

GLOBAL OUTLOOK 2024



EM BUSCA
DE UM NOVO REGIME
DE INFLAÇÃO

- Em busca de um novo regime de inflação

Global Outlook 2024

• Índice

01•	Editorial EM BUSCA DE UM NOVO REGIME DE INFLAÇÃO	4
02•	Mensagens-chave	6
03•	Foco A INFLAÇÃO E O INVESTIDOR DE LONGO PRAZO	10
	Renda Fixa 2024: O ANO DOS TÍTULOS, DESTA VEZ É PARA VALER	11
	Ações UM NOVO CICLO DE OPORTUNIDADES	14
	Forex OS DESAFIANTES DO DÓLAR SÃO ESPERADOS NA ARENA	17
	Finanças Sustentáveis INFLAÇÃO VERDE E OPORTUNIDADES	20
	Mercados Privados OS MERCADOS PRIVADOS ESTÃO ENTRANDO EM UM NOVO CICLO?	22
04•	Macroeconomia NO CAMINHO PARA O EQUILÍBRIO	25
05•	Alocação de ativos ALOCAÇÃO EM 2024: NAVEGANDO EM MARES MAIS CALMOS	28
06•	Presença internacional	32
07•	Glossário	36
	Termo de responsabilidade	38
		40



01 | Editorial



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

EM BUSCA DE UM NOVO REGIME DE INFLAÇÃO

Prezado(a) leitor(a),

2022 foi um ano de choques, na inflação e nas taxas de juros dos bancos centrais. Já 2023 foi também um ano de choque, mas desta vez na renda fixa, e isso apesar de uma surpreendente resiliência da economia norte-americana. De fato, após o Federal Reserve (Fed) ter realizado o ciclo de aperto mais acelerado em quatro décadas, a recessão parecia inevitável. Em janeiro de 2023, a previsão para o PIB norte-americano estava em 0,3%. Agora, em base anual, deverá terminar em 2,3%. Nunca caímos no campo do pessimismo, passando de uma leve contração para uma estabilização do crescimento em 1,2% para 2024. Ao longo do ano, o consumo norte-americano permaneceu extremamente resiliente, graças ao excesso de poupança, ao crescimento salarial acima da inflação, e ao vento favorável do mercado de trabalho.

RUMO A UM NOVO EQUILÍBRIO

No crepúsculo da Grande Crise Financeira de 2008, foi o despertar de uma nova era, de inflação baixa, taxas de juros baixas a negativas, além da previsibilidade da política dos bancos centrais, e parecia que iria durar para sempre. Para citar o economista alemão Rüdiger Dornbusch: "Na economia, as coisas demoram mais para acontecer do que você pensa. Mas, então, acontecem mais rápido do que você pensou que poderiam". O ajuste brutal que ocorreu após a crise da COVID-19 trouxe consigo um forte retorno da inflação. Porque não previram, ou porque foram "cegos" e não quiseram ver, os bancos centrais se precipitaram em uma luta desesperada. Isto levou a um surpreendente total de 520 aumentos de taxas de juros no mundo nos últimos 24 meses.



Nos mercados financeiros, e pelo terceiro ano consecutivo, a vítima foi o mercado de renda fixa. Os títulos do Tesouro dos Estados Unidos, especialmente os de longo prazo, tornaram-se ativos de risco, cujas características de retorno de preço subitamente ficaram parecidas com as das ações. Por exemplo, o instrumento financeiro TLT, que busca acompanhar os resultados de um índice composto por títulos do Tesouro com vencimentos remanescentes superiores a 20 anos, perdeu mais de metade do seu valor desde 2020. Um título da dívida pública emitido em 2020 pela Áustria, com vencimento de 100 anos e cupom de 0,75%, teve perdas de cerca de 70% em 2023.

No entanto, isso representa uma grande oportunidade de investimento. Agora, a renda fixa oferece os muito necessários rendimentos atraentes. Para tirar proveito desta situação, os investidores investiram uma quantidade substancial de dinheiro: os ativos do TLT acima mencionado dobraram no mesmo período. Porém, a parte média da curva, em torno de 5 anos, continua a ser um ponto ideal de rendimento atraente, e com menor volatilidade dos preços.

O CUSTO DE UM TRILHÃO

Olhando para 2024, o enorme montante da dívida pública passará a ser um ponto focal de atenção. No momento em que redigimos este editorial, os Estados Unidos registram um déficit próximo de 34 trilhões de dólares, o que custa ao país 1 trilhão de dólares por ano, representando 14% do orçamento federal¹: a situação é claramente insustentável. As taxas de juros terão que encontrar, ou provavelmente já encontraram, um limite máximo. Da mesma forma que já existe uma noção de proteção para os investidores em ações, por meio do que se chama de *Fed put*, também poderá surgir uma nova forma de *Fed put*, desta vez para os títulos de renda fixa. Tenha o nome de afrouxamento quantitativo, controle da curva de rendimentos como no Japão, intervenção de emergência como o Banco de Inglaterra em 2022, os bancos centrais nunca deixam de ser ricos em imaginação, especialmente quando se trata de estabilizar os mercados financeiros.

O processo de desinflação está em curso, mas não será linear. Um retorno à inflação baixa está fora de cogitação e uma boa dose de inflação até é desejável por parte de algumas instituições. Esta é a verdade inconveniente, e o que os bancos centrais nunca dirão oficialmente. “Construir um crescimento nominal mais elevado do PIB por meio de um nível estrutural de inflação mais alto é uma forma comprovada de se livrar de elevados níveis de dívida”, segundo o estrategista de mercado Russell Nappier. Os governos terão de promover um nível de crescimento nominal e de inflação que seja consistentemente um pouco superior às taxas de juros, de forma a reduzir o coeficiente de dívida em relação ao PIB. Desde meados de 2020, o crescimento nominal do PIB norte-americano subiu 40%. Isto também explica por que as ações dos mercados desenvolvidos, especialmente nos Estados Unidos, continuaram a ter um bom desempenho, já que as margens permanecem resilientes, as vendas das empresas acompanham a inflação e, assim, crescem numa base nominal, oferecendo alguma forma de isolamento da inflação. Essencialmente, temos de nos afastar da inflação elevada, evitar a estagflação e chegar a um regime de deflação.

Este é o tema que abordaremos nesta edição do Global Outlook com nossos especialistas. A compreensão das implicações de um novo regime de inflação (e de crescimento) está prestes a remodelar a alocação estratégica de ativos, com títulos de renda fixa e ações encontrando um melhor equilíbrio, após anos de taxas de juros zero.

Uma última palavra sobre Meio Ambiente, Social e Governança (ESG na sigla em inglês). As necessidades da transição energética nunca foram tão relevantes, já que “é praticamente certo que 2023 será o ano mais quente já registrado”². No entanto, o financiamento sustentável está sob ataque, pois o desempenho em muitas soluções sustentáveis tem decepcionado. O “ataque ao ESG” está em toda parte. Não nos deixemos cair no campo do pessimismo. O custo da inação climática será 2 vezes superior aos investimentos necessários para conseguir a transição para a neutralidade de carbono até 2050. A oportunidade de investimento é ainda mais atraente do jeito que está.

Espero que aprecie a leitura desta edição especial.

1 - Understanding the National Debt | US Treasury Fiscal Data: <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

2 - Copernicus: October 2023 - Exceptional temperature anomalies; 2023 virtually certain to be warmest year on record: <https://climate.copernicus.eu/copernicus-october-2023-exceptional-temperature-anomalies-2023-virtually-certain-be-warmest-year>



02 | Mensagens-chave



Delphine DI PIZIO TIGER
Global Head of Asset Management

FOCO

Em busca de um novo regime de inflação

- Regime de inflação mais elevada. A queda da inflação está confirmada, mas os fatores de oferta e demanda sugerem níveis estruturais mais elevados em comparação com o passado, com a inflação permanecendo acima das metas dos bancos centrais. A inflação verde exerce uma pressão de alta sobre a inflação, ao mesmo tempo que o aumento da utilização da Inteligência Artificial (IA) poderá contribuir para a melhoria da produtividade e, conseqüentemente, para a redução dos preços.
- Os títulos de renda fixa estão de volta! Os títulos de renda fixa estão novamente se tornando uma classe de ativos que oferece um retorno que não é apenas positivo, mas também potencialmente superior à inflação. Os mercados de crédito agregam valor, especialmente na categoria de grau de investimento. Com um rendimento real de 2%, os títulos de renda fixa indexados à inflação oferecem um bom carregamento e uma cobertura contra uma inflação mais elevada, ainda, contra um crescimento inferior ao esperado.
- Quanto às ações, os lucros podem continuar a crescer, já que se beneficiam de um mundo com crescimento nominal mais elevado graças a margens resilientes.

RENDA FIXA

Dessa vez é para valer

- O Federal Reserve (Fed) irá manter taxas de juros reais positivas. A inflação de base cai ainda mais, o que será acompanhado por taxas de juros de curto prazo mais baixas. É pouco provável que o Fed mantenha a taxa de juros real acima de 2%, o que se traduzirá em três ou quatro cortes em 2024.
- O dilema do Banco Central Europeu (BCE): de um lado, uma inflação em desaceleração, mas ainda acima da meta de 2% e, do outro lado, um crescimento fraco com alguns países perto da recessão. O ciclo das taxas de juros atingiu seu pico.

A normalização pode começar mais tarde em 2024, porém em um ritmo mais lento do que o do Fed.

- A sustentabilidade da dívida passará a ser um dos principais temas em 2024, mas no que diz respeito às despesas com juros, dois terços das necessidades de refinanciamento de 2024 já estão na forma de títulos do Tesouro, com o pagamento de uma taxa de juros em torno de 5,4%.
- Grau de investimento como "ponto ideal". Estamos positivos em relação aos emissores de alta qualidade, uma vez que os investidores alocam mais recursos em renda fixa graças às taxas de juros mais elevadas.

AÇÕES

Um novo ciclo de oportunidades para ações

- Continuamos positivos em relação às ações para 2024.
- Três temas fundamentais: IA, transição energética e desglobalização. A IA continuará a ser uma megatendência, liderada pelos "Sete Fantásticos" devido à sua imunidade ao aumento das taxas de juros, às reservas de caixa substanciais e ao enorme investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D). Uma redução nas taxas de juros representará uma oportunidade para aumentar a exposição à temática da Transição Verde. A desglobalização pode representar uma oportunidade para os setores da indústria e produção.
- O domínio dos Estados Unidos continuará. Os principais agentes da IA e, de um modo mais geral, as empresas de tipo *Growth* estão principalmente nos Estados Unidos, o que deverá continuar a impulsionar o crescimento dos lucros nos próximos anos. O euro está em um ciclo global no qual as empresas de tipo *Growth* atuam, e que poderá se revelar atraente no caso de uma recuperação da atividade global. A preferência por uma abordagem mais ampla nos mercados emergentes, especialmente na Ásia, excluindo a China, parece atraente para 2024.



CÂMBIO

O rei dólar pode se curvar, mas não quebrará

- Uma depreciação superficial. Esperamos que o dólar se desvalorize ligeiramente até 2024, pois as taxas de juros mais baixas e uma economia global fraca, poderão favorecer moedas com beta elevado.
- O euro poderá recuperar apelo. Evitar uma recessão na Europa estimulará o apetite ao risco em relação ao euro.
- Ouro, compre na baixa. O ambiente inflacionário e as taxas de juros reais mais altas são grandes obstáculos para o ouro, mas o metal mantém forte sustentação, impulsionado pela normalização do Fed e pela demanda dos bancos centrais.
- Quanto ao iene japonês, nenhuma grande mudança é esperada. O Banco do Japão ajustará muito gradualmente sua política monetária.

FINANÇAS SUSTENTÁVEIS

A inação não é uma opção

- Inflação verde. A transição energética exige investimentos significativos em novas tecnologias e infraestruturas, o poderá gerar uma inflação verde no curto prazo.
- A inação não é uma opção. Até 2070, o custo da inação climática será duas vezes superior aos investimentos necessários para conseguir a transição para a neutralidade de carbono até 2050.
- As questões ambientais, sociais e de governança (ESG) oferecem oportunidades para 2024. Depois

de um ano difícil para o setor de transição energética global, os ventos contrários começam a perder força. Os investidores começaram a descontar o impacto do aumento das taxas de juro. As valorizações estão novamente atraentes, com oportunidades de investimento em áreas como transportes limpos, energias renováveis e tecnologias ambientais.

MERCADOS PRIVADOS

Entrando em um novo ciclo

- Nem todos os gestores são criados iguais. Um novo ambiente de inflação e taxas de juros mais altas deverão destacar a diferenciação entre gestores de investimento, em termos de sua capacidade de gerar valor graças a melhorias operacionais e não apenas por meio de engenharia financeira.
- 2024: todo um novo conjunto de oportunidades. Os fundos de Private Equity se beneficiarão de preços de entrada atraentes no que acreditamos ser um mercado favorável ao comprador. Pequenas e médias empresas continuarão a ser um segmento muito atraente. O crédito em dificuldades (“distressed”) e estratégias de capital estruturado serão formas atraentes de atuar no mercado de crédito privado, que deverá ser beneficiado com o ambiente atual.
- Aproveitando sua visão de longo prazo, longe da volatilidade dos mercados públicos, temos plena convicção de que esta classe de ativos possui as ferramentas para continuar a apresentar um desempenho superior.



MACROECONOMIA

No caminho para o equilíbrio

- Pouso suave em 2024. Acreditamos que os Estados Unidos e a zona do euro irão crescer abaixo do nível de crescimento potencial, evitando uma recessão. O processo de desinflação deverá continuar, com a inflação terminando o ano ligeiramente acima das metas dos bancos centrais. As economias desenvolvidas se beneficiarão de uma melhoria contínua dos rendimentos reais das famílias.
- A Ásia irá impulsionar o crescimento global. A desaceleração do mercado imobiliário continua a pesar nas perspectivas econômicas chinesas, com um crescimento que deverá permanecer abaixo de seus padrões históricos. A Índia deve ser impulsionada por dados demográficos positivos, uma dinâmica de reformas e menor sensibilidade a choques externos. Em 2024, as economias asiáticas menores poderão se recuperar, aproveitando a recuperação do ciclo industrial global e a normalização contínua do turismo.
- Riscos a monitorar. Um mundo cada vez mais polarizado, com uma proliferação de tensões geopolíticas, apresenta riscos, especialmente na frente energética. As eleições presidenciais nos Estados Unidos, e o potencial retorno de Donald Trump, poderão exacerbar estes riscos. A sustentabilidade das dívidas públicas também será um foco de atenção, especialmente na Europa.

ALOCAÇÃO EM 2024

Navegando em mares mais calmos

- Mais positivos quanto a ações. Um perfil de crescimento/inflação mais elevado do que na última década será mais favorável aos lucros das empresas. Mantemos nossa preferência por ações norte-americanas. Apesar da valorização atraente, permanecemos cautelosos em relação às ações da zona do euro. No final de 2023, reduzimos a nossa convicção sobre a China, realocando fundos para uma exposição mais ampla aos mercados emergentes.
- Oportunidades em mercados emergentes. Dado o diferencial de crescimento positivo em comparação com as economias desenvolvidas, os mercados emergentes parecem atraentes, tanto quanto à dívida quanto às ações, mas uma abordagem diversificada deve prevalecer, uma vez que a avaliação do prêmio de risco específico do país está ficando mais desafiadora.
- Aproveitar o rendimento. O aumento das taxas de juros de longo prazo nos últimos dois anos oferece pontos de entrada atraentes. Preferimos estar expostos à dívida soberana de curto prazo, que precisa de ser complementada por títulos de dívida corporativa de boa qualidade.
- O rendimento volta a ser um fator positivo no desempenho. A liquidez não é uma alternativa, pois, no longo prazo, apresenta desempenho inferior ao dos títulos de curto prazo.



03 | Foco



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability



Yasser TALBI
Fixed Income
Portfolio Manager

A inflação remodelou não só a economia, mas também o panorama do investimento. Nicolas Mougeot e Yasser Talbi discutem se a inflação veio para ficar, quais poderão ser as novas medidas tomadas pelos bancos centrais, e como isso poderá afetar as escolhas de investimento a longo prazo.

OS ÚLTIMOS DOIS ANOS FORAM MARCADOS POR UMA INFLAÇÃO MAIS ALTA. É TRANSITÓRIO?

Yasser Talbi: Desde a pandemia, as questões de cadeia de suprimentos, as despesas fiscais, associadas a uma política monetária inicialmente acomodatória, seguida por uma postura não tão restritiva, e isto apesar de taxas nominais de juros de curto prazo mais altas, ajudaram a alimentar a dinâmica da inflação. Mesmo após a normalização das cadeias de suprimentos, o apoio fiscal ajudou os gastos nominais e, assim sendo, o crescimento nominal. Uma economia menos sensível às taxas de juros silenciou alguns dos esforços do banco central para desacelerar a demanda. Esta configuração específica criou um choque de riqueza positivo que continua a apoiar o consumo dos Estados Unidos (Gráfico 1).

O crescimento salarial também desempenhou um papel significativo nesta dinâmica. De acordo com o rastreador de crescimento salarial do Federal Reserve (Fed) de Atlanta, ainda está em torno de 5%.

Embora vejamos sinais de normalização do mercado de trabalho norte-americano, os trabalhadores de alguns setores ainda estão conseguindo obter aumentos salariais graças às greves.

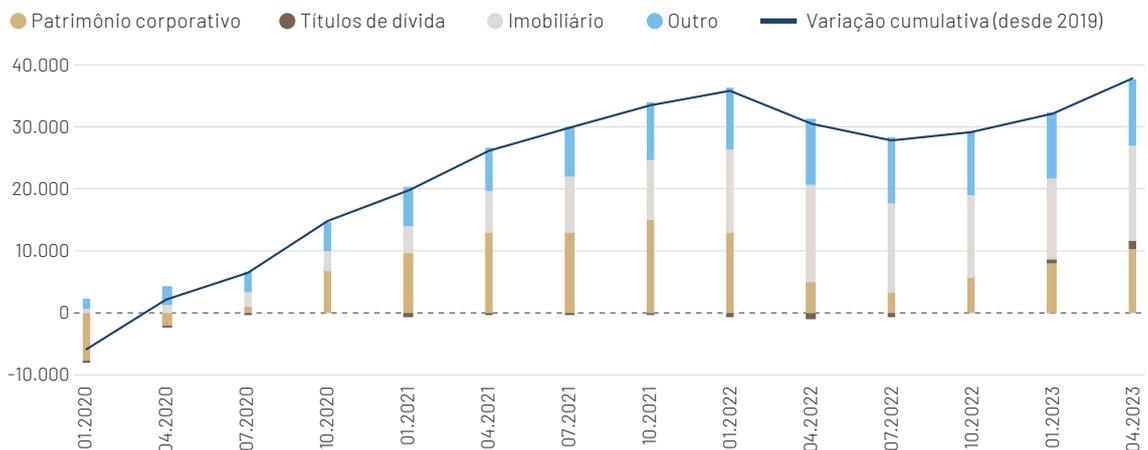
No longo prazo, os fatores de oferta e demanda parecem apontar para uma inflação, que se manterá acima das metas dos bancos centrais e será mais volátil do que no passado. A atual dinâmica de desinflação irá nos aproximar da meta em 2024. Pode ficar por aí?

Nicolas Mougeot: Também precisamos considerar as forças de longo prazo que afetam os preços, como a desglobalização, a inflação verde ou *greenflation*³ e a inovação. Em primeiro lugar, a globalização do comércio cresceu desde a Rodada do Uruguai, que levou à criação da Organização Mundial do Comércio (OMC) em 1994. Na verdade, ajudou as empresas dos países desenvolvidos a baixar os preços, transferindo a produção de bens para os países em desenvolvimento.



5% DE CRESCIMENTO SALARIAL,
ainda em alta nos Estados Unidos

GRÁFICO 1: VARIAÇÃO CUMULATIVA NO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DAS FAMÍLIAS POR TRIMESTRE, USD, BILHÕES



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

3 - Refere-se ao aumento dos preços das matérias-primas e da energia como resultado da transição verde.



O tópico *reshoring* surgiu em 2020, quando a crise da COVID-19 evidenciou as fragilidades de uma economia globalizada. No entanto, ainda não há um veredito quanto a uma real tendência de desglobalização: se o comércio entre os Estados Unidos e a China estagnou, também é verdade que as exportações da Índia para os Estados Unidos dispararam após a pandemia. Se estamos ante uma multipolarização do mundo em vez de um *reshoring* significativo, isso poderá limitar a pressão inflacionária a longo prazo, criada por trocas globais mais baixas.

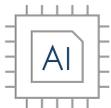
Em segundo lugar, conforme discutido na seção “[Inflação verde e oportunidades](#)” (página 22), a transição energética poderá fazer com que os preços de energia fiquem temporariamente mais elevados, à medida que o mundo se adapta à mudança de energias fósseis para energias renováveis. No entanto, esta chamada inflação verde poderá ser atenuada por um terceiro e importante fator deflacionário, a inovação. As grandes inovações sempre trouxeram maior produtividade e, conseqüentemente, preços mais baixos. O ano de 2023 foi definitivamente marcado pela ascensão da Inteligência Artificial (IA), já que o ChatGPT mostrou o quão a IA pode ser poderosa, e como pode ajudar a melhorar a produtividade em múltiplos níveis. No entanto, historicamente, o impacto da inovação levou anos para acontecer, como em carros, telefones e computadores no século XX. A IA terá um impacto mais rápido? Potencialmente sim, porque a sua adoção é muito mais rápida do que qualquer outra nova tecnologia no passado, e alguns especialistas estão prevendo que poderá acrescentar 15 trilhões de dólares ao PIB global até 2030.

QUAIS SÃO AS IMPLICAÇÕES PARA OS INVESTIDORES?

NM: Apesar do fraco desempenho em 2022, as ações têm resistido relativamente bem à inflação até agora. Uma das razões é, de fato, que os lucros são em termos nominais e, assim, as empresas podem ajustar os retornos dos acionistas (dividendos e recompras) para cima, à medida que a inflação aumenta. Isto só é verdade desde que a inflação não entre em espiral: tanto os CEOs quanto os investidores preferem fluxos de caixa previsíveis, e a previsibilidade será cada vez mais difícil à medida que a inflação aumenta e se torna mais volátil.

YT: Quanto ao mercado de renda fixa, a recente reprecificação no segundo semestre de 2023, especialmente no longo prazo, ajudou a reconstruir uma reserva de prêmio de risco em esta classe de ativos, normalmente chamada de Prêmios de Prazo. Desta vez, não foi a inflação o motor. A emissão contínua de dívida de longo prazo pelo Tesouro dos Estados Unidos provavelmente ajudará a manter esse prêmio mais elevado do que na última década, e continuará a pressionar outros prêmios de risco no mercado.

Um crescimento nominal mais forte, déficits maiores, e uma dinâmica de desinflação positiva, contribuíram para taxas de juros reais mais elevadas nos Estados Unidos. Os rendimentos reais são o rendimento dos títulos indexados à inflação. Seu desempenho é composto pelo acúmulo de inflação, pelo pagamento de cupons e pela variação do rendimento real caso o título não seja mantido até o vencimento. Estes títulos sofreram devido ao seu componente de duração, mas acreditamos que um rendimento real acima de 2% oferece um rendimento atraente para investidores de médio prazo, um bom carregamento e proteção em caso de crescimento inferior ao esperado, ou de inflação mais elevada.



A IA
PODERÁ SER
O PRINCIPAL
FATOR
de inflação?



MAIOR RENDIMENTO DE TÍTULOS
resulta
EM RETORNOS ESPERADOS MAIS ELEVADOS
para carteiras balanceadas

Outro segmento do mercado de renda fixa que agrega valor é o mercado de crédito. Embora os *spreads* de crédito não sejam os maiores, oferecem uma proteção no mercado de grau de investimento em relação a títulos da dívida pública, uma menor correlação com ações e menor volatilidade.

NM: No entanto, uma inflação mais elevada poderá remodelar a alocação estratégica de ativos. Durante anos, muitos investidores investiram excessivamente em ativos de risco, pois era a única opção para obter retorno positivo em um ambiente caracterizado por taxas de juros zero. O fato da liquidez e títulos se tornarem novamente uma classe de ativos que paga um retorno que não só é positivo, como também potencialmente superior à inflação, poderá remodelar de forma duradoura a alocação de longo prazo dos investidores. Como mostra o Gráfico 2, os rendimentos mais elevados dos títulos de renda fixa aumentaram o retorno esperado de uma carteira com 60% de ações e 40% de títulos norte-americanos em quase 2% por ano. Assim, devemos ver os investidores institucionais, como os fundos de pensões e companhias de seguros, voltar ao investimento em ativos de renda fixa.

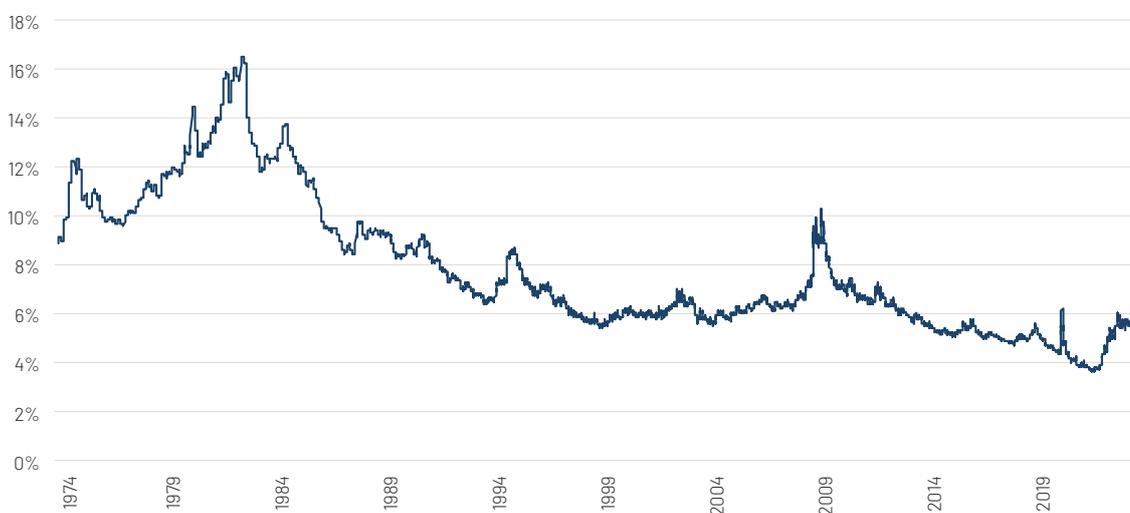
Outro fator favorável aos títulos de renda fixa é que estes deverão recuperar as características de *hedge* macroeconômico que perderam nos últimos anos. Primeiro, à medida que a inflação aumentava, os preços dos títulos e das ações caíam.

Porém, nos níveis atuais de rendimento, os títulos de renda fixa poderão constituir uma forte proteção contra uma desaceleração econômica ou uma recessão que obrigará os bancos centrais a baixar as taxas de juros.

OS INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS AINDA DESEMPENHARÃO UM PAPEL NA ALOCAÇÃO GLOBAL DE ATIVOS?

NM: A resposta curta é sim. Os investimentos alternativos, desde Private Equity a infraestrutura ou imobiliário, ainda trarão uma diversificação desejável, mas com vários impactos decorrentes de taxas de juros e inflação mais elevadas. Ainda que as taxas de juros mais elevadas tenham atualmente um impacto negativo na valorização do imobiliário, a infraestrutura poderá oferecer uma solução atraente para os investidores que procuram uma cobertura contra a inflação, já que os fluxos de caixa estão normalmente indexados à inflação. Além disso, o prêmio de liquidez que esses investimentos alternativos podem oferecer também poderá aumentar conforme alguns investidores voltem para soluções mais líquidas, principalmente devido aos rendimentos mais elevados dos títulos de renda fixa. A paciência é uma virtude: deverá existir oportunidades de investimento atraentes em todo o espectro de instrumentos alternativos para os investidores que podem esperar.

GRÁFICO 2: RETORNOS ESPERADOS DE LONGO PRAZO EM DÓLARES 60-40, %



Observação: Retorno esperado no próximo período de 10 anos em dólares americanos de uma carteira de títulos de 60% de ações e 40% de títulos de renda fixa. Retornos das ações avaliados por ganhos de rendimento de +2% do S&P 500 (como indicador da inflação de longo prazo) e retornos dos títulos avaliados pelo rendimento do índice Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD.

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income



Yasser TALBI
Fixed Income
Portfolio Manager



Alexander BELL
Fixed Income
Portfolio Manager

O mercado de renda fixa se mostrou volátil em 2023, com rendimentos mais elevados e *spreads* fechando. Em março, ocorreu uma crise bancária e ressurgiram os temores do colapso de 2008. A recessão nos Estados Unidos já estava sacramentada. Nenhum desses desfechos negativos se concretizou. Olhando para 2024, os rendimentos mais elevados amortecem o horizonte de investimento para o investidor de renda fixa. Taxas em queda e *spreads* moderados são presságio de desempenhos aceitáveis em 2024.

BANCOS CENTRAIS

O Aperto Quantitativo (QT, na sigla em inglês), veio para ficar nos Estados Unidos? O Banco Central Europeu (BCE) pode se dar ao luxo de reduzir seu balanço?

O Federal Reserve (Fed) administra tanto o custo do dinheiro quanto uma parte da liquidez do sistema financeiro. O ritmo de redução, ou QT, do seu balanço, leva em consideração a quantidade de *Reverse Repo* (acordos de recompra reversa). De acordo com um artigo de pesquisa⁴ publicado pelo Fed de Richmond, serão necessários dois anos para normalizar o balanço do Fed. Portanto, o QT veio para ficar, mas há muitas opções ao seu lado para suavizar as condições financeiras, se necessário.

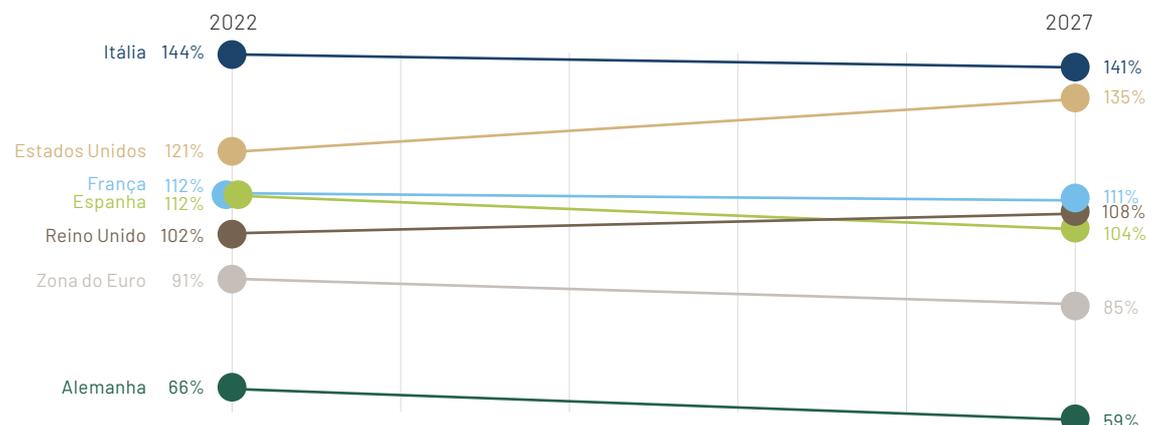
Quanto ao “*Fed Funds target rate*”, a instituição pretende manter taxas de juros reais positivas ao longo da curva. Automaticamente, se a inflação de base cair ainda mais, taxas de juros de curto prazo mais baixas virão na sequência, já que é pouco provável que o Fed mantenha a taxa de juros real acima de 2%, implicando três ou quatro cortes em

2024. No entanto, qualquer ciclo de corte duradouro dependerá do eventual surgimento de uma recessão.

Na Europa, o BCE enfrenta um dilema: por um lado, uma inflação em desaceleração, mas ainda acima da meta de 2%, e, por outro lado, um crescimento fraco com alguns países perto da recessão. O nível da dívida pública (Gráfico 3) em vários países desempenha também um papel importante. A maioria de nós tem em mente a crise soberana do início da década de 2010, quando os coeficientes entre dívida e PIB acabaram por ficar abaixo dos níveis reais, exceto no caso da Grécia.

É certo que o BCE quer evitar a retórica do “risco de redenominação”⁵. A única ferramenta à sua disposição é seu balanço, ou Instrumento de Proteção de Transmissão (TPI, na sigla em inglês), sobre o qual ainda não foram divulgadas informações. A janela para reduzir as participações em ritmo acelerado está fechando.

GRÁFICO 3: DÍVIDA PÚBLICA, % DO PIB



Fontes: Amundi, Indosuez Wealth Management.

4 - Fed Balance Sheet Normalization and the Minimum Level of Ample Reserves: https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2023/eb_23-07

5 - A redenominação é a recalibração da moeda de um país, normalmente devido à hiperinflação e desvalorização da moeda, através do qual uma moeda antiga é trocada por uma nova, a uma taxa fixa.



Déficit federal dos Estados Unidos esperado em **1,8 TRILHÃO DE DÓLARES** em 2024

O ciclo de taxas de juros atingiu seu pico e pesou sobre a atividade econômica, já que a maior parte do financiamento é feita por meio dos canais bancários na Europa. A forte desinflação abre alguma margem para o BCE cortar as taxas de juros em 2024, mas os diferenciais da inflação entre os países, associados à incerteza sobre a função de reação do BCE nos levam a esperar um primeiro corte mais tarde em 2024. E isto contando com um cenário adverso de corte antecipado, muito mais em linha com o comportamento histórico dos bancos centrais!

TAXAS DE JUROS REAIS: FINALMENTE MAIS ALTAS

Mais uma vez, temos que fazer distinção entre a Europa e os Estados Unidos.

Na Europa, as perspectivas de crescimento estão muito abaixo de seu potencial. A elevada dívida total (pública e privada) e o agravamento do quadro demográfico pioram esta situação e, assim, as taxas de juros reais devem permanecer próximas de 0%.

Nos Estados Unidos, contudo, as taxas de juros reais permanecem dentro do potencial de crescimento a longo prazo (Gráfico 4). Desde a pandemia, muitos argumentaram que a taxa de juros neutra⁶ é superior aos últimos 15 anos devido ao impulso fiscal. A trajetória fiscal é sustentável? Em resumo, não. No entanto, apesar de não sermos especialistas políticos, dificilmente entreveremos que algum governo interrompa os gastos reais, especialmente durante um ano de eleições presidenciais.

E quanto à sustentabilidade da dívida? Certamente se tornará um debate acalorado, mas o aumento nas despesas com juros não afetará drasticamente o orçamento, já que dois terços das necessidades de refinanciamento do próximo ano já estão em letras do Tesouro, que pagam juros em torno de 5,4%.

IMPLICAÇÕES DE INVESTIMENTO

A curva de juros dos Estados Unidos está invertida desde meados de 2022, devido a um aperto agressivo por parte do Fed, e a um mercado faminto por duração, pois o Tesouro dos Estados Unidos refinanciava seu déficit com títulos. A normalização é um cenário central para 2024, já que as taxas de juros de curto prazo se beneficiarão do afrouxamento gradual da política do Fed, e as taxas de juros de longo prazo já estão no seu valor justo de longo prazo, conforme descrito acima.

Neste contexto, a inversão da curva, na ausência de recessão, é o único argumento para evitar investir integralmente nos mercados de renda fixa, especialmente na parte de longo prazo da curva. Do outro lado da moeda, taxas de juros reais amplamente positivas, com potencial para ganhos de capital em uma economia enfraquecida, dão sustentação à manutenção ou ao aumento de investimentos nesta classe de ativos. Os títulos indexados à inflação nos Estados Unidos também se mostram um argumento convincente para os investidores de médio prazo.

GRÁFICO 4: RENDIMENTO REAL DOS EUA EM 5 ANOS, %



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

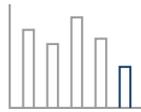
6 - A taxa de juros neutra é a taxa de juros de curto prazo que prevaleceria quando a economia estivesse em pleno emprego e com uma inflação estável: a taxa de juros na qual a política monetária não é nem contracionista nem expansionista.



CRÉDITO

2023 foi um bom ano para os mercados de crédito, com retornos excedentes positivos em todos os setores. Chegou a superar o desempenho das ações em uma base ajustada ao risco.

Olhamos para 2024 com uma visão semelhante à de 2023: positiva em relação aos emissores de qualidade alta, já que os investidores investem mais em renda fixa graças às taxas de juros mais elevadas. Apesar de uma ligeira deterioração nos fundamentos e nas classificações, ainda prevemos alguma compressão dos *spreads* no crédito de qualidade alta. Porém, nem tanto no mercado de alto rendimento, embora os calotes permaneçam controlados.



Menos emissões esperadas em 2024

O crédito “grau de investimento” está no ponto ideal, já que uma onda gradual de refinanciamento da dívida irá pesar sobre os segmentos mais fracos e mais cíclicos do mercado de alto rendimento. Os *spreads* poderão variar um pouco mais devido aos riscos de recessão, mas isso será mais do que compensado por um forte carregamento, menor volatilidade dos títulos da dívida pública e rendimentos mais baixos. A oferta líquida será muito baixa (11 bilhões de euros, de acordo com as previsões da JP Morgan), uma vez que os emissores têm necessidades limitadas de novos financiamentos. O mercado de alto rendimento surpreendeu positivamente em 2023 e os retornos em 2024 deverão permanecer saudáveis, graças a um carregamento elevado, ao passo que os calotes permanecerão dentro de seus patamares históricos. Os *spreads* irão precificar mais risco de recessão, mas os preços baixos limitam o risco para os balanços bem administrados deste segmento mais arriscado.

A classe de ativos oferece carteiras diversificadas com alto carregamento, retornos esperados elevados e investimentos descorrelacionados graças a rendimentos mais elevados. Portanto, este é um item essencial em uma carteira global balanceada.

MERCADOS EMERGENTES: NÃO É APENAS UMA HISTÓRIA DA CHINA?

Depois de uma década de retornos realmente ruins, é possível se surpreender ao saber que um dos mercados de renda fixa com melhor desempenho desde o início do ciclo de alta do Fed tem sido a dívida em moeda local dos mercados emergentes (+8,6% desde 17.03.2022)⁷. Aplausos especiais vão para os títulos locais denominados em reais brasileiros e em pesos mexicanos, que proporcionaram, respectivamente, retornos de +28% e +27%. Este desempenho superior é ainda mais

impressionante quando se considera que o rendimento dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos de 10 anos subiu de 2,2% para 4,6%, e o crédito com grau de investimento do país teve perdas de quase 10% durante o mesmo período.

O que mudou? Em poucas palavras: credibilidade e diferencial de juros importam. Desta vez, a maioria dos bancos centrais dos mercados emergentes começou a aumentar as taxas de juros muito antes dos bancos centrais dos mercados desenvolvidos, para combater a inflação. No Brasil, por exemplo, o banco central aumentou de 2%, em 2020, para 13,75% no início de 2023, e o México aumentou de 4% para 11,25%. Adicione algumas melhorias na balança de pagamentos, além de um boom de investimento em partes da América Latina, resultante do “*near-shoring*” das cadeias de suprimentos dos Estados Unidos, e teremos a receita para uma forte recuperação na classe de ativos.

A questão crucial é: esta dinâmica pode continuar? Sobre isso, buscamos apresentar um quadro mais equilibrado. Por um lado, os ciclos de redução das taxas de juros já começaram em várias economias dos mercados emergentes, e o diferencial das taxas de juros em relação ao dólar norte-americano diminuiu desde suas máximas. Os títulos de renda fixa locais da Ásia, em particular, oferecem pouco prêmio em relação aos mercados desenvolvidos, e estão claramente mais expostos à desaceleração da economia chinesa. Por outro lado, se acabarmos em um mundo com um crescimento nominal mais elevado nos Estados Unidos, então vale a pena olhar mais de perto alguns mercados monetários locais na América Latina – especialmente aqueles com bancos centrais ortodoxos que ainda oferecem rendimentos reais⁸ superiores a 5%, como o Brasil, o México e a Colômbia. Além disso, as valorizações esticadas do dólar norte-americano, combinadas com déficits fiscais historicamente elevados, fora de uma recessão, também poderão proporcionar algum otimismo aos investidores dos mercados emergentes.

Também encontramos oportunidades seletivas em títulos corporativos de mercados emergentes em moeda forte nos maiores países emergentes, como o Brasil, México, a Colômbia, Chile, a Indonésia e a Índia. Particularmente, procuramos as “joias ocultas” – empresas que são dominantes nos seus respectivos mercados com estruturas de capital sólidas. Estas são empresas que teriam uma classificação mais elevada em vários níveis se estivessem domiciliadas em mercados desenvolvidos e pagassem um elevado prêmio de rendimento devido ao seu código postal.

7 - JP Morgan GBI-EM Diversified Unhedged - Índice JGENDVUL.

8 - Rendimento real = taxa do banco central menos a inflação prevista.



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura Corrieras
Equity Portfolio Manager

A economia evoluiu de forma inesperada e incomum em 2023. Apesar do aumento significativo de 525 pontos base⁹ das taxas de juros do Federal Reserve (Fed) desde março de 2022 em resposta ao aumento da inflação, o Produto Interno Bruto (PIB) dos Estados Unidos demonstrou uma resiliência sólida, e os mercados de ações registraram um desempenho positivo no geral. No entanto, a inflação acima de 3% com taxas de juros em alta não é algo historicamente positivo para as ações.

Por que e como os mercados de ações podem se beneficiar de um novo regime de maior crescimento/inflação?

MERCADOS DE AÇÕES

Podemos afirmar de forma justa que os atuais níveis elevados de inflação e crescimento são atribuídos, em parte, a medidas de estímulo anteriores, e à recuperação da pandemia. No entanto, isto também reflete mudanças estruturais na economia. Estão em jogo duas forças antagônicas: as pressões inflacionárias sustentadas pela transição energética e as tendências de desglobalização, de um lado, e as pressões deflacionárias do boom das despesas de capital (CapEx) e o desenvolvimento da IA no longo prazo, de outro.

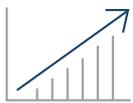
Este choque poderá sustentar o crescimento econômico de forma cíclica e sugere também um possível ponto de inflexão no sentido de um ambiente mais reflacionário do que o que temos visto desde a crise financeira. Este ambiente é positivo para as ações desde que a inflação permaneça sob controle (o melhor cenário para as ações é uma inflação entre 2% e 3%).

No entanto, este cenário também implica que a taxa de juros neutra poderá ser mais elevada do que no passado. O resultado é que os investidores serão mais seletivos na escolha de ações e deverão favorecer os futuros líderes destas tendências seculares de longo prazo que moldarão a próxima década.

QUEM SERÃO OS FUTUROS VENCEDORES DESTAS MEGATENDÊNCIAS?

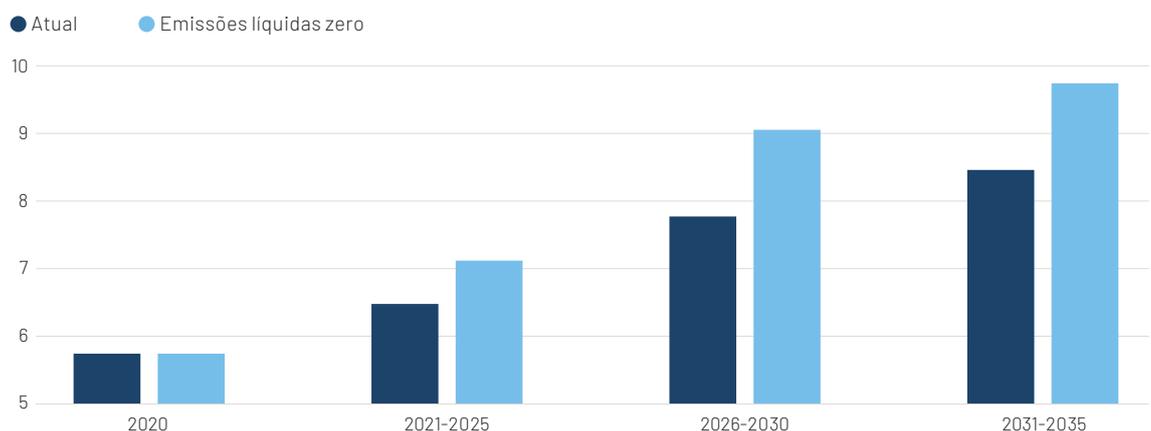
TRANSIÇÃO ENERGÉTICA VERDE

A transição energética necessita de 17 trilhões de dólares adicionais em investimentos globais até 2035 (Gráfico 5) para cumprir os requisitos de emissões líquidas zero do Acordo de Paris para 2050. Isto poderá impulsionar o PIB e, provavelmente, elevar a inflação antes de quaisquer benefícios de produtividade.



Mais
17 TRILHÕES
DE DÓLARES
de investimentos
globais até 2035

GRÁFICO 5: INVESTIMENTO GLOBAL ESTIMADO NECESSÁRIO PARA ATINGIR AS METAS, TRILHÕES DE DÓLARES



Fontes: McKinsey, Indosuez Wealth Management.

⁹ - As taxas dos fundos federais saltaram de 0,25% em março de 2022 para 5,5% em novembro de 2023.



Embora a tendência de longo prazo neste setor seja inegável, o cenário de curto prazo apresenta desafios, dado o nível das taxas de juros. Todo o setor enfrenta receios quanto às necessidades de financiamento e os retornos dos projetos parecem menos atrativos, resultando na realização de lucros por parte dos agentes das energias renováveis.

No entanto, estamos provavelmente perto do vale, com um excesso de saídas. As valorizações estão agora mais racionais e muitos planos governamentais, como a Lei de Redução da Inflação (IRA, na sigla em inglês) nos Estados Unidos, dão apoio ao crescimento a longo prazo das energias renováveis. Apesar das adversidades de curto prazo, continuamos positivos quanto à transição para uma economia de baixo carbono. Se as taxas de juros caírem em 2024, esta será uma boa oportunidade para aumentar a exposição em subsegmentos-chave, como energias renováveis e alternativas, eficiência de recursos, veículos elétricos ou tecnologia limpa.

7

OS "SETE FANTÁSTICOS": Imunidade ao aumento das taxas de juros

SEGURANÇA E DESGLOBALIZAÇÃO

Um mundo multipolar exige gastos para diminuir o risco de acesso a recursos críticos e garantir a cadeia de suprimentos.

As consequências da crise da COVID-19 e das incertezas geopolíticas estimularam iniciativas de *reshoring*, *nearshoring* e desglobalização. À medida que o contexto geopolítico se torna mais tenso (Ucrânia-Rússia, EUA-China, Oriente Médio), é provável que os países aumentem suas despesas militares.

Estas iniciativas, aliadas a investimentos significativos e planos de redução de impostos, podem ter efeitos inflacionários no curto prazo. Nos Estados Unidos, por exemplo, o CHIPS Act¹⁰ foi aprovado para apoiar a produção de semicondutores através de uma verba de 52,7 bilhões de dólares para empresas que transferissem a produção ou fizessem pedidos de fabricantes norte-americanas.

Esta tendência de desglobalização pode ser observada em todos os setores, desde a assistência à saúde (repatriamento da produção de certos medicamentos) até ao aeroespacial e defesa (a soberania industrial está em jogo). Por conseguinte, vários setores poderão se beneficiar significativamente destes investimentos estratégicos, particularmente nos setores da indústria e da

produção, abrangendo áreas como serviços de pesquisa e consultoria, equipamentos eletrônicos ou segurança cibernética, entre outros.

INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL (IA)

A convergência de fatores, como uma oferta de mão de obra limitada e uma década de investimentos insuficientes, exige que as empresas aumentem seus investimentos, especialmente em tecnologia.

A corrida pela IA começou!

De acordo com alguns estudos, aproximadamente dois terços dos empregos existentes estão expostos a algum grau de automatização da IA, e a IA generativa poderá substituir até um quarto da mão de obra atual. Os potenciais ganhos de produtividade e os impactos no mercado de trabalho são enormes!

A PricewaterhouseCoopers estima que, até 2030, a IA aumentará o PIB em 26,1% na China e 14,5% na América do Norte, representando quase 70% do impacto global.

Todos nós conhecemos os maiores agentes da IA, os "Sete Fantásticos"¹¹: Microsoft, Alphabet, e os líderes Amazon, em computação em nuvem, Nvidia, em unidades de processamento gráfico (GPUs), ou Meta, por seu banco de dados.

Esta situação é particularmente vantajosa para empresas *Growth* em geral, por terem reservas de caixa substanciais (Gráfico 6, página 19) que geram mais receitas de juros devido a rendimentos mais elevados. Assim, podem investir em pesquisa e desenvolvimento (P&D) de forma a permanecerem à frente da concorrência sem necessidade de financiamento.

Elas são imunes ao aumento das taxas de juros e são vencedoras em todos os sentidos.

Existem também muitos outros agentes essenciais para a cadeia de IA ou que irão transformar radicalmente suas áreas de negócio. Intuitivamente, a IA generativa beneficiará o setor de tecnologia da informação e especialmente as empresas de software e semicondutores, mas há muitas oportunidades de transformação para FinTech, ciências da vida, robotização e conduzir à próxima geração de comunicação e transporte (especificamente carros autônomos com o super-computador Dojo da Tesla, por exemplo).

10 - CHIPS Act é uma lei federal dos Estados Unidos que fornece financiamento e incentivos para aumentar a produção e pesquisa doméstica de semicondutores.
11 - Os "Sete Fantásticos": Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla e Nvidia.



CONSEQUÊNCIAS PARA AS AÇÕES

Provavelmente estamos entrando agora em um novo ciclo. Algumas megatendências estruturais, e a mudança na combinação de políticas, exigem grandes investimentos, impulsionando o crescimento estruturalmente e dando sustentação aos níveis de inflação.

Este cenário provavelmente poderá beneficiar as empresas dos Estados Unidos. Em primeiro lugar, os principais agentes da IA estão principalmente nos Estados Unidos, o que deverá continuar a impulsionar o crescimento dos lucros nos próximos anos (o crescimento dos lucros por ação dos “Sete Fantásticos” em 2024 está previsto em +21 %, o dobro do S&P 500). Além disso, a maioria das empresas *Growth* são ricas em liquidez, e quanto mais tempo as taxas de refinanciamento permanecerem em patamares elevados, maior será sua capacidade de geração de dinheiro. E, contra-intuitivamente, um ambiente de taxas de juros elevadas favorece as ações *Growth*, que têm melhores classificações de crédito e níveis de dívida mais baixos do que as cíclicas.

Na Europa, as ações estão muito atraentes em termos de valorização e continuam a ser negociadas com um desconto recorde em relação às ações dos Estados Unidos. A zona do euro é uma jogada *Value* de ciclo global, com um viés cíclico, e poderá apresentar um desempenho superior em 2024 se identificarmos um ponto de inflexão nos indicadores avançados de crescimento, como o Índice de Gestores de Compras (PMI). Dentro do estilo *Value*, o segmento de energia também funciona como uma proteção em caso de deterioração do ambiente geopolítico e de ressurgimento da inflação.

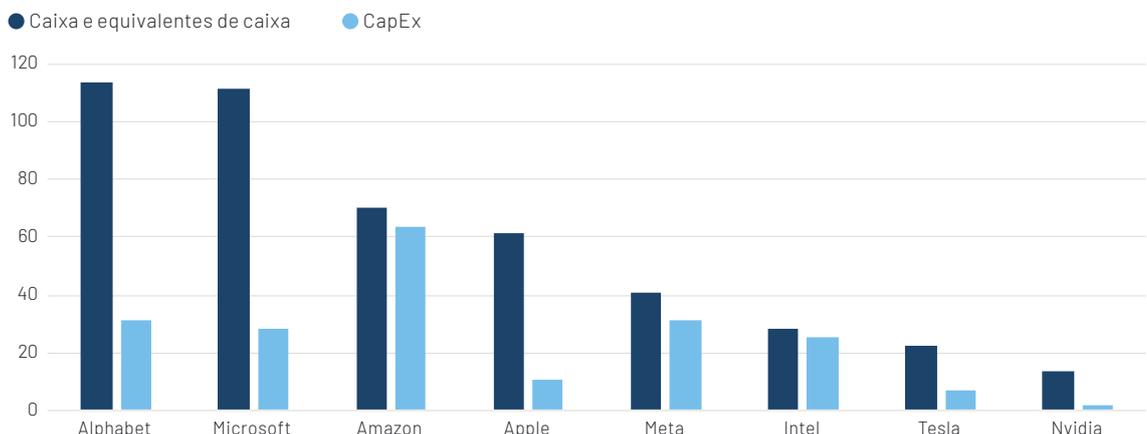
Quanto à China, as perspectivas de médio prazo estão mais equilibradas. As preocupações ainda são significativas, persistindo a falta de confiança por parte do setor privado, a demanda interna insuficiente e a tensão no setor imobiliário. Contudo, as autoridades chinesas aceleraram recentemente as medidas de estímulo (afrouxamento monetário e apoio ao setor imobiliário), o que poderá aumentar a confiança dos consumidores e dar sustentação à economia. Dessa forma, continuamos positivos em relação aos setores da “economia de plataforma” e dos veículos elétricos na China, que parecem atrativos neste momento.

Preferimos uma abordagem mais ampla aos mercados emergentes, em vez de um forte foco na China.

A Ásia, excluindo a China, parece atraente para 2024, dado os riscos que ressurgem nos Estados Unidos (inflação mais baixa) e um dólar norte-americano mais fraco, o que deverá ser positivo para os mercados asiáticos. Os líderes tecnológicos de Taiwan e da Coreia do Sul são essenciais para a cadeia de suprimentos global de IA. A procura interna e as infraestruturas na Índia aparecem como temáticas atraentes, bem como uma crescente classe média e população jovem na região ASEAN (sigla em inglês para Associação das Nações do Sudeste Asiático). A Ásia continua a ser uma área de elevado crescimento econômico, com valorizações descontadas.

Por último, um cenário de crescimento sustentado com inflação limitada é positivo para as ações. O boom do investimento e as tendências seculares deverão sustentar o crescimento dos lucros ao longo da próxima década, e os nossos especialistas poderão identificar os futuros vencedores desta década de transformação.

GRÁFICO 6: LIQUIDEZ E CAPEX DE MEGA CAPITALIZAÇÕES DOS EUA, BILHÕES DE DÓLARES



Nota: A Alphabet tem mais de 110 bilhões de dólares em caixa líquido (é mais do que a capitalização de mercado da SANOFI), que gerou mais de 3,4 bilhões de dólares em receitas de juros no ano passado, e poderá gerar mais retornos em 2023 e além.

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



OS DESAFIANTES DO DÓLAR SÃO ESPERADOS NA ARENA



Muriel ABOUD SCHIRMANN
Head of Active Advisory



Maxime GARCIA
Investment Strategist

O ano de 2023 foi marcado pela resiliência do dólar e pelo desempenho superior do franco suíço, sendo este último o porto seguro “por excelência”, e já o euro continuou sua tímida recuperação. Em 2024, um pouso suave, associado a um regime de inflação estruturalmente mais elevado, poderá muito bem redesenhar os contornos dos mercados de câmbio.

DÓLAR

O rei dólar pode se curvar, mas não quebrará

No que diz respeito ao dólar, a história nos ensinou que as fases iniciais de um ambiente reflacionário, se acompanhadas por uma recuperação econômica forte e robusta, conduzem a uma valorização do dólar. Esta foi a história de 2022. Em 2023, a economia norte-americana continuou a surpreender por sua resiliência, levando os investidores a reduzirem suas expectativas quanto ao fim do ciclo de aperto do Federal Reserve (Fed), dando assim sustentação ao dólar. Observamos também que, a longo prazo, quando a inflação é bem administrada pelo Fed em períodos de reflação (e acreditamos que seja o caso), o impacto sobre o dólar é relativamente neutro. Na verdade, estamos menos pessimistas em relação à moeda de reserva mundial, e não prevemos uma depreciação acentuada no primeiro semestre do ano, uma vez que um pouso suave levará, mais uma vez, os investidores a adiar suas expectativas otimistas de redução das taxas de juros, dando novamente sustentação à moeda. No entanto, ainda esperamos que o Fed corte as taxas de juros no segundo semestre de 2024 e, à medida que a economia global se prepara para um pouso suave, o apetite pelo dólar na condição de porto seguro de alto rendimento poderá diminuir em favor de moedas com beta mais elevado, e mais arriscadas, na segunda parte do ano. Consequentemente, não ficaríamos surpresos em ver uma ligeira desvalorização ao longo do ano.

EURO

Mais força pela frente?

Este desempenho superior da economia norte-americana até 2023, e o mantra “mais alta por mais tempo” pesaram sobre o euro. No entanto, acreditamos que a economia europeia se recuperará do choque energético e reconquistará um melhor equilíbrio com o resto do mundo, com nosso cenário de crescimento alinhado ao consenso do mercado, o que deverá lentamente apoiar a recuperação da moeda. Também não concordamos com o cenário do mercado que prevê cortes de 100 pontos base em 2024. Este deverá ser um fator positivo que impulsionará o euro durante 2024. Ainda assim, não negamos que certos riscos persistem. Particularmente, se a dinâmica macroeconômica não conseguir atender às expectativas, o apetite dos investidores pela moeda única permanecerá fraco.

OURO

Compre na baixa

Um ambiente de inflação mais elevada pode ser positivo para o ouro, já que os investidores procuram preservar sua riqueza e proteger seu poder de compra. No entanto, o custo de oportunidade de manter o metal amarelo, que é um ativo sem rendimento, é afetado pelo aumento das taxas de juros reais. Como resultado, o potencial de valorização do ouro é limitado, pelo menos até os principais bancos centrais começarem a normalizar o ritmo de suas políticas monetárias e as taxas de juros reais começarem a cair. Contudo, o conflito no Oriente Médio nos lembra do apelo que o ouro tem na sua condição de porto seguro.



Além disso, a demanda dos bancos centrais pela diversificação de reservas cambiais deverá continuar a ser um fator de sustentação: nos primeiros 9 meses de 2023, eles compraram 800 toneladas de ouro (Gráfico 7), +14% em base anual (fonte: Relatório do Conselho Mundial do Ouro).

FRANCO SUÍÇO

Entre piso e teto

O franco suíço continua a ser um hedge atraente, já que poderá apresentar um desempenho superior se os riscos macroeconômicos e geopolíticos se materializarem. Também se beneficia da vontade do Banco Nacional Suíço (SNB, na sigla em alemão) de intervir no mercado cambial, com um banco central reduzindo suas reservas cambiais em dólares e euros, o que representa um teto para o preço do par euro/franco suíço. No entanto, sua valorização ante o euro e ao dólar está próxima das máximas históricas, o que limita um pouco seu potencial de valorização. Notamos também que a moeda tem atualmente um diferencial de juros negativo, que atua como um piso ante o euro e o dólar, pelo menos até o Banco Central Europeu (BCE) e o Fed reduzirem suas taxas de juros. Finalmente, o apetite pelo franco suíço como ativo de porto seguro poderá muito bem diminuir se realmente evitarmos uma recessão na zona do euro, o que se alinha ao nosso cenário. Este argumento é também reforçado por nossa análise de episódios reflacionários passados, em que o iene e o franco suíço tendem a registrar um desempenho inferior, na medida em que os fluxos de investimento são direcionados para regiões com melhores perspectivas de crescimento e taxas de juros mais altas.

IENE JAPONÊS

Nenhuma grande mudança esperada

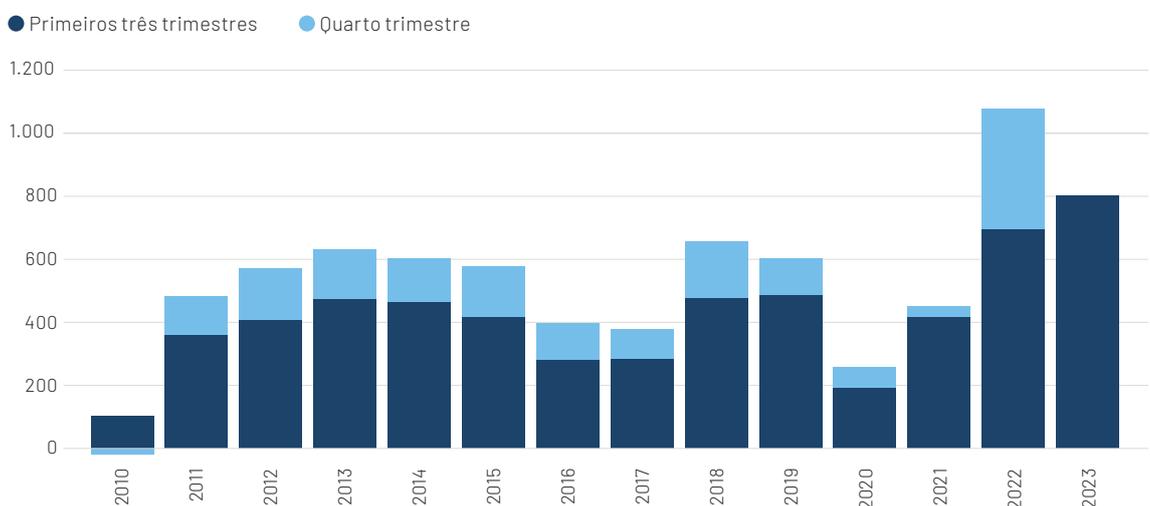
O iene continua a ser penalizado por seu juro baixo em relação a outras grandes economias. De um lado, uma intervenção do Banco do Japão poderá muito bem já estar nos planos, pois continuamos a nos aproximar de mínimas históricas. Do outro, com a redução de impostos do governo destinada a tirar completamente o Japão da deflação, que entra em vigor em junho de 2024, o Banco do Japão provavelmente não alterará suas políticas com base na premissa de que a economia já saiu da deflação antecipadamente. Assim, esperamos mudanças menores e graduais na política monetária do Banco do Japão. Embora os episódios reflacionários sejam geralmente desfavoráveis para o iene, um nível próximo das mínimas históricas e um diferencial de juros que irá diminuir gradualmente à medida que o Fed normaliza a sua política poderão dar sustentação ao iene, especialmente durante o segundo semestre de 2024.

DÓLAR AUSTRALIANO

O ciclo econômico da China é menos importante

Em última análise, o ambiente reflacionário tende a beneficiar os principais exportadores de *commodities*, como o dólar australiano, já que os preços mais elevados das *commodities* impulsionam as balanças comerciais e o desempenho econômico. Observamos também que a Austrália será um país importante na transição energética global, devido a suas grandes reservas metálicas. Consequentemente, a inflação verde deverá ser um motor positivo para o dólar australiano.

GRÁFICO 7: BANCOS CENTRAIS TÊM OUTRO ANO COLOSSAL DE COMPRA DE OURO, TONELADAS



Fontes: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Indosuez Wealth Management.



Fabrice DE SOUSA
Portfólio Manager

Para os consumidores, economistas e investidores, a inflação tem sido uma preocupação central nos últimos anos. Todos sabemos que as políticas monetárias ou os choques de oferta e demanda a afetam. A transição climática e energética, como resposta crucial às alterações climáticas, remodela a economia global e a cria um novo fenômeno: a inflação verde.

A transição dos combustíveis fósseis para uma energia mais sustentável está contribuindo para a inflação? E quanto ao custo da inflação? O impacto do aumento das taxas de juros levanta dúvidas sobre as oportunidades de investimento associadas a esta transição energética?



NOVOS
PADRÕES
ambientais exigem
INVESTIMENTOS
SUBSTANCIAIS

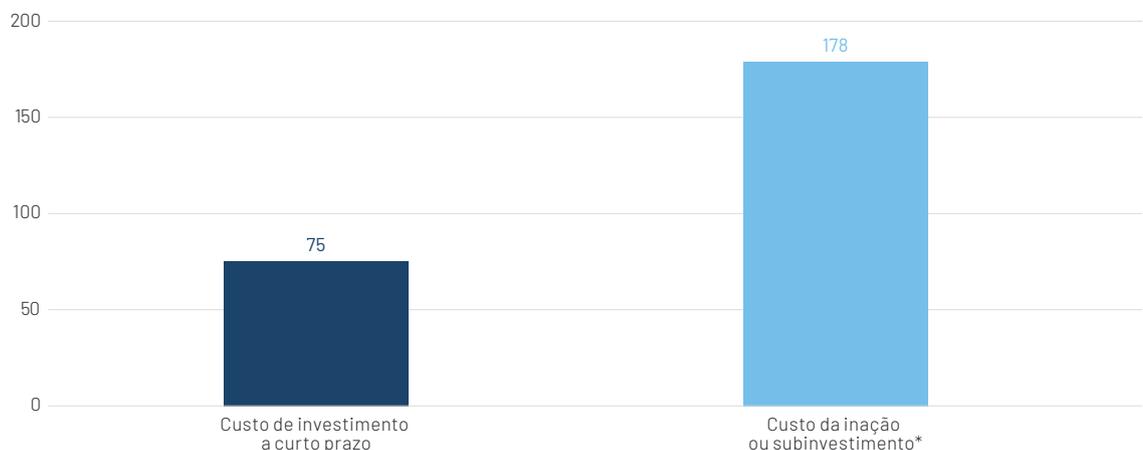
INFLAÇÃO E TRANSIÇÃO ENERGÉTICA

A transição energética envolve uma mudança de combustíveis fósseis para fontes de energia mais limpas e renováveis, bem como práticas de produção mais sustentáveis. Esta mudança exige investimentos substanciais em novas tecnologias e infraestruturas para modernizar e adaptar as existentes aos novos padrões ambientais. Por exemplo, os avanços relacionados com a transição energética por meio do desenvolvimento de parques eólicos, centrais solares ou redes inteligentes, exigem investimentos significativos, aumentando os custos de produção nestes setores. Isto aumentará automaticamente os custos das energias renováveis no curto prazo.

A quantidade de capital necessário para desenvolver energias renováveis aumenta sua sensibilidade à volatilidade das taxas de juros (um fator crucial no cálculo da rentabilidade dos projetos), atrasando a adoção de tecnologias limpas e desacelerando o investimento na descarbonização. Além disso, as usinas elétricas existentes, que funcionam com combustíveis fósseis, têm anos de vida pela frente. Desativar antecipadamente estas centrais elétricas em prol da transição energética poderá resultar em uma perda global estimada em 1,4 trilhão de dólares, com impacto direto nas contas de energia dos consumidores.

Além disso, a crescente demanda por tecnologias verdes exerce pressão sobre as matérias-primas, como os metais raros utilizados em baterias ou painéis solares, o que gera uma alta volatilidade dos preços.

GRÁFICO 8: CUSTOS ESTIMADOS DAS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS NÃO MITIGADAS ENTRE 2023-2070, TRILHÕES DE DÓLARES



* Valor estimado dos custos globais dos efeitos das alterações climáticas, como calor extremo, desastres climáticos e aumento do nível do mar em todos os setores.

Fontes: BofA Global Research, Deloitte: Wood Mackenzie, Indosuez Wealth Management.



**47%
MAIS**
projetos solares
e eólicos
em 2023

A INAÇÃO É UMA OPÇÃO?

Diante destas necessidades colossais de financiamento para garantir a transição energética e seus impactos nos preços e, por conseguinte, na inflação, a questão que se coloca de imediato é: “E se não fizermos nada?” Segundo alguns estudos, o custo da inação climática até 2070, especialmente devido ao aumento dos desastres naturais, será duas vezes superior aos investimentos necessários para fazer a transição para a neutralidade de carbono até 2050 (Gráfico 8, página 22).

A TRANSIÇÃO ENERGÉTICA OFERECE OPORTUNIDADES

Apesar do anúncio de planos de investimento muito ambiciosos, como o Pacto Ecológico Europeu¹² e a Lei de Redução da Inflação (IRA) nos Estados Unidos, as empresas ligadas às energias renováveis registraram retornos caóticos nas bolsas de valores no segundo semestre de 2023, afetadas especialmente pelo aumento das taxas de juros. Isto significa que esta temática de investimento já não oferece oportunidades?

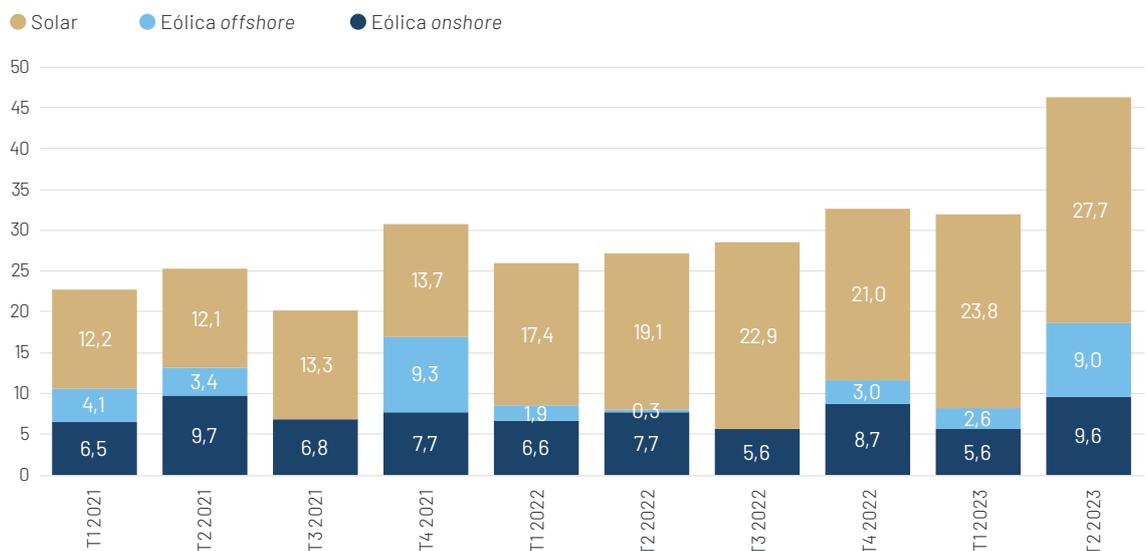
A resposta é claramente não.

Apesar destes desafios, a transição climática e energética não é uma opção. É crucial reduzir as emissões de gases com efeito de estufa e promover a sustentabilidade. Além disso, num mundo assolado por tensões geopolíticas, a independência energética está se tornando uma questão de segurança nacional.

No primeiro semestre de 2023, os investimentos em novos projetos solares e eólicos na Europa, Oriente Médio e África (Gráfico 9) atingiram 78 bilhões de dólares, ou seja, 47% acima do mesmo período do ano passado. Os principais mobilizadores deste crescimento impressionante são o desenvolvimento contínuo de projetos solares na região, especialmente em Espanha, e de centrais eólicas *onshore*.

Se as taxas de crescimento das energias renováveis são impressionantes na Europa, o são ainda mais na China. Se compararmos os primeiros seis meses de 2023 com o primeiro semestre de 2022, o ritmo de instalações na China mais que duplicou. De acordo com estimativas da BloombergNEF, 413 GW de nova capacidade de energia solar deverão ser instalados em todo o mundo em 2023, em grande parte graças à China, que em si só é responsável por mais do que o resto do mundo (58% da nova capacidade).

GRÁFICO 9: INVESTIMENTOS ESTIMADOS EM NOVOS PROJETOS SOLARES E EÓLICOS NA REGIÃO EMEA, BILHÕES DE DÓLARES



Nota: O gráfico inclui valores divulgados e não divulgados. São usados multiplicadores para estimar o valor de transações capturadas em nosso banco de dados de financiamento de ativos, mas cujo valor monetário não é divulgado. É estimado usando médias recentes ou valores de CapEx dentro da ferramenta do quadro Custo Nivelado de Eletricidade. EMEA significa Europa, Médio Oriente e África.

Fontes: BloombergNEF, Indosuez Wealth Management.

¹² - O principal objetivo do Pacto Ecológico Europeu é a neutralidade climática até 2050 (descarbonizar seu sistema energético, visando alcançar "emissões líquidas zero de gases com efeito de estufa até 2050").



Como mencionado acima, os aumentos de custos, as questões da cadeia de suprimentos, o aperto monetário e os aumentos das taxas de juros tiveram um impacto significativo no setor das energias renováveis. Para ilustrar, no final de outubro, o índice S&P Global Clean Energy tinha perdido -34% desde o início de 2023 (em dólares norte-americanos, retorno total). Hoje, as valorizações das empresas ligadas a esta temática voltaram a níveis atraentes, especialmente no início dos enormes planos de investimento que estão sendo implantados para financiar esta transição.

Além disso, o principal obstáculo a esta temática agora perde força. Os investidores desconsideraram em grande parte o impacto do aumento das taxas de juros nas valorizações das empresas de energia renovável. Ao longo de 2024, prevemos uma inflexão na política monetária dos Estados Unidos.

As valorizações que se tornaram novamente atraentes, os iminentes cortes nas taxas de juros e os investimentos substanciais para financiar a transição energética proporcionarão sustentação real à temática e oferecerão claramente oportunidades de investimento aos investidores. Abaixo estão algumas áreas a serem monitoradas (lista não exaustiva):

Energia renovável

As energias solar, eólica e hidrelétrica crescem rapidamente e estão no cerne da transição energética.

Armazenamento de energia

Os sistemas de armazenamento de energia, como as baterias, são um elo essencial na otimização dos benefícios das energias renováveis, que são intermitentes por natureza.

Transporte limpo

Os veículos elétricos e as soluções de mobilidade sustentável se expandem rapidamente. Os fabricantes de automóveis que se concentram em veículos elétricos e em infraestruturas de carregamento estão se beneficiando da eletrificação.

Eficiência energética

Reduzir o consumo de energia é uma prioridade. Esta transição para uma maior sobriedade passa necessariamente por empresas que oferecem soluções para melhorar a eficiência energética em edifícios e indústrias.

Tecnologias Ambientais

As empresas que desenvolvem tecnologias para a descarbonização, reciclagem e gestão da água também são possíveis candidatas a investimento.

CONCLUSÃO

A transição climática e energética pode conduzir a uma inflação verde no curto prazo, devido aos elevados custos iniciais. No entanto, os custos da inação seriam, a longo prazo, muito mais elevados do que os investimentos necessários a curto prazo para alcançar os objetivos de emissões líquidas zero. Além disso, a transição energética representa uma grande oportunidade para os investidores conscientes dos desafios e benefícios a longo prazo. Ao investir em empresas e setores relacionados com a transição climática, os investidores podem não só contribuir para o esforço global de combate às alterações climáticas, mas também beneficiar de potenciais retornos financeiros à medida que o mundo avança em direção a um futuro mais limpo e mais sustentável.



OS MERCADOS PRIVADOS ESTÃO ENTRANDO EM UM NOVO CICLO?



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets Investments



Matthieu ROUMAGNAC
Head of Real Assets Investments

Os mercados privados se tornaram uma classe de ativos própria, abrangendo investimentos em Private Equity, Crédito Privado, Imobiliário Privado e Infraestruturas Privadas. A democratização da classe de ativos e o aumento das taxas de juros remodelam o setor, ao mesmo tempo que confirmam que nem todos os gestores são criados iguais.



A CAPTAÇÃO DE RECURSOS EM 2023
deverá ter queda EM TORNO DE 20% COMPARADO A 2022

VOLUMES MAIS BAIXOS SUSTENTAM A FUGA PARA A QUALIDADE

Em 2023, a captação de recursos de Mercados Privados foi severamente afetada, após vários anos recordes (Gráfico 10) devido a uma redução das distribuições inerente a um mercado moderado de fusões e aquisições e uma atitude um tanto cautelosa dos investidores em relação à classe de ativos.

Desde o terceiro trimestre de 2022, houve uma queda acentuada nas distribuições retornadas aos investidores por fundos de Mercados Privados, com a diminuição do volume de transações de fusões e aquisições. Compradores e vendedores têm realmente lutado para chegar a acordos sobre preços, dado o aumento contínuo do custo do capital e a falta de visibilidade do ambiente macroeconômico. Tal como no período da COVID-19 em 2020, assistimos a uma fuga significativa para a qualidade, uma vez que apenas os melhores ativos mudaram de mãos.

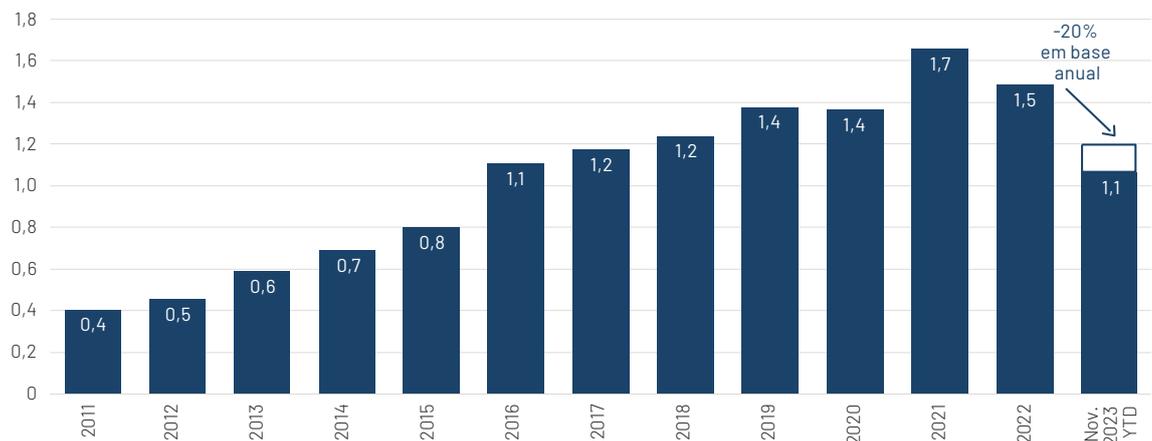
A TRANSFORMAÇÃO OPERACIONAL É NOVAMENTE O FOCO

2023 também foi um ponto de virada para os Mercados Privados, uma vez que a inflação persistente, e as taxas de juros mais altas durante mais tempo, estabeleceram as bases do que parece ser o “novo normal” no ambiente macroeconômico.

A longo prazo, acreditamos que este novo ambiente poderá beneficiar os investidores dos Mercados Privados, uma vez que irá diferenciar os gestores de investimento na sua capacidade de gerar valor através de melhorias operacionais e não através de engenharia financeira.

Dessa maneira, a seletividade é mais importante do que nunca na indústria dos Mercados Privados. Com os ativos privados enfrentando um número cada vez maior de desafios transformacionais, especialmente nas áreas digital e ambiental, estamos fortemente convencidos de que apenas os gestores com profundo envolvimento operacional continuarão a proporcionar retornos superiores.

GRÁFICO 10: CAPITAL CAPTADO EM MERCADOS PRIVADOS GLOBAIS, TRILHÕES DE DÓLARES



Fontes: Preqin Database novembro de 2023, Indosuez Wealth Management.



MERCADOS PRIVADOS, UM SETOR EM AMADURECIMENTO

Temos confiança de que os gestores de Mercados Privados mais experientes e sofisticados, com experiência operacional comprovada, irão se beneficiar desproporcionalmente do novo paradigma, concentrando o poder de captação de recursos, bem como o acesso privilegiado às transações. Em nossa opinião, uma equipe de investimento sólida já não é suficiente. Deverá agora ser complementada por recursos dedicados a apoiar as empresas da carteira na implantação de iniciativas operacionais para impulsionar a criação de valor.

Assim, no que poderá vir a ser um cenário em que o vencedor leva tudo, prevemos uma aceleração contínua na consolidação dos gestores de Mercados Privados. A aquisição de gestores por seus pares de maior dimensão já começou, com diversas transações importantes ocorridas em 2023. A tendência de consolidação está em sua fase inicial, à medida que a classe de ativos crescerá ainda mais, alimentada por novos tipos de investidores, incluindo pessoas físicas com elevado patrimônio líquido.

2024, UM NOVO CONJUNTO DE OPORTUNIDADES?

Do lado do Private Equity, vemos sinais animadores no mercado de fusões e aquisições, com o número de transações recuperando impulso no terceiro trimestre de 2023. Prevemos que as transações retornem gradualmente em 2024, sustentando uma recuperação no volume de distribuições aos investidores.

Acreditamos que a queda das valorizações de entrada poderá acelerar ao longo de 2024, já que as saídas excessivamente atrasadas terão de se materializar com os gestores de fundos sob pressão para devolver capital a seus LPs¹³.

Como tal, estamos convencidos de que os fundos de Private Equity terão o benefício em 2024 de preços de entrada atraentes naquele que acreditamos será um mercado de compradores.

Em nossa opinião, o grande reservatório de pequenas e médias empresas continuará a ser um segmento muito atraente, pois estas empresas são muitas vezes mais ágeis e oferecem uma grande diversidade de alavancas de criação de valor, ao mesmo tempo que são menos dependentes dos mercados financeiros para gerar uma saída.

Do lado do crédito privado, observamos uma forte aceleração dos capitais captados nos últimos 18 meses, impulsionada pelo aumento das taxas de juros.

13 - Uma sociedade limitada é uma forma de sociedade em que alguns dos sócios contribuem apenas financeiramente e são responsáveis apenas na medida do montante de dinheiro que investiram.



No entanto, os investidores terão de permanecer cautelosos e seletivos, pois acreditamos que as taxas de inadimplência poderão aumentar significativamente nos próximos dois anos devido ao aumento da pressão para cumprir os coeficientes de cobertura de juros.

Como complemento às estratégias de empréstimos diretos, acreditamos que o crédito em dificuldades (“*distressed*”) e as estratégias de capital estruturado serão formas atraentes de atuar no mercado de crédito privado, que deverá se beneficiar do ambiente atual.

Por último, no que diz respeito aos ativos de infraestruturas, espera-se que os investimentos se beneficiem ainda mais do déficit de financiamento mundial da transição energética e da digitalização da sociedade. Vemos a inflação sustentada como um claro impulsionador do desempenho nos próximos anos, particularmente no espaço dos ativos reais.

Após mais de quinze anos de taxas de juros baixas e inflação quase inexistente, os Mercados Privados estão entrando em um novo capítulo. À medida que a economia está em transformação, com desafios futuros muito além do impacto do custo mais elevado da dívida ou da inflação a longo prazo, o mesmo acontece com a indústria dos Mercados Privados. Aproveitando sua visão de longo prazo, longe da volatilidade dos mercados públicos, temos plena convicção de que esta classe de ativos possui as ferramentas para continuar a apresentar um desempenho superior.

DESTAQUE PARA O SETOR IMOBILIÁRIO

Quedas de valorização de 10% a 20%, em média, estão em jogo há mais de 12 meses, tendo impactado os volumes de investimento em cerca de 40% em 2023. Espera-se que o crescimento dos aluguéis vinculados à inflação em 2023 se estabilize em 2024. As condições de crédito mais restritivas e o aumento do custo da dívida está a acelerar a tendência descendente, que poderá continuar até meados de 2024, abrindo oportunidades atraentes para compradores oportunistas.

No entanto, alguns setores permaneceram resilientes e, em particular:

- Os hotéis e os “ativos operacionais” recuperaram totalmente face aos anos anteriores à pandemia e estão a ser impulsionados por um forte desequilíbrio entre a procura e a oferta na Europa.
- O varejo mostrou relativa resiliência e continuou a entregar retornos sólidos.
- O imobiliário de luxo teve pouco impacto do movimento das taxas de juro.

À medida que as taxas de juro parecem aproximar-se do seu pico, prevemos que os seguintes segmentos recuperem progressivamente e, em particular, a logística e os escritórios verdes de primeira linha em áreas CBD (Central Business District) com baixas taxas de vacância. Os ativos residenciais continuam a ser um investimento de longo prazo com fundamentos robustos.



04 | Macroeconomia



Lucas MERIC
Investment Strategist

Apesar dos temores de recessão que cercaram, por um tempo, 2023, este ano acabou sendo de resiliência para as economias desenvolvidas, ante o aperto drástico orquestrado pelos bancos centrais desde 2022. Numa nota muito positiva, esta resiliência foi acompanhada por uma forte desinflação, colocando a economia global no caminho para um provável pouso suave em 2024.

A ECONOMIA GLOBAL ESTÁ NO CAMINHO CERTO PARA UM POUSO SUAVE EM 2024

Isso pode ser explicado pela normalização dos principais desequilíbrios pós-pandemia que alimentaram a dinâmica de desinflação. Este reequilíbrio ocorreu particularmente em grande parte no mercado de bens, com uma melhoria acentuada nos prazos de entrega dos fornecedores, um ajuste no mercado de trabalho sem grande destruição de empregos, e uma normalização do componente habitacional nos Estados Unidos. Embora grande parte do movimento desinflacionário já tenha ocorrido, esperamos que continue em 2024. O nosso cenário é ilustrado especialmente pelas economias desenvolvidas, que deverão crescer abaixo de seu potencial, mas sem cair em recessão, e pela inflação nos Estados Unidos e na zona do euro, que terminará o ano ligeiramente acima das metas dos bancos centrais.

Nos Estados Unidos, esperamos que o crescimento desacelere no início do ano, antes de subir moderadamente para seu nível de crescimento potencial em 2025. Uma recessão foi evitada, graças principalmente à força do consumo norte-americano, que teve o apoio de ganhos contínuos de poder de compra, e de balanços financeiros mais sólidos do que antes da pandemia. Além disso, as famílias e as empresas conseguiram fixar taxas de juros muito atraentes antes dos primeiros aumentos de 2022, justificando taxas de juros efetivas relativamente baixas hoje (a taxa média de juros paga nas hipotecas é igual a 3,7%, enquanto a taxa de juros de novas hipotecas é de 7,9%). Além disso, nossas expectativas de cortes nas taxas de juros por parte do Federal Reserve a partir do semestre de 2024 deverão ajudar a mitigar os riscos de refinanciamento.



A INFLAÇÃO TERMINARÁ 2024

um pouco acima das metas dos bancos centrais





FORTES VENTOS CONTRÁRIOS

deverão ressurgir na zona do euro em 2024

Após 2023 ter sido um ano de crescimento fraco, porém resiliente, a zona do euro não deverá ficar atrás dos Estados Unidos em termos de crescimento em 2024 como no ano passado (Tabela 1). As famílias se beneficiarão de ganhos mais fortes no rendimento real, ao mesmo tempo que, ao contrário de seus pares norte-americanos, continuarão a se beneficiar de poupanças preventivas substanciais, o que poderá dar sustentação à dinâmica do consumo (Gráfico 11). Ao mesmo tempo, dois grandes fatores negativos deverão perder força em 2024: o peso do aperto monetário deverá diminuir a partir do primeiro semestre do ano, com o Banco Central Europeu (BCE) começando a aumentar as taxas de juros vários meses depois do Fed, enquanto a atividade industrial deverá se recuperar devido a um efeito menos adverso dos preços da energia, e uma recuperação do ciclo industrial mundial.

ÁSIA, TERRA DE CRESCIMENTO E DIVERGÊNCIAS

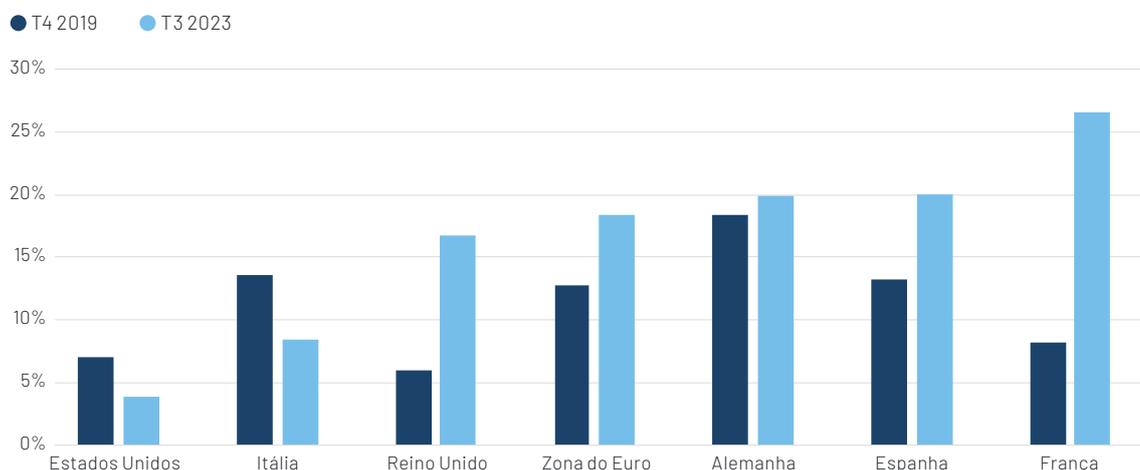
Quanto à China, o ano de 2023 foi decepcionante, apesar das promessas de reabertura no final de 2022, com a economia severamente penalizada pela desaceleração do mercado imobiliário. Em nossa opinião, os principais riscos de 2023 para o setor imobiliário e para os veículos financeiros do governo local continuam a ser muito reais, e deverão justificar a continuação de políticas econômicas acomodáticas para dar apoio ao crescimento. As autoridades têm margem de manobra suficiente, dada a baixa inflação e um nível de dívida pública central que está bem abaixo do dos países desenvolvidos. Seja como for, a economia chinesa ainda deverá crescer muito abaixo de seus padrões históricos, um símbolo de crescimento que não será mais impulsionado pela propriedade e pela construção, e que terá de enfrentar o desafio de uma demografia em declínio.

TABELA 1: PREVISÕES MACROECONÔMICAS 2023 - 2024, %

	PIB		INFLAÇÃO	
	2023	2024	2023	2024
EUA	2,3%	1,2%	4,2%	2,7%
Zona do euro	0,5%	0,7%	5,6%	2,9%
China	5,1%	4,5%	0,5%	1,8%
Japão	1,9%	1,1%	3,2%	2,0%
Índia	6,5%	6,0%	6,2%	5,9%
Brasil	2,6%	1,3%	4,8%	4,0%
Mundo	3,0%	2,7%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 11: A POUPANÇA ACUMULADA DESDE 2019 PODERÁ PROTEGER OS CONSUMIDORES DA ZONA DO EURO, TAXA DE POUPANÇA, %



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Por outro lado, a demografia positiva deverá impulsionar as perspectivas de crescimento a longo prazo na Índia, além da dinâmica de reformas, da sensibilidade reduzida a choques externos, dos potenciais fluxos de investimento direto, ao mesmo tempo em que o país dispõe de importantes reservas monetárias. No entanto, poderão surgir alguns desafios em 2024 devido às restrições do lado da oferta, e à incerteza política com eleições gerais no primeiro semestre do ano. 2024 deverá também ser mais favorável a outras economias asiáticas menores, como Coreia do Sul, Taiwan ou Vietnã, que deverão se beneficiar da recuperação do ciclo industrial global, da normalização contínua do turismo internacional, e da diversificação dos investimentos fora da China.

O Japão também poderá se destacar ao ampliar seu ajuste incremental da política monetária em resposta ao surgimento de um ambiente deflacionário. Em particular, economia japonesa poderá começar a avançar em 2024 mais no sentido de um crescimento orientado pelo consumo, devido, particularmente, a uma melhoria na dinâmica salarial e com o auxílio de uma política fiscal acomodatória. No entanto, o caminho para a redeflação na Terra do Sol Nascente é longo, e é pouco provável que se concretize já em 2024.

Os principais riscos para o nosso cenário de pouso suave em 2024 incluem:

- Um mundo cada vez mais polarizado, acompanhado por uma proliferação de riscos geopolíticos, como as guerras Russo-Ucraniana e Israel-Hamas, que poderão ter efeitos adversos importantes nos preços da energia, apresentando riscos significativos, especialmente para a Europa. A situação relativa às tensões entre a China, de um lado, e Estados Unidos/Taiwan, de outro, também deverá estar no centro das atenções. Todos estes riscos geopolíticos deverão ser exacerbados pelas eleições presidenciais nos Estados Unidos e pelo potencial regresso de Donald Trump.
- A dívida pública também será provavelmente uma questão importante, especialmente na Europa, onde poderá persistir um risco latente, particularmente no que diz respeito à questão da sustentabilidade da dívida italiana, em um ambiente de taxas de juros elevadas e de crescimento nominal mais baixo. Ao mesmo tempo, o aumento drástico da dívida norte-americana poderá se revelar um problema maior que irá além de 2024, que será um ano de eleições presidenciais e, portanto, é pouco provável que haja uma consolidação orçamentária significativa.



05 |

Alocação de ativos



Grégory STEINER, CFA
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

O ano de 2023, visto pelo consenso como o ano de uma desaceleração econômica acentuada nas economias avançadas, justificando o posicionamento cauteloso dos investidores no início do ano, e da volta da economia chinesa (em modo de reabertura) ao primeiro plano, acabou por oferecer sua parcela de surpresas aos estrategistas.

De uma perspectiva macroeconômica, isto resultou em uma surpreendente resiliência da economia global – especialmente nos Estados Unidos – forçando os bancos centrais a manter uma postura restritiva. Já nos mercados financeiros, a afirmação foi a de uma concentração extremamente alta do desempenho dos índices de bolsas de valores em alguns nomes específicos (ações de bens de luxo na Europa, no primeiro semestre do ano, e os “Sete Fantásticos” nos Estados Unidos). Finalmente, houve novos choques exógenos em 2023, mais acentuados do que nunca. Em especial, o aumento contínuo das taxas de juros de longo prazo serviu para recordar que “não existe almoço grátis”, como evidenciado pelas vulnerabilidades dos bancos regionais dos Estados Unidos, pelo impacto na rentabilidade de algumas empresas ambientais e pela atratividade dos bens físicos imobiliários em um ambiente de refinanciamento mais complicado e com mudanças sociais mais estruturais.

Em nossa opinião, os últimos trimestres representam mais um período de transição econômica, em que o papel da política fiscal aumentou, e é provável que ganhe força num mundo de normalização das taxas de juros, conduzida pelos bancos centrais e de retirada de liquidez global. Esta mudança de perspectiva faz parte de uma fase de transição mais ampla que começou no final da década de 2010, que engloba uma transição climática incorporando a necessidade de autossuficiência energética das nações, uma transição tecnológica com a progressiva generalização e difusão da Inteligência Artificial, acompanhada por ganhos de produtividade no longo prazo para as empresas e uma transição geopolítica com uma mudança no equilíbrio de poderes e tentações de autossuficiência (tema já mencionado no nosso Global Outlook 2023, ver [“Retorno das Fronteiras”](#)).

Para os investidores, é necessário se adaptar a este “novo normal” repensando a construção de carteiras diversificadas. Isto requer um melhor equilíbrio na utilização das classes de ativos disponíveis do que no passado. Na verdade, após os aumentos das taxas de juros globais, os mercados de renda fixa novamente se tornam particularmente atraentes (tanto títulos de dívida pública quanto privada). Eles complementam a variedade de ativos do gestor de carteira, juntamente com os mercados de ações, produtos estruturados e ativos reais, para oferecer riscos de perda de capital mais limitados do que no passado.

MERCADOS DE AÇÕES

- Estrategicamente, continuamos positivos quanto às ações em 2024. Apesar do fim da liquidez abundante, diversas fontes de crescimento deverão continuar a dar sustentação aos ativos de risco: um perfil de crescimento/inflação estruturalmente mais elevado do que na última década, geralmente favorável aos lucros das empresas, o retorno do progresso tecnológico, permitindo às empresas melhorar sua produtividade através de custos mais baixos e garantindo estabilidade das margens em níveis elevados, além do fim gradual das políticas de aperto monetário.
- Tendo isto em mente, acreditamos que as ações dos Estados Unidos estão bem posicionadas, especialmente aquelas com fundamentos econômicos sólidos e fluxos de caixa abundantes. No curto prazo, as ações de grande crescimento continuarão a ser populares entre os investidores. Em segundo lugar, se o ciclo econômico melhorar e as condições monetárias se tornarem significativamente mais acomodaticias, os investidores terão de começar a se reposicionar em favor de pequenas e médias capitalizações, que há muito são ignoradas por eles.



POSITIVOS
quanto a ações
em 2024



O RENDIMENTO
será uma importante
fonte de
DESEMPENHO
POSITIVO

- Acreditamos que a Europa terá mais dificuldades para lidar com as transições descritas acima. É certo que o crescimento deverá melhorar ligeiramente em 2024, mas isto esconde divergências no crescimento e na inflação entre países, bem como diferentes sensibilidades ao ciclo comercial global. Assim, apesar dos níveis de valorização parecerem atraentes, preferimos começar o ano com uma posição mais cautelosa nas ações da zona do euro. Fora da zona do euro, acreditamos que o Reino Unido poderá se beneficiar da sua natureza defensiva, e da qualidade da cobertura ante as crescentes pressões sobre os preços da energia.

- Por último, mantemos a nossa visão positiva dos ativos dos mercados emergentes. Na verdade, estas economias deverão oferecer um diferencial de crescimento positivo em relação às economias desenvolvidas em 2024. Uma visão diversificada tanto dos países como das classes de ativos (ações e dívida) deve prevalecer, já que a avaliação do prêmio de risco específico do país está se tornando cada vez mais desafiadora neste mundo em transição.

- Reduzimos estrategicamente nossa convicção quanto à China no final de 2023 devido a fatores estruturais (queda demográfica, desalavancagem persistente do setor imobiliário) que pesam nas perspectivas de longo prazo para o país. No entanto, acreditamos que a segunda maior economia do mundo oferecerá oportunidades de investimento mais específicas em 2024, que provavelmente estarão limitadas a determinados setores ou empresas promovidas pelas autoridades locais.

MERCADOS DE RENDA FIXA

- O aumento das taxas de juros de longo prazo nos últimos dois anos oferece agora pontos de entrada atraentes para investidores que procuram exposição aos mercados de renda fixa. Por outro lado, apesar do esperado afrouxamento das condições financeiras em 2024 (à medida que o processo de desinflação se materializa) e

na ausência de acidentes econômicos, esta transição para um regime de crescimento nominal mais elevado implica a estabilização das taxas de juros em níveis superiores aos observados no passado.

- O equilíbrio de mercado que prevaleceu após a Grande Crise Financeira de 2008 mudou, com o desaparecimento dos bancos centrais como compradores marginais do lado da demanda, e uma necessidade crescente de financiamento público do lado da oferta, em um contexto marcado pela procura de autonomia estratégica das nações e o desenvolvimento das infraestruturas necessárias à transição energética. Neste ambiente de taxas de juros altas, será necessário prestar mais atenção à qualidade dos emissores e à gestão da política fiscal.

- Embora o potencial de retorno do capital sobre os títulos de renda fixa possa assim parecer parcialmente limitado, acreditamos que o componente de rendimento será uma fonte importante de desempenho positivo. Em contraste, o mercado monetário, que pode parecer atraente no curto prazo, não é uma alternativa satisfatória, na nossa opinião, para o longo prazo. Preferimos estar expostos à dívida soberana de curto prazo, que precisa de ser complementada por títulos de dívida corporativa de boa qualidade (que oferecem rendimentos generosos para riscos limitados). No entanto, estamos mais cautelosos em relação aos títulos de alto rendimento, pois muitas empresas necessitarão de refinarçar sua dívida e poderão enfrentar alguma volatilidade.

- Além disso, mantemos uma visão ainda otimista sobre a dívida em moeda local dos mercados emergentes para 2024, cujo rendimento, em torno de 7%, continua atraente, enquanto uma possível depreciação do dólar em 2024 dará sustentação a essa classe de ativos. Por último, os bancos centrais dos países emergentes parecem ter aprendido as lições das crises passadas, administrando melhor o ciclo de aumentos das taxas de juros e limitando o risco de erros de política monetária.



MERCADOS DE CÂMBIO E DE METAIS PRECIOSOS

- O ambiente macroeconômico que continua a surpreender positivamente nos Estados Unidos, em comparação com a zona do euro, poderá beneficiar o dólar no curto prazo, e já sua condição de porto seguro contra o risco geopolítico crescente poderá funcionar como um fator de sustentação adicional. No entanto, vários fatores nos levam a conservar uma perspectiva cautelosa quanto ao dólar do ponto de vista estratégico: o esperado fim do aperto monetário do outro lado do Atlântico, as preocupações sobre a sustentabilidade da dívida pública, mas também, mais estruturalmente, o fenômeno da diversificação das reservas cambiais e a criação de canais bilaterais entre países emergentes com a utilização de outras moedas de liquidação.
- Em um mundo em transição, no qual as incertezas financeiras geopolíticas e climáticas são elevadas, e os choques de volatilidade se tornaram mais frequentes ao longo do tempo, acreditamos que é cada vez mais importante adicionar uma seleção de ativos de cobertura às alocações. Por exemplo, acreditamos que algumas moedas, como o franco suíço ou o iene japonês, agregam valor a uma carteira diversificada. O ouro também merece ser considerado. Além de ser mantido por razões de gestão de patrimônio, o metal amarelo poderá se beneficiar de uma queda nos rendimentos reais, com os bancos centrais continuando a comprar, e oferece, ao mesmo tempo, uma cobertura atraente contra um cenário de estagflação, ou bem de tensão geopolítica renovada.



06

Presença
internacional



NOSSA HISTÓRIA

Há mais de 145 anos aconselhamos empresários e famílias a nível mundial, oferecendo consultoria financeira especializada e um serviço pessoal de alta qualidade.

Até hoje, continuamos a oferecer a cada cliente um serviço personalizado, ajudando a construir, proteger e transmitir o seu património.

Este serviço verdadeiramente personalizado vai ao encontro das expectativas dos nossos clientes e, combinado com a solidez financeira e a experiência do Grupo Crédit Agricole, um dos 10 maiores bancos do mundo, oferece uma abordagem única para criar valor para empreendedores e famílias em todo o mundo.

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

O Indosuez Wealth Management conta com uma herança excepcionalmente rica, baseada em relacionamentos de longo prazo, experiência financeira e na nossa rede financeira internacional:

ÁSIA PACÍFICO

HONG KONG RAE

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

NOUMÉA

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

SINGAPURA

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

EUROPA

BRUXELAS

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

GENEBRA

Quai Général-Guisan 4
1204 Genebra - Suíça
T. +41 58 321 90 00

LUXEMBURGO

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

MADRI

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

MILÃO

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

MÔNACO

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

PARIS

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

ORIENTE MÉDIO

ABU DHABI

Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower,
5th Floor office 504
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DIFC

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



07 | Glossário



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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

CHIPS Act: É uma lei federal dos Estados Unidos que fornece financiamento e incentivos para aumentar a produção e pesquisa doméstica de semicondutores.

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

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

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

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

ESG: Ambiental, social e governamental.

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

FMI: O Fundo Monetário Internacional.

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

Greenflation ou inflação verde: Refere-se ao aumento dos preços das matérias-primas e da energia como resultado da transição verde.

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

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

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

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

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.

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

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

OMC: Organização Mundial do Comércio.

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

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

Pacto Ecológico Europeu: O principal objetivo do Pacto Ecológico Europeu é a neutralidade climática até 2050 (descarbonizar seu sistema energético, visando alcançar "emissões líquidas zero de gases com efeito de estufa até 2050").

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

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

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

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

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

Quantitative tightening (QT) ou aperto quantitativo: É uma ferramenta de política monetária contracionista aplicada pelos bancos centrais para diminuir a quantidade de liquidez ou oferta de moeda na economia.

Risco de redenominação: A redenominação é a recalibração da moeda de um país, normalmente devido à hiperinflação e desvalorização da moeda, através do qual uma moeda antiga é trocada por uma nova, a uma taxa fixa.

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

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

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

SRI: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis.

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



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 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 respectivos 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 (Europa) Sucursal en España, 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 (Europa), instituição de crédito devidamente registrada no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Endereço: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (Espanha), inscrita no Banco de Espanha sob o número 1545. Inscrito no Registro de Comércio e Sociedades de Madrid, número T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF (CNPJ da Empresa): W-0182904-C.

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

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

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

- **Em Mônaco:** o Folheto é distribuído pela CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Mônaco, registrada no Registro de Indústria e Comércio de Mônaco sob o número 56S00341, acreditação: CE/2012-08;

- **Na Suíça:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genebra, e pela CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, bem como por suas respectivas 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, Singapura 068912. 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 - Nayel & Bin Harmal 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.

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/todos os direitos reservados.

Fotos: Getty Images.

Editado de acordo com 04.12.2023.



