual estamos nos dirigindo não é o da década de 1930, do período pós-guerra ou da década de 1970. Será formado tanto por inovações monetárias quanto por elementos emprestados da filosofia fiscal das décadas anteriores, mas em um quadro globalizado renovado e marcado por uma aceleração nas mudanças tecnológicas e climáticas. Este regime só será sustentável se conseguir administrar a saída da crise, e a montanha de dívidas subsequente. Como escreveu Alexis de Tocqueville, "quando grandes revoluções são bem-sucedidas, suas causas deixam de existir, e o próprio fato de seu sucesso as torna incompreensíveis" (*O Antigo Regime e a Revolução*).



Seljalandsfoss, Islândia

FOCO

SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA APÓS COVID-19

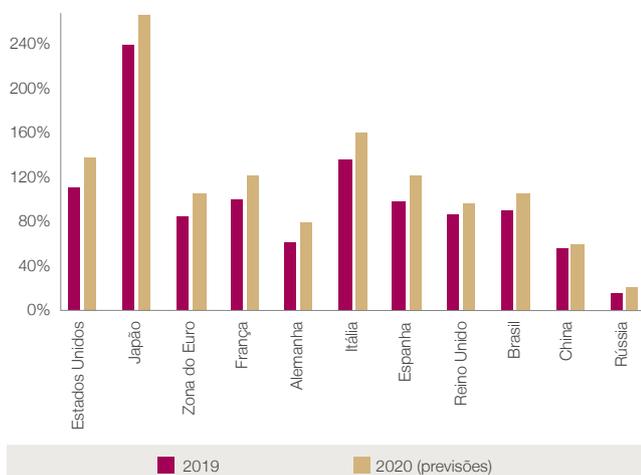
Os planos de apoio fiscal sem precedentes, anunciados desde o mês de março de 2020, levarão a um aumento significativo na relação entre dívida e PIB na maioria dos países, provavelmente em um intervalo de 5 a 25 pontos no final de 2020 (Gráfico 1), devido ao aumento dos déficits decorrentes da queda na atividade econômica neste ano. Isso levanta obviamente dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida soberana no longo prazo, diante de um cenário de investidores que temem outra crise como a de 2011 na Zona do Euro, embora a combinação de políticas e a variedade dos instrumentos de políticas monetárias tenham evoluído muito desde então.

Há um nível de risco em termos de relação entre dívida e PIB?

Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, em seu livro *Oito séculos de delírio financeiro: desta vez é diferente* (2009) e em seu artigo *Crescimento em tempo de dívida* (2010), defendem que, em níveis de dívida acima de 90% do PIB, os governos correm um risco maior de ver um declínio duradouro no crescimento do PIB, perdendo o controle da relação entre dívida e PIB e, em alguns casos, até mesmo o controle da inflação. A regra básica de sustentabilidade da relação entre dívida e PIB é expressa através da diferença entre a taxa de juros real (ou seja, líquida de inflação) e a taxa de crescimento econômico.

Em certas configurações, o aumento da dívida cria maior desconfiança nos mercados, levando a um aumento da taxa de juros na qual o país em questão é financiado, o que resulta automaticamente em uma deterioração dos saldos orçamentários, exigindo ajustes fiscais que são dolorosos para o crescimento: foi o caso de vários países do Sistema Monetário Europeu (SME) nos anos 90, e dos países do sul da Europa a partir de 2011.

GRÁFICO 1: RELAÇÃO ENTRE DÍVIDA E PIB, %



Fontes: FMI, OCDE, Indosuez Wealth Management.

A situação específica dos países emergentes pode levar a um dilema de política monetária entre um ajuste fiscal recessivo e a perda simultânea de controle da inflação e da moeda; esse risco aumenta quando uma parcela significativa da dívida é denominada em dólares e mantida no exterior. Foi o que aconteceu durante a crise asiática de 1997 ou, mais recentemente, no caso da Argentina.

O baixo crescimento da Zona do Euro na década seguinte à crise financeira de 2008 explica-se, no entanto, tanto pelas medidas de austeridade fiscal impostas pelas regras orçamentárias da União Europeia (UE) quanto pela necessidade de controlar o impacto do aumento da dívida na curva de juros. No caso dos países do sul da Europa, a situação tornou-se difícil de controlar, não apenas devido à combinação de taxas de juros reais e crescimento, mas também devido aos efeitos recessivos dos ajustes fiscais que deterioraram ainda mais essa dinâmica, com efeito multiplicador subestimado; foi isso que tornou inevitável a ação do BCE a partir de 2012 e, especialmente, a partir de 2015.

O papel dos bancos centrais e o impacto das compras da dívida soberana na curva de juros altera realmente a situação em termos de sustentabilidade. Por exemplo, a experiência no Japão, nos Estados Unidos e na Europa nos últimos 10 anos destaca uma quebra na relação entre os níveis da dívida e a taxa de juros: o *spread* do preço da dívida da França em relação à Alemanha permanece bastante moderado, embora a França tenha um relação entre dívida e PIB de 100%, e excederá esse nível de forma muito significativa este ano. O governo Trump implementou uma reforma fiscal que levou a um forte aumento da dívida nacional, sem que seus efeitos fossem sentidos na curva de juros do país, além do que pode ser explicado pelos aumentos das taxas de juros feitos pelo Federal Reserve (Fed) em 2018.

De qualquer forma, esse quadro profundamente alterado levanta a questão da relevância do nível de dívida em relação ao PIB, e do crescimento do Pacto de Estabilidade definido pelo Tratado de Maastricht, em um mundo muito diferente do atual em termos de taxas de juros, inflação e política monetária.

Quais fatores afetam a sustentabilidade da dívida?

Os exemplos da Zona do Euro, do Japão e dos Estados Unidos demonstram que a questão da sustentabilidade depende sobretudo do nível da taxa de juros paga pelos bancos centrais. Em vez de levar a um aumento nas taxas de juros, o aumento da dívida pública forçou os bancos centrais a manterem uma conjuntura de baixas taxas de juros, precisamente para tornar a dívida sustentável bem acima do limite de 100% da dívida em relação ao PIB.

A natureza da política monetária desempenha assim um papel significativo na sustentabilidade da dívida. Embora a curva de juros no Japão seja totalmente controlada pelo banco central, na Europa, a incerteza quanto à capacidade ou vontade do Banco

Central Europeu (BCE) de apoiar a dívida dos Estados-membros por meio de sua política de compra de ativos é precisamente o que levou ao forte aumento do prêmio de risco da dívida italiana no primeiro trimestre de 2020. O surto de COVID-19 que assolou a Europa a partir de fevereiro gerou um novo episódio de pressão nos *spreads* italianos, o que indubitavelmente contribuiu para a decisão do Banco Central Europeu de anunciar um aumento massivo nas compras de ativos, em um total de 750 bilhões de euros. Assim, tudo está sendo feito nos principais países para que o aumento da dívida não leve ao aumento dos *spreads* de financiamento dos países.

Isso se aplica uma vez que o quadro político e a trajetória financeira sejam compreensíveis. Na Itália, durante os últimos três anos, o nível de incerteza política, e desacordos entre o governo anterior e a Comissão Europeia, foi o que levou a *spreads* maiores, e não os níveis de dívida na Europa. A previsibilidade da trajetória fiscal também desempenha um papel importante na confiança que o mercado tem em um país através do nível de prêmio de risco; esse é o objetivo das regras orçamentárias e dos programas de estabilidade trienais apresentados pelos Estados-membros à Comissão Europeia.

Por fim, como já foi dito acima quanto a países emergentes, a natureza da moeda, a denominação (Gráfico 2) e a estrutura da dívida (Gráfico 3) têm um impacto significativo em sua sustentabilidade. Isso pode se refletir no nível de pressão na moeda, principalmente nos países cuja moeda não é uma moeda de reserva, e onde uma crise de dívida pode ser seguida por uma crise de moeda. O percentual da dívida de um país mantida internamente, a conta corrente (Gráfico 4) e seu nível de reservas cambiais são deste ponto de vista dois fatores fundamentais para garantir uma resiliência da economia a um nível equivalente de dívida. Isso explica em parte, por exemplo, por que a dívida pública da China é considerada sustentável pelo mercado.

O aumento da dívida soberana acumulada este ano dificultará o crescimento?

Conforme já citado, a última década na Zona do Euro já tinha levantado a questão do impacto potencial do nível significativo da dívida no crescimento. Na Zona do Euro, os países mais endividados também são os que registraram menores taxas de crescimento. Isso reflete o ônus dos pagamentos da dívida e da

desalavancagem sobre o crescimento futuro de um país que acumula dívida. O peso do serviço da dívida limita as despesas, transferências e investimentos do governo, se o país quiser controlar a relação entre dívida e PIB, o que significa uma transferência de riqueza entre duas décadas e até duas gerações.

Os pagamentos da dívida pesam sobre o crescimento potencial nos casos em que os governos precisam fazer escolhas orçamentárias que podem afetar não apenas o ciclo, mas também o crescimento a longo prazo, ao reduzir, por exemplo, despesas com educação, pesquisa, saúde ou infraestrutura, que contribuem para melhorar a taxa de crescimento e o padrão de vida da geração seguinte. Tudo também depende se os itens aos quais a dívida adicional foi alocada consistem em despesas, ou se contribuem para tipos de investimentos que podem aumentar o crescimento potencial.

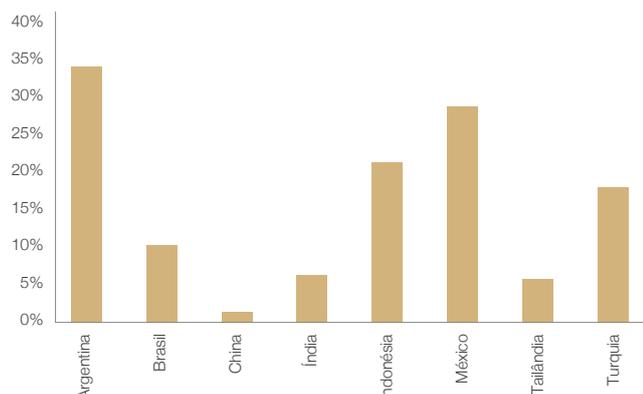
Podemos considerar também que os enormes programas de apoio anunciados pelos principais países na primavera de 2020 visam evitar a destruição do capital produtivo; por este prisma, contribuem para impedir que um choque temporário se transforme em choque estrutural, preservando, assim, a trajetória de crescimento, que seria mais duramente afetada na ausência de medidas de apoio.

O estoque da dívida pública em posse dos bancos centrais muda a forma como medimos a sustentabilidade?

O aumento da relação entre dívida e PIB para mais de 100% na maioria dos países da OCDE leva inevitavelmente à questão de seu pagamento futuro. No entanto, podemos nos perguntar sobre o tratamento da parte da dívida pública mantida pelos bancos centrais: ainda é dívida, ou é dinheiro? Se os bancos centrais não reduzirem seus balanços patrimoniais e reinvestirem os ativos vencidos nas dívidas de seus respectivos governos, cujos cupons representam ganhos para os bancos centrais (e, portanto, recebidos pelo governo), podemos considerar de fato essa dívida como sendo criação de dinheiro.

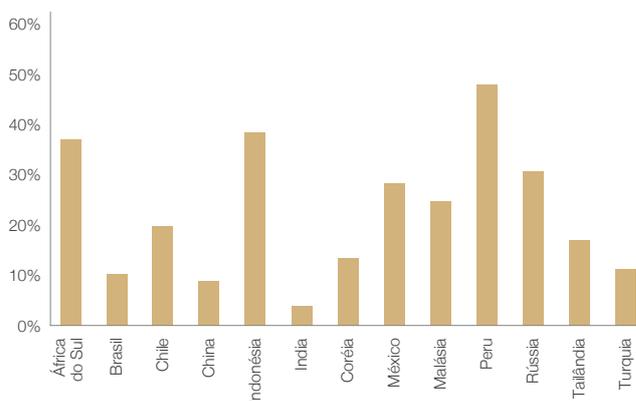
Consequentemente, será possível, teoricamente, recalculer o relação entre a dívida e PIB do Japão, dos Estados Unidos e da Europa, subtraindo o valor mantido pelos bancos centrais, se for certo que os bancos centrais não recuarão em seu afrouxamento

GRÁFICO 2: DÍVIDA EXTERNA/PNB*, %



* Valor presente da dívida externa em USD expressa em % do PNB. Fontes: Banco Mundial, dados de 2018, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 3: PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA NA DÍVIDA EM MOEDA LOCAL, %



Fontes: Datastream, BIS, Banco Mundial, FMI, Indosuez Wealth Management.

quantitativo e na expansão do balanço. No entanto, isso implica duas coisas: que os programas de compra de ativos sejam permanentes, e que a monetização da dívida pública seja assumida.

Este último ponto é um tópico de debate na Zona do Euro, uma vez que os estatutos do Banco Central Europeu (BCE) não permitem o financiamento direto dos Estados-membros, tendo sido também objeto de processos instaurados no Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) e no Tribunal Constitucional Alemão em Karlsruhe. Nesse contexto, podemos considerar que a persistente dupla incerteza sobre a permanência do apoio monetário e da solidariedade orçamentária justifica a tenacidade dos prêmios de risco em vários países da Zona do Euro, refletindo exatamente as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida.

O aumento da dívida pública cria um risco inflacionário?

No passado, as crises da dívida levaram, por vezes, a um aumento da inflação. Além dos casos acima citados de crises cambiais em países emergentes, que geram inflação importada, a inflação tem sido uma solução para reduzir o peso da dívida, sem inadimplências, melhorando a relação taxa de juros real/crescimento.

A questão foi novamente levantada durante o afrouxamento quantitativo do Fed implementado a partir de 2008, com base na convicção monetarista de que um aumento na oferta de moeda inevitavelmente leva a um aumento da inflação. Nesta análise, se a dívida pública for monetizada, um aumento desta dívida deverá levar a uma inflação mais alta. Não é o que tem sido observado na última década, mais marcada por uma inflação dos preços dos ativos por meio de um efeito automático das baixas taxas de juros. A fonte da inflação fraca parece estar mais ancorada em fatores estruturais, e o Banco Central Europeu não conseguiu levar a inflação à sua meta; logo, podemos descartar essa perspectiva a curto e médio prazo. Um aumento da inflação pode dever-se a uma mudança mais estrutural na globalização, ou a compartilhamento de valor agregado.

Seja através da inflação ou mantendo baixas taxas de juros, a equação do aumento da dívida pública parece implicar uma transferência às custas dos poupadores, um tema de repressão financeira que provocou um forte debate na Alemanha sobre a política do BCE.

Os impostos aumentarão após a pandemia?

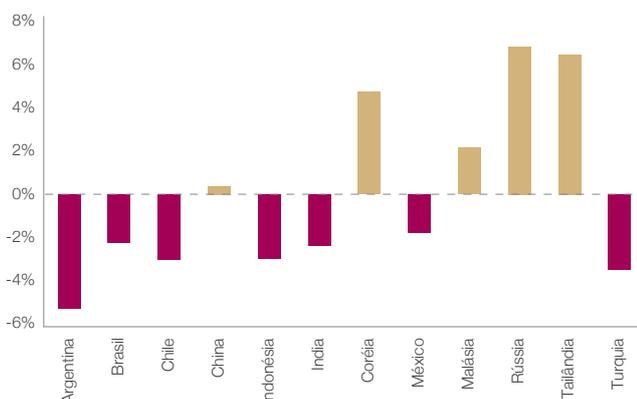
Nesta fase, a prioridade dos governos é conter o impacto da propagação do surto na economia, e criar as condições para um reinício rápido, limitando simultaneamente os efeitos a longo prazo da transmissão do choque. Assim, não são possíveis aumentos de impostos no curto prazo, tanto do ponto de vista político quanto econômico, e os bancos centrais estão lá para garantir o financiamento dessa dívida adicional, a taxa zero ou taxas negativas.

Os multiplicadores fiscais já mencionados (que foram subestimados na década passada) mostram que os governos aprenderam lições das duas crises, de 2008 e 2011, e dos efeitos recessivos dos ajustes fiscais implementados no sul da Europa.

Mas a questão será inevitavelmente levantada de novo sobre como encontrar os recursos para permitir o reequilíbrio das contas públicas em um contexto em que os estabilizadores fiscais automáticos funcionam de maneira assimétrica na Europa (Gráfico 5) (eles contêm os efeitos da crise graças a redes de segurança mas, em uma fase de expansão, os orçamentos não retornam a um superávit, com exceção da Alemanha).

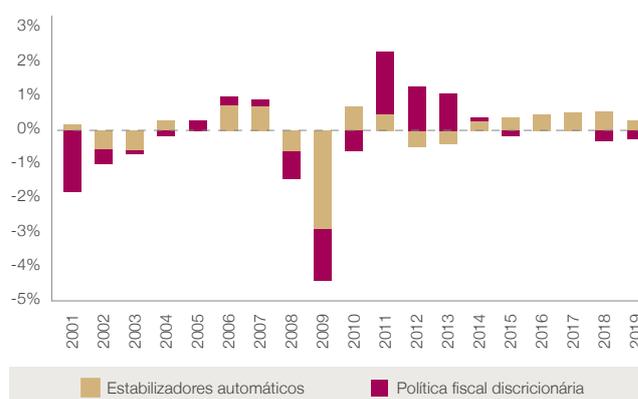
Além disso, um aumento da desigualdade de renda e riqueza, e a aceleração do aquecimento global, podem levar alguns governos a considerar reformas fiscais nessas duas direções, diante da opinião pública mobilizada em torno dessas questões. Esses serão, provavelmente, tópicos-chave nas próximas eleições nos Estados Unidos e na Europa.

GRÁFICO 4: CONTA CORRENTE, % DO PIB



Fontes: Banco Mundial, dados de 2018, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 5: CONTRIBUIDORES PARA A VARIAÇÃO DA ZONA DO EURO NO SALDO FISCAL, % DO PIB



Fontes: Comissão Europeia, Indosuez Wealth Management.



Viena, Áustria

COORDENAÇÃO DE MIX DE POLÍTICAS E QUESTÕES DE GOVERNANÇA

De acordo com uma visão tradicional e acadêmica, os componentes monetários e fiscais da política econômica têm papéis distintos e independentes, mas trabalham para cumprir objetivos parcialmente compartilhados na condução do ciclo:

- A política monetária deve se centrar primeiramente no equilíbrio entre crescimento e inflação do ciclo através de sua política de taxa de juros de curto prazo e sua transmissão ao financiamento da economia e, em circunstâncias excepcionais, desempenhar o papel de pedra angular do sistema financeiro, para o qual desempenha a função de provedor de liquidez e credor de última hora;
- A política fiscal abrange uma grande variedade de objetivos que, frequentemente, competem entre si e são tratados de maneira diferente de um país para o outro; porém, podemos considerar que a política fiscal visa garantir a orientação macroeconômica (por meio de estabilizadores automáticos e da opção de aumentar o déficit ou aumentar o rigor), implementar políticas estruturais com impacto no crescimento potencial (especialmente saúde, educação, infraestruturas) e cumprir um papel redistributivo mais ou menos significativo, dependendo da orientação política dos governos.

O REGIME DAS ÚLTIMAS TRÊS DÉCADAS

A dupla tendência de globalização da economia e dismantelo dos estados de bem-estar social, em um contexto de maior competição tributária, bem como as falhas das políticas unilaterais de estímulo fiscal, tenderam a consagrar a política monetária como o instrumento preferido para orientar o ciclo na virada dos anos 90. Isto é especialmente verdade uma vez que

os bancos centrais viram sua credibilidade fortalecida por sua independência e pela extensão de seu escopo de ação.

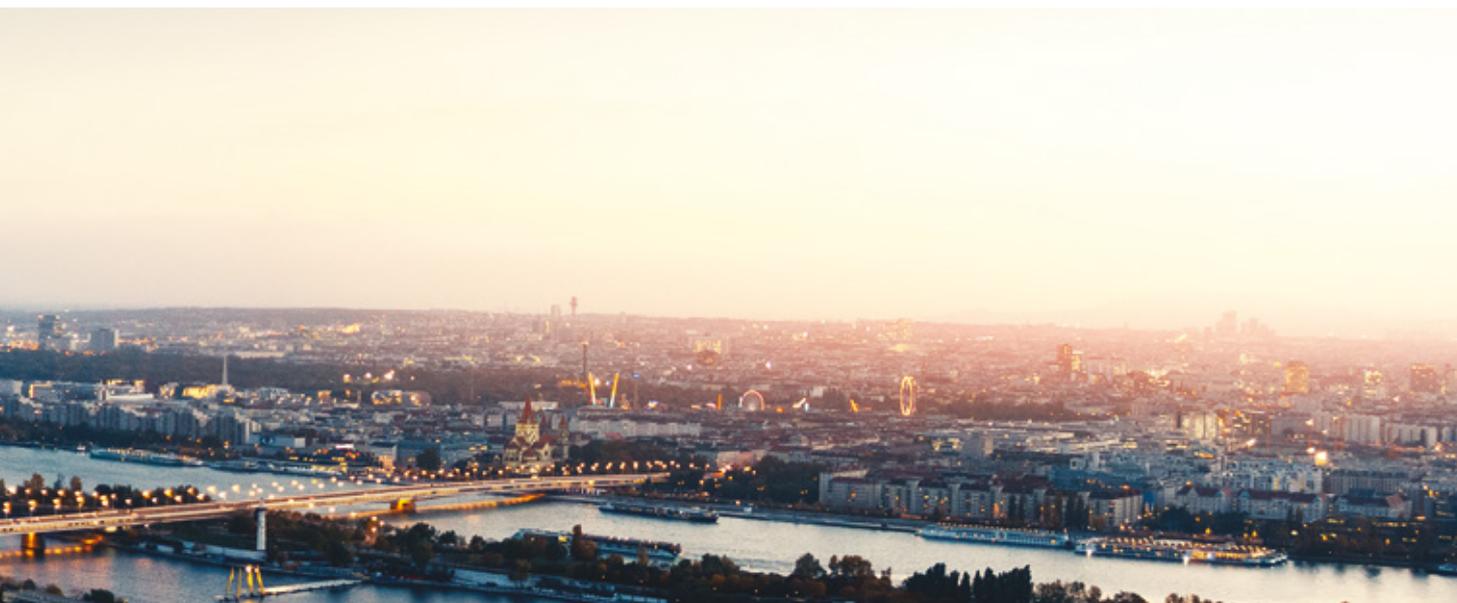
Por fim, o desaparecimento da pressão inflacionária em uma situação de pleno emprego confere maior valor à política monetária, já que esta não é posta em causa por um aumento da inflação, que teria então de ser contrariado pelo aumento das taxas de juros.

Além disso, a criação de zonas monetárias com taxas de câmbio fixas, como a Zona do Euro, também devolve alguma margem de eficiência à política fiscal, que não se vê neutralizada por uma perda de confiança na moeda, ou por um impacto na inflação.

A combinação coordenada de políticas que prevaleceu na saída da crise da Zona do Euro em 2012 foi principalmente uma combinação de rigor orçamentário e expansão monetária (um permitindo a outra) que teve o mérito de preservar a Zona do Euro, mas cujos resultados são discutíveis e põem em causa a eficiência das taxas de juros negativas e multiplicadores fiscais (um assunto já destacado na seção precedente).

NOVO REGIME COM MAIS COORDENAÇÃO

Hoje, a crise da COVID-19 levanta mais uma vez a questão de saber qual o instrumento a favorecer nesse contexto de demanda que é temporariamente restringido pelas medidas de *lockdown* (e que, por conseguinte, não pode reagir a estímulos das taxas de juros). De maneira mais geral, coloca-se a questão de saber se a eficácia da combinação de políticas implica uma coordenação estreita, ou se a credibilidade da política econômica exige independência e uma separação dos dois componentes:



- A sustentabilidade da dívida pública em forte expansão depende do triplo seguro de taxas de juros baixas que duram no tempo, da sobrevivência da Zona do Euro e da solidariedade entre os países da Zona do Euro. Observamos, em particular, que foi a intervenção do BCE, no final de março, anunciando um grande aumento em suas compras de dívida soberana e flexibilidade em sua repartição do capital subscrito para comprar emissões de títulos periféricos, que permitiram reduzir o *spread* da dívida italiana;
- A credibilidade da moeda e do banco central exigem um bom equilíbrio entre o fato de o risco periférico permanecer contido pelo banco central, e o fato de esse banco central não estar sujeito aos caprichos dos Estados-membros para que sua dívida seja monetizada pela instituição monetária comum.

Logo, existem, sem dúvida, vários regimes de combinação de políticas, dependendo das circunstâncias; nos períodos de crise de 2008, 2011 e 2020, observamos assim uma coordenação muito mais estreita das políticas, sem que isso faça com que os mercados se preocupem com a credibilidade do banco central, ou com a pressão sobre a moeda. Na realidade, a tendência do mercado parece ter sido acrescentar um prêmio de risco quando os investidores duvidavam da capacidade, ou da vontade, do banco central intervir.

A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS

A extensão significativa do escopo de intervenção dos bancos centrais suscita a questão de sua função de reação e independência, reforçando assim a noção de domínio fiscal.

A credibilidade dos bancos centrais no contexto de uma combinação de políticas altamente coordenada, e da monetização de fato da dívida soberana, reside, em última análise, na preservação de sua independência nos níveis estatutário, orçamentário e de tomada de decisão, além de uma política baseada em regras.

Por estatuto, o presidente do Banco Central Europeu é designado pelos chefes dos governos da Zona do Euro, mas o mandato longo (8 anos) e não renovável do presidente do BCE é uma forma de garantia de sua independência. Nos EUA, o presidente do Federal Reserve é designado pelo presidente dos EUA, e presta contas anualmente ao Congresso. A questão da independência do Fed foi levantada nos EUA à luz dos muitos comentários de Donald Trump sobre a política monetária implantada. Contudo, apesar dessa pressão crescente, e apesar da questão crucial da preservação das condições de financiamento do Estado, os bancos centrais conseguiram administrar muito bem sua independência. O seu papel, cada vez mais importante, tende a reforçá-los em relação a governos mais restritivos, e sujeitos aos caprichos da opinião pública. Em períodos recentes, por meio de seu discurso, os presidentes do BCE foram os que levaram os governos europeus a uma ação mais voluntarista, e não o contrário.

Concluindo, o cenário para o qual a epidemia da COVID-19 nos leva é de uma combinação de políticas altamente coordenada, expansionista, tanto em termos fiscais quanto monetários, e baseado amplamente na provável monetização quase permanente da dívida soberana provável pelos bancos centrais.

MIX DE POLÍTICAS NA ZONA DO EURO

A Zona do Euro é uma construção sem equivalente real no mundo em termos de combinação de políticas: um banco central compartilhado, mas políticas fiscais essencialmente nacionais, no âmbito de um tratado comunitário com um alcance mais amplo do que a Zona do Euro (toda a União Europeia) e um orçamento comum que representa cerca de 1% do PIB da Zona do Euro.

Na época da criação do euro, a esperança era que a moeda única desse à Europa uma nova margem de manobra econômica, após as crises monetárias no início dos anos 90, que levaram alguns países a terem de escolher entre apoiar sua moeda (como a França, à custa de taxas de juros reais muito altas e efeitos recessivos significativos) e apoiar a atividade (Itália, Espanha, Portugal), mesmo que isso significasse ter que aceitar uma depreciação das taxas de câmbio no Sistema Monetário Europeu.

UMA ÁREA DE MOEDA ÓTIMA?

O propósito de uma zona de moeda única é tornar a política fiscal de um determinado país mais eficiente; quando um país decide implementar estímulos fiscais, o aumento subsequente nas taxas de juros é menor, já que é compartilhado por toda a área. Esse benefício, no entanto, apresenta um risco de comportamento moral denominado "free ride", o que justificou o estabelecimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento desde o início, a fim de fornecer uma estrutura para conter o risco de desequilíbrios em termos de finanças públicas.

Além disso, para que uma zona de moeda única funcione, é necessário haver uma certa convergência dos ciclos dos países, no sentido de permitir uma política monetária adequada para todos os países da zona. Essa convergência implica em uma "área monetária ideal" (uma noção identificada por Mundell em 1961 e posteriormente desenvolvida por McKinnon em 1963) caracterizada principalmente pela alta mobilidade de capital e

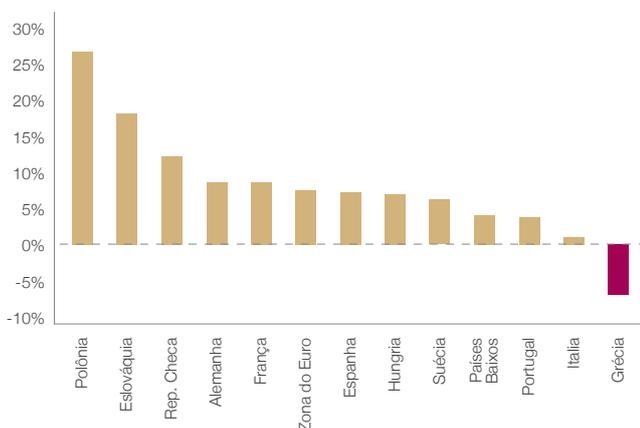
mão de obra, um bom nível de diversificação que permite um certo nível de convergência econômica, e a capacidade de limitar choques assimétricos. As condições de mobilidade não foram logo atendidas no momento da criação do euro; a construção do mercado único nas últimas décadas se fortaleceu, com maior capacidade para as pessoas trabalharem em outros Estados-membros. No entanto, o fato é que a região permanece relativamente fragmentada, com mercados de trabalho essencialmente nacionais, transferências de capital limitadas (bancos investem seus balanços especialmente nos ativos de seus países) e maior especialização industrial (por exemplo, a indústria automobilística).

CONVERGÊNCIA OU DIVERGÊNCIA?

A esperança era que a adoção de uma moeda única e de critérios orçamentários comuns criasse convergência, possibilitando assim uma combinação coerente de políticas. Foi sem dúvida o que aconteceu durante a primeira década da existência do euro.

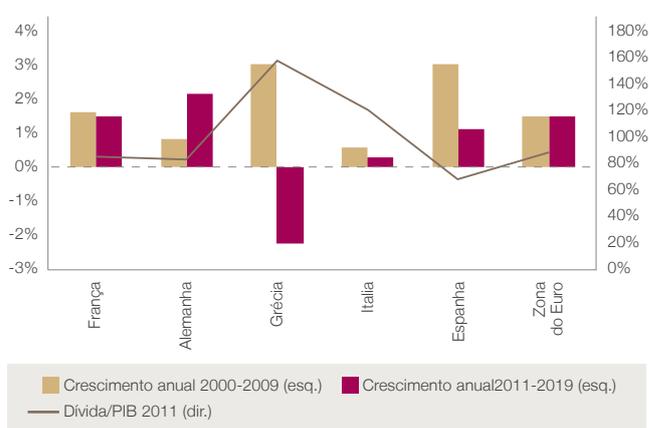
A realidade observada mostra o contrário a partir de 2008, como se reflete no fosso entre índices de produtividade (Gráfico 6), balanças comerciais, acumulação de choques assimétricos e divergências de relações entre dívida e PIB (Gráfico 7), levando ao retorno do risco soberano na Zona do Euro entre os países do sul da Europa. Também vimos que a ausência da possibilidade de flutuação da taxa de câmbio entre os países da região poderia levar a um déficit de competitividade e a um superávit comercial permanente (que não é reduzido pelo aumento da moeda, como seria o caso em um regime de câmbio flexível). É o caso da Alemanha, país em que o superávit comercial aumentou substancialmente, e cuja taxa de crescimento é mais alta do que a França ou a Itália na última década.

GRÁFICO 6: EVOLUÇÃO DA PRODUTIVIDADE DESDE 2010, %



Fontes: OCDE, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 7: CRESCIMENTO ANUAL DA ZONA DO EURO EM PIB, E RELAÇÃO ENTRE DÍVIDA E PIB, %



Fontes: FMI, Comissão Europeia, Indosuez Wealth Management.

Por outro lado, também vemos que, diante de um choque econômico assimétrico que afeta um país ou um grupo de países da zona, na ausência de taxas de câmbio flexíveis, para recuperar a competitividade, alguns países são forçados a adotar uma política de ajuste por meio de preços e salários, o que explica em parte a pressão deflacionária observada no sul da Europa na década de 2010. Esta situação dificultou a determinação de uma política monetária única para a Zona do Euro, e foi parcialmente resolvida pela ampliação dos meios de ação do BCE e, também, pela capacidade de adotar medidas macroprudenciais em alguns países como, por exemplo, para impedir superaquecimento do mercado imobiliário na França.

EVOLUÇÃO DAS FERRAMENTAS DE MIX DE POLÍTICAS

Hoje, a crise da COVID-19 representa um teste em larga escala da capacidade da Zona do Euro para responder com uma combinação de políticas adequada a um choque global que afeta todos os países, mas com efeitos parcialmente assimétricos, com um surto muito mais violento na Espanha e na Itália, e maior impacto econômico nesses dois países, resultante de confinamentos mais restritivos e mais longos, precisamente nos países com menor margem orçamentária do que no norte da Europa.

É isso que explica o desejo expresso pelo governo italiano de ativar os mecanismos de solidariedade introduzidos em 2012, e de emitir dívida no nível da Zona do Euro.

Nesse contexto, a suspensão dos critérios do Pacto de Estabilidade também é um forte sinal, demonstrando a vontade de evitar penalizar a atividade com austeridade fiscal devastadora, e de poder responder com mais facilidade aos choques assimétricos associados a esta pandemia. De maneira mais ampla, isso reflete uma mudança - temporária ou mais estrutural - no equilíbrio de poder entre os partidários da ortodoxia orçamentária, preocupados com o risco moral e a sustentabilidade fiscal, e os partidários de uma política econômica mais integrada e voluntarista.

A decisão do Eurogrupo em abril de lançar um pacote de apoio de 540 bilhões de euros também é significativa. Antes de tudo, porque mostra que esta crise é provavelmente a primeira em que os meios empregados a nível da União Europeia são maiores do que a nível nacional. E, depois, porque estamos agora a assistir ao início de uma mutualização da dívida, quando um país é refinanciado através do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE).

A INTEGRAÇÃO E SOLIDARIEDADE ORÇAMENTÁRIA EM QUESTÃO

No entanto, esses dois elementos permanecem longe de um compartilhamento real da dívida: por um lado, porque os montantes sacados são limitados (2% do PIB para o MEE nesta fase, ou seja, cerca de 35 bilhões de euros para a Itália, o que está longe do necessário para combater a recessão) e, por outro lado, porque a capacidade de usar os fundos fora do quadro estrito da vertente sanitária da crise está sujeita a condições. Foi o que levou a um debate político na Itália, e está na origem do plano de Recuperação Europeu que está atualmente em discussão.

No caso do BCE, a intensificação de suas ações reflete a mudança na combinação de políticas da Zona do Euro, que é expansionista em seus componentes fiscal e monetário. A intervenção significativa do BCE - cujo balanço deve aumentar em cerca de 1 trilhão de euros - visa igualmente objetivos explícitos comuns a toda a Zona do Euro (garantir o financiamento e o funcionamento da economia e a liquidez do mercado, mantendo a confiança na região) e objetivos implícitos (limitar o aumento dos *spreads* dos países periféricos para tornar suas dívidas sustentáveis e manter a confiança no euro). Para esse fim, a instituição outorgou a si mesma a capacidade (temporária e limitada a essa pandemia) de adquirir dívida soberana fora das repartições da alocação de capital de afrouxamento quantitativo.

Em conclusão, essa pandemia constitui um catalisador para acelerar certas mudanças na combinação de políticas europeias em comparação com a crise de 2011, tanto em termos de instrumentos quanto de ambição. As decisões tomadas recentemente são inéditas, mas as condições políticas parecem não estar reunidas para a Zona do Euro implementar a integração e a solidariedade orçamentária. Os orçamentos permanecerão essencialmente nacionais, e os programas de assistência do Mecanismo Europeu de Estabilidade continuarão a se basear na noção de empréstimo ou ajuda condicional. Assim, podemos esperar uma saída multifacetada da crise para os Estados-Membros e concluir que a Zona do Euro continuará sendo uma área monetária incompleta.

O QUE ESPERAR APÓS A PANDEMIA?

A crise da COVID-19 provavelmente mudará nosso mundo de muitas formas fundamentais e duradouras. Tendências já existentes podem ser aceleradas e amplificadas, e novas tendências podem emergir com as mudanças de prioridades e de oportunidades.

MULTILATERALISMO

O período pós-Segunda Guerra Mundial elevou os padrões de vida no mundo como nunca antes. A pobreza global caiu abaixo de 10% da população do mundo - ainda alta demais, isso é certo - mas, no entanto, um feito verdadeiramente excepcional. Esse desempenho impressionante se apoiou muito em maior colaboração e abertura internacional, algo sustentado por uma ordem internacional baseada em regras. Esta tendência foi desestabilizada, especialmente desde o referendo do Reino Unido em 2016 sobre a permanência na União Europeia e a eleição do presidente Donald Trump nos EUA. A mobilidade internacional lutará para se recuperar, pelo menos enquanto não houver vacina contra o vírus. O comércio internacional também pode ser prejudicado de forma duradoura, já que se espera que os países desenvolvam novas capacidades locais em áreas-chave, em um esforço para fortalecer a resiliência e o preparo para possíveis crises futuras. Parece quase inevitável que os próximos 30 anos tenham poucas semelhanças com os últimos 30 anos, em termos de desempenho econômico global e de redução da pobreza.

No que diz respeito ao quadro institucional internacional, ele pode não desmoronar. O governo dos EUA retirou o financiamento e sua participação nas principais organizações e organismos internacionais, mas outros países continuaram mais silenciosamente a aprofundar sua colaboração. Na África, no ano passado, foi concluído o maior acordo comercial de sempre e, quando os EUA abandonaram o Acordo Transpacífico de Cooperação Econômica, os outros países seguiram em frente sem se intimidar. Os índices de aprovação puniram recentemente um comportamento mais populista e recompensaram estadistas mais tradicionais. Ainda não se sabe como isso pode influenciar as urnas, mas um possível presidente Joe Biden pode estar mais inclinado a apoiar as organizações internacionais existentes. Esse provavelmente seria o melhor resultado possível dessa crise, como a única maneira eficaz e aceitável de permitir controlar o comportamento das superpotências, embora as tensões entre os EUA e a China provavelmente persistam nos próximos anos, seja qual for o governo dos EUA.

MENOS SUPERFLUIDADE

Na busca da eficiência, os setores público e privado tenderam a operar com margens reduzidas em seus processos de produção. Em nenhum outro lugar o lado negativo de tais estratégias foi mais visível do que no setor da saúde. Já que reservas de insumos essenciais terão que ser construídas, como amortecedores contra futuros "cisnes negros" (ou seja, eventos inesperados de grandes proporções), as margens operacionais provavelmente serão compactadas. Além disso, os riscos, agora revelados, de depender de importações em certas áreas de importância estratégica fundamental provavelmente farão com que os países transfiram alguma produção para seus mercados domésticos, e continuem a modificar as cadeias de suprimentos nos próximos anos. Nesse processo, as empresas terão que

enfrentar uma escolha mais estrita entre a otimização de custos e a proteção segura do suprimento de insumos. Além disso, as empresas provavelmente terão que lidar com a pressão crescente, não só para maximizar os lucros, no interesse dos acionistas, mas também para incorporar os interesses de outras partes interessadas em seus futuros planos estratégicos corporativos.

Não só o setor privado parece estar disposto a menos superfluidade, mas o setor público também. O papel do governo foi reforçado ao longo do tempo, e raros são os casos em que essas tendências são revertidas. Onde os sistemas de assistência médica e apoio social serão permanentemente expandidos, e onde partes do setor privado podem ser resgatadas pelos governos e permanecerem sob controle do setor público, a parcela dos gastos do governo na economia só pode crescer. Pode-se esperar, em dado momento, que os impostos tenham que subir. Um debate específico, neste contexto, diz respeito a alguma forma de renda universal. Isso pode assumir várias formas e, na verdade, pode envolver ganhos de eficiência se essas medidas racionalizarem e substituírem o que geralmente reveste a forma de uma infinidade de programas de apoio à renda. Pode-se argumentar que os pagamentos providenciados durante a pandemia atual são um passo nessa direção. No mínimo, a necessidade de tal apoio hoje torna o debate sobre a questão mais popular. O desfecho que ainda permanece é que mais governo, e impostos mais altos, reduzirão provavelmente as taxas de crescimento econômico, em potencial, a longo prazo.

MUDANÇA CLIMÁTICA

Um lado positivo do maior envolvimento governamental poderia ser uma resposta mais persuasiva às mudanças climáticas e aos desastres que já ocorrem. Também é uma crise global, que exige soluções globais, mas da qual é impossível se isolar. Responder às mudanças climáticas envolve muitas das ações acima mencionadas em termos de construção de resiliência e preparo. Exigirá grandes investimentos, novo planejamento urbano, potencialmente a realocação de comunidades inteiras, e levantará questões urgentes sobre alimentação e suprimentos de água. Possivelmente centenas de milhões de pessoas estarão em movimento, à medida que suas casas atuais se tornarem inabitáveis, e o caos causado pela crise migratória de 2015 na Europa simplesmente parecerá pálido em comparação.

A pandemia atual representa uma ameaça e uma oportunidade neste contexto. A ameaça envolve, obviamente, o desafio de como financiar os investimentos necessários em infraestrutura limpa e resiliente, considerando os gastos governamentais excepcionais necessários para mitigar o impacto econômico do vírus. A OCDE estima que serão necessários 95 trilhões de dólares em investimentos, durante o período de 2016-2030, para tentar limitar a elevação da temperatura a algo perto de 2° C, e ainda mais para alcançar ou superar esse objetivo. Isso implicará investimentos de cerca de 6 a 7 trilhões de dólares por ano, ou seja aproximadamente 7% do PIB mundial anual. Os investimentos necessários em transporte irão consumir 43% do total estimado, e o setor de energia exigirá 34%. Além disso, cerca de 60% a 70% do total irá abranger os emergentes.

A oportunidade está na possibilidade de desenvolver um modelo de preços que reflita melhor os verdadeiros custos para a sociedade. No caso das emissões de gases de efeito estufa, existem duas maneiras de estabelecer um preço. Uma é o sistema de comércio de emissões (ETS, na sigla em inglês), que estabelece um preço de mercado para as emissões, e a segunda é um imposto sobre o carbono, com preço definido pelo governo. Há ampla margem para expandir essas medidas, já que apenas 40 países as possuem, cobrindo 13% das emissões globais anuais, de acordo com o Banco Mundial.

Da mesma forma, no setor de transporte, o custo do transporte não reflete o custo total para a sociedade em termos de acidentes, poluição, emissões de CO², etc. A maioria dos países tributa todos os modos de transporte, mas os impostos são fracamente indexados nesses custos externos, e os abrangem apenas parcialmente. Preços justos, cobrindo todos os custos diretos e indiretos, provavelmente levam a uma melhor alocação de capital. Além desse preço justo, os 197 países que assinaram o Acordo de Paris sobre mudança climática poderiam adicionar um imposto adicional para expressar a política desejada. Obviamente, isso é complexo e controverso, em um mundo em que 6,5% do PIB mundial é gasto em subsídios à energia, mais do que os 5,9% do PIB gastos globalmente em educação. A eliminação gradual desses subsídios, e a promoção de preços justos, exigirão um apoio compensatório diretamente às famílias vulneráveis.

PETRÓLEO

Talvez a crise da COVID-19 acelere a transição energética, substituindo a energia fóssil. Certamente, o mercado de petróleo sofreu uma perturbação épica neste ano, quando o preço do petróleo ficou negativo pela primeira vez na história. Preços baixos do petróleo são frequentemente vistos como uma ameaça à transição energética, porque dificultam a concorrência de fontes alternativas de energia. No entanto, da perspectiva do investidor, os retornos que podem ser esperados da perfuração de petróleo são agora tão baixos que o investimento em outras formas de produção de energia pode ser comparado favoravelmente. O setor de energia fóssil não desaparecerá da noite para o dia, mas provavelmente é seguro supor que será diminuído para sempre.

AMBIENTE DE TRABALHO

A mudança mais notável é a adoção do *home office* para aqueles cujas atividades o permitem. Os escritórios serão reabertos, mas trabalhar em casa não terá o mesmo estigma de antes. Várias grandes empresas já sinalizaram que esperam reduzir o espaço de escritórios e as propriedades imobiliárias daqui para frente, e um excesso de oferta estrutural deve ser antecipado. Quanto à *gig economy*, a insegurança enfrentada por quem não tem empregador fixo, bem como por muitos que têm ou tiveram um, tem toda a probabilidade de persistir. Como fornecer saúde e segurança aos trabalhadores independentes e aos setores informais dos países, será uma questão fundamental no futuro, e que poderá atenuar o entusiasmo por esses tipos de empregos. Por outro lado, a necessidade é uma força para a inovação, e é provável que surjam novas tendências nessa área, que ainda podem ser difíceis de imaginar. Uma área que provavelmente se fortalecerá, é a educação on-line, e os futuros recrutadores terão que aprender a avaliar essas qualificações.

PADRÕES DE CONSUMO

O que as pessoas vão comprar, porém, pode não ser como agora. O consumo ostensivo e o luxo tendem a declinar em tempos de crise. A maneira como as empresas adaptam suas ofertas pode muito bem determinar as tendências. Também é provável que sejam determinadas pela predisposição crescente dos clientes aprovarem ou rejeitarem determinados comportamentos corporativos nas redes sociais, bem como em seus padrões de consumo. É bem possível que a tendência de consumir de forma a apoiar as metas globais de sustentabilidade se torne mais generalizada. A pandemia certamente destacou a importância das questões ambientais, sociais e de governança (ESG, na sigla em inglês), que tendem a ser o foco do investimento sustentável - uma área em que se espera apenas um crescimento. Muitos serviços, incluindo serviços de saúde, foram providenciados on-line (Tabela 1) durante a crise e esperamos que isso continue. Os preços de tais serviços podem cair, ou pelo menos subir menos rapidamente, prolongando a influência desinflacionária que desfrutamos em produtos manufaturados.

Muitas outras áreas de nossas vidas provavelmente sentirão reverberações dessa crise nos próximos anos. No entanto, crises anteriores também levaram muitos a acreditar em um novo mundo, apenas para a realidade ficar aquém das expectativas. Certamente, desta vez pode não ser diferente, pois as mudanças tendem a ser caras, inclusive politicamente. Contudo, é possível confiar na engenhosidade humana no campo da inovação tecnológica e social para ajudar nossa economia global a enfrentar os desafios estruturais que temos pela frente.

TABELA 1: USO DA INTERNET DURANTE A PANDEMIA, %

Tipo de uso	Mudança VS dia típico pós-COVID
Video games	115
VPN	49
Vídeo	36
Downloads	39
Internet	27
Social	-12
Minutos de uso vocal	25

Fontes: Verizon, The New Stack, Indosuez Wealth Management.



Alpes, Suíça

PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS

A ECONOMIA MUNDIAL EM CRISE

O vocabulário não consegue capturar a experiência extraordinária de combater uma pandemia global com um confinamento "voluntário" de grandes partes de nossas economias. Para os analistas macroeconômicos, a situação tornou os dados passados irrelevantes, e várias estimativas abrangem intervalos de 10 pontos percentuais ou mais, aos quais devemos acrescentar margens de erro excepcionais. Portanto, qualquer cenário deve ser apreciado nesse contexto e levado em conta com um balde de sal em vez da pitada habitual.

Nosso cenário é dramático e, ao mesmo tempo, é a melhor hipótese. Traz os seguintes pressupostos principais:

- A maioria das medidas de confinamento é removida progressivamente no segundo trimestre;
- A recuperação esperada no segundo semestre do ano é bastante modesta em relação à extensão da contração prevista no primeiro semestre;
- O preço do petróleo terá dificuldades em exceder 30 dólares por barril neste ano, em média, o que é favorável ao ciclo de negócios global, sendo todo o resto igual;
- A deflação do preço do petróleo dominará as perspectivas de inflação, que são, portanto, desinflacionárias;
- Espera-se que a taxa de câmbio entre o dólar e o euro evolua entre 1,05 a 1,15 dólar por euro em 2020, e é considerada neutra em relação ao nosso cenário nesta situação.

Nesse caso, esperamos que a economia global se contraia em 3% ao longo do ano, enquanto 2021 deverá proporcionar uma expansão de 5,5% no PIB global (Tabela 2). Em termos de evolução trimestral (trimestre/trimestre), a contração da China de 9,8% no primeiro trimestre é um indicador do que podemos esperar ver nas economias mais maduras no segundo trimestre. Nossa previsão sobre a recuperação nos trimestres subsequentes é mais em forma de U do que em forma de V. De fato, nossa taxa esperada de crescimento do PIB mundial de 5,5% em 2021 é comparável à observada em 2010 (5,4%), que se seguiu a uma contração muito mais suave de 0,4% em 2009 do que -3% ou pior que podemos ver em 2020, destacando a fraqueza relativa em nossas expectativas.

Caso nossas suposições se mostrem errôneas, o resultado esperado se torna radicalmente pior. Se a crise persistir e as medidas de contenção não forem retiradas ou forem reimpostas no final deste ano, o PIB mundial poderá contrair 6% este ano. Na eventualidade de uma pandemia intensificada no próximo inverno, a contração pode ser tão grande quanto 9% ou pior ainda. Todos esses resultados são possíveis, mas com base na experiência da China e nos planos de reabertura emitidos enquanto escrevemos essas linhas, consideramos nosso cenário como o resultado mais provável nesta fase. Os riscos parecem esmagadoramente concentrados no lado negativo e uma surpresa positiva é difícil de imaginar.

TABELA 2: PREVISÕES MACROECONÔMICAS POR PAÍS, % E PONTOS PERCENTUAIS

	2019		2020		2021		Valores da PPC (2018)	2019	2020	2021
	PIB	IPC*	PIB	IPC*	PIB	IPC*		Contribuições	Contribuições	Contribuições
Mundial	2,9	-	-3,0	-	5,5	-	100	Pontos percentuais	Pontos percentuais	Pontos percentuais
EUA	2,3	1,8	-6,0	0,8	4,5	1,7	15,2	0,35	-0,91	0,68
Japão	0,7	0,5	-5,0	0,0	3,0	0,3	4,1	0,03	-0,21	0,12
Reino Unido	1,4	1,8	-6,5	0,9	3,8	1,5	2,2	0,03	-0,15	0,09
Zona do Euro	1,2	1,2	-7,5	0,4	4,6	1,0	11,4	0,14	-0,86	0,52
Alemanha	0,6	1,4	-7,0	0,5	5,0	1,2	3,2	0,02	-0,22	0,16
França	1,3	1,3	-7,2	0,5	4,5	1,0	2,2	0,03	-0,16	0,10
Itália	0,3	0,7	-9,0	0,0	5,0	0,7	1,8	0,01	-0,16	0,09
Espanha	2,0	0,8	-8,0	-0,1	4,0	1,0	1,4	0,03	-0,11	0,06
Suíça	0,9	0,4	-6,0	-0,5	3,8	0,3	0,4	0,00	-0,02	0,02
Brasil	1,1	3,7	-5,8	1,6	3,5	3,1	2,5	0,03	-0,15	0,09
México	-0,1	3,6	-6,3	2,5	3,2	3,0	2,8	0,00	-0,18	0,09
Argentina	-2,2	53,5	-7,4	50,0	3,7	40,0	0,7	-0,02	-0,05	0,03
Rússia	1,3	4,5	-6,8	3,1	4,0	4,0	3,1	0,04	-0,21	0,12
Índia	4,2	3,7	2,0	3,3	7,4	3,9	7,7	0,32	0,15	0,57
China	6,1	2,9	2,0	2,5	8,3	2,1	18,7	1,14	0,37	1,55
Ásia excl. China, Índia, Japão**	4,8	2,1	-1,0	1,8	8,0	2,7	7,9	0,38	-0,08	0,63

*Índice de preços ao consumidor. **Hong Kong, Indonésia, Malásia, Filipinas, Singapura, Coreia do Sul, Taiwan, Tailândia e Vietnã.

Observação: O PIB mundial em PPC (Paridade do poder de compra), anualmente. Contribuições são taxas de crescimento multiplicadas pelo peso do país/região no PIB mundial, expressas em pontos percentuais.

Fontes: Bloomberg, FMI, Indosuez Wealth Management.

Não esperamos que o Fed ou o BCE reduzam ainda mais as taxas de juros neste ano (Tabela 3). Os cortes que o Fed já realizou possibilitarão que outros bancos centrais reduzam suas taxas de juros de acordo com nossa queda esperada da inflação, condicionada à ausência de força excessiva do dólar.

O comércio global de bens pode diminuir de 10% a 30% este ano, e um número mais próximo do anterior foi mantido para o nosso cenário. Para se ter uma ideia, o volume de comércio caiu 10% na Crise Financeira Global e 60% na Grande Depressão. A maioria dos países provavelmente verá seus saldos em conta corrente se deteriorarem. Os excedentes dos exportadores de petróleo diminuirão, e as contas de energia mais leves dos importadores de petróleo provavelmente não serão aparentes, dada a queda generalizada no volume comercial. Isso pode causar crises na balança de pagamentos em países com reservas insuficientes e esse risco estará concentrado principalmente entre os países de baixa renda. É importante observar as boas notícias à margem aqui: entramos na pandemia de COVID-19 com desequilíbrios de contas correntes muito menores, em geral, do que em 2008, quando essas contas faziam parte das causas subjacentes da crise.

O desemprego irá subir rapidamente, a níveis raramente vistos em outras crises, mas esse aumento será maior ou menor dependendo do sistema de seguridade social de cada país. Medidas de apoio fiscal visam substituir a perda de renda em todos os países, independentemente do canal adotado para seu desembolso. De fato, se os fundos não alcançarem as pessoas afetadas, a recuperação será mais lenta e menor. A recontração será certamente um desafio e dependerá criticamente de até que ponto o apoio fiscal dirigido a empresas de todos os tamanhos conseguirá evitar falências. De fato, pode muito bem ficar claro que a resposta europeia, consistindo em ajudar

empresas financeiramente para manter a equipe nas folhas de pagamento, se revele mais eficiente neste contexto que a estratégia norte-americana de enviar cheques ao crescente número de desempregados. Possíveis falhas na implementação do vasto apoio monetário e fiscal providenciado nesta crise são um grande risco em nosso cenário.

No lado fiscal, espera-se que quase metade dos pacotes de apoio providenciados por vários países possam ser devolvidos na forma de empréstimos. Apesar disso, os déficits governamentais provavelmente irão dobrar ou piorar em percentual do PIB e das relações entre dívida e PIB provavelmente atingirão novas máximas. O déficit orçamentário geral do governo dos EUA pode subir de quase 5% do PIB em 2019 para bem acima de 15% neste ano. A Zona do Euro provavelmente deverá ir de 0,7% do PIB no ano passado para cerca de 7% neste ano. O déficit da China também deverá aumentar, de 6,5% em 2019 para acima de 11% em 2020. A incerteza também é grande com relação a esses números porque novos pacotes de apoio continuam a ser implementados. Quanto a níveis de dívida, o relação entre dívida e PIB bruto do governo norte-americano deverá subir de 109% em 2019 para mais de 130% no final deste ano. A Itália irá, com toda a probabilidade, exceder 155% do PIB e o Japão poderá exceder 250%. Já a Zona do Euro pode crescer de quase 85% em 2019 para cerca de 97% neste ano. O relação entre dívida e PIB da China pode subir de 55% para 65%. Infelizmente, a economia mundial entrou na crise atual em pior estado do que em ocasiões anteriores, já que a dívida global já estava em um nível recorde em 2019. Isso será uma característica definidora do nosso mundo pós-COVID-19 e que provavelmente será algo enfrentado por um período prolongado — provavelmente décadas — de taxas de juros reais negativas (Gráfico 8).

TABELA 3: POLÍTICA DE TAXAS DO BANCO CENTRAL, PREVISÕES 2020-2021, %

	Dez. 2018	Dez. 2019	Dez. 2020	Dez. 2021
Argentina	59,00	55,00	35,00	45,00
África do Sul	6,75	6,50	3,40	3,50
Arábia Saudita	3,00	2,25	1,00	1,00
Austrália	1,50	0,75	0,25	0,25
Brasil	6,50	4,50	2,25	3,25
Chile	2,75	1,75	0,40	0,60
China	4,35	4,35	3,50	3,50
Coreia do Sul	1,75	1,25	0,50	0,60
Emirados Árabes Unidos	2,75	2,00	0,75	0,75
Estados Unidos	2,50	1,75	0,25	0,25
Filipinas	4,75	4,00	2,45	2,65
Índia	6,50	5,15	3,50	3,70
Indonésia	6,00	5,00	4,00	4,10
Japão	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Malásia	3,25	3,00	1,75	1,95
México	8,25	7,25	4,00	4,30
Reino Unido	0,75	0,75	0,10	0,10
Rússia	7,75	6,25	4,70	4,70
Suíça	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Tailândia	1,75	1,25	0,40	0,40
Turquia	24,00	12,00	8,00	9,00
Zona do Euro	0,00	0,00	0,00	0,00

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Rayong, Tailândia

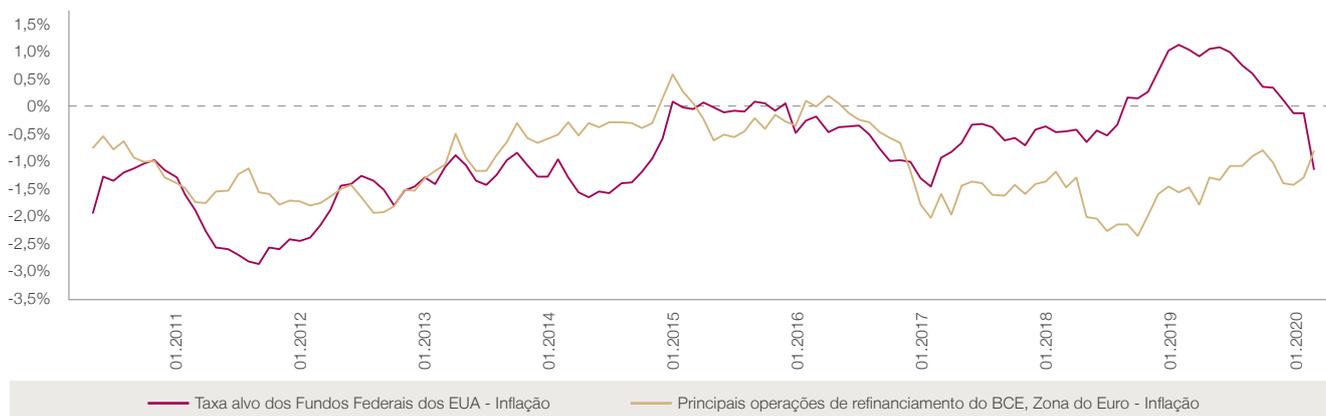
Os bancos centrais envolvidos em afrouxamento quantitativo verão seus balanços chegarem a níveis máximos históricos. O ônus da dívida colocará restrições sobre como a política monetária poderá ser articulada e outra circunstância de sorte é que força estruturais que ajudam a manter os preços sob controle, especialmente a revolução tecnológica, provavelmente continuarão a dominar as forças cíclicas nos próximos anos. Além disso, a tolerância a qualquer extrapolação de metas de inflação muito provavelmente será alta e, portanto, também limitará a resposta esperada nas políticas de taxas de juros. A situação irá provavelmente exigir mais colaboração explícita, entre bancos centrais, departamentos de tesouro e escritórios públicos de gestão de dívida, do que a que estamos acostumados na era da independência dos bancos centrais, e isso pode ser problemático em países com níveis mais baixos de confiança em instituições públicas.

Dessa forma, essa resposta política histórica à pandemia global deve, se a contenção da destruição da capacidade produtiva for bem-sucedida, permitir que a queda na produção seja recuperada no final de 2021. Se houver falência generalizada de empresas, essa crise poderá se transformar em uma recessão mais clássica e duradoura.

Em suma, nos próximos anos, podemos esperar que nossa economia, pós-COVID-19, será caracterizada por:

- Crescimento lento;
- Endividamento alto;
- Inflação baixa;
- Taxas de juros nominais baixas;
- Taxas de juros reais negativas.

GRÁFICO 8: TAXA DE FUNDOS FEDERAIS E DO BCE, %



Fontes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

OS ESTADOS UNIDOS E SUA ELEIÇÃO CRUCIAL

No meio de uma pandemia global, outros problemas fundamentais da economia passam para segundo plano, e com razão. No entanto, eles permanecem muito presentes e precisam ser abordados quando possível. Um problema estrutural na economia dos EUA é a questão dos déficits duplos, ou seja, um déficit orçamentário governamental junto com um saldo negativo também em conta corrente. No que diz respeito ao orçamento, está em déficit desde 1970, com exceção dos anos de 1998-2002. O maior déficit desde 1970 foi registrado em 2009 em 10% do PIB. Moderou-se nos anos seguintes, mas começou a subir novamente em 2016. Este ano, pode chegar a 20% do PIB, dependendo dos possíveis pacotes adicionais de apoio. O Gabinete de Orçamento do Congresso emitiu novas projeções em 24 de abril de 2020, colocando a taxa de déficit em relação ao PIB em 17,9% em 2020 e em 9,8% em 2021. A dívida federal mantida pelo público deverá atingir 101% do PIB em 2020 e 108% em 2021.

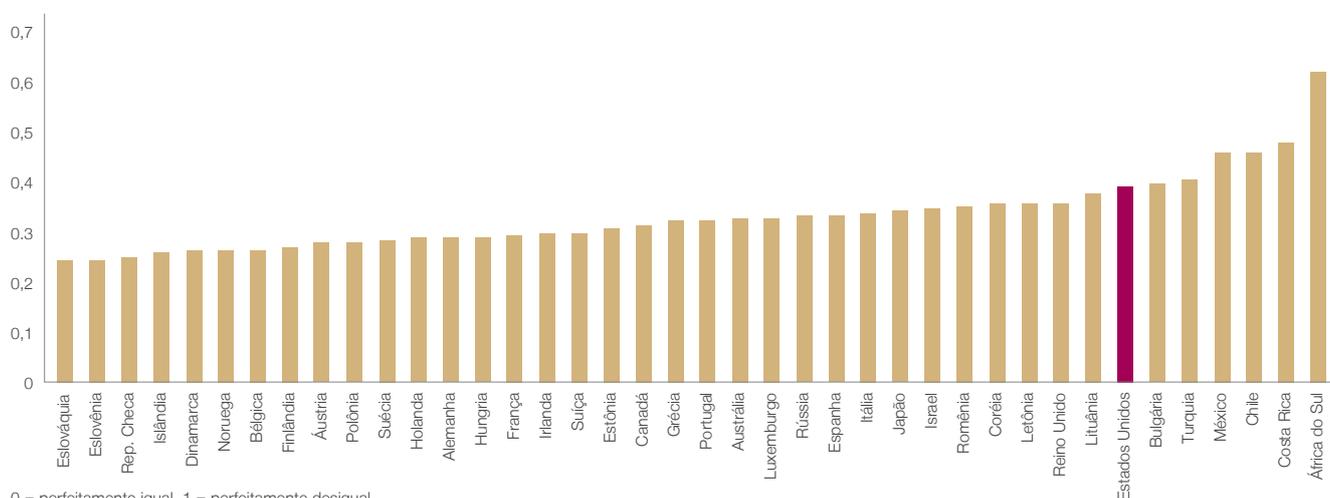
Obviamente, esse aumento de marejar os olhos está principalmente relacionado à resposta à pandemia. No entanto, o desequilíbrio fundamental nas finanças do governo dos EUA é um problema persistente. O restante da economia também tende a se prestar ao consumo em excesso, como evidenciado no fato de os EUA apresentarem o maior déficit em conta corrente do mundo, em termos de dólar (o Reino Unido tem o segundo maior). Graças ao grande tamanho do PIB dos EUA, isso se traduziu em um déficit em conta corrente de modestos 2,3% no final de 2019. A proporção média desde 1960 é de -1,6%, com um nível baixo em 2006, em quase -6%, e o maior superávit no período foi em 1975, em 1% do PIB. Portanto, podemos concluir que os EUA são uma economia que tende a gastar além de seus meios, tanto na economia ampla quanto no governo. Isso requer a importação de capital do exterior para ajudar a financiar esses déficits. Para a maioria dos outros países, isso pode se tornar insustentável, levando a crises na balança de pagamentos, e grandes depreciações cambiais com

o impacto inflacionário associado. Os EUA, por outro lado, muitas vezes são poupados de qualquer imprevisibilidade, devido ao benefício do "privilégio exorbitante" de ser o emissor da moeda de reserva mundial, para citar Barry Eichengreen. No entanto, a propriedade estrangeira da dívida do Tesouro norte-americano caiu de 47% em 2009 para 41% em 2019. O Japão e a China agora possuem 7% cada, ante 10% e 12% respectivamente em 2009. Logo, nem mesmo os EUA estão completamente imunes à diminuição da demanda externa por seus ativos, e os déficits duplos são um problema estrutural importante e crescente na economia dos EUA.

DÉFICIT COMERCIAL

Sem dúvida, o governo Trump tentou resolver a questão da conta corrente, ou déficit comercial, travando uma guerra comercial principalmente contra a China. Se o déficit comercial resultar de um consumo além do possível, entendemos prontamente as limitações de tentar resolver esse problema por meio de qualquer política comercial bilateral. O meio mais eficiente para combater o déficit comercial seria aumentar os impostos nos EUA, enquanto o país tomou a decisão oposta em 2017. É claro que o sucesso de eliminar o déficit comercial por meio de impostos mais altos depende de quão necessárias são essas importações, e se elas são julgadas essenciais mesmo diante do poder de compra reduzido. No entanto, os aumentos de impostos tendem a diminuir a demanda e reduzir as importações, enquanto os cortes de impostos fazem o oposto. Deve-se dizer também que os cortes de impostos de 2017 pioraram a distribuição de renda nos EUA, que já havia retornado aos níveis de desigualdade observados pela última vez no final da década de 1920. Como pode ser visto no Gráfico 9, esse é um problema que os EUA não compartilham com outras grandes economias desenvolvidas, e que tem profundas consequências sociais, incluindo o aumento do desejo de protecionismo.

GRÁFICO 9: RELAÇÃO DE GINI, 2019 OU MAIS RECENTE



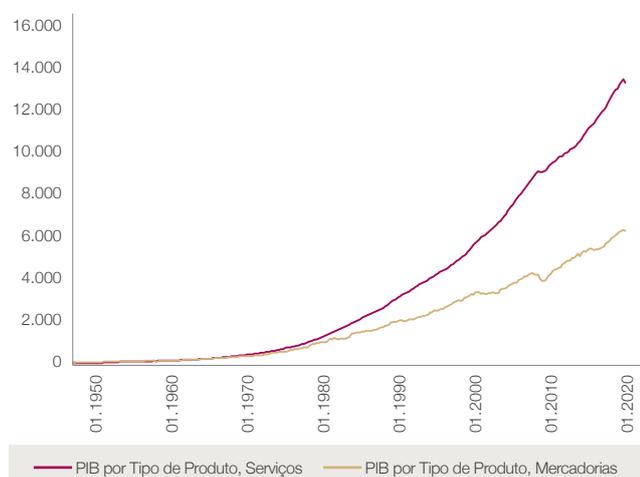
0 = perfeitamente igual, 1 = perfeitamente desigual
Fontes: OECD, Indosuez Wealth Management.

Tarifas representam um dilema semelhante ao aumento de impostos, pois se as importações afetadas se beneficiarem da demanda insensível aos preços (como medicamentos), o déficit comercial poderá realmente crescer com o aumento do protecionismo. Parece ter sido esse o caso ao menos até dezembro de 2018, quando o déficit comercial atingiu uma mínima local de 61 bilhões de dólares, o que desde então melhorou um pouco. Novas ameaças surgiram na frente comercial e isso provavelmente continuará sendo uma característica do governo americano existente enquanto o presidente for o mesmo. Agora o comércio foi dizimado pela pandemia, mas a ameaça protecionista para os EUA e a economia mundial persiste a longo prazo.

SETOR DE SERVIÇOS VERSUS SETOR MANUFACTUREIRO

O slogan "*Make America Great Again*" explora um desconforto a respeito de outro acontecimento estrutural que é o declínio percebido do setor manufatureiro. Dizemos percebido porque a produção industrial cresceu com poucas interrupções desde que o setor foi ultrapassado pelo de serviços no final da década de 1950 (Gráfico 10). Certamente, a participação da manufatura na economia caiu abaixo de 11% nos EUA e abaixo de 20% na maioria das economias maduras, mas pelo setor de serviços crescendo mais rapidamente que a manufatura, não por causa de um declínio na manufatura. Da mesma forma, a economia mundial está agora em torno de 65% no setor de serviços, e até o setor de serviços da China é maior que o setor de manufatura. É interessante notar que os EUA têm um superávit em sua balança comercial de serviços, embora sejam dominados pelo déficit no comércio de mercadorias e provavelmente tornaria os EUA ainda maiores se enfatizassem essa força em particular.

GRÁFICO 10: PIB DOS EUA POR SETOR, BILHÕES DE DÓLARES



Fontes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

Obviamente, olhar para os setores da perspectiva do emprego mostra uma imagem um pouco mais deprimente para o setor manufatureiro. Os empregos na indústria manufatureira foram de 9 milhões em 1939 para quase 20 milhões em 1979; desde então a tendência é de redução, principalmente por causa dos ganhos de eficiência tecnológica. É claro que os empregos no setor sofreram grande impacto devido à crise de 2008 e caíram para 11,5 milhões em 2009, melhorando posteriormente para atingir 12,4 milhões em 2016. A máxima recente foi de 12,9 milhões em novembro de 2019, e 500.000 empregos foram criados durante o governo Trump. A pandemia reduziu o número para 11,5 novamente em abril de 2020, e são esperados novos declínios. Enquanto isso, os empregos no setor de prestação de serviços privados subiram de 14,9 milhões em 1939 para 108 milhões em fevereiro de 2020, antes de caírem para 90,6 milhões em abril de 2020. A taxa de desemprego subiu para 14,7% em abril e provavelmente subirá ainda mais antes de possivelmente retornar a um número de um dígito no final do ano. Retornar para a taxa de 3,5%, observada em fevereiro de 2020, será, no entanto, um processo muito mais longo.

DÉFICIT DE INVESTIMENTO

O investimento empresarial representou quase 11% do PIB dos EUA no período 1948-1975. Subiu para 13% do PIB nos anos subsequentes a 2019, mas ultrapassou 15% na década de 1980. Em termos de crescimento do investimento, sofreu um golpe em 2009, caindo 21,2% em taxa anualizada com ajuste sazonal, e recuperando 14,1% em 2010 — um indicador do que é provável que esteja reservado em 2020-2021. Desde 2010, no entanto, diminuiu gradualmente para 1,8%, ainda positivo em 2019, ano que, no entanto, registrou três trimestres negativos. O dinheiro geralmente não é um problema. Muitas grandes empresas estão cheias de dinheiro ou estavam antes da pandemia, e as taxas de juros estão muito baixas. Além disso, a taxa de poupança das famílias, em percentual da renda disponível, é razoavelmente alta. Uma mínima recente de 5,7% foi observada em 2010 e, desde então, tem uma média de 7,4%. Com o advento da pandemia, subiu para 13% em março de 2020. Portanto, antes da pandemia, muitas empresas preferiam comprar suas próprias ações ou comprar outras empresas em vez de investir em expansão. Ambas as preferências tendem a ser positivas para os preços das ações, mas não são necessariamente úteis para a economia como um todo.



Washington DC, Estados Unidos

CONCORRÊNCIA E MOBILIDADE NO TRABALHO EM DECLÍNIO

As fusões podem levar à falta de concorrência e isso é um problema nos EUA — e também em outros lugares — onde o número de empresas listadas nas bolsas de valores norte-americanas caiu de 8.090 em 1996 para 4.397 em 2018. Assim, menos empresas dominam cada setor e, sem dúvida, se beneficiam de um grau de poder de preços monopolista de que os acionistas gostam, mas que tendem a prejudicar o desempenho econômico. As recompras de ações também aumentam os preços das ações, graças ao fator de escassez relativo, mas não a qualquer conquista específica em nome da empresa em questão. Isso indica uma tendência de declínio na competitividade dos EUA em termos absolutos.

A mobilidade da mão-de-obra norte-americana está em declínio desde meados da década de 1960 e agora é comparável à da Europa, exceto pelo fator de idioma. Caiu devido a um aumento significativo nos requisitos de licenciamento profissional em nível estadual, o que dificulta a mobilidade interestadual. A assistência médica também é um fator e, quando providenciada pelo empregador, é algo que muitos desejam se apegar. Os preços das casas também têm impacto na mobilidade, desencorajando a mudança para áreas onde estão altos, mas também incentivando a mudança para áreas com moradias mais acessíveis. A habitação é agora a razão número 1 nos EUA para se mudar.

DISFUNÇÃO POLÍTICA

A disfunção política aumentou em parte como resultado da surpreendente decisão da Suprema Corte em 2010 (Citizens United versus Comissão Federal Eleitoral), que basicamente suspendeu todas as restrições em doações políticas feitas por empresas, sindicatos e indivíduos. Os distritos de votação foram manipulados para se tornarem distritos virtuais de partido único, e o registro de eleitores é muitas vezes tornado impossivelmente complicado. A participação dos eleitores nos EUA nas eleições presidenciais é de cerca de 60% da parcela da população elegível para votação. Está abaixo da média de 70% dos países da OCDE. Parte dessa disfunção ficou evidente na resposta do país à pandemia.

Uma pandemia global requer uma resposta coordenada globalmente. No mínimo, exige um esforço direcionado centralmente em cada país. Mesmo em uma federação, isso é totalmente viável, como vimos na Alemanha, por exemplo. Os EUA sob o atual governo não têm tendência a assumir o papel de coordenador global, o que o país desempenhou durante crises de saúde anteriores, como AIDS ou Ebola. Nenhuma outra superpotência se destacou, embora a China possa cada vez mais se ver nesse papel, principalmente se uma vacina for desenvolvida primeiro por seus cientistas. Sentindo essa ameaça, os EUA decidiram retirar o financiamento para a Organização Mundial da Saúde no meio da crise, citando o viés pró-China em nome do principal coordenador efetivo da resposta global à saúde. Se esse for o modelo para o

comportamento futuro da superpotência, só podemos lembrar a década de 1920 e os anos subsequentes em que os eventos foram muito impulsionados pela percepção do interesse próprio nacional.

Um cenário alternativo é possível. As populações podem tirar a conclusão dessa pandemia de que o trabalho de administrar países e responder a crises globais é sério, exigindo líderes experientes. O Reino Unido parece ter tomado medidas nesse sentido com a eleição do novo líder do Partido Trabalhista, e uma mudança é notável no comportamento do primeiro-ministro, Boris Johnson. A questão principal é, obviamente, o que pode acontecer nas eleições nos EUA, que devem ocorrer em 3 de novembro de 2020.

Muita incerteza envolve esse evento, incluindo a questão de como ele pode realmente ocorrer. Embora o candidato democrata à presidência agora seja Joe Biden, o congresso do partido foi adiado para agosto e mesmo essa data ainda não pode ser confirmada. Logística à parte, a reeleição de Donald Trump não é uma certeza. Uma diferença significativa em relação a 2016 é que o partido democrata está se unindo a Joe Biden de uma maneira que nunca aconteceu com Hillary Clinton. A maioria dos apoiadores de Bernie Sanders rejeitou Hillary Clinton naquela eleição, enquanto desta vez os líderes da esquerda do Partido Democrata estão apoiando Joe Biden. Um Partido Democrata unido representa uma ameaça significativa à reeleição de Donald Trump.

As pesquisas nacionais de abril mostram Joe Biden vencendo Donald Trump com uma margem que varia de 4% a 11%. Hillary Clinton ganhou o voto popular em 2016 por uma margem de 2%. É difícil traduzir as preferências nacionais de votação em votos eleitorais, mas é provável que Joe Biden tenha que ganhar o voto popular em cerca de 5% ou mais para capturar a maioria dos delegados. A participação do eleitor será a chave para o resultado, e isso é difícil de prever em nossos tempos da COVID-19. As pessoas de 18 a 29 anos aumentaram sua participação em 2016, mas ela permaneceu baixa em relação às pessoas com 65 anos ou mais: a taxa de participação do primeiro grupo foi de 46%, contra 71% no segundo.

O índice geral de aprovação do presidente Donald Trump ficou em média em 43,6% em abril, ante quase 46% no mês anterior. Isso está acima da média de seu mandato que fica em 40%, mas abaixo da média de todos os presidentes americanos desde 1938, de 53%. Em meio à polarização política, os americanos estão bastante unidos em suas visões da resposta à pandemia. 66% dos entrevistados em pesquisa do Pew Research Center acham que Donald Trump está reabrindo a economia muito cedo, 65% acham que ele estava muito lento para responder à crise e 61% acham que as informações de Donald Trump sobre a crise são imprecisas.

MUDANÇA DE OPINIÕES

As atitudes também evoluíram em outras questões políticas importantes. O apoio dos americanos ao livre comércio aumentou para 56%. O apoio à imigração chega a 67%. E 54% são a favor de que o governo federal forneça um plano nacional de saúde para todos. A polarização ainda é alta, com 63% dizendo que o país está dividido, mas esse número caiu a partir de 76% em setembro de 2019. Não está claro como isso influenciará o resultado nas urnas, mas uma vitória para Donald Trump não deve ser tomada como garantida.

Como seria a posição política dos Estados Unidos sob um possível presidente Joe Biden? Aqui listamos algumas medidas das quais ele é a favor:

- Aumento do salário mínimo para 15 dólares por hora;
- Licença parental e licença saúde remuneradas;
- Alívio da dívida estudantil;
- Aumento do salário dos professores;
- Imposto sobre emissões de carbono;
- Acabar com novos arrendamentos de petróleo e gás em terras federais;
- Expandir a Lei de Assistência Acessível (Obamacare);
- Pagar por investimentos em infraestrutura aumentando os impostos corporativos (deixando-os abaixo da taxa anterior a 2017) e os impostos sobre os ricos;
- Aumentar o imposto sobre ganhos de capital;
- Aumentar o orçamento da defesa;
- Investigar se é necessário tomar uma ação antitruste no setor de tecnologia;
- Não usar tarifas contra países;
- Unir-se ao TPP (acordo transpacífico de cooperação econômica do qual os EUA se retiraram);
- Remover o direito de gastar fundos ilimitados em campanhas políticas.

Seja o que for que se pense nessas políticas, elas são globalmente menos favoráveis aos negócios do que as da atual administração. Eles provavelmente aumentariam a dimensão do governo na economia, e presume-se que novas políticas que abordem a resiliência e o preparo para futuras crises sejam acrescentadas (como aumentar os salários dos trabalhadores da saúde). Muitas dessas políticas beneficiariam a economia a longo prazo, por exemplo, melhorando a distribuição de renda, mas o que é bom para a economia nem sempre é favorável ao desempenho do mercado de ações no curto prazo e vice-versa. As perspectivas para a economia dos EUA e seus mercados financeiros dependem criticamente do resultado das eleições de 2020, não apenas em termos de presidência, mas é claro, também em termos de maiorias no congresso. Se Joe Biden ganhar a presidência, mas os democratas não conseguirem obter a maioria no senado, aprovar legislação sobre qualquer um dos pontos mencionados acima será difícil. Inverter a maioria do Senado é possível, mas ainda difícil. Os democratas precisam ganhar 4 novos assentos e 4 estados atualmente são classificados como promessas, o que significa que o partido teria que ganhar todos eles. Sem esse resultado, apenas uma profunda renovação no Partido Republicano permitirá muito progresso na lista de tarefas de Joe Biden.

CHINA E REGIÃO DA ÁSIA-PACÍFICO

A China contribuiu com cerca de um terço do crescimento observado na economia global nos últimos anos. No ano passado, foi responsável por 1,14 ponto percentual do crescimento de 2,9% do PIB no mundo. Este ano, sua contribuição provavelmente cairá para 0,37 ponto percentual. Esse é, em termos absolutos, um desempenho muito melhor do que as contribuições negativas que esperamos dos EUA e da Zona do Euro, mas a magnitude do declínio será maior na China do que nas outras potências econômicas do mundo, nesta medida.

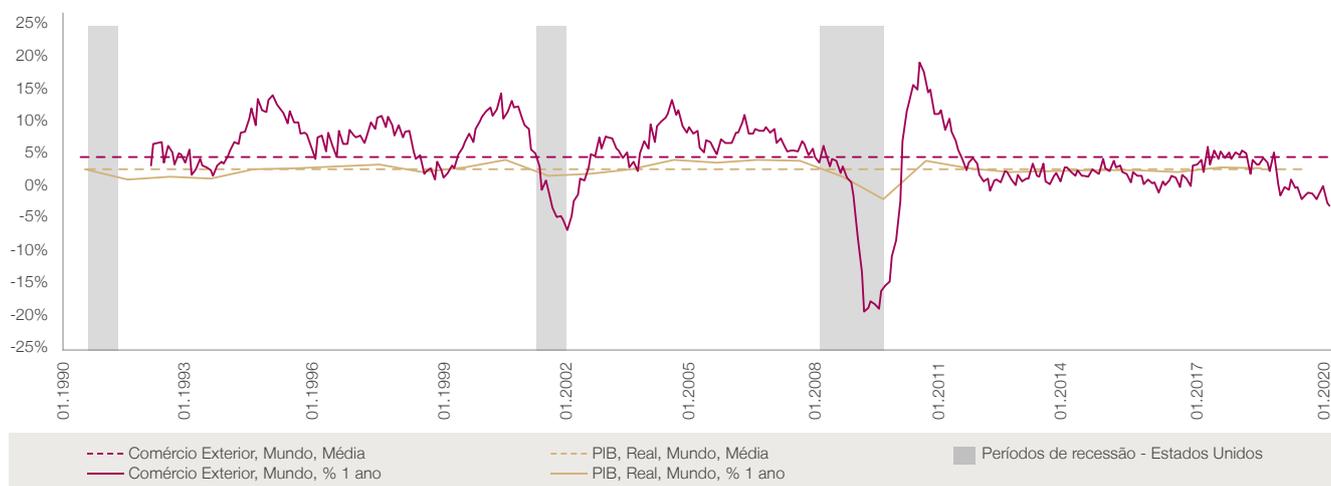
Quando a China (brevemente) teve uma taxa de crescimento do PIB de 15%, o tamanho da economia era muito menor. Ao longo do tempo em que a taxa de crescimento da China caiu para 6% em 2019, o tamanho da economia mais que dobrou. Como resultado, a China contribuiu mais para o crescimento do PIB mundial com uma taxa de crescimento menor do que já tinha contribuído durante seu período de rápido crescimento. A crise da COVID-19 acabou com isso, mas é importante observar que a China e a Índia são os únicos dois países que podem contribuir positivamente para o PIB mundial neste ano, de acordo com nossas previsões. Quando alguma normalidade retornar à economia global, podemos esperar que a China retorne ao seu caminho de aumento do peso econômico, juntamente com uma tendência de declínio na taxa de crescimento do PIB. Podemos imaginar sua taxa de crescimento atingindo, potencialmente, 2% em meados do século, quando o país provavelmente será a maior economia do mundo. Seu peso pode subir de 18% atualmente para 20% em 2050 (com base na paridade de compra de acordo com um estudo da PWC de 2017). No mesmo período, o peso da Índia pode mais que dobrar, de 7% hoje para 15% em 2050, tornando-se a segunda maior economia do mundo. Os EUA ficariam em terceiro lugar, com sua participação na economia global diminuindo de 16% para 12%, e a UE poderia ver uma queda de 15% hoje para 9% nos próximos 30 anos. Não há dúvida de que a maior parte do crescimento futuro virá da Ásia.

A queda nas bolsas não diminuiu de maneira alguma o crescimento ou a riqueza. Significa apenas que outros países estão crescendo mais rapidamente. No entanto, a ascensão da China causa muita ansiedade entre os países cuja importância relativa é desafiada, não apenas em termos econômicos, mas também em termos da influência política que tende a ter maior poder econômico. Essas tendências já eram visíveis antes da crise da COVID-19, como o governo dos EUA, em particular, ilustrou com sua guerra comercial auto imposta (Gráfico 11). Hoje é mais difícil do que nunca prever o equilíbrio global de poder, porque o veredicto sobre o comportamento das superpotências durante a crise levará tempo para surgir, assim como a avaliação final da queda econômica.

Em 2017, o presidente Xi declarou que a China estava agora no "banco do motorista" em assuntos internacionais e estaria "se aproximando do centro do palco e dando maiores contribuições à humanidade". O que isso realmente significa é discutível, embora o país tenha hesitado em cumprir essas palavras na atual crise.

Outra preocupação com a China é a estabilidade de seu sistema financeiro, já que o nível de dívida total do país atingiu 300% de seu PIB (incluindo dívidas domésticas, corporativas e governamentais; 1º trimestre de 2019, Institute of International Finance) — um número que também ajuda a explicar a resposta fiscal mais morna à crise da COVID-19 na China em comparação com países do Ocidente. Embora se possa supor que muitos bancos chineses tenham problemas com empréstimos improdutivos, os maiores bancos pertencem ao estado e emprestam principalmente a empresas estatais. Com seus 3,06 trilhões de dólares em reservas estrangeiras, nenhum outro país do universo chega perto do baú de guerra da China para combater uma crise financeira (Gráfico 12).

GRÁFICO 11: VOLUME COMERCIAL GLOBAL E PIB GLOBAL, % E MÉDIA COM PERÍODOS DE RECESSÃO



Fontes: FactSet, Indosuez Wealth Management.



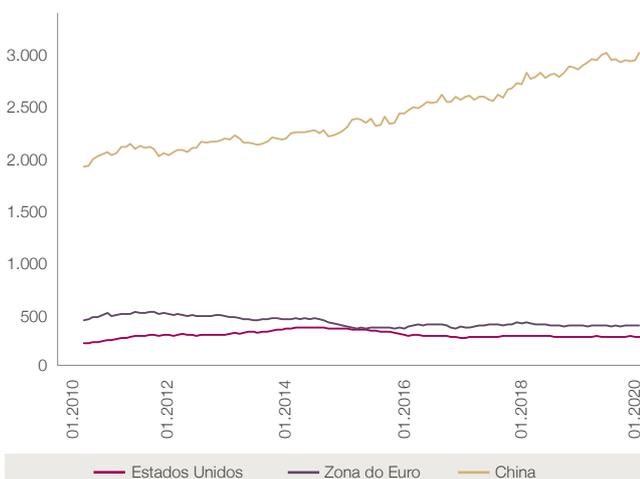
Pequim, China

Embora as taxas de juros oferecidas em depósitos e cobradas por empréstimos tenham sido liberalizadas, elas oferecem margens altas e aumentam a lucratividade dos bancos. Além disso, a maior parte da dívida da China é emitida em moeda local e de propriedade de investidores domésticos, reduzindo ainda mais o risco de uma crise financeira, apesar do alto nível de dívida.

A Coreia do Sul realizou a eleição em 15 de abril e o partido do presidente Moon Jae-in, Minjoo (Democrata), obteve uma vitória sem precedentes, com 180 assentos na Assembleia Nacional de 300 assentos, acima dos 123 assentos anteriores. No entanto, fica aquém da maioria de 2/3 necessária para aprovar a reforma constitucional, mas acabará com o impasse parlamentar.

No Japão, Shinzo Abe, por outro lado, verá seu mandato terminar em setembro de 2021. Ele se tornou o primeiro-ministro japonês a ficar mais tempo no cargo em novembro de 2019 e sua maioria partidária fez o país se destacar como um refúgio de paz recentemente, enquanto muitas outras economias maduras sofreram transformações políticas significativas. Seria necessária uma modificação das regras do partido para que ele pudesse permanecer no comando depois de setembro. A julgar pelas pesquisas recentes, não há apoio esmagador para essa perspectiva, e uma mudança de liderança pode significar um período de governo menos estável após as eleições de setembro de 2021. Enquanto isso, a combinação de políticas do Japão tem sido muito ativa no contexto da crise, com uma das respostas fiscais mais importantes em relação ao PIB, uma melhor capacidade de controlar a pandemia e um banco central que anunciou compras ilimitadas de dívida do governo.

GRÁFICO 12: RESERVAS CAMBIAIS: CHINA, EUA E ZONA DO EURO, BILHÕES DE DÓLARES



Fontes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

AUMENTO DA POBREZA

A Austrália teve um crescimento fenomenal de PIB positivo por 28 anos, o que agora está chegando a um fim brutal por causa da pandemia global. Com uma economia dependente da China e de commodities, o desempenho do país estará obviamente ligado à evolução nessas duas áreas.

A Índia está enfrentando uma paralisação em sua economia de 1,3 bilhão de pessoas; o Banco Mundial estima que mais de 75% dos trabalhadores estivessem no setor informal em 2018. Esses trabalhadores não estão recebendo salário, remuneração ou licença médica em sua maior parte. O governo aprovou um pacote de alívio de 22 bilhões de dólares e o Banco da Reserva da Índia forneceu 63 bilhões de dólares em liquidez, além de reduzir as taxas. Muitas medidas direcionadas foram introduzidas, incluindo ajuda alimentar, apoio agrícola, 1.000 rúpias para famílias vulneráveis, empréstimos sem garantia, cobertura de seguro para trabalhadores da saúde e regras relaxadas sobre falências. O desafio é enorme para proteger os milhões que vivem em favelas lotadas. Pode ser uma bênção que 80% da população tenha menos de 44 anos de idade e, portanto, pode-se esperar que sofra sintomas mais leves com o vírus, mas o aumento dos testes registrou um número crescente de infecções e o período de *lockdown* foi estendido. O fato de a população ser tão jovem também é um desafio particular. Cerca de 1 milhão de jovens entram no mercado de trabalho todos os meses e normalmente seria necessário que a economia crescesse a um ritmo de 8% ao ano para absorver todos eles. Como é o caso de muitas economias, a pressão para fazer mais do lado fiscal é forte, mas pode exigir ação monetária adicional para controlar os custos do serviço da dívida e aumentar o risco de as agências de classificação rebaixarem o país.

Os países em desenvolvimento da Ásia lançaram pacotes de apoio para COVID-19 na altura de 3,7% do PIB, contra uma média global de 11% (ESCAP). Os saldos orçamentais das administrações públicas que representavam -6% do PIB na Ásia em 2019 parecem deteriorar-se para 10% do PIB em 2020. O risco cambial é um problema na região como resultado da acomodação da política monetária e aversão geral ao risco. Muitas moedas na Ásia desvalorizaram cerca de 5% no acumulado do ano em relação ao dólar dos EUA, o que, no entanto, empalidece em comparação com algumas economias baseadas em commodities, aproximadamente 25% de depreciações no acumulado do ano. Fundamentalmente, países com déficits em conta corrente são suscetíveis a gastarem moedas que tendem a se depreciar. Algum alívio nesse ponto certamente virá do baixo preço do petróleo, já que a maioria das economias asiáticas é importadora líquida de combustíveis fósseis.

O FMI, o Banco Mundial e o Banco Asiático de Desenvolvimento prometeram bilhões de dólares em ajuda, o G-20 concedeu períodos de carência para pagamentos de dívidas de países de baixa renda, e é provável que haja mais assistência. No entanto, à medida que o mundo desenvolvido se move para relaxar as medidas de confinamento, o pior certamente está para vir nos países em desenvolvimento.

O Banco Mundial prevê que a África Subsaariana será atingida da pior maneira, não necessariamente em termos do número de casos COVID-19, mas em termos do aumento da pobreza. A pobreza global deve aumentar este ano pela primeira vez desde 1998, com potencialmente mais 50 milhões de pessoas caindo em extrema pobreza.



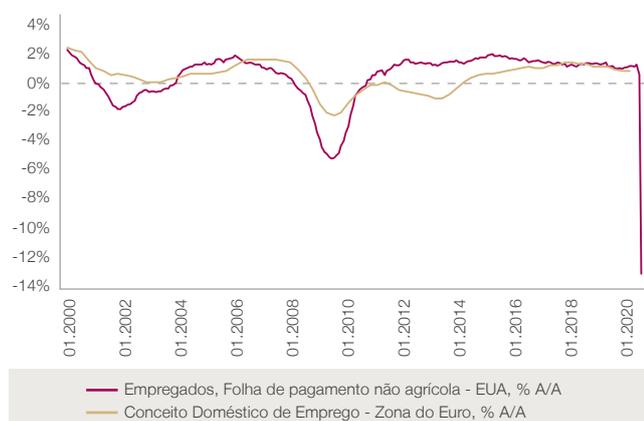
Melbourne, Austrália

ZONA DO EURO

A Zona do Euro luta, praticamente desde o início, com uma percepção difundida de que a união monetária está fadada ao fracasso em algum momento. Isso se baseia em um importante trabalho realizado nos anos 60 por Robert Mundell, para citar um, sobre o tema das áreas monetárias ideais. Os insights que ainda persistem são de que uniões monetárias exigem transferências fiscais dentro da união, e isso ainda mais se a mobilidade do trabalho for baixa dentro da união. Obviamente, o mundo evoluiu nos mais de 60 anos desde então. A mobilidade laboral no interior da União Europeia duplicou desde 2000, enquanto nos EUA o Census Bureau relata que as mudanças de empregos diminuíram 25% entre 1997 e 2013. Os fatores que contribuem para a permanência de mais americanos são o aumento dos requisitos de licenciamento profissional, que tendem a ser emitidos no nível estadual e, assim, desencorajam a mobilidade interestadual, o custo do seguro de saúde que incentiva a permanência no empregador que o providencia, e preços da habitação que podem promover e impedir uma mudança. A diferença hoje entre os EUA e a Europa a esse respeito se resume essencialmente a barreiras linguísticas. Além disso, o histórico da situação laboral da Zona do Euro é comparável ao dos EUA, dado que a Europa teve uma segunda crise em 2011-2012, da qual os EUA não sofreram (Gráfico 13).

Uma união fiscal fortaleceria, sem dúvida, a união monetária da Europa. No entanto, a união monetária dos EUA sobreviveu por cerca de 70 anos antes de alcançar sua união fiscal, contando desde o final da Guerra Civil em 1865 até o Segundo Novo Acordo em 1935-1936. A União Monetária Europeia foi criada em 1992 através do Tratado de Maastricht e o euro foi introduzido em 1999. Com 21 anos de idade, o euro é muito jovem em comparação com o poderoso dólar e, embora a união fiscal tenha pouco apoio na Europa neste momento, as coisas podem ser muito diferentes em 50 anos, como foram antes para o dólar americano.

GRÁFICO 13: CRESCIMENTO DOS EMPREGOS NOS EUA E NA ZONA DO EURO, % A/A



Fontes: FactSet, Indosuez Wealth Management.

A pandemia de COVID-19 pode acelerar a mudança. Sem adotar qualquer mutualização direta do peso da dívida da Zona do Euro, todas as regras possíveis foram relaxadas nesta crise. A situação da Itália está indiscutivelmente conduzindo a questão, assim como a da Grécia. Embora tenha sido tardia e embaraçosa a resposta da Europa à terrível situação da COVID-19 na Itália, deve-se dizer que o bloco reagiu com uma velocidade vertiginosa em comparação com o que aconteceu após a crise de 2008. Depois, foram necessários 4 anos e outra crise em 2011-2012 para que a Europa se preparasse. Agora, o bloco criou novos programas em questão de semanas e é provável que mais sejam criados nos próximos meses. O BCE assumiu compromissos abertos para expandir seus programas de apoio à medida que, e quando o Conselho Europeu e a Comissão Europeia continuarem a preparar medidas adicionais e, com esse respaldo, os Estados-membros da UE estiverem livres para gastar "o que for preciso" em medidas que atenuem os efeitos da pandemia. Embora a resposta de nenhum país ou região à crise atual será provavelmente considerada perfeita na História, a Europa aprendeu claramente lições importantes da Crise Financeira Global.

Ainda assim, o impacto fiscal será severo. O orçamento do governo geral da área do euro, que apresentou um déficit de 0,7% do PIB em 2019, provavelmente cairá mais para perto de -8% do PIB este ano. O superávit orçamentário da Alemanha de 1,4% do PIB no ano passado será substituído por um déficit provavelmente superior a 5% do PIB. Itália, França e Espanha podem ter déficits entre 8% e 10% e, embora o primeiro país possa ostentar o menor déficit dos três, ainda possui a maior relação dívida/PIB, o que continua a perturbar a União.

A decisão do Reino Unido de deixar a União Europeia aumentou seus problemas, embora o país nunca tenha se juntado ao euro. Muitos temem que a Itália possa um dia optar por uma decisão semelhante. As próximas eleições agendadas na Itália devem ocorrer em maio de 2023 e as eleições presidenciais serão realizadas em 2022. A mudança poderia acontecer mais cedo, afinal o país teve 68 governos diferentes em 73 anos, mas nenhum partido provavelmente tentará criar problemas dessa maneira no meio da pandemia global.

Uma pesquisa realizada em março de 2020 pela agência de notícias com o ameaçador nome de Dire descobriu que 67% dos italianos consideram a adesão à União Europeia uma desvantagem, contra 47% em novembro de 2018. Claro, evidências em contrário também podem ser encontradas. Uma pesquisa Censis do final de 2019 encontrou apenas 25% dos italianos a favor de deixar a União. O restante do bloco continua altamente comprometido e podemos ver evidências disso na crescente posição da Alemanha em relação a soluções de financiamento para toda a região.

É nossa convicção profunda de que o euro sobreviverá com seus atuais membros intactos, como também ocorreu em 2011-2012.

AMÉRICA LATINA

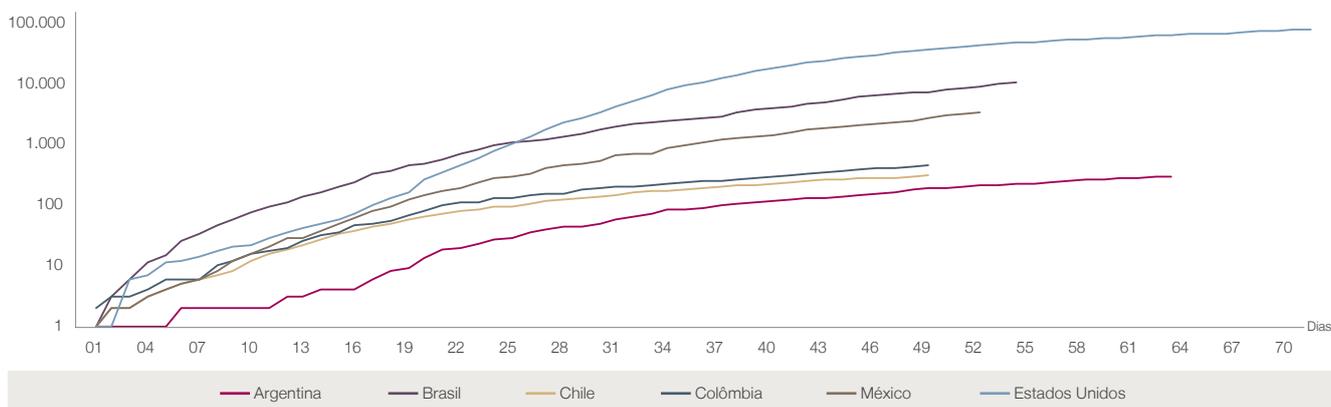
A pandemia de COVID-19 chegou à região da América Latina mais tarde (Gráfico 14) que no resto do mundo. Até agora, os esforços para conter o vírus aparentemente conseguiram desacelerar a epidemia, mas a maioria dos países ainda não atingiu o pico de novos casos. Na América Latina, muitos países adotaram medidas de distanciamento social mais cedo em comparação à Europa e aos EUA e, em toda a região, há sinais de que a epidemia desacelerou. No entanto, a falta de recursos, incluindo testes e estruturas de assistência à saúde, deixou a situação bastante desafiadora em toda a região.

No Brasil, o cenário é particularmente complexo. O país não está apenas se tornando rapidamente um dos pontos críticos da pandemia, mas também está enfrentando uma crise política causada pela oposição do presidente Bolsonaro às medidas de controle da epidemia introduzidas pelos governos locais. A crise política se aprofundou com a renúncia de seu ministro da Justiça, Sergio Moro, que deixou o governo denunciando que o presidente estaria tentando interferir na Polícia Federal. A crescente crise política levou o presidente a iniciar negociações para formar uma coalizão maior no congresso, algo que ele se recusa a fazer desde o início de seu governo. Em parte por causa disso, o congresso até agora ignorou o ruído político e aprovou legislação de emergência para combater a crise, incluindo apoio aos governos locais, a suspensão temporária das regras fiscais e o fornecimento de ferramentas adicionais para o banco central expandir a liquidez em mercados de títulos públicos e privados por meio da compra de ativos. Ao todo, as medidas fiscais anunciadas até o momento representam quase 4,6% do PIB. A política monetária também está avançando, com o banco central já reduzindo sua taxa básica de juros de 4,5% para 3,25% desde o início do ano e sinalizando que outro corte de até 75 pontos base é provável na próxima reunião.

A inflação e as expectativas têm diminuído à medida que a demanda entra em colapso e o hiato do produto aumenta. Esperamos que essa tendência continue no curto e no médio prazo, justificando a postura de corte de juros do banco central. Embora os riscos para a inflação sejam limitados no curto prazo e não sejam um fator restritivo, a forte depreciação da moeda que ocorreu até agora este ano pode representar alguns riscos para a estabilidade financeira. Se isso acontecer, a flexibilização da política monetária pode ser contraproducente. Por enquanto, acreditamos que esses riscos são limitados pelo baixo nível de alavancagem corporativa e de exposição a riscos cambiais, bem como pela boa capitalização do sistema bancário. No entanto, o estímulo fiscal e monetário não será suficiente para evitar uma forte recessão. Esperamos que o PIB caia 4,7% em 2020 e se recupere 4,3% no próximo ano, com os riscos desse cenário claramente em desvantagem.

O México também enfrenta problemas para conter a epidemia e sua economia provavelmente será severamente afetada pela crise da pandemia. As condições iniciais não eram boas, com a economia já entrando em recessão antes do choque da epidemia. Os vínculos com a economia americana, o tamanho de seu setor de turismo e a queda dos preços do petróleo provavelmente causarão uma profunda recessão este ano. A reação da política econômica foi menos forte do que na maioria dos outros países da região. A resposta da política fiscal concentrou-se principalmente na expansão do sistema de saúde e no aumento de programas sociais. As perspectivas fiscais são agravadas pela crescente expectativa de que o governo tenha que aumentar seu apoio à Pemex. Já o banco central intensificou sua resposta à crise desde março, reduzindo sua taxa de juros de 7% para 6% e anunciando uma série de medidas para aumentar a liquidez nos mercados de crédito e câmbio. Acreditamos que a economia do México terá contração de pelo menos 5% este ano e terá uma recuperação lenta, crescendo 3,8% em 2021.

GRÁFICO 14: MORTES CONFIRMADAS POR COVID-19



Fontes: JHU CSSE, Indosuez Wealth Management.



Buenos Aires, Argentina

Em relação à Argentina, o país teve muito sucesso em "achatar a curva" ao adotar medidas muito rigorosas desde o início. No entanto, a situação macroeconômica, que já era terrível, piorou. O país está inadimplente e as negociações com os credores estão em andamento. Com a queda acentuada do crescimento e uma moeda enfraquecida, é provável que a taxa de recuperação da dívida seja bastante baixa. E, diferentemente do que esperamos para o resto da região, a inflação continuará sendo um problema, pois o governo depende cada vez mais da monetização para cobrir suas despesas. Embora ainda esperamos que, uma vez concluído o processo de renegociação da dívida, seja possível diminuir a dívida gradualmente, a inflação não controlada no médio prazo é um risco crescente. Acreditamos que a Argentina será o país mais atingido em termos de crescimento do PIB, contraindo pelo menos 6,1% em 2020 e recuperando 3,4% em 2021.

As perspectivas para o Chile e a Colômbia parecem melhores. Ambos os países estão se saindo relativamente bem no controle de seus surtos. Isso deve acelerar e facilitar o processo de reabertura das economias. No Chile, a posição fiscal é muito melhor do que no restante da região, fato que dá ao governo

mais liberdade para aumentar as despesas no curto prazo, sem enfrentar os mesmos riscos que todos os outros principais países da região. Paradoxalmente, a crise econômica e de saúde deu algum alívio ao governo na atual crise política. O plebiscito referente a uma nova constituição foi adiado de abril para outubro e os índices de aprovação do Presidente Piñera melhoraram. Embora o país não esteja livre de entrar em uma recessão acentuada, acreditamos que será mais suave e menos duradoura do que na maioria dos outros países, contraindo -3,5% este ano.

Por diferentes razões, é provável que a Colômbia tenha desempenho melhor que a média. O país é menos dependente do setor de serviços, o que ajudará a conter os danos ao crescimento no curto e médio prazo. Também possui maior potencial de crescimento e teve mais impulso antes da crise. Possui algumas vulnerabilidades, como uma posição fiscal relativamente fraca e alguma exposição aos preços do petróleo, mas, em geral, deve ter um bom desempenho em termos relativos. Acreditamos que a economia possa encolher -3% este ano e provavelmente estará em melhor posição para uma recuperação em 2021.

ORIENTE MÉDIO

Como o resto do mundo, o Oriente Médio é afetado pela pandemia de COVID-19 e pelo movimento (de queda) do preço do petróleo. A tendência de ambos os fatores é difícil de prever.

No entanto, a densidade da população e a porcentagem da população urbana podem nos ajudar a avaliar a gravidade da pandemia em nível regional. Quanto maior a concentração da população, maior a probabilidade de uma epidemia grave. Os Emirados Árabes Unidos (EAU) têm uma densidade populacional de apenas 136 pessoas por quilômetro quadrado (km²) de terra. Dito isto, a maioria da população - 87% - vive nas cidades. Assim, a alta proporção da população que vive em áreas urbanas significa que o vírus pode se espalhar com mais facilidade e rapidez, o que deve mais do que compensar a baixa densidade populacional. Conclusões semelhantes se aplicam à Arábia Saudita.

A maioria dos países da região impôs medidas de quarentena, bem como *lockdowns* parciais ou mais rigorosos. Por exemplo, o Kuwait suspendeu o trabalho no setor público até 31 de maio e impôs um toque de recolher entre 16h e 8h. A Arábia Saudita impôs um *lockdown* parcial nas principais cidades e províncias. Os residentes só podem deixar suas casas para necessidades essenciais entre 6h e 15h e deve permanecer em sua área residencial. O país também assinou um acordo com a China, que fornecerá 9 milhões de kits de testes, 500 técnicos e 6 laboratórios.

A tenra idade da população pode ser uma vantagem em sua resistência à crise. Por outro lado, antes da pandemia, esse grupo populacional já estava lutando para acessar o mercado de trabalho (a taxa de desemprego dos jovens é cerca do dobro da população em geral). De um modo mais geral, o problema endêmico do desemprego será exacerbado pela disseminação da doença.

Qual é a resiliência do sistema de saúde? Com 2,4 médicos por mil habitantes, os Emirados Árabes Unidos estão classificados no mesmo nível de países como Polônia ou Coreia do Sul. Essa proporção é de 1,3 para os países MENA (Oriente Médio e Norte da África), 1,1 para o mundo árabe e 1,5 para o mundo inteiro. Em relação aos leitos hospitalares disponíveis, a proporção para os Emirados Árabes Unidos é de 1,2 para cada mil habitantes, abaixo da média de 1,6 para MENA e da média mundial de 2,7. Esses dois indicadores nos mostram que a capacidade da região para enfrentar uma crise epidêmica é limitada, principalmente em termos de espaço hospitalar.

É difícil encontrar dados relacionados ao desenvolvimento da pandemia na região. Provavelmente teremos que esperar um pouco para conseguirmos números confiáveis que possam confirmar nossa análise. Enquanto isso, a Tabela 4 fornece uma indicação do número de pessoas afetadas no final de abril, em números absolutos e como porcentagem da população.

Obviamente, é muito cedo para avaliar o custo econômico da pandemia na medida em que não temos nenhum ponto de comparação. A recessão em andamento nas economias maduras nos lembra a crise financeira de 2008-2009, enquanto a queda no preço do petróleo é semelhante ao choque do petróleo em 2015. É provável que o revés abrupto vivenciado pelos países da região seja maior do que nessas duas ocasiões. Se for igual a uma queda no PIB real de 3,1% em 2020 (previsão do FMI), a região ficará dentro da média da desaceleração global, que esperamos ser de 3%. É provável que o choque já seja sentido nos números do primeiro trimestre, principalmente na Arábia Saudita, onde o crescimento nominal do PIB pode cair -12% no trimestre. Uma consequência particularmente negativa da pandemia é que os esforços de diversificação econômica nos últimos anos serão penalizados. O setor de serviços (principalmente turismo, hotéis, viagens aéreas), que serviu como fonte alternativa de crescimento para a indústria, foi altamente impactado.

TABELA 4: ESTATÍSTICAS DA COVID-19 NO ORIENTE MÉDIO E ÁFRICA DO NORTE, ABRIL DE 2020

Região	Contagem de Casos	% da População	Recuperados
Global	3.245.901	0,04	988.540
Irã	94.640	0,11	75.103
Arábia Saudita	21.402	0,06	2.953
Catar	12.564	0,44	-
EAU	12.481	0,13	2.429
Egito	5.268	0,01	.335
Marrocos	4.359	0,01	969

Região	Contagem de Casos	% da População	Recuperados
Kuwait	4.024	0,09	1.539
Argélia	3.848	0,01	1.702
Bahrein	2.921	0,17	1.455
Omã	2.348	0,05	-
Iraque	2.003	0,00	1.346
Tunisia	980	0,01	-
Líbano	725	0,01	-

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Dubai, Emirados Árabes Unidos

A queda no preço do petróleo não põe em causa a viabilidade econômica da produção na Arábia Saudita, Irã ou Iraque. O custo de produção por barril é de cerca de 8, 9 e 10,5 dólares, respectivamente, nesses países. No entanto, a combinação da queda nos preços e nos volumes prejudica suas finanças públicas em um momento em que elas são extremamente necessárias para financiar as medidas de apoio implementadas para combater os efeitos da pandemia.

O tamanho do pacote fiscal representa significativamente menos do que o planejado nas economias maduras. Contudo, o relação entre dívida e PIB aumentará, especialmente porque uma aceleração da inflação é improvável, pelo menos no curto prazo. Em particular, alguns países estão enfrentando deflação, com uma variação ano/ano nos preços ao consumidor de -1,3% nos Emirados Árabes Unidos, -1,8% em Dubai e -1,4% no Catar.

Mais especificamente, na Arábia Saudita, foi anunciado um pacote de medidas destinadas a apoiar o setor privado no total de 18,7 bilhões de dólares. Além disso, o uso do fundo de seguro-desemprego aumentará os gastos em 0,4% do PIB. Isso será compensado por uma redução em certos itens do orçamento do governo. No entanto, o saldo líquido corresponde a um estímulo fiscal, provavelmente abaixo de 3% do PIB. Nos Emirados Árabes Unidos, as autoridades decidiram tomar medidas fiscais no valor total de 7,2 bilhões de dólares, ou seja, 2% do PIB.

Nesse contexto, os bancos centrais seguiram o mesmo caminho de seus pares no mundo desenvolvido, fornecendo grandes quantidades de liquidez à economia. Dado que muitas das moedas da região estão atreladas ao dólar norte-americano (o rial saudita, o rial do Catar, o dinar do Bahrein, o rial do Omã e o dirrã dos Emirados Árabes Unidos), o corte nas taxas de juros efetuado pelo Federal Reserve dos EUA permitiu que as autoridades emissoras da região reduzissem também seus juros: de 4% a 2,25% no Bahrein, de 2,1% a 0,5% em Omã, de 2% a 1% no Catar, de 2,25% a 1% na Arábia Saudita e de 2% a 0,75% nos EAU.

Como os outros bancos centrais, a autoridade emissora saudita criou um mecanismo de financiamento igual a 2% do PIB para permitir que os bancos comerciais apoiem o setor privado, em particular as pequenas e médias empresas. O banco central dos Emirados Árabes Unidos adotou diversas medidas, totalizando 20% do PIB, para incentivar empréstimos ao setor privado.

Para concluir, observe que uma desvinculação ao dólar não está na agenda da região e não faz parte da combinação de políticas planejada. Particularmente, o banco central saudita destacou que as reservas cambiais cobrem 43 meses de importações e 88% da oferta de moeda em sua definição mais ampla (M3).



Nova Iorque, Estados Unidos

IMPLICAÇÕES PARA CLASSES DE ATIVOS

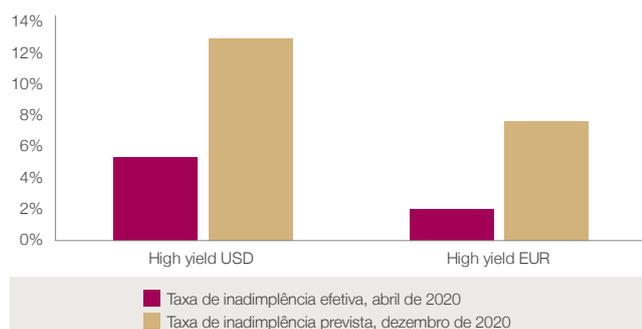
Antes de abordar a questão do impacto atual da combinação de políticas nos mercados, devemos determinar o que incluiremos em nossa definição de combinação de políticas. A profundidade da recessão esperada para este ano é o resultado da decisão da maioria dos governos de colocar sua população em *lockdown*, levando assim a atividade econômica a uma paralisação virtual. Consideramos que as medidas de *lockdown* são medidas de saúde pública e não se enquadram no componente de orçamento/governo da combinação de políticas, e aqui estamos interessados principalmente nas medidas fiscais e monetárias adotadas para combater a recessão causada por esses confinamentos.

MERCADOS DE TÍTULOS

Os títulos são a classe de ativos (Gráfico 15) mais diretamente impactada pela atual combinação de políticas que resumiremos com seus pilares e principais consequências: uma política orçamentária expansionista que levanta a questão de sua sustentabilidade e implica uma política monetária estruturalmente acomodaticia que visa garantir tanto o financiamento da economia e da dívida pública.

Quanto aos títulos soberanos, a questão central reside na confiança dos investidores no sinal enviado pelos bancos centrais e na natureza duradoura desse apoio: se os mercados estiverem convencidos de que os bancos centrais nunca sairão de seu afrouxamento quantitativo e continuarão a realizar o trabalho de refinanciar os governos e fornecer garantias sobre o risco periférico, podemos excluir o cenário de uma repetição da crise soberana de 2011-2012 e adotar a premissa básica de que a inclinação da curva de juros dos países da OCDE e dos *spreads* periféricos na Zona do Euro será contida pelo BCE mesmo no caso de um rebaixamento das classificações de crédito soberano pelas agências de classificação.

GRÁFICO 15: TAXA DE INADIMPLÊNCIA, DÍVIDA HIGH YIELD, %



Fontes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

Se a discórdia se tornar aparente e suscitar dúvidas em relação a essa perspectiva, poderíamos temer uma renacionalização do risco soberano na Zona do Euro e um aumento da curva de juros para refletir uma deterioração nas relações dívida e PIB. Provavelmente, é necessária uma nuance no caso de dívida soberana emergente, principalmente na América Latina, que está exposta ao choque macroeconômico global e à queda do preço do petróleo, e permanece dependente do fluxo de capital internacional.

No mercado de títulos corporativos, a correção em março refletiu uma forte deterioração nos fundamentos, bem como uma escassez de liquidez. Essa recessão, como as anteriores, acompanhará claramente os rebaixamentos das agências de classificação e o aumento das taxas de inadimplência no segmento de alto rendimento, que será mais acentuado nos setores industriais mais atingidos, como energia, automobilístico, transporte aéreo, varejo especializado e imóveis comerciais. No entanto, a atual combinação de políticas — que consiste, na frente fiscal, em planos de reduzir ou adiar a tributação e subsidiar o desemprego em tempo parcial e, na frente monetária, em aumentar e ampliar o escopo das compras de ativos para títulos corporativos — é um poderoso fator de apoio. Além disso, os muitos mecanismos de auxílio para refinanciamento de empresas criadas em conjunto pelos governos e bancos centrais visam limitar o aumento das falências das empresas. Tudo dependerá, em última análise, da duração dos *lockdowns* e da força da recuperação para conter o aumento das taxas de inadimplência.

A redução dos prêmios de crédito começou no final de março e reagiu rapidamente aos anúncios do Federal Reserve no início de abril. Os mercados de crédito geralmente atingem o fundo antes do nível macroeconômico e foi a dupla combinação do sinal dos bancos centrais e a melhoria da liquidez que permitiu que os títulos corporativos comessem a se recuperar.

Por fim, observe que a posição dos governos e reguladores europeus em relação aos dividendos das empresas do setor financeiro é um catalisador positivo para os detentores de títulos subordinados, proporcionando maior segurança aos seus cupons, desde que, no entanto, o setor não se torne perdas devido às políticas de provisionamento.



Stellenbosch, África do Sul

MERCADOS DE AÇÕES

Os analistas de ações esperam em geral que uma queda de um ponto no crescimento econômico (Gráfico 16) leve teoricamente a um declínio nos ganhos de aproximadamente 10%; matematicamente, isso implicaria uma redução de 50% nos ganhos, mas isso provavelmente não leva em consideração todos os efeitos do poderoso apoio da combinação de políticas atualmente implantado.

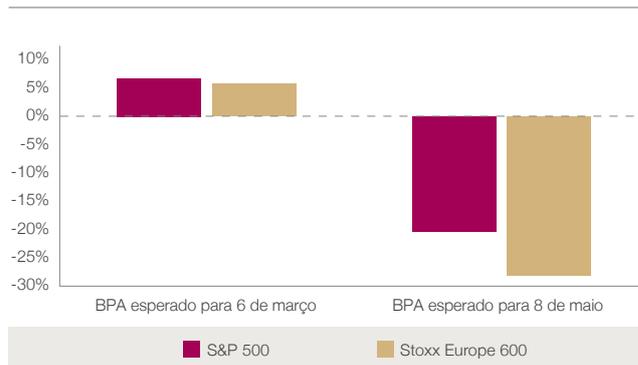
No que diz respeito aos mercados acionários, há dois lados da questão que surge da política fiscal:

- A curto prazo, as medidas excepcionais de apoio implementadas pelos governos poderiam mitigar o impacto da recessão, tanto em termos de ganhos (assistência para trabalho em meio período, por exemplo) quanto em relação ao risco de inadimplência (esquemas de refinanciamento e garantia), mas não pode compensá-lo completamente, como visto nos resultados do primeiro trimestre, que devem diminuir de 20% a 25%, em média, enquanto o bloqueio não entrou em vigor até março;
- A médio prazo, se a política econômica conseguir orquestrar uma rápida recuperação da atividade assim que as ordens de *lockdown* tiverem fim, os investidores terão expectativas de uma rápida recuperação nos lucros em 2021 e ficarão muito menos preocupados com a extensão da queda nos ganhos em 2020.

Além disso, o impacto das políticas monetárias nos mercados de ações deve ser considerado. Em primeiro lugar, os esquemas de refinanciamento para empresas e bancos representam um apoio significativo, como mencionado no caso de títulos.

Em segundo lugar, sendo tudo igual, as taxas de juros zero e negativas têm o efeito automático de aumentar os múltiplos de avaliação de ações, diminuindo a taxa de desconto de ganhos futuros. Isso é, portanto, favorável para a maioria do mercado e, em particular, para as empresas com visibilidade no crescimento. Por outro lado, essas políticas de taxas de juros geralmente provam ser punitivas para o setor financeiro; o BCE, no entanto, criou um mecanismo de "hierarquização" para reduzir o custo das reservas bancárias e reduziu significativamente o custo do refinanciamento por meio do programa TLTRO (que é favorável às margens de juros), enquanto os bancos centrais decidiram

GRÁFICO 16: CONSENSO DAS EXPECTATIVAS DE CRESCIMENTO, 2020, %



Fontes: FactSet, Indosuez Wealth Management.



aliviar temporariamente os requisitos de capital dos bancos para impedir que a regulamentação seja pró-cíclica. Porém, mais uma vez, isso reduzirá apenas parcialmente os efeitos, e as ações dos bancos estão entre as mais afetadas no nível de ganhos devido ao aumento do custo do risco na atividade de financiamento.

A terceira questão diz respeito às medidas de suspensão de dividendos. As medidas adotadas por alguns governos em relação aos dividendos de empresas do setor financeiro ou empresas que se beneficiam de auxílios estatais ao desemprego parcial impactaram negativamente os mercados de ações europeus em comparação com os mercados de ações dos EUA. Em teoria, o fato de os dividendos não serem pagos não altera o valor do ativo para o acionista, e é mais uma questão de fluxo de caixa e do uso pela empresa dos valores não distribuídos. Mas a importância do tema dos dividendos na lógica do investimento para muitas ações no mercado europeu e na estratégia de muitos gestores de patrimônio explica a reação particularmente negativa do mercado nos setores envolvidos, que geralmente são ações cíclicas. De maneira mais ampla, o fim dos *lockdowns* provavelmente não marcará um retorno ao normal, e a pressão política e da mídia sobre pagamentos de dividendos e políticas de recompra de ações logicamente corre o risco de permanecer forte.

Em última análise, é provável que essa crise e a combinação de políticas resultante contribuam para aumentar a polarização estrutural dos mercados de ações entre ações de qualidade e ações cíclicas, entre ações de inovação e aquelas que são intensivas em capital humano e investimento físico e entre bens de consumo e bens de capital.

MERCADOS CAMBIAIS

Essa mudança na combinação de políticas não é isenta de impacto no valor das moedas em relação umas às outras. Antes do início do surto de COVID-19, a maioria dos economistas esperava que o dólar caísse em relação ao euro, principalmente com base nos cortes das taxas de juros em 2019, e na desaceleração do crescimento nos EUA, levando-os a antecipar uma reavaliação do euro contra o dólar. A decisão espetacular do Federal Reserve de reduzir as taxas de juros de curto prazo para zero (o limite inferior de sua taxa básica de juros), e aumentar significativamente o tamanho de seu balanço, sinalizou inicialmente um catalisador que permitirá que essa antecipação se concretize, como no segundo semestre de 2008. O diferencial de taxas entre os Estados Unidos e a Zona do Euro nunca foi tão pequeno desde 2005.

No entanto, neste contexto de forte aversão ao risco e busca de liquidez, o dólar permaneceu forte. Isso é reforçado pela incerteza que paira sobre a solidariedade orçamentária na Zona do Euro, e a capacidade do Banco Central Europeu de ser mais ativo, que devem continuar a pesar sobre o euro. Além disso, a resposta monetária acomodatória dos países emergentes e o risco duplo (político e de classificação) enfraquecem as moedas emergentes, algumas das quais também afetadas pelo colapso do preço do petróleo em 2020. O dólar desempenha o papel de porto seguro nesta situação inédita, e se beneficia de seu status como moeda de referência mundial, enquanto a correlação inversa entre o preço do petróleo e o dólar favorece a moeda americana.

A longo prazo, podemos esperar que vários fatores fundamentais (diferencial de taxa de juros, conta corrente, paridade do poder de compra) fortaleçam o euro, sob a condição de menor incerteza política. Também podemos esperar, a longo prazo, que a China consiga gradualmente fazer de sua moeda uma moeda de reserva de referência, que poderia servir para ancorar outras moedas asiáticas. Porém, no curto prazo, em um contexto em que todos os bancos centrais cortaram suas taxas de juros e aumentaram o tamanho de seus balanços, o preço do ouro deve permanecer alto em relação a todas essas moedas, especialmente com a diminuição do custo de oportunidade de mantê-lo em um mundo de taxas de juros zero ou negativas nos Estados Unidos, Europa e Japão.

SETOR IMOBILIÁRIO

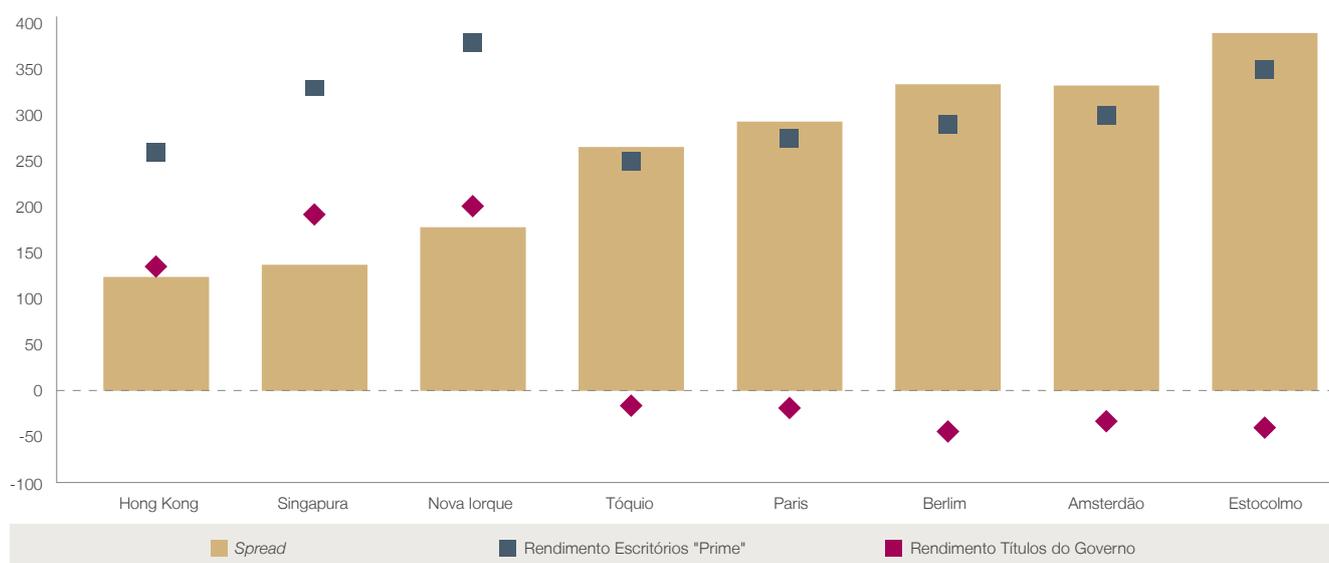
O setor imobiliário continua a ser a principal classe de ativos para muitos investidores privados e, como geralmente constitui um marcador de recessão, além de receber inúmeras medidas de apoio fiscal, é crucial abordar as apostas criadas pela atual combinação de políticas nessa área de investimento. A crise atual tem um impacto específico no setor imobiliário; no curto prazo, os *lockdowns* dificultam a atividade e, portanto, afetam o valor dos imóveis comerciais, para os quais os aluguéis são indexados às vendas (Gráfico 17). A longo prazo, podemos esperar que essa crise terá o efeito de acelerar a mudança para o comércio eletrônico, incentivando as empresas a adotar práticas de trabalho remotas, o que pode potencialmente reduzir a demanda por espaço para escritórios e, assim, reduzir a

pressão crescente sobre os preços após uma década de forte crescimento. No entanto, a política monetária de taxas de juros estruturalmente baixas deve levar um grande número de investidores institucionais e privados a transferir para o setor imobiliário o papel que foi atribuído aos títulos de dívida pública, ou seja, gerar retornos com risco limitado, mas com muito menos liquidez do que esses títulos.

Em relação às famílias, as baixas taxas de juros persistentes continuam a garantir a demanda. As políticas monetárias devem continuar a representar um forte apoio ao mercado imobiliário residencial e comercial na Europa. Os imóveis residenciais também permanecem protegidos por seu status de porto seguro e patrimônio. Por fim, o cancelamento dos *lockdowns* pode retomar as transações atrasadas entre março e maio.

No entanto, o principal risco na Europa está no aumento do desemprego após uma década em que os preços aumentam acentuadamente e a dívida hipotecária das famílias continua a crescer. Os bancos devem continuar a emprestar para famílias na Europa. Nos Estados Unidos, poderemos, no entanto, temer que o recente aumento do desemprego (um total cumulativo de 30 milhões de pedidos de emprego em seis semanas) pudesse levar a um aumento da taxa de inadimplência no segmento de imóveis residenciais, com a consequência de um ajuste no valor títulos lastreados em hipotecas, mas que aqui se beneficiam novamente da capacidade do Fed de comprar essa classe de ativos em seu balanço. Também observamos que as famílias norte-americanas têm dívidas mais baixas do que em 2008. De qualquer forma, além das possíveis medidas direcionadas ao setor, os fatores de tempo (*lockdown* e recuperação) e confiança terão impacto na trajetória do mercado.

GRÁFICO 17: DIFERENÇA NAS TAXAS DE RETORNO ENTRE OS IMÓVEIS DE ESCRITÓRIOS "PRIME" E OS LIMITES DOS TÍTULOS DE ESTADO A 10 ANOS, PONTOS BASE



Fontes: JLL Q2 2019, PMA, Bloomberg Out 2019, Indosuez Wealth Management.

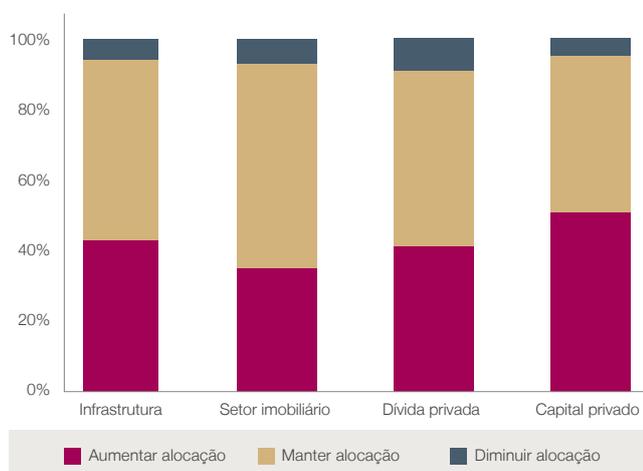
CAPITAL PRIVADO

Em geral, é provável que o capital privado esteja sujeito aos mesmos impactos fundamentais identificados nos mercados de ações. Mais especificamente, podemos imaginar que a demanda institucional pela classe de ativos permanecerá forte no ambiente de baixa taxa de juros e que os investidores privados continuarão demonstrando interesse em uma classe de ativos em que a falta de negociação em bolsa de valores de maneira um tanto errônea possa ser percebida como risco reduzido de carteira, que muitas vezes é reduzido à medida da volatilidade, enquanto sabemos que a estrutura acionária de uma empresa (mantida por um fundo ou negociada em bolsa de valores) não afeta o risco intrínseco (Gráfico 18).

Em termos mais fundamentais, os desafios decorrentes da atual crise e seus potenciais efeitos estruturais em seções inteiras de atividade podem levar os investidores a preferir investir em uma carteira mais concentrada de empresas que são acompanhadas ativamente por um acionista de referência ativo.

Por fim, não prevemos que a crise e a combinação de políticas resultante enfraquecerão estruturalmente a capacidade de refinar operações, apesar do aumento previsto no número de inadimplências no segmento de empréstimos alavancados, principalmente nos EUA.

GRÁFICO 18: EVOLUÇÃO PRETENDIDA DOS INVESTIDORES NA ALOCAÇÃO DE ATIVOS A LONGO PRAZO, % TOTAL



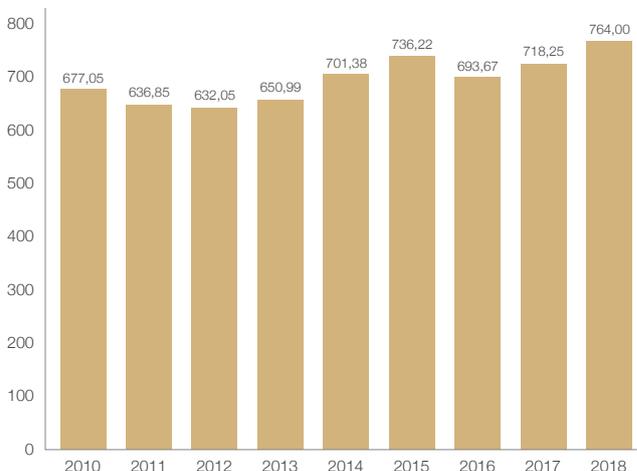
Fontes: Prequin, Indosuez Wealth Management.

SEGURO DE VIDA

Como o seguro de vida é uma classe de ativos chave em vários países europeus (Gráfico 19) e principalmente na França, é difícil não abordar esta questão. No entanto, vamos nos abster de especular sobre as possíveis mudanças no componente regulatório do conjunto de políticas, para nos concentrarmos mais especificamente nos efeitos diretos esperados dos aspectos fiscais e monetários.

A política de taxa de juros negativa na Zona do Euro continuará a restringir a política de investimento dos investidores, levando-os a buscar retornos sobre títulos corporativos ou imóveis, que são sustentáveis pelo longo prazo de vencimento dos passivos das seguradoras; nesse sentido, o aumento do prêmio de risco de títulos corporativos observado em março provavelmente representou uma oportunidade de investimento para as seguradoras. Também observamos grandes diferenças na política de investimentos nos balanços das seguradoras, com um peso menor de ativos ilíquidos e ações nas seguradoras da Europa continental em comparação com as do Reino Unido. Mas, com base na tendência, acreditamos que há uma maior probabilidade de uma erosão dos retornos dos fundos do euro do que o contrário. Por outro lado, na medida em que não prevemos um rápido aumento da curva de juros devido às ações tomadas pelos bancos centrais, não prevemos um grande risco para o setor. No curto prazo, o contexto de incerteza e volatilidade deve continuar impulsionando os fluxos este ano.

GRÁFICO 19: SEGURO DE VIDA ANUAL NA EUROPA, BILHÕES DE EUROS



Fontes: Statista, Indosuez Wealth Management.



Chicago, Estados Unidos

TABELAS DE DESEMPENHO

TABELA 5: DESEMPENHO ANUAL DE COMMODITY, MOEDA LOCAL, %

COMMODITIES	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 11.06.2020
Barra de Aço (CNY/Tm)	60,46%	42,69%	-8,19%	-1,91%	-5,16%
Ouro (USD/Onça)	8,14%	13,53%	-1,56%	18,31%	13,87%
Petróleo bruto WTI (USD/Barril)	45,03%	12,47%	-24,84%	34,46%	-40,48%
Prata (USD/Onça)	15,84%	7,23%	-9,36%	15,32%	-0,18%
Cobre (USD/Tm)	17,65%	30,92%	-17,69%	3,50%	-6,63%
Gás natural (USD/MMBtu)	59,35%	-20,70%	-0,44%	-25,54%	-17,18%

TABELA 6: DESEMPENHO ANUAL DA RENDA FIXA, MOEDA LOCAL, %

TÍTULOS CORPORATIVOS	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 11.06.2020
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes	6,29%	12,49%	-10,62%	1,88%	-7,29%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	1,11%	1,10%	1,41%	5,22%	5,72%
Títulos da Dívida Pública em euro	1,86%	0,39%	0,40%	3,16%	0,21%
Alto Rendimento em EUR Corporativo	8,14%	4,82%	-3,37%	9,55%	-5,69%
Alto Rendimento em USD Corporativo	15,31%	6,32%	-1,48%	14,65%	-4,40%
Mercados Emergentes Corporativos	7,61%	2,84%	-6,89%	9,11%	-3,11%

TABELA 7: DESEMPENHO ANUAL DA TAXA DE CÂMBIO, A VISTA, %

MOEDAS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 11.06.2020
EUR/CHF	-15,70%	-2,71%	-0,74%	1,63%	-1,99%	-9,54%	-1,48%	9,16%	-3,82%	-3,55%	-1,73%
GBP/USD	-3,45%	-0,44%	4,58%	1,86%	-5,92%	-5,40%	-16,26%	9,51%	-5,62%	3,94%	-4,94%
USD/CHF	-9,66%	0,31%	-2,42%	-2,46%	11,36%	0,78%	1,69%	-4,39%	0,80%	-1,58%	-2,32%
EUR/USD	-6,54%	-3,16%	1,79%	4,17%	-11,97%	-10,22%	-3,18%	14,15%	-4,48%	-2,22%	0,77%
USD/JPY	-12,80%	-5,19%	12,79%	21,39%	13,74%	0,37%	-2,71%	-3,65%	-2,66%	-0,98%	-1,60%

TABELA 8: DESEMPENHO ANUAL DO ÍNDICE DE AÇÕES, EXCLUÍDO DIVIDENDOS, MOEDA LOCAL, %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 11.06.2020	
20,89%	0,00%	19,42%	51,46%	51,66%	9,93%	27,92%	38,71%	-6,24%	36,07%	-2,46%	MELHOR DESEMPENHO
16,99%	-5,55%	18,01%	29,60%	11,39%	6,79%	16,44%	34,35%	-9,27%	28,88%	-6,63%	+
16,36%	-7,62%	17,71%	24,09%	8,08%	5,58%	14,43%	21,78%	-10,44%	25,19%	-7,08%	
12,78%	-11,34%	15,15%	17,37%	4,35%	-0,73%	9,54%	20,96%	-12,48%	23,16%	-7,69%	
12,07%	-18,94%	14,37%	14,43%	2,92%	-2,74%	8,57%	20,83%	-13,24%	15,42%	-8,65%	
9,55%	-19,16%	13,40%	0,61%	2,23%	-4,93%	5,32%	20,11%	-16,31%	15,37%	-10,86%	
9,00%	-20,41%	13,18%	-5,03%	-2,71%	-11,31%	2,87%	19,69%	-16,57%	15,21%	-15,09%	
8,63%	-21,92%	7,55%	-7,65%	-4,62%	-16,96%	-1,20%	19,42%	-17,80%	13,71%	-19,43%	
-0,97%	-22,57%	5,84%	-8,05%	-14,78%	-22,37%	-1,85%	7,68%	-18,71%	12,10%	-21,27%	
-12,51%	-25,01%	5,43%	-15,72%	-17,55%	-32,92%	-11,28%	7,63%	-25,31%	11,20%	-31,63%	PIOR DESEMPENHO

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

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



ESPECIALISTAS MUNDIAIS

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Vincent Manuel

Chief Investment Officer

Dr Marie Owens Thomsen

Global Chief Economist

Dr Paul Wetterwald

Chief Economist

Vladimir Caramaschi F. do Vale, CFA

Chief Economist

Os bancos do Grupo Indosuez Wealth Management se preparam para a substituição ou a reestruturação das taxas de juros interbancárias, como LIBOR, EURIBOR e EONIA, cujas modalidades de estipulação serão consideravelmente reforçadas, como decidido pelas autoridades de controle e os atores bancários de grandes centros financeiros. No continente europeu, o BCE começou a publicar em outubro de 2019 a €STR (Euro Short Term Rate), que coabitará com a EONIA até dezembro de 2021 e a substituirá em janeiro de 2022. Em relação à EURIBOR, o European Money Markets Institute confirmou em novembro de 2019 que a fase de transição para a EURIBOR Híbrida se encerrou, com sua reestruturação completa concluída até dezembro de 2021. Cada taxa do tipo "IBOR" (como, por exemplo, a LIBOR US Dollar) também enfrentará uma mudança e deve ser definitiva até o fim de 2021. Foi assim que o Banco Nacional Suíço anunciou em junho desse ano a introdução da sua própria taxa de referência em CHF, baseada na SARON (Swiss Average Rate Overnight), com o objetivo de criar taxas a termo também com referência nesse índice. Este conjunto de reformas é acompanhado de perto pelo Grupo Indosuez Wealth Management, no âmbito de um dispositivo específico para tratar dos impactos jurídicos, comerciais e operacionais vinculados. Por enquanto, essas mudanças não necessitam de nenhum procedimento de sua parte para as suas operações de financiamento ou investimento que incluam uma indexação às taxas de referência em questão. Informações adicionais lhe serão comunicadas assim que as modalidades de substituição forem divulgadas. O responsável pela sua conta se mantém inteiramente à disposição em caso de dúvidas.

PRESENÇA INTERNACIONAL

NOSSA HISTÓRIA

Por mais de 140 anos, nós aconselhamos empreendedores e famílias no mundo todo, oferecendo consultoria financeira especializada e serviço pessoal de alta qualidade.

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

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

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

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

AMÉRICA

MIAMI

600 Brickell Avenue, 37th Floor
Miami, FL 33131 - Estados Unidos da América
Tel.: +1 305 375 7800

MONTEVIDÉU

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576
Av. Luis A. de Herrera 1248,
11300 Montevideú - Uruguai
Tel.: +598 2623 4270

SÃO PAULO

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3^o andar,
Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132 - Brasil
Tel.: +5511 3896 6300

ÁSIA PACÍFICO

HONG KONG RAE

29th floor Two Pacific Place, 88 Queensway - Hong Kong
Tel.: +852 37 63 68 68

NOUMÉA

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

SINGAPURA

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

EUROPA

BRUXELAS

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

GENEBRA

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

LUXEMBURGO

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

MADRI

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

MILÃO

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

MÔNACO

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

PARIS

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

ORIENTE MÉDIO

ABU DHABI

Zahed The 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 4th Floor,
PO Box 44836 Abu Dhabi
Tel.: +971 2 631 24 00

BEIRUTE

Al Borj An Nahar bldg.
2nd floor, Martyrs' Square
1107-2070 Beirute - Líbano
Tel.: +961 1 96 63 00

DUBAI

The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road
PO Box 9423 Dubai
Tel.: +971 4 350 60 00

GLOSSÁRIO

AEUMC: Acordo Estados Unidos – México – Canadá, acordo de comércio livre assinado pelos líderes políticos dos três países em 30 de setembro de 2018, seguindo o NAFTA (criado em 1994).

Backwardation: Refere-se a uma situação em que o preço de um contrato de futuros está abaixo do preço spot do subjacente. A situação oposta é chamada de Contango.

Barbell: Uma estratégia de investimento que explora duas extremidades opostas de um espectro, como as posições de curto e longo prazo de um mercado de títulos.

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

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 macroeconômicos.

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

Bund: Título soberano alemão de 10 anos.

Call: Refere-se a uma opção de compra em um instrumento financeiro, ou seja, o direito de comprar a um determinado preço.

CFTC (Commodity Futures Trading Commission): Uma agência federal independente dos EUA com supervisão regulamentar sobre os mercados de futuros de commodities e de opções dos EUA.

COMEX (Commodity exchange): A COMEX fundiu-se com a NYMEX nos EUA em 1994 e tornou-se a divisão responsável pela negociação de futuros e opções de metais.

Conselho de Cooperação do Golfo (CCG): Um agrupamento destinado a favorecer a cooperação regional entre Omã, Arábia Saudita, Kuwait, Bahrein, Emirados Árabes Unidos e Catar.

Contango: Refere-se a uma situação em que o preço de um contrato de futuros é superior ao preço spot do ativo subjacente. É a situação inversa ao Backwardation.

Dívida subordinada: Diz-se que a dívida está subordinada quando o seu reembolso está condicionado à dívida não subordinada ser reembolsada primeiro. Em troca do risco adicional aceito, a dívida subordinada tende a fornecer rendimentos mais altos.

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

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

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

ESG: Ambiental, social e governamental.

ESMA: Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.

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.

G10 ("Grupo dos Dez"): Um dos cinco grupos, incluindo também os Grupos 7, 8, 20 e 24, que buscam promover o debate e a cooperação entre países com interesses (econômicos) similares. Os membros do G10 são: Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Suíça, Reino Unido e EUA, sendo a Suíça o 11º membro.

GEE: Gases de efeito estufa.

High yield ou alto rendimento: Uma categoria de títulos, também chamada de junk, cujas classificações são inferiores aos títulos com classificação de "grau de investimento" (portanto, todas as classificações abaixo de BBB- no jargão da Standard & Poor's). Quanto menor a classificação, maior o rendimento, normalmente, já que o risco de reembolso é maior.

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

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

Índice Russell 2000: Índice de referência que mede o desempenho do segmento de small caps dos EUA. Inclui as 2 mil pequenas empresas do índice Russell 3000.

Índices investment grade/high yield iBoxx: Índices de referência que medem o rendimento dos títulos corporativos de grau de investimento/alto rendimento, a partir de preços de múltiplas fontes e em tempo real.

Investment grade: Categoria de títulos de "alta qualidade" classificada entre AAA e BBB- de acordo com a escala da agência de classificação Standard & Poor's.

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.

LIBOR (London Interbank Offered Rate): A taxa de juros média interbancária, calculada com base nas taxas de juros oferecidas para grandes empréstimos entre os bancos internacionais que operam no mercado londrino. As taxas LIBOR deixarão de existir em 2020.

LME (London Metal Exchange): A bolsa do Reino Unido de troca de commodities como cobre, chumbo ou zinco.

Loonie: Nome popular para a moeda canadense de um dólar.

LVT: Relação LVT; uma relação que expressa o tamanho de um empréstimo no que se refere ao ativo comprado. Essa relação geralmente é utilizada para tratar de hipotecas e reguladores financeiros frequentemente limitam esta relação para proteger mutuários e credores de quedas bruscas e acentuadas nos preços de habitações.

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

Mark-to-market: Avaliação de ativos ao preço de mercado vigente.

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

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

OMC: Organização Mundial do Comércio.

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

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

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

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

Put: Um contrato de opções que dá ao titular o direito, mas não a obrigação, de vender uma determinada quantidade do ativo subjacente a um preço definido dentro de um determinado prazo. O comprador de uma opção de venda acredita que o preço das ações subjacentes cairá abaixo do preço de opção antes da data de vencimento. O valor de uma opção de venda aumenta à medida que o valor do ativo subjacente cai e vice-versa.

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

Renminbi: Traduzido literalmente do chinês como "moeda do povo", este é o nome oficial da moeda chinesa (exceto em Hong Kong e Macau). É também frequentemente referido como yuan.

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.

Swap: Um swap é um instrumento financeiro, ou contrato de troca, de venda direta na maioria das vezes, que permite a troca de dois fluxos financeiros. Os principais subjacentes utilizados para definir swaps são taxas de juro, divisas, ações, risco de crédito e commodities. Permite, por exemplo, trocar em datas fixas um montante em função de uma taxa de juros variável contra uma taxa de juros fixa. Swaps podem ser utilizados para assumir posições especulativas ou de proteção de riscos financeiros.

Títulos abaixo do valor nominal: Um título negociado a um preço inferior ao valor nominal do título, ou seja, abaixo de 100.

Títulos híbridos: Os títulos que combinam têm características de ambos os títulos (pagamento de um cupom) e ações (sem prazo ou com prazo de vencimento muito longo ou vencimentos muito longos): um cupom que pode não ser pago, como um dividendo).

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.

Wedge (termo em inglês que se traduz por "cunha"): Uma cunha ocorre na análise técnica de negociação quando as linhas de tendência desenhadas acima e abaixo de um gráfico de preço convergem para uma forma de seta.

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

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Este documento intitulado "Global Outlook" ("Folheto") é publicado apenas para fins de comunicação de marketing.

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

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

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

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

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

A data relevante neste documento é, salvo indicação em contrário, a data de edição mencionada na última página deste termo. As informações nele contidas são baseadas em fontes consideradas fidedignas. Envidaremos todos os esforços para garantir a pontualidade, precisão e abrangência das informações contidas neste documento. Todas as informações, bem como o preço, as avaliações de mercado e os cálculos aqui indicados estão sujeitos a alterações 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 Wealth (Group) ("Grupo Indosuez"), constituído de acordo com a legislação francesa, a holding das atividades de Wealth Management do Grupo Crédit Agricole, e suas subsidiárias (diretas ou indiretas) e/ou entidades consolidadas, a saber CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM e CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, bem como CA Indosuez Wealth (Miami), suas respectivas subsidiárias (diretas ou indiretas), sucursais, filiais e escritórios de representação, qualquer que seja sua localização, operam sob a marca única Indosuez Wealth Management. Cada uma dessas entidades é referida individualmente como "Entidade" e coletivamente como "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 respectivas 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 Entidades disponibiliza o Folheto:

- Na França: este Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (France), sociedade anônima com capital de 82.949.490 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 social em 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, e cujas autoridades de supervisão são a Autoridade de Controle e Resolução Prudencial (ACPR) e a Autoridade de Mercados Financeiros (AMF). As informações que constam neste Folheto não constituem (i) uma pesquisa sobre investimento no sentido do artigo 36 do Regulamento delegado (UE) 2017-565 da Comissão de 25 de abril de 2016 e do artigo 3, parágrafo 1, pontos 34 e 35 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014 sobre abusos de mercado, tampouco (ii) uma recomendação personalizada conforme disposições do artigo D. 321-1 do Código monetário e financeiro. Recomenda-se ao leitor apenas implementar as informações contidas neste Folheto depois de discutir o assunto com seus interlocutores habituais na CA Indosuez Wealth (France) e obter, sempre que adequado, a opinião de seu próprio assessoramento especializado em matéria contábil, jurídica e fiscal;
- No Luxemburgo: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europa), sociedade anônima (société anonyme) nos termos da legislação luxemburguesa, com capital social de 415.000.000 euros, com sede social em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registro de Comércio e Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- Em Espanha: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisionada pelo Banco de Espanha (www.bde.es) e pela Comissão Nacional do Mercado de Valores (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europe), instituição de crédito devidamente registrada no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Endereço:

Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (Espanha), inscrita no Banco de Espanha sob o número 1545. Inscrito no Registro de Comércio e Sociedades de Madrid, número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF (CNPJ da Empresa): W-0182904-C.

- Na Bélgica: o Folheto é distribuído pela sucursal belga da CA Indosuez Wealth (Europe), localizada em 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelas, Bélgica, inscrita no Registro de Sociedades de Bruxelas sob o número 0534 752 288, e inscrita 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: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., com sede social na Piazza Cavour 2, Milão, Itália, inscrita no registro de bancos mantido por Banca di Italia sob o número 5412, código tributário e Registro de Sociedades de Milão, e identificação de IVA n.º 09535880158, REA n.º MI-1301064;
- 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 56S00341;
- 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 (RAE): 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 patrimônio 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;
- No Líbano: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirute, Líbano. O Folheto não constitui uma oferta e não representa material de marketing na acepção dos regulamentos libaneses em vigor;
- 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 (Suíça) SA, Abu Dhabi, Zayed - The 1st Street - Al Muhair 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;
- Em Miami: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Miami) - 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, EUA. O Folheto é fornecido em uma base confidencial a um número limitado de pessoas, e apenas para fins informativos. Não constitui uma oferta de valores mobiliários nos Estados Unidos da América (ou em qualquer jurisdição onde este tipo de oferta seja ilegal). O Folheto pode mencionar certos valores mobiliários que podem não ter sido sujeitos a registro em conformidade com a Lei de Valores Mobiliários de 1933. Alguns valores mobiliários podem não ser transferidos livremente nos Estados Unidos da América;
- No Brasil: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3^o andar, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrito no CNPJ/MF sob o número 01.638.542/0001-57;
- No Uruguai: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguai. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. O Folheto é distribuído de forma privada. O Folheto, e os produtos por ele mencionados, não foram revisados, aprovados ou registrados pelo Banco Central do Uruguai, tampouco por qualquer outra autoridade reguladora uruguaia.

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.

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA / todos os direitos reservados.

Fotos: iStock.

Editado de acordo com 01.06.2020.