



MONTHLY HOUSE VIEW

Janeiro de 2023

O que mudou em 2022?

• Índice

01• Editorial	P3
O QUE MUDOU EM 2022?	
02• Foco	P4
REABERTURA DA CHINA: UMA ANÁLISE DO HEDGE DE COMMODITIES	
03• Macroeconomia	P6
DA INFLAÇÃO AO RISCO DE RECESSÃO	
04• Renda fixa	P8
O ANO DE PIOR DESEMPENHO DE RENDA FIXA TERMINA COM UM ESTRONDO!	
05• Ações	P10
ESPERANDO PELA GUINADA...	
06• Forex	P12
BANCOS CENTRAIS DESPERTAM	
07• Alocação de ativos	P14
CENÁRIO DE INVESTIMENTOS E ALOCAÇÃO	
08• Monitor de mercado	P16
VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS	
09• Glossário	P17
Termo de responsabilidade	P18



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

“A liberdade precisa ser conquistada antes que a liberdade possa ser organizada”

Jean Cavailhès

Prezado(a) leitor(a),

Depois de um ano incomum em todos os aspectos, é muito tentador começar 2023 na esperança de perspectivas mais favoráveis. No entanto, há lições de 2022 que precisam ser aprendidas para que o futuro seja frutífero, especificamente quanto às mudanças estruturais ocorridas.

Antes de tudo, este foi o ano de um retrocesso violento da história. Dois mil e vinte e dois foi o ano em que abandonamos definitivamente a ideia de que a paz e a estabilidade eram uma condição permanente da Europa. A ruptura histórica constituída pela invasão da Ucrânia marca um ponto de virada duradouro para a Europa, tanto na concepção de suas prioridades quanto na definição do poder e nas respectivas condições (autonomia estratégica, política de defesa) e, ainda, em seu relacionamento com as fronteiras. No fim de contas, isso nos leva de volta à concepção mais clássica de guerra como “a continuação da política por outros meios” (Clausewitz). E também nos lembra de que, antes de elaborar quaisquer planos de paz e começar a organizar o período pós-conflito, é o equilíbrio militar do poder real que determinará a realidade. Por fim, é também uma advertência sobre o futuro de Taiwan. Portanto, o risco país permanecerá central em 2023.

Em segundo lugar, 2022 também foi o ano do retorno da política, tanto na China quanto na Europa. As orientações políticas assumidas por Xi Jinping nos últimos dois anos lançam dúvidas sobre a visão da China como motor de crescimento global e modelo do pragmatismo reformista iniciado por Deng Xiaoping. Para os investidores, o choque de 2021-2022 foi a materialização do quanto o seu quadro analítico está cada vez mais obsoleto, à medida que a ideologia começa a suplantiar a realidade e que o acúmulo de dívida nos 10 últimos anos, junto com a reestruturação do setor imobiliário, não são um bom presságio para o crescimento nos próximos anos. Na Europa, o retorno da política se traduz em uma mudança nas ideias predominantes, com as políticas competitivas aparentemente dando lugar à autonomia estratégica.

Em terceiro lugar, 2022 marcou o retorno da escassez: falta de mão de obra, cadeias de valores limitadas, racionamento de energia. Essa nova equação está no cerne das tensões inflacionárias que estamos vivenciando e constitui uma mudança de perspectiva em contraste com o modelo de produção abundante e de disponibilidade imediata que prevaleceu até agora. Esse predomínio de restrições na oferta marca a vingança dos chamados economistas “clássicos” em oposição aos economistas keynesianos, que inspiraram uma combinação de políticas fiscais e monetárias altamente expansionistas após a crise de COVID-19.

Em quarto lugar, 2022 foi, sem dúvida, um ano de aceleração das mudanças climáticas. Foi o ano em que as mudanças se tornaram mais visíveis e mais violentas, indo de ondas de calor recordes a incêndios florestais, passando por queda de geleiras, rios secos e furacões arrasadores.

O que a história econômica e política pode nos ensinar com 2023 no horizonte? Quais são os próximos passos, quase inevitáveis, em uma crise como essa? As fases inflacionárias costumam levar ao aumento das tensões sociais, que provavelmente pontuarão os próximos meses. Na Europa, já entramos na fase política e social da inflação, na qual as pressões de reindexação aniquilam planos prévios de reformas. Outra lição das últimas décadas é o provável retorno do risco soberano. Após uma pandemia que elevou a dívida pública em 10 a 15 pontos do PIB no mundo ocidental, a crise energética também está levando a déficits crescentes na Europa.

No entanto, com uma política monetária menos acomodaticia, a margem de manobra fiscal está diminuindo e a sustentabilidade da dívida não está mais assegurada. Dessa forma, os investidores continuarão a olhar as empresas para identificar as principais oportunidades de investimento. Após um ano de 2022 surpreendentemente resiliente em termos de margens, apesar da conjuntura de estagflação, uma desaceleração dos lucros deverá ocorrer em 2023 sem, contudo, desafiar a atratividade das ações e dos títulos corporativos, que constituirão as principais fontes de desempenho de longo prazo.

Boa leitura e Feliz Ano Novo!

REABERTURA DA CHINA: UMA ANÁLISE DO HEDGE DE COMMODITIES

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

Adrien ROURE
Investment Strategy
Analyst



Parcela de cidades
em *lockdown*:
de **20%**
para **2%** do PIB
em 15 dias

A reabertura da China será um dos principais determinantes de 2023, além do ritmo de aperto do Fed e do fim da guerra na Ucrânia. Porém, o impacto da reabertura da segunda maior economia do mundo não será a recuperação clássica vista no passado, liderada por infraestrutura e pela indústria, nem seu impacto sobre as *commodities*.

O CAMINHO INCÔMODO, MAS RÁPIDO, DA REABERTURA DA CHINA

A vacinação ainda é uma questão importante para os mais idosos (60% das pessoas acima de 80 anos não foram vacinadas) e, neste inverno, o sistema de saúde certamente será posto à prova; no entanto, a reabertura da China está em curso, com a parcela das cidades em *lockdown* caindo para 2% do PIB (em comparação a 20% no fim de novembro).

Nos primeiros meses, a reabertura será caótica e levará tempo antes que o contexto macroeconômico melhore: as vendas no varejo caíram 0,6% no mês a mês e a produção industrial caiu 0,3% em novembro. O retorno da confiança dos consumidores será um elemento crucial para determinar o grau de demanda reprimida a ser liberada no curto prazo, ainda que, no médio prazo, o processo de desalavancagem deva continuar a pesar sobre o consumo chinês. Vemos uma vantagem clara no curto prazo, com o fim das restrições de viagens e com a chegada do prometido estímulo fiscal do governo, bloqueado até aqui pelas restrições de movimentação.

METAIS: COMMODITIES DA TRANSIÇÃO ENERGÉTICA ESTARÃO NA DIANTEIRA

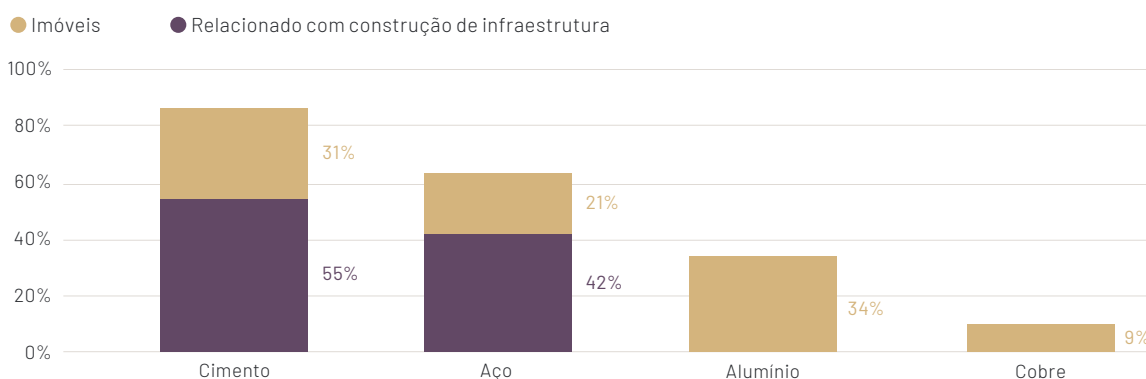
As mudanças estruturais na economia chinesa, que se afasta de sua dependência histórica do setor imobiliário para setores mais produtivos, impactarão a perspectiva para os metais já em

2023. A crise do setor imobiliário afeta primariamente o cimento e o aço, ao passo que a exposição ao cobre e ao alumínio é significativamente menor (Gráfico 1). Os preços destes últimos subiram até meados do primeiro semestre. Contudo, desde então, temores de recessão causaram uma queda acentuada, ainda que eles tenham voltado a ganhar força com a flexibilização da política de zero-COVID-19 da China nas últimas semanas. Em nossa opinião, o cobre e alumínio serão hedges sólidos para a reabertura da China em 2023. Além disso, o cobre deverá se beneficiar da expansão da demanda por veículos elétricos: na China, a demanda por estes últimos deverá crescer 80% entre 2022 e 2030. Os preços de cobre e de alumínio também deverão ganhar força devido aos seus níveis de estoque historicamente baixos.

MERCADOS DE PETRÓLEO: CHINA ENTRE OS FATORES EM JOGO

O risco geopolítico levou o preço do petróleo ao pico de 128 dólares o barril em 3 de março de 2022, contudo, os temores de recessão e os *lockdowns* na China fizeram o preço recuar, ficando estável no acumulado do ano (Gráfico 2, página 5). No entanto, após um curto período de pressões de demanda negativa, esperamos que os mercados de petróleo se recuperem em 2023. Isto está ligado a uma lista de fatores favoráveis para os preços do petróleo, especialmente em termos de demanda.

GRÁFICO 1: EXPOSIÇÃO À DEMANDA DE CADA COMMODITY, % DO VOLUME



Fontes: GS, Indosuez Wealth Management.

O primeiro é a recuperação no consumo por parte do setor aéreo. De acordo com a Associação Internacional de Transporte Aéreo (IATA), a receita total das companhias aéreas deve aumentar para 93% do nível pré-pandemia em 2023 (comparado a 87% em 2022), impulsionada pela recuperação no tráfego de passageiros, já que as receitas de transporte aéreo de carga se normalizam. O impacto da China nos preços de petróleo será principalmente sentido por meio de novas viagens aéreas, já que a Ásia sofreu um grande atraso na categoria de recuperação. Por fim, em termos de demanda, os Estados Unidos usaram amplamente suas reservas estratégicas de petróleo (mais de 185 milhões de barris até agora) na tentativa de limitar o aumento dos preços, mas a administração Biden anunciou recentemente a recompra de petróleo para reservas estratégicas e declarou que um preço abaixo dos 70 dólares poderá ser um limite para reabastecer as reservas, podendo atuar como um piso no declínio de preço.

Na oferta, não há expectativas de melhora nas tensões. A OPEP manterá uma postura restritiva — depois do anúncio de um corte de 2 milhões de barris na produção em outubro — e a Arábia Saudita, um dos únicos países com capacidade ociosa, reafirmou sua posição de manter os cortes na produção até o fim de 2023. O embargo da União Europeia ao petróleo russo também terá peso, já que a estratégia russa de diversificação para países asiáticos não deverá compensar a capacidade anteriormente exigida pelos países europeus à Rússia. O subinvestimento estrutural na capacidade de petróleo também limitará um grande aumento na produção.

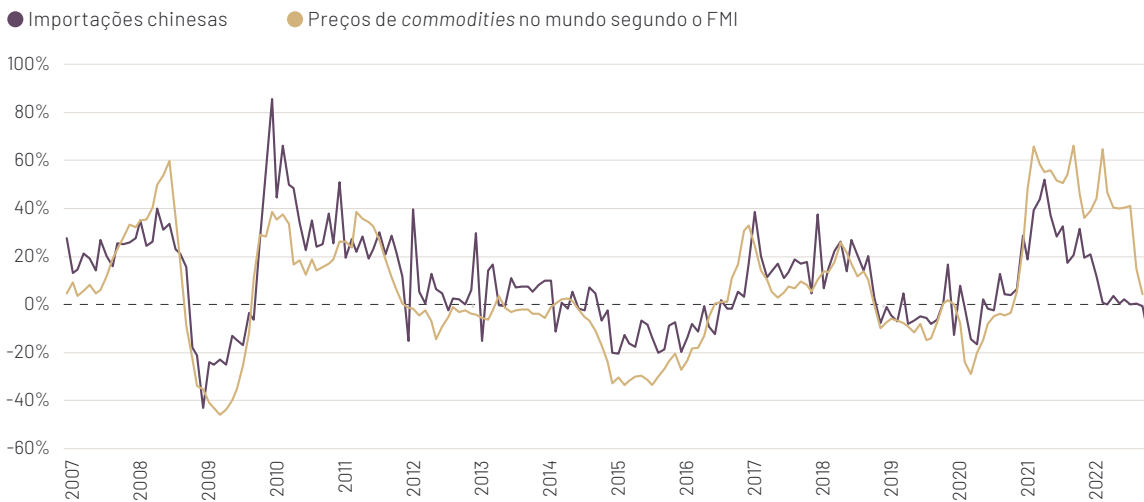
De forma geral, esperamos que, em 2023, após um período inicial difícil no qual a demanda permanecerá abaixo da oferta, os preços do petróleo se recuperem para a faixa superior de 90 a 100 dólares o barril.

O IMPACTO DAS COMMODITIES NA INFLAÇÃO EM 2023

Em termos macroeconômicos, as *commodities* terão principalmente um impacto de alívio na inflação. Embora nossa faixa de negociação do preço do petróleo permaneça alta em relação a padrões históricos, isso criará efeitos de base negativos significativos, no ano a ano, nos preços da energia e na inflação no segundo e no terceiro trimestres de 2023 em comparação a 2022. O enfraquecimento do dólar também será um fator adicional de sustentação para a inflação importada fora dos Estados Unidos em 2023 (vide Forex, página 12). Quanto à perspectiva dos metais industriais, mesmo com um aumento nos gastos de infraestrutura, os materiais relacionados com a construção (como o minério de ferro, o aço e o cimento) continuarão a ser afetados pela atual desaceleração do setor imobiliário nos países desenvolvidos e, mais especificamente, na China, onde a crise do setor imobiliário ainda continua. Por outro lado, o lítio e, até certo ponto, o cobre poderão se beneficiar de um aumento na demanda no médio prazo, devido ao seu papel na transição verde.

Ainda que a perspectiva para as *commodities* permaneça duvidosa devido à desaceleração econômica atual (vide Macro, página 6), a recente correção em energia e em alguns preços de metais industriais oferece uma oportunidade alternativa para se aproveitar da reabertura da China.

GRÁFICO 2: IMPACTO VISÍVEL DAS IMPORTAÇÕES CHINESAS SOBRE AS COMMODITIES, ANO A ANO, %



Fontes: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

Para a economia dos Estados Unidos, evitar a recessão apenas dá munição ao Fed para manter o aperto, mas em um ritmo mais lento do que em 2022. Na Europa, a conversão da inflação em dívida para proteger os consumidores está perdendo adesão. Em 2023 e 2024, o crescimento mundial será determinado pelas economias emergentes, com um possível benefício de uma reabertura chinesa mais ampla.



-0,1%

primeira leitura
negativa da
inflação dos
EUA no mês a mês

DESDE
NOVEMBRO
DE 2020

ESTADOS UNIDOS: RECESSÃO EVITADA, POR ENQUANTO

Em novembro de 2022, os Estados Unidos registraram sua primeira leitura negativa da inflação, no mês a mês, nos últimos dois anos. A desaceleração nos preços dos bens e da energia foi drástica. Trata-se de uma boa notícia, e esses preços devem continuar a reduzir a inflação em 2022, aliviando bastante os consumidores norte-americanos (as vendas no varejo em novembro caíram 0,6% no mês a mês, mesmo com dias de grandes descontos, como a *Black Friday* e a *Cyber Monday*). Uma notícia não tão boa é de que o Fed ainda não se convenceu do fim da inflação. E nós também não. O risco é de que a inflação dure mais do que o esperado no setor de serviços (que corresponde hoje a 55% da inflação global) e de que os salários continuem a subir. Na realidade, o mercado de trabalho continua muito desequilibrado (para cada pessoa desempregada há atualmente 2,2 vagas abertas, chegando a 4 no setor de educação), porque o impacto da pandemia em determinados setores está demorando a se dissipar e devido a questões demográficas estruturais. Assim, a inércia na inflação subjacente (excluindo preços de alimentos e energia) perdurará por mais tempo do que o previsto. Em suma, esperamos que os consumidores possam ter algum alívio com o enfraquecimento da inflação em 2023 (caindo de 7,1% para 3% a 4% no fim do ano), no entanto, mesmo perdendo força recentemente (caindo de 7,1% para 6,3% em um mês), as taxas de juros de hipotecas de 30 anos

continuam historicamente elevadas e serão um problema para o consumo e para o crescimento em 2023. Com a redução da taxa de poupança (2,3% em outubro, mínima desde 2008), prevemos que o impacto mais forte no consumo ocorra em 2023 e que levará tempo para se recuperar em 2024.

POLÍTICA FISCAL EUROPEIA: DE HEROÍNA A VILÃ

Mesmo que a Europa pareça ter evitado o pior cenário (ligado à energia) em 2022, a economia europeia continua a marcar passo e não encontrou uma solução sustentável para sua crise energética. Após uma queda de 2% na produção industrial em outubro, há indicações de uma contração no quarto trimestre de 2022. Os preços ao produtor igualmente elevados e os temores de recessão ofuscam as perspectivas, mas grandes carteiras de pedidos ainda estão para ser processadas, especialmente na Alemanha, onde pesquisas com consumidores, produtores e analistas apontam que a queda na atividade está chegando ao fim, graças a um inverno mais ameno até o momento e a um aumento da confiança depois do pacote de energia no valor de 200 bilhões de euros financiado pelo governo, a ser implementado em janeiro de 2023. A reabertura da China também constitui um fator positivo. Fora da Alemanha, a França foi recentemente acusada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) de não ter uma política fiscal direcionada, restringindo as medidas de apoio aos mais vulneráveis.

O coeficiente entre déficit e PIB da França deverá permanecer acima de 5% do PIB em 2022, e isto até 2024, mas também permitirá que o país evite a recessão em 2023 e impedirá que a inflação ultrapasse 6%. Quanto à inflação, a zona do euro passa por divergências extremas entre seus países-membros, com a inflação se alastrando, em base setorial, dos preços de energia para as mercadorias e, em menor grau, para o setor de serviços. Devido ao nível ainda extremamente elevado dos preços ao produtor, que serão parcialmente repassados aos consumidores, prevemos que a inflação dos consumidores permaneça significativamente mais elevada do que nos Estados Unidos em 2023 (Tabela 1).

JAPÃO: JUNTA-SE AO COMBATE À INFLAÇÃO

Atingida por uma nova onda da COVID-19 em agosto, a economia japonesa também sofre com a inflação importada e com uma desaceleração do crescimento de seus principais parceiros comerciais. A reabertura da China coloca um risco de alta em nossa projeção de crescimento modesto para 2023, mas continuamos céticos quanto ao crescimento de médio prazo. A inflação atingiu recentemente invejáveis 3,8% no ano a ano, mas

esta é uma máxima em mais de 25 anos e, pelo sétimo mês consecutivo, está acima da meta do banco central. Ao restringir sua política monetária e permitir que o rendimento dos títulos de 10 anos chegue a 0,5% (comparado a 0,25% anteriormente), o Banco do Japão, na sigla em inglês) dá um sinal claro de que os ventos de mudança estão chegando e até mesmo o Japão está agora combatendo a inflação.

MERCADOS EMERGENTES: DETERMINANTES GLOBAIS

A economia indiana — que possui um forte enfoque doméstico — está se mostrando resiliente, já que pesquisas de atividade apontam para crescimento renovado nos serviços (PMI: 56,4) e na indústria (PMI: 55,7), enquanto a atividade na indústria brasileira piorou em novembro (PMI de 44,3, abaixo do patamar de crescimento dos 50 pontos). Neste país, isso se deve principalmente à incerteza política. Em 2023, o desempenho das economias asiáticas, com apoio da reabertura da China e do alívio das tensões na oferta, será superior ao da maioria das economias da América Latina. A maior contribuição para o crescimento global em 2023 virá das economias dos mercados emergentes.

TABELA 1: PROJEÇÃO MACROECONÔMICA DE 2022 A 2024, %

	CRESCIMENTO DO PIB			INFLAÇÃO		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mundial	3,4%	2,1%	2,7%	8,3%	6,3%	4,0%
Estados Unidos	1,9%	0,8%	0,6%	8,1%	4,1%	2,3%
Zona do euro	3,2%	-0,7%	1,1%	8,7%	7,5%	3,2%
Japão	1,6%	0,5%	1,2%	2,4%	0,5%	0,4%
China	3,2%	4,5%	4,3%	2,0%	2,2%	2,1%
Brasil	3,1%	0,8%	1,7%	9,4%	4,6%	4,3%
Índia	7,3%	5,6%	6,0%	6,8%	6,0%	6,0%

Fontes: Amundi (projeções de dezembro), Indosuez Wealth Management.

O ANO DE PIOR DESEMPENHO DE RENDA FIXA TERMINA COM UM ESTRONDO!

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Com a contribuição
da equipe Renda fixa



ESTADOS UNIDOS:
APERTO QUANTITATIVO
pode acabar em meados do ano

Os bancos centrais encerram este ano com uma enxurrada de anúncios de aperto monetário. Rumo a 2023, o mercado de renda fixa está pronto para um bom começo, com rendimentos mais altos e oportunidades de diferenciais de juros que já não se viam há anos. Contudo, um cenário adverso seria de fato um crescimento maior do que o esperado, alimentando rendimentos reais, resultados corporativos e, em última instância, a inflação.

META PRINCIPAL: MANTER LIQUIDEZ AMPLA NA ECONOMIA NORTE-AMERICANA E EVITAR A ESCASSEZ

Com o primeiro corte das taxas de juros do Fed agora totalmente precificado para o terceiro trimestre de 2023, o aperto quantitativo pode acabar em meados do ano, já que o Fed não vai querer comunicar a provisão e a retirada da acomodação monetária ao mesmo tempo. O acordo de recompra reversa (RRP, na sigla em inglês) deverá chegar a 3 trilhões de euros no fim de 2023, e as reservas deverão se aproximar de 4 trilhões de dólares, bem acima do "regime de ampla reserva" estimado em uma faixa de 8% a 10%, ante 12,5%, conforme dados disponíveis em meados de dezembro.

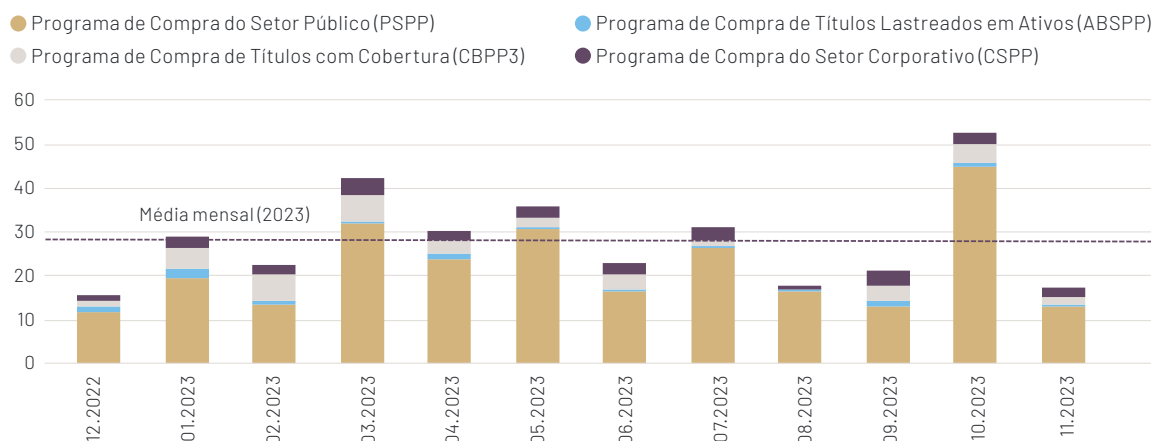
O Banco Central Europeu (BCE) aumentou as taxas de juros em 50 pontos base, como esperado, mas traçou uma diretriz "muito" austera, com base na "revisão substancial para cima" das projeções de inflação, observando que as taxas de juros ainda terão que subir "significativamente em um ritmo estável" para atingir níveis que sejam suficientemente restritivos. No entanto, a postura do BCE é menos austera em sua perspectiva de aperto quantitativo, que começará em março de 2023, com limites dos reinvestimentos nos Programas de Compra de Ativos (APP, na sigla em inglês)

(Gráfico 3) – com detalhes previstos para fevereiro – resultando em um ritmo inicial mensal de 15 bilhões de euros, com revisão no terceiro trimestre.

CONSEQUÊNCIAS PARA OS MERCADOS EUROPEUS DE TAXAS DE JUROS

Para 2023, a previsão é de menor emissão líquida, mas maior aumento da dívida flutuante¹. Isso poderá expor as estruturas macroeconômicas e de política fiscal a uma maior disciplina de mercado, conforme explicado no discurso de 24 de novembro, proferido por Isabelle Schnabel. A absorção da oferta deverá se sustentar pelo caixa resultante da desalavancagem, pela rotação da demanda para emissores de alta qualidade e pelas valorizações causadas por rendimentos reais atraentes. A França e a Itália estão prontas para aumentar o financiamento de mercado, com participações estrangeiras na dívida italiana muito leves, enquanto a demanda por títulos franceses poderá se beneficiar da demanda por títulos de alta classificação. Não obstante, os riscos de derrapagem fiscal não devem ser ignorados, devido ao panorama político e à natureza da inflação. A crise do mini-orçamento do Reino Unido demonstrou aos governos a necessidade de colaborar no combate à inflação.

GRÁFICO 3: INVESTIMENTOS DO PROGRAMA DE COMPRAS DE ATIVOS INFERIORES A 30 BILHÕES EUR/MÊS EM 2023, VALORES MENSAIS PREVISTOS DO PLANO DE RESGATE PARA O PROGRAMA DE COMPRAS DE ATIVOS, BILHÕES DE EUROS



Fontes: BCE, HSBC Global Research, Indosuez Wealth Management.

1-A dívida flutuante é a parcela de títulos pendentes da dívida pública detida por investidores sensíveis ao preço, ou seja, excluindo posições dos bancos centrais domésticos (afrouxamento quantitativo), bancos centrais estrangeiros (reservas cambiais), além de fundos de pensões e companhias seguradoras.

TAXAS DE JUROS REAIS POSITIVAS E DEMANDA POR TÍTULOS DO TESOURO

Como objetivo da política, o Fed quer "ver taxas de juros reais significativamente positivas" (coletiva de imprensa do presidente Jerome Powell em 21 de setembro de 2022). A ampla demanda de fontes domésticas, considerando os rendimentos reais positivos, e a perspectiva cíclica resultaram em menor demanda estrangeira por títulos do Tesouro dos Estados Unidos, devido a uma série de fatores, como a força do dólar, o aumento dos custos de hedge da moeda e as intervenções cambiais.

Os picos de volatilidade podem ter ficado para trás, mas não estamos voltando ao regime de baixa volatilidade, uma vez que as incertezas macroeconômicas continuam elevadas. A volatilidade maior do mercado e o aperto quantitativo têm impacto durável na liquidez de mercado do Tesouro. O Tesouro dos Estados Unidos enfrentará problemas de liquidez com a recompra de títulos não mais oferecidos (ou passados) em 2023, administrando ativamente a curva de rendimentos.

MERCADOS DE CRÉDITO EM 2023

O posicionamento de 2023 parece comumente aceito: preferência por *investment grade* a *high yield*, setor financeiro a corporativo, de curto e médio prazo. Neste momento do ciclo, não há motivos para nadar contra a corrente. A oferta deverá se recuperar de forma moderada neste ano (+10% de novas emissões de *investment grade*). O BCE se retirará progressivamente. Os títulos corporativos provavelmente se voltarão mais para o financiamento bancário, enquanto o financiamento de mercado desacelerará devido ao aperto quantitativo (Gráfico 4).

Além do risco (exagerado) de extensão sobre a dívida híbrida imobiliária: os emissores que precisavam substituir os títulos de renda fixa o fizeram (por exemplo, EDF, Orsted, Telefonica). Alguns decidiram "sair", ou seja, resgatar e não substituir

(Naturgy, Bertelsmann). A oferta de 2023 deverá ser limitada e sustentar a classe de ativos.

De forma geral, os *spreads* de crédito foram surpreendentemente resilientes este ano, com uma dinâmica de fim de ano novamente positiva, após a divulgação de números da inflação dos EUA mais baixos do que o esperado. Uma economia em desaceleração, condições financeiras mais apertadas e custos de empréstimos mais elevados pressionarão a capacidade de serviço da dívida de empresas mais fracas e dificultarão o acesso ao financiamento (mais fracas: classificação B- e abaixo). O risco de refinanciamento cresce lentamente, já que o refinanciamento da época da pandemia amortecerá as pressões das taxas de juros.

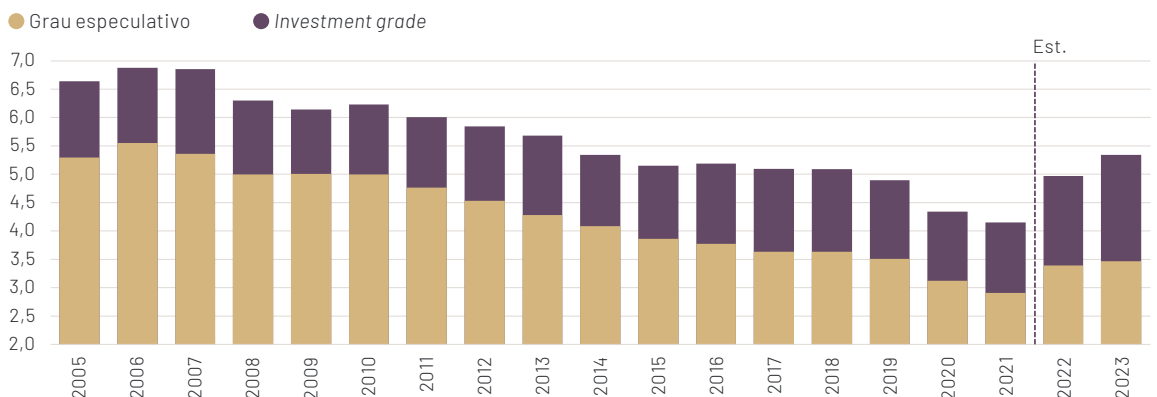
A oferta de 2023 deverá se normalizar e aumentar substancialmente (com estimativas de 50 bilhões em novas emissões de títulos de renda fixa e 30 bilhões de empréstimos, alta de 40% frente a 2022). Assim, esperamos pressão nas curvas do mercado secundário.

Estruturas de capitais com alavancagem precária serão testadas. Aquelas com liquidez limitada e apenas empréstimos ficarão vulneráveis à medida que o ciclo de crédito mudar. A alavancagem de empresas com classificação B- é superior a 6 vezes em novembro de 2022, próxima das máximas históricas atingidas em 2020.

As taxas de inadimplência ainda estão extremamente baixas: 0,4% na Europa! As expectativas futuras variam entre 3% e 5% (contra a expectativa "pessimista" da Moody's de 9%). O acesso aos fundos pode ser menos "fácil" do que em 2020.

Quanto às taxas de inadimplência nos mercados emergentes, observamos em novembro: uma ligeira desaceleração na Ásia (27%, ponderados por emissor, a partir de 29% em outubro), estabilidade na região EMEA incluindo Rússia/Ucrânia/Bielorrússia (18%) e baixa inadimplência continuada na América Latina (2%).

GRÁFICO 4: PROGRAMAS DO BCE: A ERA DOS BAIXOS CUSTOS DE EMPRÉSTIMOS ACABOU, MEDIANA DE JUROS PAGOS À VISTA/DÍVIDA TOTAL, %*



* Títulos corporativos classificados não financeiros.
Fontes: S&P Capital IQ, S&P Global Ratings, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

Com a contribuição
da equipe de Ações

Quais são os principais pontos para os mercados em 2023? É provável que o momento da guinada do Fed seja decisivo para um possível ponto de virada para as ações. Até essa hora chegar, os investidores deverão manter a cautela, limitando o potencial de alta nos atuais níveis de mercado.

TEMPORADA DE RESULTADOS

Durante os últimos nove períodos de inflação com mercados em baixa nos Estados Unidos desde os anos 1960, o S&P 500 caiu 33% e os lucros por ação tiveram contração de 19%. Em períodos de mercados em baixa com forte inflação (acima de 5%), o que ocorreu apenas cinco vezes entre 1969 e 1990, os lucros por ação caíram um pouco menos, em uma média de -13%.

Até agora, os lucros por ação caíram 4,5%. Em padrões históricos, isto sugere um possível declínio adicional dos lucros por ação, de cerca de -9%, durante os próximos meses, o que poderá deixar o mercado sob pressão considerável.

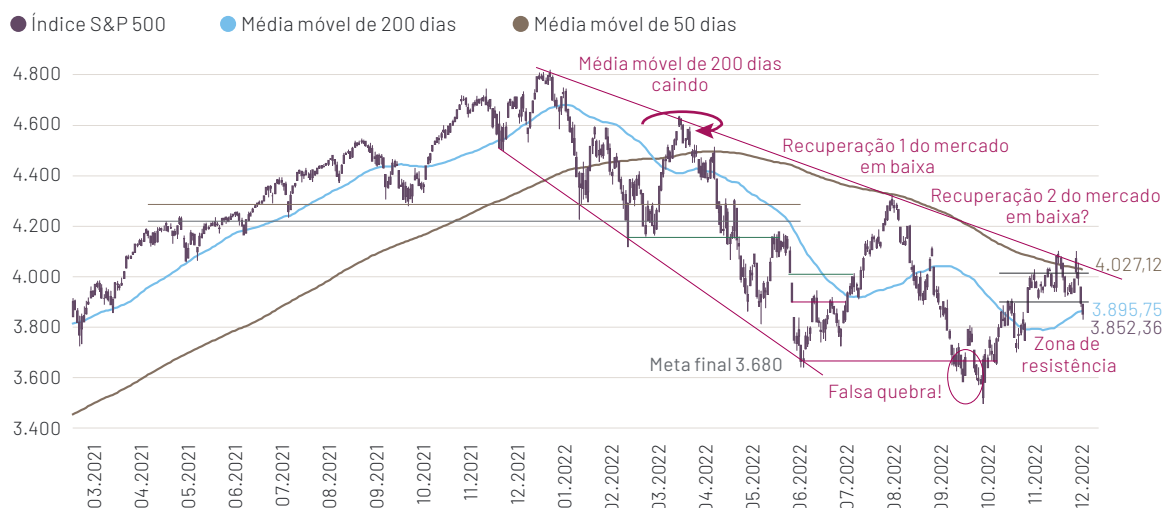
ESTADOS UNIDOS

Embora os temores inflacionários estejam perdendo força, outros temores, de desaceleração ou mesmo de recessão, aumentam.

Preocupações macroeconômicas são confirmadas no nível microeconômico, com analistas revisando expectativas de resultados corporativos para baixo – e essa tendência provavelmente continuará. Desde que o S&P 500 entrou em um período de mercado em baixa em 2022, assistimos a duas recuperações de mercado em baixa. O primeiro movimento ocorreu entre meados de junho e meados de agosto, com uma recuperação em torno de 17%. Mais recentemente, em um segundo movimento, de meados de outubro a início de setembro, o mercado se recuperou mais 18%.

Nesse ponto, o mercado permanece em uma configuração de mercado em baixa (Gráfico 5), embora o S&P 500 tenha conseguido recentemente ultrapassar sua média móvel de 200 dias e, em termos de expectativas, o índice de volatilidade (VIX) tenha ultrapassado brevemente a marca simbólica dos 20 pontos. Nos dois casos, contudo, o mercado não conseguiu manter esses níveis simbólicos e as ações rapidamente caíram, invalidando uma reversão para um cenário de mercado em alta por enquanto.

GRÁFICO 5: A RECUPERAÇÃO DO MERCADO EM BAIXA ACABOU?



Fontes: S&P 500 Index, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

A perspectiva na Europa parece mais positiva. De fato, nas últimas semanas, alguns fatores foram mais favoráveis: os preços do gás caíram de forma acentuada, a Rússia fez um recuo militar em algumas cidades na Ucrânia e os temores de contágio nos fundos de pensão do Reino Unido diminuíram. E, apesar da forte recuperação de mercado, a valorização relativa das ações europeias, em comparação com outras regiões, especialmente o mercado dos Estados Unidos, continua muito atraente. No entanto, há ainda muitos obstáculos, especificamente no aspecto geopolítico com, entre outros, uma inflação alta e uma política austera do BCE. Além disso, o crescimento dos lucros por ação permanece claramente em desvantagem e mais futuras revisões para baixo poderão afetar as expectativas após a forte recuperação ocorrida desde outubro. Logo, mantemos cautela quanto às ações europeias e preferimos títulos de alta qualidade/defensivos.

MERCADOS EMERGENTES

Os mercados de ações na China continuaram altamente voláteis nas últimas semanas. Ainda assim, o MSCI China (composto majoritariamente por empresas chinesas listadas em Hong Kong) subiu 32% desde o ponto mais baixo de 2022, em 31 de outubro². Essa forte recuperação é resultado, principalmente, da "guinada de Xi Jinping": um total de 30 medidas para flexibilizar a política DZC (dinâmica zero-COVID-19) e medidas específicas de apoio direcionadas ao setor imobiliário. O discurso oficial mudou recentemente, passando a incentivar taxas mais elevadas de vacinação entre a população mais velha e a enfatizar a natureza menos letal da variante atual de COVID-19.

Isto representa uma grande mudança na linha do partido e deverá ser um bom sinal para melhorar os números deprimidos de consumo no futuro próximo, com base na imensa demanda reprimida na China e apesar do ainda longo processo de desalavancagem pela frente. Além disso, os investidores internacionais ainda possuem poucas posições em ações de mercados emergentes e da China. A volatilidade poderá permanecer alta até o fim do ano, já que o processo atual de reabertura poderá ser complicado no curto prazo.

ESTILO DE INVESTIMENTO

Como nos anos 1970, é provável que o manual pós-guinada do Fed traga um movimento sustentado para os segmentos cíclicos, especialmente os que ajudam a resolver a inflação. Quanto ao *spread* de valorização entre os estilos Cíclico e *Value vs. Defensivo e Growth*, a primeira parte deverá ter melhor desempenho que a segunda em 2023, especialmente após a guinada. No entanto, a recuperação recente das ações do estilo Cíclico é provavelmente prematura, já que revisões negativas de resultados deverão ser verificadas durante o primeiro semestre de 2023. Uma correção dessas ações poderá oferecer um melhor ponto de entrada. De forma similar, a guinada deverá ser um catalisador positivo para ações *Growth*, mas uma parte dessa recuperação já ocorreu com o recente rali do mercado e acreditamos ser muito cedo para adotar essa posição. Continuamos a preferir as temáticas de Qualidade/Retorno aos acionistas (margens estáveis, poder de precificação), que deverão se beneficiar do contexto macroeconômico/inflacionário e deverão ter revisões de resultados mais resilientes.

2 - Fonte: Bloomberg (até 20 de dezembro de 2022, em dólares).

Davis HALL
Head of Capital Markets,
Asia

Sophie ICHE
Active Advisor

Stéphane
HOBLAINGRE
Active Advisor



As taxas de juros
terminais do BCE
deverão chegar
ao pico de

3%
EM 2023

O Fed não é mais a única jogada disponível, já que os bancos centrais globais o acompanham. A dinâmica de diferencial de taxas de juros será o catalisador em 2023. Não se trata do fim do poderoso dólar, uma vez que grande parte da queda já aconteceu durante o mês passado. Dois mil e vinte e três deverá ser um ano menos direcional, menos volátil e mais orientado aos diferenciais de taxas de juros.

EURO

O BCE austero

Em sua última reunião, o BCE elevou em 50 pontos base as taxas de juros, levando a taxa de depósito para 2% e impulsionando as projeções para a inflação subjacente de forma significativa em 2023 e em 2024. As taxas de juros terminais do BCE agora deverão chegar ao pico de 3% em 2023. O aumento das taxas de juros não surpreendeu os mercados, mas a postura da declaração e da coletiva de imprensa foi claramente austero. Christine Lagarde disse para os mercados esperarem mais aumentos de taxas de juros em incrementos de 50 pontos base, uma saída significativa de sua diretriz anterior (25 pontos base). Além disso, o BCE também está preocupado com os possíveis efeitos secundários de seu aperto político e deu mais detalhes sobre a redução do balanço patrimonial. Consequentemente, o par euro/dólar continuou sua progressão para 1,0735. Contudo, mantemos cautela, já que muitos obstáculos podem novamente surgir e os preços de energia na Europa permanecerão cruciais. Esperamos que o par de moedas suba de forma não linear nas próximas semanas, com uma meta de 1,0800.

DÓLAR

Vulnerabilidade histórica em novembro

De forma geral, a moeda norte-americana teve grandes dificuldades no mês passado, pois ficou claro que a inflação do Índice de Preços ao Consumidor dos Estados Unidos pode muito bem já ter atingido seu pico. Essa percepção de que o Fed pode se tornar cada vez menos austero à medida que a economia provavelmente perder força em meados de 2023 fez com que o amplo Índice do Dólar sucumbisse a uma súbita tomada de lucros de 10% a partir de seu pico recente. A dinâmica gerada pelo *overshoot* do dólar agora parece claramente ter atingido seu pico. Embora ainda mais aumentos das taxas de juros estejam pela frente, a curva futura já começou a antecipar uma pausa e possíveis cortes no fim de 2023. Dessa forma, a situação do dólar agora se tornará mais mista no modo de consolidação até que uma guinada do Fed ocorra com prudência.

GRÁFICO 6: ÍNDICE DE VOLATILIDADE DA MOEDA, CVIX



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

FRANCO SUÍÇO

Terceiro aumento das taxas de juros do SNB

Na Suíça, o Banco Nacional Suíço (SNB, na sigla em inglês) elevou a taxa de juros de depósitos em 50 pontos base, chegando a 1%. O terceiro aumento consecutivo das taxas de juros — que encerrou em setembro sua experiência monetária de sete anos de imposição de taxas de juros negativas — foi amplamente antecipado e não houve movimentos significativos nos mercados. Thomas Jordan reiterou sua postura austera, já que a inflação suíça provavelmente atingiu o pico em agosto, junto aos preços de petróleo em queda. A inflação caiu para 3% em novembro, comparada a 10% na vizinha zona do euro. No entanto, o banco central claramente ficará de olho nas taxas da inflação subjacente, pois há temores de que as pressões de preços estejam se enraizando em algumas áreas da economia, e a instituição alertou sobre incertezas macroeconômicas significativas este ano. Os mercados esperam outro(s) aumento(s) de 25 a 50 pontos base das taxas de juros, o que levará a taxa de juros terminal para 1,5%. As moedas consideradas até agora como portos seguros deverão continuar a ter bom desempenho no primeiro trimestre de 2023 e, conseqüentemente, mantemos uma visão positiva sobre o franco suíço. É provável que o par euro/franco suíço permaneça em uma faixa entre 0,97 e 0,99, e que o par dólar/franco suíço tenha queda modesta para 0,9100, devido à fraqueza do dólar.

YUAN CHINÊS

O pior pode já ter passado

Após a renovação da liderança de Xi Jinping em outubro, iniciativas políticas rápidas têm sido tomadas, incluindo a importantíssima revisão da política zero-COVID-19. Assim, as expectativas melhoraram drasticamente, pois as medidas de estímulo foram ampliadas, associadas ao relaxamento monetário. Embora essa recuperação nascente do apetite ao risco esteja crescendo a partir de níveis profundamente reprimidos, continuamos cautelosamente otimistas de que o ponto mais baixo da China foi atingido também a partir de uma perspectiva de moeda. Da mesma forma que o dólar de Hong Kong, que rapidamente recuou de seu corredor de limite inferior de intervenção em 7,85 por dólar, o yuan chinês estabeleceu uma formação de baixa "ombro-cabeça-ombro sólida" frente à moeda norte-americana.

Dessa maneira, com o dólar atingindo seu pico frente aos parceiros comerciais europeus da China, o Banco Popular da China (PBoC, na sigla em inglês) agora também permitirá que sua moeda se estabilize em uma posição forte em 2023.

IENE JAPONÊS

O Banco do Japão ajusta a curva de rendimentos do banco

O Banco do Japão chocou os mercados ao ajustar o programa de controle da curva de rendimentos do banco central ao dobrar o limite superior, que chegou a 0,50%. Isso pode mudar radicalmente a perspectiva de 2023 para o iene, cujo desempenho tem sido inferior.

À medida que o ciclo de aperto global faz efeito e o crescimento global desacelera, as curvas de rendimentos do G10 cada vez mais precificarão cortes nas taxas de juros e levarão à compressão dos rendimentos do G10, o que coincidirá com a recuperação econômica do Japão e a mudança da política do Banco do Japão. O risco para o par dólar/iene japonês é de queda para sustentação em 131,50 e depois abaixo de 130,00.

OURO

Em grande demanda dos bancos centrais

Nem é preciso dizer que a alta do dólar americano superou todos os outros marcadores no acumulado do ano. Mesmo com aumentos incessantes, em 2022, das taxas de juros em todo o mundo, o ouro, que não tem rendimento, conseguiu prolongar um desempenho estável nesse ano. A demanda dos bancos centrais por ouro físico está no caminho de ser a mais alta desde 1967, já que os alocadores de reservas globais continuam a diversificar com prazer sua exposição ao dólar em momentos de força. Olhando para além do pico de austeridade do FOMC, o ouro deverá encontrar sustentação sólida em quaisquer quedas, devido às persistentes tensões em curso e prevalentes. No entanto, a principal sustentação técnica tripla, no nível de 1.610 dólares por onça, deverá conter quaisquer recuos para que a nossa visão positiva se mantenha firme. Por fim, o metal amarelo se manterá em competição com ativos que geram rendimentos.

CENÁRIO DE INVESTIMENTOS

- **Crescimento:** sem recessão nos Estados Unidos, com um risco de queda quanto ao consumo após as famílias do país utilizarem seu superávit de poupança. A Europa deverá entrar em uma leve recessão no primeiro semestre de 2023. A inflação desacelera, mas ainda acima das metas dos bancos centrais, o que justificará mais aperto monetário. De forma geral, o crescimento mundial será puxado pelos mercados emergentes e com riscos para 2023 equilibrados para cima devido a uma reabertura mais ampla do que o esperado na China e a possível paz na Ucrânia, e para baixo, com aperto excessivo do Fed e do BCE.
- **Inflação:** mesmo com *commodities* em alta, a contribuição para a inflação será menor do que em 2022. A queda nos preços de energia fará com que os preços da inflação global caiam, enquanto os preços de base continuarão resilientes devido aos serviços e salários nos Estados Unidos; a queda nos preços dos imóveis apenas se refletirá no Índice de Preços ao Consumidor em 2023. De forma geral, a inflação permanecerá acima das metas dos bancos centrais no quarto trimestre de 2023.
- **Política fiscal:** favorável na Europa, mais neutra nos Estados Unidos, com um governo dividido (o presidente e o Senado são democratas, a Câmara, republicana). Maiores riscos, de um ponto de vista da sustentabilidade da dívida, se as taxas de juros permanecerem em níveis elevados enquanto o crescimento nominal do PIB diminuir.
- **Bancos centrais:** ainda concentrados no combate à inflação e não muito sensíveis aos riscos de recessão até agora (tanto o BCE quanto o Fed). A guinada do Fed ainda é vista como improvável nos próximos meses; aumentos menores das taxas de juros pela frente, mas taxas de juros terminais reajustadas para cima com o risco permanecendo na duração do platô.
- **Resultados:** a revisão negativa deverá piorar, já que a desaceleração macroeconômica global continua. Os riscos continuam marginais quanto às divulgações do quarto trimestre de 2022, pois será cada vez mais difícil para as empresas continuar a aumentar os preços com a queda na demanda do consumidor. Como resultado, poderemos ver uma contração da lucratividade em mercados desenvolvidos. Os lucros por ação da China já atingiram o ponto mais baixo e começaram a se recuperar com a reabertura do país, o que ajudará a sustentar a recuperação do mercado.

- **Ambiente de risco:** o regime de volatilidade se estabilizará em níveis mais elevados do que em anos anteriores, enquanto os mercados demonstrarão no curto prazo alguma complacência, o que os torna mais vulneráveis a correções técnicas e justifica uma abordagem cautelosa em uma base de ativos cruzados.

CONVICÇÕES DE ALOCAÇÃO

AÇÕES

- Mantemos uma postura cautelosa quanto a ações, já que parece ser muito cedo para comprar a guinada do Fed com uma continuação da recuperação do mercado de ações do período em baixa, embora alguns indicadores técnicos revelem certa vulnerabilidade de mercados desenvolvidos no curto prazo.
- O ano de 2023 provavelmente será dividido em duas partes, com convicção mantida em estratégias de altos dividendos, qualidade e *Value* defensivo durante a primeira parte do ano, antes de possivelmente adicionar de volta o risco nas carteiras por meio de ações de estilo *Growth* e de segmentos cíclicos, assim que a visibilidade melhorar tanto em política monetária quanto na frente econômica.
- De uma perspectiva geográfica, mantemos ações norte-americanas, apesar das valorizações elevadas, com foco em qualidade, e permanecemos menos expostos à Europa nessa fase, especialmente após a recuperação recente, embora reconheçamos que a região oferece níveis de valorização atraentes.
- A dinâmica positiva em curso nas ações chinesas, à medida que os fundamentos começam a se reverter alinhados com o processo de reabertura, justifica manter a exposição existente nas carteiras. Cautela de longo prazo devido ao processo atual de desalavancagem e ao conjunto de políticas e regulações desfavoráveis.

RENDA FIXA

- Duração taticamente reduzida recentemente, já que a recuperação dos títulos da dívida pública dos Estados Unidos no início de dezembro pareceu exagerada. Uma abordagem de duas vertentes com exposição a vencimentos curtos (que possuem alto diferencial de taxa de juros com boa visibilidade) e à parte de longo prazo da curva (para cobertura macroeconômica sobre efeitos de recessão). Aguardamos um melhor nível de taxas de juros para adicionar novamente duração.



CRESCIMENTO GLOBAL

determinado por

países emergentes em

2023

- As taxas de juros em euros são sensíveis ao discurso austero do BCE, enquanto a oferta líquida em 2023 pode vir a ser uma preocupação, especialmente para alguns países nos quais ainda estão previstas maiores emissões neste ano, ao passo que o BCE começará o aperto quantitativo em março de 2023.
- Mantemos nossa visão positiva sobre a dívida corporativa de alta qualidade, que paga bem para o risco assumido. Os fundamentos deverão permanecer saudáveis, com riscos limitados na ausência de uma muralha de refinanciamento no curto prazo. Mantemos cautela quanto à classe de ativos *high yield*, que oferece um perfil de risco/retorno menos atraente.
- Estamos progressivamente mais positivos quanto à dívida emergente em moeda local, já que vemos isso como um bom diversificador para 2023, com a classe de ativos possivelmente se beneficiando da fraqueza do dólar e uma posição mais acomodatória de alguns bancos centrais emergentes em 2023, ao mesmo tempo que oferece rendimento atraente.

MERCADOS CAMBIAIS

- Acreditamos ser ainda cedo demais para comprar a depreciação do dólar até ocorrer a guinada do Fed. Estamos aguardando uma retração, após o exagero de alta do euro antes de reduzir gradualmente nossas posições em dólares, já que a esperada diminuição do *spread* transatlântico pode pesar sobre o dólar nos próximos trimestres.
- O ouro também foi um grande beneficiário do enfraquecimento do dólar recentemente, mas pode ficar vulnerável no curto prazo, em um mundo no qual investidores continuam a preferir ativos com rendimentos.
- Enquanto isso, continuamos a ver as moedas de *commodities* como bons diversificadores para investidores em dólares e o franco suíço como a melhor proteção, além do dólar, especialmente para investidores em euros. O iene está no caminho de possivelmente recuperar sua atratividade após o movimento surpreendente do Banco do Japão, ao mesmo tempo que atuou como uma boa cobertura nas carteiras no período recente.

PRINCIPAIS CONVICÇÕES

	POSTURA TÁTICA (CP)	POSTURA ESTRATÉGICA (LP)
RENDA FIXA		
TÍTULOS PÚBLICOS		
Core EUR 10 anos (Bund)	=/-	=
EUR periphery	-	=/-
EUA 2 anos	=/+	=/+
EUA 10 anos	=/-	=
EUA 30 anos	=	=/+
EUR títulos indexados à inflação	=	=
USD títulos indexados à inflação	=	=
CRÉDITO		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR/BB- e >	=/-	=
High yield EUR/B+ e <	=/-	=/-
Títulos financeiros EUR	=	=
Investment grade USD	=/+	+
High yield USD/BB- e >	=/-	=
High yield USD/B+ e <	=/-	=/-
DÍVIDA DOS MERCADOS EMERGENTES		
Dívida soberana moeda forte	=/-	=/+
Dívida soberana moeda local	=/+	=/+
Crédito América Latina USD	=	=
Crédito Ásia USD	=/-	=
Títulos Chineses CNY	=/-	=
AÇÕES		
ÁREAS GEOGRÁFICAS		
Europa	=/-	=
Estados Unidos	=	=
Japão	=/-	=/-
América Latina	=/-	=
Ásia Excl. China	=/+	=/+
China	=	=/-
ESTILOS		
Growth	=/-	+
Value	=/-	=/+
Qualidade	+	=
Rendimento	+	=/+
Cíclico	-	=/+
Defensivo	+	=/-
FOREX		
Estados Unidos (USD)	=	=/-
Zona do euro (EUR)	=/-	=
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suíça (CHF)	=/+	=
Japão (JPY)	=	=/-
Brasil (BRL)	=	=
China (CNY)	=	=
Ouro (XAU)	=/-	=
Moedas de <i>commodities</i> (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.

08 • Monitor de mercado (moedas locais)

VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS



DADOS A 22 DE DEZEMBRO DE 2022

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA	RENDIMENTO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS (PB)	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL (PB)
Títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos	3,68%	-1,41	216,85
França 10 anos	2,89%	60,50	269,90
Alemanha 10 anos	2,36%	51,00	253,90
Espanha 10 anos	3,42%	63,40	286,10
Suíça 10 anos	1,50%	53,50	163,80
Japão 10 anos	0,39%	14,70	32,60

TÍTULOS	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes (ME)	34,65	1,23%	-11,65%
Títulos da Dívida Pública em EUR	194,11	-2,33%	-11,18%
High yield em EUR Corporativo	193,40	-0,56%	-9,47%
High yield em USD Corporativo	300,34	0,20%	-9,65%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	296,83	0,69%	-7,32%
ME Corporativos	42,83	1,69%	-16,02%

MOEDAS	ÚLTIMO SPOT	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
EUR/CHF	0,9867	0,45%	-4,90%
GBP/USD	1,2038	-0,62%	-11,04%
USD/CHF	0,9311	-1,28%	1,99%
EUR/USD	1,0596	1,79%	-6,81%
USD/JPY	132,35	-4,47%	15,01%

ÍNDICE DE VOLATILIDADE	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
VIX	21,97	1,55	4,75

ÍNDICES DE AÇÕES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
S&P 500 (EU)	3.822,39	-5,09%	-19,80%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.469,28	0,04%	1,15%
STOXX Europe 600	427,26	-3,08%	-12,41%
Topix	1.908,17	-5,48%	-4,22%
MSCI World	2.595,25	-4,09%	-19,69%
Shanghai SE Composite	3.836,03	2,11%	-22,35%
MSCI Emerging Markets	964,06	1,96%	-21,75%
MSCI Latam (América Latina)	2.145,28	-3,01%	0,72%
MSCI EMEA (Europa Oriente Médio, África)	190,45	-3,41%	-30,92%
MSCI Asia Ex Japan	624,56	3,86%	-20,87%
CAC 40 (França)	6.517,97	-2,82%	-8,88%
DAX (Alemanha)	13.914,07	-4,30%	-12,41%
MIB (Itália)	23.813,30	-3,71%	-12,92%
IBEX (Espanha)	8.272,10	-1,38%	-5,07%
SMI (Suíça)	10.774,64	-3,43%	-16,32%

COMMODITIES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Barra de Aço (CNY/Tm)	3.984,00	6,87%	-12,40%
Ouro (USD/Onça)	1.792,52	2,12%	-2,01%
Petróleo bruto WTI (USD/Barril)	77,49	-0,58%	3,03%
Prata (USD/Onça)	23,48	9,87%	0,53%
Cobre (USD/Tm)	8.310,50	3,35%	-14,51%
Gás natural (USD/MMBtu)	5,00	-31,60%	34,02%

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

RETORNOS MENSAIS SOBRE INVESTIMENTO, EXCLUÍDO DIVIDENDOS

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

SETEMBRO DE 2022	OUTUBRO DE 2022	NOVEMBRO DE 2022	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ACUMULADO ANUAL (22 DE DEZEMBRO DE 2022)
-3,37%	9,59%	18,69%	3,86%	1,15%
-5,36%	7,99%	14,64%	2,11%	0,72%
-6,48%	7,11%	9,81%	1,96%	-4,22%
-6,57%	6,28%	6,80%	0,04%	-12,41%
-6,72%	5,09%	6,75%	-3,01%	-19,69%
-8,19%	4,17%	6,74%	-3,08%	-19,80%
-9,34%	2,91%	5,38%	-3,41%	-20,87%
-9,46%	-3,15%	4,55%	-4,09%	-21,75%
-11,90%	-6,13%	2,91%	-5,09%	-22,35%
-12,94%	-7,78%	-0,82%	-5,48%	-30,92%

MELHOR DESEMPENHO



PIOR DESEMPENHO

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



AIE: Agência internacional da energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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.

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

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

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

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

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

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

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

ESG: Ambiental, social e governamental.

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

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

FMI: O Fundo Monetário Internacional.

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

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

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

Índice de surpresas 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.

Instrumento de Proteção de Transmissão (TPI, na sigla em inglês): Complemento ao conjunto de ferramentas do Eurosistema, que pode ser ativado pelo BCE para combater desenvolvimentos de mercado injustificados e desordenados, caso estes representem uma séria ameaça à transmissão harmoniosa da política monetária em toda a zona do euro. O Conselho de governadores do BCE aprovou esse instrumento em 21 de Julho de 2022.

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

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

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

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

Japanificação da economia: Refere-se à estagnação que a economia japonesa enfrentou nas últimas três décadas, sendo um termo geralmente aplicado em referência ao receio dos economistas de que outros países desenvolvidos sigam o mesmo caminho.

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

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

Mix de políticas (policy-mix): Estratégia 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.

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

OMC: Organização Mundial do Comércio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis.

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

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

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

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

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

TERMO DE RESPONSABILIDADE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **Na Bélgica:** o Folheto é distribuído pela sucursal belga da CA Indosuez Wealth (Europe), localizada em 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelas, Bélgica, inscrita no Registro de Sociedades de Bruxelas sob o número 0534 752 288, e inscrita no Banque-Carrefour des Entreprises (base de dados de empresas belgas) sob o número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruxelas), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europa).

- **Na Itália:** pela CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal da Itália com sede em Piazza Cavour 2, 20121 Milão, Itália, registrada no Register of Banks no. 8097, código tributário e número de registro no Registro de Empresas de Milão, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;

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

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

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

- **Em Hong Kong Região administrativa especial:** o Folheto é distribuído pela filial de Hong Kong da CA Indosuez (Switzerland) SA, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nenhuma das informações contidas no Folheto constitui uma recomendação de investimento. O Folheto não foi encaminhado à Comissão de Valores Mobiliários e Futuros (SFC) ou a qualquer outra autoridade reguladora em Hong Kong. O Folheto e os produtos que ele menciona não foram autorizados pela SFC nos termos das Seções 103, 104, 104A ou 105 da Lei de Valores Mobiliários e Futuros (Cap. 571)(SFO).

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

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

- **Nos EAU:** a Brochura é distribuída pelo escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirados Árabes Unidos. A CA Indosuez (Switzerland) SA opera nos Emirados Árabes Unidos (EAU) através do seu escritório de representação, que está sob a autoridade de supervisão do Banco Central dos EAU. De acordo com as regras e regulamentos aplicáveis nos EAU, o escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA não pode exercer nenhuma atividade bancária. O escritório de representação só pode comercializar e promover atividades e produtos da CA Indosuez (Switzerland) SA. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. É distribuído em uma base privada, e não foi revisado ou aprovado pelo Banco Central dos EAU ou outra autoridade reguladora dos EAU;

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

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

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

Fotos: Getty Images, Adobe Stock.

Editado de acordo com 23.12.2022.

