

GLOBAL OUTLOOK 2021

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING

DOCUMENTO DE MARKETING

OS ESTADOS UNIDOS EM UMA NOVA DÉCADA



FOCO

OS ESTADOS UNIDOS SE MANTERÃO
COMO SUPERPOTÊNCIA?

NOSSA ANÁLISE

DÓLAR AMERICANO:
GLÓRIA DO PASSADO?

ÍNDICE

4 RESUMO

UM NOVO PRESIDENTE, UMA NOVA ERA, UM NOVO MODELO ECONÔMICO?

7 FOCO

- 7 A AGENDA ECONÔMICA DA NOVA ADMINISTRAÇÃO
- 9 DESIGUALDADES: UMA AMEAÇA PARA O CRESCIMENTO E PARA A ESTABILIDADE SOCIAL
- 12 OS ESTADOS UNIDOS SE MANTERÃO COMO SUPERPOTÊNCIA?
- 15 DESCARBONIZAR OS EUA, UM GRANDE DESAFIO PARA A PRÓXIMA DÉCADA

19 PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS

19 UM CHOQUE SEM PRECEDENTES, RESPOSTAS MASSIVAS E PERGUNTAS SEM RESPOSTA

27 NOSSA ANÁLISE

- 27 DÓLAR AMERICANO: GLÓRIA DO PASSADO?
- 29 MERCADO DE RENDA FIXA CORPORATIVA DOS EUA: FALÊNCIAS DE EMPRESAS E SUSTENTABILIDADE DA ALAVANCAGEM
- 32 DESTAQUE NO SETOR DE TECNOLOGIA AMERICANO
- 36 PRIVATE EQUITY: A NOVA FACE DO CAPITALISMO DOS ESTADOS UNIDOS

39 CENÁRIO DE INVESTIMENTOS

43 TABELAS DE DESEMPENHO

45 PRESENÇA INTERNACIONAL

46 GLOSSÁRIO

RESUMO

UM NOVO PRESIDENTE, UMA NOVA ERA, UM NOVO MODELO ECONÔMICO?

Um novo presidente assume a cadeira na Casa Branca, com quase tantas incertezas quanto certezas, e em um contexto econômico, sanitário, orçamentário e monetário completamente inédito. Porém, uma mudança de década e uma mudança de presidência significam uma nova era e uma mudança no modelo econômico?

A troca do ocupante da Casa Branca deveria marcar uma mudança significativa em estilo. Menos imprevisível, menos agressivo, respeitando mais os costumes, instituições e órgãos internacionais, Joe Biden também poderá ser considerado menos impactante e, claramente, representa uma ruptura com seu predecessor. Essa mudança, por si só, provavelmente é tranquilizadora à primeira vista, mas mesmo com a vacina, um agente de mudança decisivo, ainda temos questões quanto à capacidade de liderança do novo presidente diante dos desafios sem precedentes em termos econômicos, tecnológicos, geopolíticos e ambientais.

MUDANÇA CLIMÁTICA

Em teoria, isso é óbvio: a nova administração pretende se reconectar com a liderança manifestada por Obama para engajar os Estados Unidos na transição energética e retornar à estrutura do acordo de Paris. O plano “*Build Back Better*” (reconstruir melhor) inclui um capítulo ambiental significativo, o que contrasta com o infame ceticismo climático de Donald Trump. No entanto, estes desdobramentos vão além da estrutura dos planos de governo e surgem de mudanças no comportamento de indivíduos, empresas e investidores. A ambição da nova administração é importante e parece genuína, mas acabará por exigir uma forte liderança ao ser confrontada com lobbies poderosos. Os critérios para o sucesso não serão a assinatura de uma lei ou de um acordo internacional, mas um sinal claro de que as emissões de CO₂ estão sendo reduzidas em um país no qual o consumo per capita de energia está entre os mais altos do mundo (atrás apenas dos países do Golfo e da Austrália).

GEOPOLÍTICA

É comum a crença de que Joe Biden será mais aberto ao restante do mundo, mais inclinado a permanecer no jogo das instituições internacionais e do multilateralismo, ao mesmo tempo em que atuará de uma forma mais previsível e consensual, o que é importante em relações diplomáticas. Estes aspectos são importantes e, provavelmente, irão reduzir os riscos

geopolíticos, com menos tensões internacionais e menos estilo de confronto. Os Estados Unidos podem recuperar sua eficiência diplomática através do restabelecimento de seu *soft power*, reacendendo, assim, empatia internacional pelo vermelho, azul e branco. Além do estilo, o que está em jogo é a manutenção dos Estados Unidos como superpotência mundial. Neste aspecto, dúvidas quanto à energia, à visão e coragem política de Joe Biden foram fontes de manchetes desde as primárias, e Donald Trump atacou essa fraqueza nos debates.

Além da linha e do estilo de política do presidente, podemos esperar possivelmente tanto uma presença global mais forte do que nos últimos quatro anos e, ao mesmo tempo, uma diminuição persistente da influência dos EUA nos assuntos mundiais para o benefício de potências regionais como a Rússia, Irã ou China. A emergência da China como líder desta nova era é provável, colhendo os benefícios de sua oposição ferrenha ao “pivô para a Ásia” de Obama, que os chineses caracterizaram como um desejo deliberado de conter sua ascensão ao poder.

CAPITALISMO

O capitalismo e a tecnologia no século XXI estão intimamente ligados. Estiveram sempre presentes em cada revolução industrial, mas a revolução digital em curso parece criar um dilema estratégico em Washington. O setor digital deu à luz gigantes que revolucionaram setores inteiros da economia, gerando lucratividade exponencial e posições dominantes que são difíceis de reverter. A linha de defesa do Vale do Silício se posiciona especialmente no fato de Washington estar relutante em desestabilizar seus campeões digitais para não arriscar uma alteração da liderança tecnológica para a China. Este é o desafio subjacente da investigação atual conduzida pelo Congresso dos Estados Unidos sobre as práticas anti-concorrenciais das FAANG². Por fim, a implementação de uma abordagem radical de antitruste (desarticulando posições dominantes ou nacionalização/regulamentação de monopólios naturais) tem pouca chance de se concretizar. É seguro apostar que essas gigantes aprenderão como se adaptar a regulamentações mais restritivas, e a transformá-las em vantagens competitivas e barreiras de entrada mais altas.

1 - Plano de Empregos e de Recuperação Econômica de Joe Biden para Famílias de Classe Trabalhadora.

2 - Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Alphabet.

QUESTÕES SOCIOECONÔMICAS

O programa de Joe Biden indica um desejo de reverter uma tendência poderosa de aceleração de desigualdades de renda e de riqueza ao introduzir uma tributação mais progressiva e com foco em grupos de renda mais alta. Em primeiro lugar, devemos desfazer um mito democrata: as classes trabalhadoras não se beneficiaram em particular nos anos Obama, o que custou em parte a vitória a Hillary Clinton; pelo contrário, a média de salários reais subiu mais durante os anos Trump. Isso não deve ser visto como uma causalidade, mas uma coincidência ligada ao fato de que o pleno emprego nos anos recentes pôs fim à estagnação dos salários reais. No entanto, a situação das desigualdades nos EUA, tanto com presidentes democratas quanto com republicanos, cria o risco de acabar com o que resta do pacto social baseado na promessa norte-americana de ascensão social. O desafio das reformas previstas é tanto aumentar a contribuição do 1% que está no topo, quanto envolver mais efetivamente os 10% mais ricos, graças a salários altos e melhor cobertura social. Contudo, a ausência de maioria democrata no Senado reduz bastante a probabilidade e escala potencial das reformas tributárias no plano de Joe Biden.

Além da tributação, e após um período de tensões raciais elevadas, Biden pretende avançar com políticas mais inclusivas, orientadas para minorias. Isso se estende ao Federal Reserve (Fed) com a questão de como integrar melhor disparidades na política monetária. Além da justificativa moral e os efeitos esperados de maior estabilidade social, o impacto na taxa de participação da força de trabalho, bem como o nível de saúde e treinamento na produtividade, justificam a implementação destas políticas, considerando os efeitos positivos no crescimento e nos investimentos.

Porém, existe o risco de estas iniciativas também serem acompanhadas por um aumento na alíquota do imposto de renda empresarial, o que poderá prejudicar o investimento privado, um risco que será mitigado por um Congresso dividido. Nosso cenário econômico também mostra que maior apoio fiscal terá efeito positivo no curto prazo para o crescimento, mas também resultará em um aumento moderado na inflação, colocando em questão a sustentabilidade da política de taxas de juros zero após 2022.

FINANÇAS PÚBLICAS

Conforme destacado pelo Escritório Orçamentário do Congresso, não importa quem estiver no cargo de presidente, a crise da COVID-19 e a combinação de políticas resultante serão um vetor de aumento sem precedentes na dívida federal. A dívida tem um registro conhecido de estabilidade ou aumento moderado durante períodos de crescimento, e descontrole durante quedas cíclicas. No entanto, sob Donald Trump, nós testemunhamos um aumento exponencial da dívida (como com Ronald Reagan). Biden começa claramente seu mandato em águas inexploradas em termos de relação dívida/PIB. A sustentabilidade dessa relação requer o apoio inabalável do Fed, que deveria continuar a monetizar estruturalmente essas dívidas, pesando assim estruturalmente no valor do dólar, ainda outro desdobramento que deverá ser favorável à China.

Concluimos sobre os meios que os EUA possuem para atender suas ambições e, de forma mais geral, suas condições de poder, descritas por Robert Kagan³ como a habilidade de escrever a história. Disposição não é o suficiente para o poder, que também exige outros recursos tangíveis (poder econômico, financeiro, militar e comercial) e características intangíveis (criatividade, *soft power*, abertura ao mundo, senso de responsabilidade). A nova fase que se inicia é uma oportunidade para os Estados Unidos se reconectarem com uma concepção mais tradicional de poder norte-americano, e relançar sua relação com o mundo — meio caminho entre idealismo e realismo. O perigo, contudo, seria a combinação de estratégia de liderança menos marcada, um foco doméstico mais forte e maiores restrições orçamentárias, tudo isso em conjunto, diminuindo a influência do país, da qual os benefícios econômicos (os “dividendos da paz”) estão longe de serem negligenciáveis.



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

3 - Robert Kagan é um cientista político norte-americano.



Washington, Estados Unidos

FOCO

A AGENDA ECONÔMICA DA NOVA ADMINISTRAÇÃO

Um congresso dividido vai, sem dúvida, tornar a vida mais difícil para a administração Biden.

Mas, embora o plano econômico de Biden pudesse ter fornecido um impulso significativo ao crescimento no curto prazo, ele também teria causado mais problemas econômicos no futuro.

Um impasse político é um risco para a recuperação da economia dos EUA, e para a transição climática, ou isso limita o risco de gastos públicos excessivos e inflação excessiva?

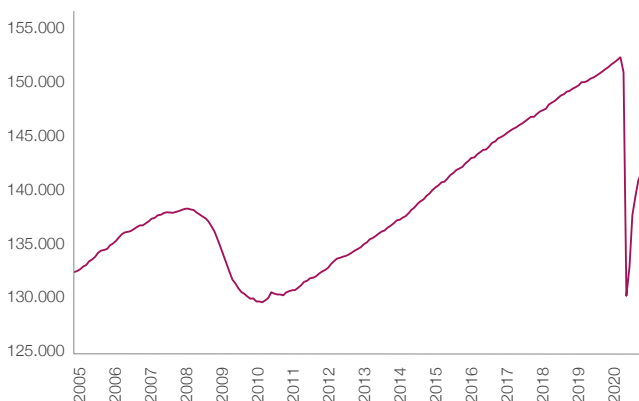
CONGRESSO DIVIDIDO: BOA OU MÁ NOTÍCIA?

O recém-eleito presidente Joe Biden concentrou suas promessas de campanha em um enorme pacote de gastos fiscais de 3 trilhões de dólares norte-americanos. O plano pode ser um divisor de águas para o crescimento, ao menos no curto prazo. No entanto, hoje, com um Senado republicano a confrontar, e com lares norte-americanos precisando de ajuda emergencial adicional para a COVID-19, o momento, o tamanho e a composição do pacote de estímulo serão diferentes da proposta inicial, ao menos em 2021.

Independentemente do resultado da eleição, a economia dos EUA ainda requer estímulo fiscal

O Fundo Monetário Internacional (FMI) revisou recentemente as projeções para o PIB dos EUA em 2020 (de -8% para -4,3% em 2020) graças ao impacto que as transferências do governo tiveram no apoio à renda das famílias, pois levaram a uma menor contração no segundo trimestre do que se temia inicialmente.

GRÁFICO 1: EUA, FOLHAS DE PAGAMENTO DE EMPREGOS NÃO-AGRÍCOLAS, EM MILHARES DE PESSOAS



Fontes: Bureau of Labor Statistics, Indosuez Wealth Management.

As vendas no varejo se recuperaram mais rápido do que a produção nos EUA: a produção industrial está 7% abaixo dos níveis pré-crise nos EUA, ao passo que as vendas no varejo têm alta de 4%. Isso pode ser explicado em parte por um redirecionamento dos gastos de serviços para bens de varejo, uma vez que a recuperação no consumo pessoal, como um todo, permanece abaixo da média (-3% no terceiro trimestre, ano/ano). No entanto, os amortecedores extraordinários de poupança preventiva, embora permaneçam excepcionalmente altos, diminuíram (a taxa de poupança dos EUA caiu de 34% em abril para 14% em agosto) e a taxa de desemprego permanece quase o dobro do que estava antes da COVID-19 (7,9% ante 3,7% em 2019) (Gráfico 1).

O QUE PODE SER ESPERADO DO PLANO ECONÔMICO DO PRESIDENTE BIDEN?

O plano “*Build Back Better*” de Biden foi elaborado em torno de quatro pilares principais:

- Energia limpa e infraestrutura;
- Educação, saúde e cuidados;
- Plano “*Buy American*” (compre produtos americanos);
- A questão da desigualdade de renda.

Como parece improvável que qualquer estímulo fiscal substancial seja votado antes do final do ano, as prioridades fiscais estarão em debate no início de 2021. Haverá uma necessidade urgente de ajuda emergencial adicional para combater a COVID-19 na forma de outra rodada de cheques de estímulo, benefícios aprimorados de auxílio ao desemprego, e ajuda para governos estaduais/locais em janeiro de 2021.

Nestas circunstâncias mais restritas, isto é o que podemos esperar que mudará na América de Biden.

Mais impostos, porém mais tarde

O plano de Biden é financiado em parte com aumentos de impostos de empresas (de 21% a 28%) e de indivíduos ricos através de: tributar ganhos de capital de investidores a taxas normais de renda para aqueles que ganhem mais de 1 milhão de dólares, aumentar a taxa marginal máxima de impostos de 37% para 39,6%, e elevar o limite máximo de impostos sobre a folha de pagamento da Previdência Social.

O aumento na alíquota corporativa é visto especialmente como controverso pelos republicanos; logo, podemos pelo menos esperar ver uma negociação sobre o alcance do aumento da alíquota, mas é mais provável que esta proposta seja eliminada, dado o momento deste aumento na atual recuperação econômica frágil. Por outro lado, a administração Biden defende que americanos ricos e empresas prósperas podem absorver o impacto de um fardo tributário maior sem prejudicar o crescimento econômico. A atual recuperação tem sido de fato muito desigual entre grupos de renda (veja o artigo Desigualdades: uma Ameaça para o Crescimento e para a Estabilidade Social página 9).

Tornar-se mais verde

Ainda que o plano proposto de 2 trilhões de dólares de Revolução Energética em quatro anos possa de fato ser atrasado pelas medidas mais urgentes da COVID-19, a administração Biden deverá tentar entrar novamente no Acordo de Paris, e aprovar políticas para projetos verdes utilizando recursos já existentes. Um plano de infraestrutura de aproximadamente 1 trilhão de dólares já está na mesa da administração Trump, mas não está destinado especificamente para projetos de energia verde. Ao utilizar o consenso geral em torno de um novo acordo de infraestrutura, a administração Biden deverá ser capaz de concentrar recursos na agenda política fundamental: veículos mais limpos, incentivos para energia verde, edifícios eficientes em energia, e infraestrutura aprimorada de transporte.

Mais regulamentação

A administração Biden-Harris provavelmente se direcionará para maior regulamentação sobre mudanças climáticas, setor financeiro e setor de tecnologia. Biden foi vice-presidente durante a administração favorável ao Vale do Silício do presidente Barack Obama, mas, como o presidente Donald Trump, possui desconfiança quanto às empresas Big Tech. De acordo com a Brookings Institution, o plano de Biden favorecerá maior concorrência, aplicação de leis antitruste, privacidade e cibersegurança. O alcance de sua firmeza, no entanto, deve ser moderado, ao se comparar com um cenário com Trump eleito, devido: aos vínculos estreitos entre a vice-presidente Harris e grandes empresas de tecnologia, à abordagem menos conflituosa da administração Biden, e à necessidade de manter uma abordagem equilibrada para não encorajar empresas de tecnologia a transferirem suas operações e/ou aumentarem barreiras de entrada a possíveis novas empresas.

No setor bancário, espera-se maior regulamentação, mas o ponto crítico será a introdução de um possível imposto sobre transações financeiras. Contudo, os bancos não serão necessariamente penalizados pela presidência de Biden, já que as políticas expansionistas e possível aumento das taxas de juros poderão ser benéficos e lucrativos.

Mais Americano (com aliados)

A campanha de Biden tentou apelar a eleitores com medidas que pretendem manter o gasto público centralizado em produtos norte-americanos. Um investimento em compras de 400 bilhões de dólares foi proposto para quatro anos. Essa parte do plano de Biden pode ser vista como demasiadamente generosa por políticos (republicanos) de linha dura orçamentária, mas o tema “Buy American” irá permanecer em destaque durante o mandato de Biden, especialmente com relação à posição de Biden quanto

a desafiar a China. Embora seja esperado que Biden faça as pazes com aliados, a possível realocação de atividades dos EUA é um tópico que deverá continuar na administração Biden, mas com transferências de atividades para os EUA e/ou países aliados.

O impacto geral no crescimento deverá ser heterogêneo no longo prazo

Como os aumentos nos gastos do governo e dos pagamentos de transferências são muito maiores, em termos de dólares, do que aumentos de impostos, o pacote fiscal de Biden, se adotado na íntegra, impulsionará significativamente o crescimento do PIB (Gráfico 2) no curto prazo. De acordo com um relatório detalhado da Moody's, o plano de Biden aumentará a taxa média de crescimento entre 2021 e 2024, em comparação a um cenário sem mudanças na política atual, entre 0,3 e 1 ponto percentual, dependendo do alcance do plano adotado em 2021.

No longo prazo, no entanto, múltiplos fatores entram em jogo. Por um lado, medidas sociais para reduzir desigualdades e melhorar serviços de saúde são fatores positivos para produtividade no longo prazo. Contudo, o impacto do gasto público e do aumento do salário mínimo poderá gerar inflação, resultando em aumentos mais rápidos das taxas básicas de juros no médio prazo. Isso, em contrapartida, apagaria parte dos benefícios de crescimento de curto prazo obtidos pelo plano. Além disso, a teoria da Equivalência Ricardiana⁴ projeta que consumidores irão aguardar efeitos de longo prazo dessas medidas, limitando a efetividade da política fiscal no consumo de curto prazo.

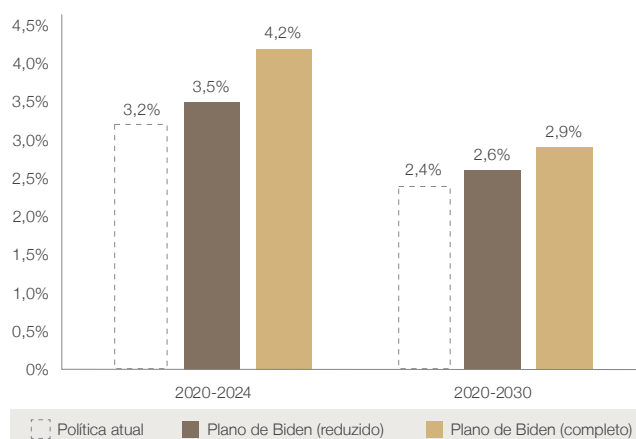
A atitude positiva do mercado quanto à vitória de Biden pode, ao menos em parte, ser explicada pela expectativa de uma versão diluída de um plano mais centrado de Biden, no qual republicanos deverão limitar o alcance de algumas medidas socialmente viáveis, mas possivelmente causando desequilíbrios estruturais.



BÉNÉDICTE KUKLA

Senior Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 2: MÉDIA ANUAL DE CRESCIMENTO DO PIB, %



Fontes: Moody's Analytics, Indosuez Wealth Management.

4 - De acordo com essa hipótese, se o governo financiar gasto extra através de déficits hoje, os contribuintes irão esperar ter que pagar mais impostos no futuro, o que resulta, no curto prazo, em aumento da poupança por parte dos contribuintes, contrariando o efeito desejado do governo de aumento nos gastos pessoais.

DESIGUALDADES: UMA AMEAÇA PARA O CRESCIMENTO E PARA A ESTABILIDADE SOCIAL

A pandemia de COVID-19 não é um “vírus de oportunidades iguais”, pois impacta desproporcionalmente a saúde e o emprego de trabalhadores pouco qualificados.

As desigualdades de renda elevadas, como nos EUA, pesam no potencial de crescimento e devem ser uma preocupação crescente para governos e empresas no futuro.

Por décadas, economistas têm combatido os impactos das desigualdades no crescimento econômico. Embora, em teoria, possam tanto ter efeitos negativos quanto positivos, evidências empíricas mostram que desigualdades acima de um certo nível possuem um impacto negativo geral no crescimento de longo prazo. A COVID-19, como as pandemias precedentes, irá aumentar as desigualdades em um contexto no qual as desigualdades, especialmente nos EUA, já eram uma questão crucial, para a justiça social como também para o crescimento econômico e, conseqüentemente, para os investidores.

DESIGUALDADES DE RENDA POSSUEM IMPACTO COMPROVADO PREDOMINANTEMENTE NEGATIVO NO CRESCIMENTO

Em um nível teórico, aumentos nas desigualdades de renda podem ter tanto efeitos positivos quanto negativos no crescimento econômico. A visão dominante nas décadas de 1950 e 1960 era de que maior desigualdade poderia, no final, beneficiar o crescimento, uma vez que perspectivas de maiores rendimentos atuariam como incentivo para maior esforço, maior tomada de risco, maior produtividade de trabalho, e mais investimento na educação do indivíduo. Além disso, maior desigualdade poderia levar a maior crescimento através de mais investimento, pois grupos com maior renda tendem a guardar mais dinheiro e investir mais. Isso pode ser ligado à teoria do gotejamento, que se tornou popular na administração Reagan, e também é defendida pela administração Trump, na qual a economia dos EUA irá florescer com os cofres das empresas e dos que ganham mais cheios.

No entanto, há uma vasta quantidade de estudos que alertam sobre efeitos negativos da desigualdade no crescimento econômico:

- No lado da oferta, um nível maior de desigualdade de renda pode deteriorar o potencial de produção de uma economia, particularmente quanto ao capital humano. Desigualdades reduzem oportunidades profissionais disponíveis para a maioria dos grupos mais desfavorecidos, diminuindo assim a mobilidade social e, por sua vez, limitando crescimento potencial. Da mesma

forma, também reduzem o investimento na educação e serviços de saúde dos segmentos de menor renda. Embora o impacto na educação não tenha necessariamente impacto de curto prazo no crescimento, possui fortes implicações na formação de capital humano, desacelerando o crescimento econômico de longo prazo⁵. Por fim, de uma forma mais indireta, as desigualdades podem ter um efeito danoso nas perspectivas de produção, uma vez que podem também, em certa medida, estimular políticas populistas e tensões sociais que preocuparão investidores⁶.

- No lado da demanda, os mais ricos possuem menor propensão ao consumo. Especificamente, uma vez que sua renda é tão grande que pode facilmente atender às suas necessidades, cada dólar que chega a eles tem maior probabilidade de ser guardado do que gasto. Portanto, desigualdades, ao deixarem a renda nacional mais longe daqueles com maior propensão ao consumo, podem pesar sobre o crescimento do PIB.
- O crédito pode ser um meio de compensar desigualdades e alimentar o consumo em grupos com menor renda. No entanto, isso também cria comprovadamente desequilíbrios, já que o aumento na desigualdade pode ser vinculado à expansão de crédito que levou à crise financeira de 2008 nos Estados Unidos⁷.
- Em suma, embora um certo nível de desigualdade possa ser útil para reforçar incentivos ao trabalho, estudos empíricos sugerem que um aumento na desigualdade pesa sobre o crescimento.
- Em 2015, o Fundo Monetário Internacional (FMI) descobriu que se a fatia dos 20% mais ricos da população cresce em 1 ponto percentual, o crescimento do PIB irá desacelerar em 0,08% nos próximos 5 anos.
- Um estudo similar da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) estima que um aumento no coeficiente de Gini de 3 pontos teria um impacto negativo no crescimento de 0,35% por ano durante 25 anos (acumulando 8,5% do PIB).

5 - Baur, Colombier & Daguët, 2015.

6 - Peterson & Schoof, 2015.

7 - Rajan, 2010 and Kumhof & Rancière, 2011.

A SITUAÇÃO DAS DESIGUALDADES NOS ESTADOS UNIDOS

Por quase meio século, a desigualdade cresceu nos Estados Unidos, quase que continuamente, tanto em administrações democratas quanto republicanas. Os 20% de famílias de maior rendimento obtiveram mais de metade da renda dos Estados Unidos em 2019 (Gráfico 3). Embora o coeficiente de Gini tenha melhorado nos Estados Unidos (caindo de 0,46 em 2000 para 0,43 em 2019), ainda permanece em torno dos piores níveis observados em todo o mundo.

A renda familiar média (Gráfico 4), no entanto, subiu nos Estados Unidos de aproximadamente 63 mil dólares em 2014 para 68 mil em 2019.

No entanto, essas melhorias recentes foram interrompidas pela pandemia da COVID-19, que resultou no declínio mais acentuado de nível de emprego jamais registrado (12,6 milhões de norte-americanos estavam desempregados nos Estados Unidos em setembro de 2020).

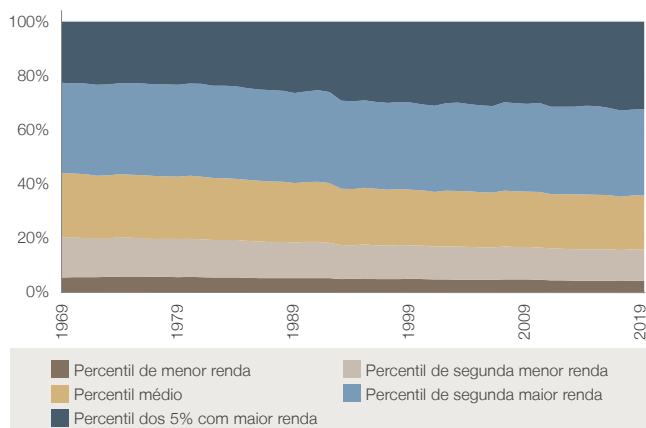
PANDEMIAS AUMENTAM DISPARIDADES

Um estudo recente observou as cinco grandes pandemias deste século — SARS (2003), H1N1 (2009), MERS (2012) Ebola (2014) e Zika (2016) — e concluiu que, em média, a medida de Gini de desigualdade aumentou persistentemente por cinco anos após o evento⁸. Tais impactos ocorrem devido a perdas de emprego e outros obstáculos de acesso à renda. Mais notável é o efeito desproporcional das pandemias em decis de baixa renda: o emprego daqueles com pós-graduação foi pouco afetado, ao passo que o emprego daqueles com níveis básicos de educação caiu drasticamente. Essa tendência foi particularmente saliente durante a crise atual nos Estados Unidos (Gráfico 5).

Como o FMI aponta, a pandemia da COVID-19 não é um “vírus de oportunidades iguais”, já que irá piorar a desigualdade, em parte através de seu impacto desproporcional em trabalhadores de baixa qualificação, devido:

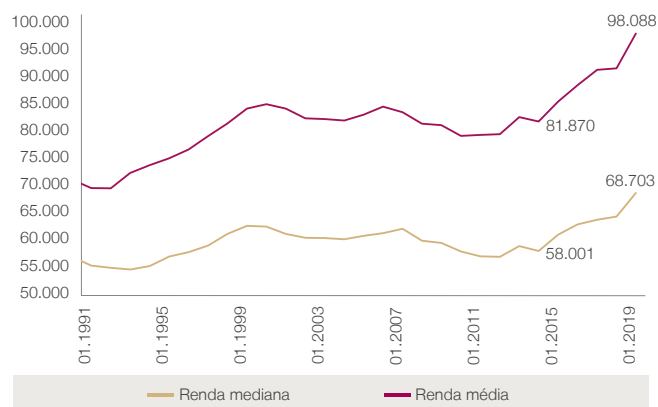
- À habilidade mais limitada de trabalhadores de baixa qualificação trabalharem em casa do que os que se encontram em decis mais altos;
- Às ocupações de baixa remuneração terem provavelmente mais problemas por conta da COVID-19 e, geralmente, sofrerem mais durante recessões;
- Aos impactos adversos em perspectivas de emprego para alguns grupos de trabalhadores, especialmente trabalhadores de baixa qualificação em setores de serviços como, por exemplo, restaurantes;
- A menos acesso a serviços de saúde privados e vulnerabilidades de saúde preexistentes.

GRÁFICO 3: DISTRIBUIÇÃO DE RENDA FAMILIAR, %



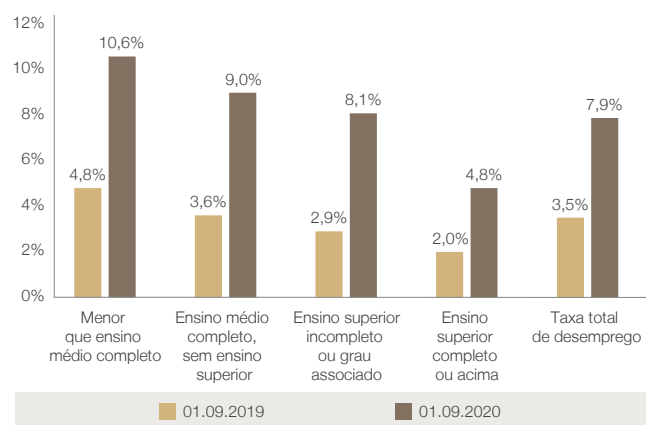
Fontes: US Census Bureau, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 4: RENDA FAMILIAR MÉDIA, USD



Fontes: US Census Bureau, Indosuez Wealth Management.

GRÁFICO 5: TAXA DE DESEMPREGO POR NÍVEL DE INSTRUÇÃO, %



Fontes: US Bureau of Labour Statistics, Indosuez Wealth Management.



Califórnia, Estados Unidos

Esses efeitos foram especialmente visíveis entre grupos de minorias nos EUA que estão desproporcionalmente empregados em postos de baixa remuneração.

Por fim, com o aumento da taxa de desemprego em abril e maio de 2020, mercados financeiros passaram por uma recuperação em forma de V durante o mesmo período, que irá acentuar a divergência de renda, e efeitos na riqueza, entre grupos de renda mais baixa e mais alta em 2020.

QUAIS AS IMPLICAÇÕES PARA DECISORES POLÍTICOS E INVESTIDORES?

A crise da COVID-19 é vista agora como a maior calamidade econômica desde a grande depressão. Em janeiro, o FMI projetava que a renda global tinha expectativa de crescimento de 3,3%; 10 meses depois, a projeção é de contração de 4,7%.

A situação atual justifica a magnitude de programas fiscais em todo o mundo para reduzir as fortes consequências distributivas da COVID-19 em grupos de menor renda, ao expandir sistemas de assistência social e impulsionando programas de trabalho públicos para gerar empregos e evitar histerese.

A política monetária também tem seu papel uma vez que pode optar por se concentrar mais no emprego do que na inflação. A administração Biden também declarou, no contexto de seu programa econômico proposto, que o Fed se concentrará em desigualdades de renda de grupos de minorias.

O impacto das desigualdades não se limita a justiça social, mas também se estende ao crescimento e, portanto, é relevante para investidores. Em países com desigualdades preexistentes, o impacto de longo prazo da COVID-19 no crescimento será mais forte.



BÉNÉDICTE KUKLA

Senior Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

OS ESTADOS UNIDOS SE MANTERÃO COMO SUPERPOTÊNCIA?

Será que Joe Biden conseguirá manter os EUA no centro da cena global para garantir que o mundo continue alinhado com os interesses do país? Os EUA já perderam muito crédito por isso?

Compreensivelmente, os americanos preferem que seu governo se concentre nas questões americanas, mas o novo presidente pode não ter outra opção a não ser se realinhar com os aliados para limitar a influência da China.

Nas últimas duas a três décadas, os Estados Unidos saíram de questões existenciais sobre a solidão de ser a única superpotência⁹ para um debate sobre o risco de seu declínio frente à China, e a emergência de um “mundo pós-americano”. O medo de perder seu status de superpotência é anterior aos anos Trump, e cresce tanto com a subida da China ao poder quanto com a tentação dos EUA de se retirarem e se auto isolarem. O risco por trás da relutância em assumir esse papel de liderança é que isso enfraquece o poder de dissuasão dos EUA, e cria uma fenda na ordem internacional, cada vez mais desordenada. Logo, os desafios são elevados no alvorecer desta nova presidência.

UM NOVO ALVORECER PARA OS EUA?

Em um país atormentado por dúvidas após uma série de fracassos militares e diplomáticos na última década, a chegada de um novo presidente e de uma nova equipe na Casa Branca poderá mudar a direção que os Estados Unidos irão tomar na sua relação com o restante do mundo?

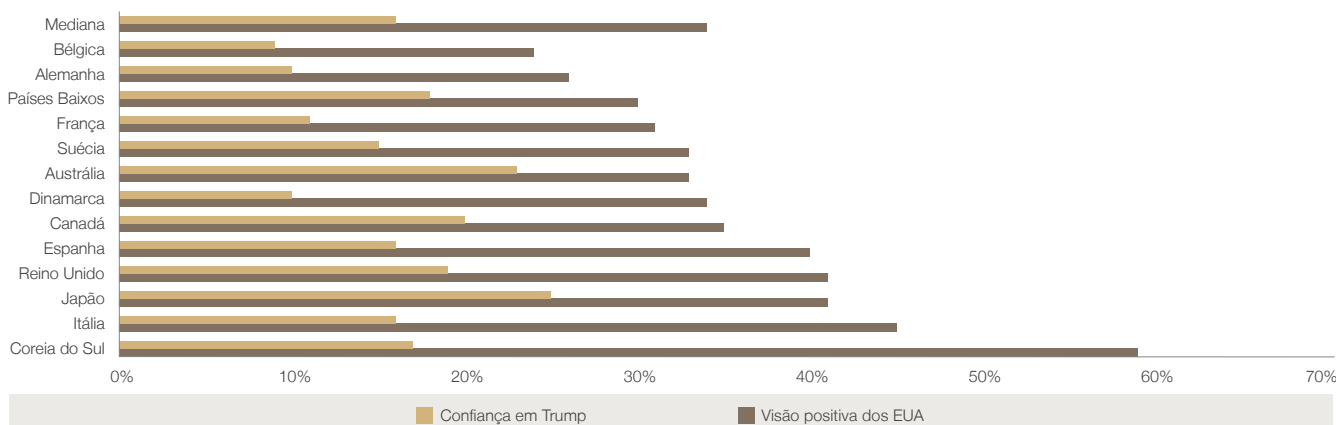
A presidência Trump representa um ponto agudo de ruptura, pondo em causa o papel global que os Estados Unidos devem desempenhar, e a forma como o país interage com outras nações, bem como os atributos extraterritoriais do poder norte-americano, como as instituições internacionais e o guarda-chuva militar oferecido a seus aliados. O *soft power*¹⁰ dos Estados Unidos, que Barack Obama havia recuperado após duas guerras difíceis, desvaneceu-se nos últimos 4 anos.

É certo que houve uma perda perceptível de liderança ao longo dos anos. No entanto, apesar da forma como os Estados Unidos agora são vistos no mundo, nada é inevitável, e as pesquisas de opinião mostram que as pessoas conseguem fazer uma distinção entre o país e seu presidente (Gráfico 6).

A questão é se essa tendência é reversível, já que os danos infligidos às instituições internacionais são enormes, e o vácuo deixado para outras potências se tornou imenso. A China consegue aproveitar essa abertura desde 2017 (a retirada dos Estados Unidos da Parceria Transpacífica é um exemplo). Espera-se em Washington uma mudança de estilo ou, ao menos, um retorno a um estilo mais convencional, o que deve facilitar a aceitação do papel renovado dos Estados Unidos. No entanto, além de estilo e para reverter sua perda de influência, os Estados Unidos provavelmente terão que decidir, mais uma vez, assumir o papel de superpotência, escolhendo opções estratégicas claras, envolvendo seus parceiros e arcando com os custos.

Ser superpotência significa, antes de mais nada, assumir responsabilidades, ter ambições e mostrar firmeza; é aqui que os EUA parecem estar mais atormentados pela dúvida após uma década de conflitos custosos sem solução política e uma abordagem isolacionista que às vezes deu lugar ao caos, como no Iraque. Essa tendência ao isolacionismo e à normalização da posição dos Estados Unidos já era um aspecto-chave da mensagem de Bill Clinton no final de seu segundo mandato: “precisamos criar o mundo em que gostaríamos de viver quando não formos mais a única superpotência do mundo”.

GRÁFICO 6: OPINIÕES SOBRE OS ESTADOS UNIDOS E SEU PRESIDENTE, %



Fontes: PEW Research 2020 - Global attitudes Survey, Indosuez Wealth Management.

9 - Fareed Zakaria, jornalista, cientista político e escritor indiano-americano.

10 - Joseph Samuel Nye Jr. cientista político americano.



Estados Unidos

Hoje, a questão da disposição e das ambições dos EUA é provavelmente onde as maiores dúvidas residem ainda na presidência de Joe Biden. Essa incerteza é estimulada por seu estilo, que é menos assertivo que o de seus antecessores, e pelo foco na política interna. Muito irá também depender da equipe escolhida por ele, além das circunstâncias. O que aconteceu com os presidentes anteriores pode acontecer novamente: em uma emergência, os Estados Unidos não têm outra escolha responsável a não ser intervir, ou pelo menos proteger seus interesses. Esta é notavelmente a mensagem que um dos mais influentes *think tanks* de Washington, a Brookings Institution, transmitiu ao novo presidente. Por outro lado, se os Estados Unidos de Joe Biden aparentassem ser um "protetor fraco e relutante da ordem internacional"¹¹, a China e a Rússia continuariam a aumentar sua influência regional. Portanto, é provável que os Estados Unidos sejam forçados a ter um interesse renovado na questão do Oriente Médio, e a reabrir as negociações com o Irã.

AS CONDIÇÕES DO PODER

Além de sua firmeza, a outra questão é se os Estados Unidos ainda têm os meios para realizar suas ambições globais. Para ser uma superpotência de sucesso, um estado precisa ter recursos, especialmente:

- Poder militar, que lhe permite atuar e ter uma presença global, bem como garantir a credibilidade de seus efeitos dissuasivos;
- Liderança tecnológica, um atributo crucial de poder no centro da rivalidade com a China;
- Uma moeda forte, que garante soberania e prosperidade, bem como influência;

- Instituições e regras sobre as quais estabelecer o poder e garantir sua manutenção, além do equilíbrio de poder que inicialmente o tornou possível (as instituições de 1945, em suma);
- Aliados mantidos por longo prazo e que lutam juntos contra seus rivais.

Em primeiro lugar, a questão dos efeitos dissuasivos militares surge não apenas em termos de custos, mas também em termos de ganhos (os famosos "dividendos da paz"): a criação de riqueza adicional, investimento, comércio e inovação, algo possível durante longos períodos de prosperidade. Desse ponto de vista, dedicar 3% a 4% do PIB dos EUA para a manutenção de uma *Pax Americana* é provavelmente um bom investimento, comparado à destruição do capital humano e industrial observada durante as duas guerras mundiais. Os Estados Unidos ainda representam 38% dos gastos militares globais (quase três vezes o orçamento militar chinês), e o aumento em 2019 foi igual a todo o orçamento militar da Alemanha.

Em segundo lugar, a corrida pela liderança tecnológica é estratégica, e permanecerá como uma das prioridades de Washington: é o que, em última análise, tanto garante a supremacia geoestratégica quanto protege a soberania dos Estados e seus dados. Essa questão está no centro da rivalidade com a China, e essa luta não terminará quando Donald Trump deixar o cargo. É aqui que o confronto é mais intenso e o termo "contenção"¹², cunhado por George Kennan durante a Guerra Fria, parece descrever melhor como os Estados Unidos perceberam sua futura relação com a China por uma década (embora Barack Obama tenha rejeitado este termo quando lançou sua iniciativa "pivô para a Ásia" em 2011).

11 - Robert Kagan, cientista político norte-americano.

12 - "Política de contenção da China" é um termo político que se refere ao suposto objetivo da política externa dos EUA, de diminuir o crescimento econômico e político da China.

Em terceiro lugar, o futuro do dólar é primordial para a liderança dos EUA. Frequentemente vista como uma questão puramente econômica, a questão da moeda está longe de ser insignificante do ponto de vista geopolítico. O papel fundamental do dólar faz dele a principal moeda de reserva e comércio. Isso permite aos Estados Unidos financiar seus déficits e dominar instituições como o FMI, bem como impor uma concepção extraterritorial da lei. É, portanto, tanto uma questão de prosperidade quanto de poder. O dia em que esta equação for rompida (veja o artigo O Dólar dos EUA: Glória do Passado?), o paradigma de poder dos EUA ficará de cabeça para baixo, tornando mais fácil para a China reivindicar esse papel.

Quarto, os Estados Unidos deveriam confiar mais nas instituições internacionais. Estas provavelmente serão tidas em alta conta, mas na medida em que atendam aos interesses dos Estados Unidos e protejam uma ordem internacional que reconheça seu papel proeminente. Diante de ameaças dispersas, não limitadas às questões da China e do terrorismo, a estrutura do “xerife relutante”¹³ - por meio da qual os EUA são forçados a formar alianças flexíveis baseadas em geografias - permanecerá forte.

UN NOVO PACTO COM OS ALIADOS

Por fim, a força dos Estados Unidos em comparação com a China é sua poderosa rede de aliados. Resumindo e concluindo, o que importa não é o poder de uma nação em si, mas o poder combinado de um bloco. “O poder não é absoluto; é uma relação humana”¹⁴. Manter os Estados Unidos em sua posição de maestro dessa ordem global, moldada no final da Guerra Fria, exige que parcerias sólidas sejam construídas, mesmo que não se acredite no multilateralismo, conceito ao qual os Estados Unidos nunca aderiram plenamente. Além de revitalizar o propósito do projeto da OTAN (Organização do Tratado do Atlântico Norte) e compartilhar o fardo, esta estratégia de reconstrução de alianças deve permitir abrandar e canalizar a expansão do poder chinês, e as tentativas de desestabilização da Rússia.

Conforme a Índia se torna uma potência mais significativa e a confiança dos EUA no país cresce, a probabilidade de neutralizar o domínio da China na Ásia também cresce. Em última análise, o que mais importará para os americanos não será o poder em si, mas as garantias de soberania, estabilidade e prosperidade que ele oferece.

Para concluir, os Estados Unidos provavelmente não têm outra opção a não ser tentar permanecer uma superpotência pelo maior tempo possível. Será especialmente o caso se o país deseja evitar estar submetido a uma ordem internacional diferente, que deixará de garantir que seus interesses sejam protegidos e seus valores continuem a prevalecer. Cada campanha presidencial apresenta uma oportunidade de prometer aos eleitores americanos um foco nas questões domésticas, mas todo presidente teve que lidar com uma realidade internacional imprevisível e instável, à qual teve que se adaptar e tentar administrar.

Os Estados Unidos provavelmente têm a sorte de ainda permanecer como líder por processo de eliminação, em que países poderosos e influentes ainda estão dispostos a aceitar e apoiar seu papel de líder, e que alguns países asiáticos continuam a preferir os EUA à China. De modo geral, os Estados Unidos, portanto, ainda têm os meios de seu poder; agora tudo depende de sua decisão e das escolhas que fizer.



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

13 - Richard Haass (1997); metáfora que significa que os Estados Unidos são encarregados pelas Nações Unidas (como um xerife é encarregado por um juiz) para restaurar a paz ao recrutar um destacamento para ajudar.

14 - Raymond Aron, Paz e Guerra entre as Nações: Uma Teoria de Relações Internacionais, 1962.

DESCARBONIZAR OS EUA, UM GRANDE DESAFIO PARA A PRÓXIMA DÉCADA

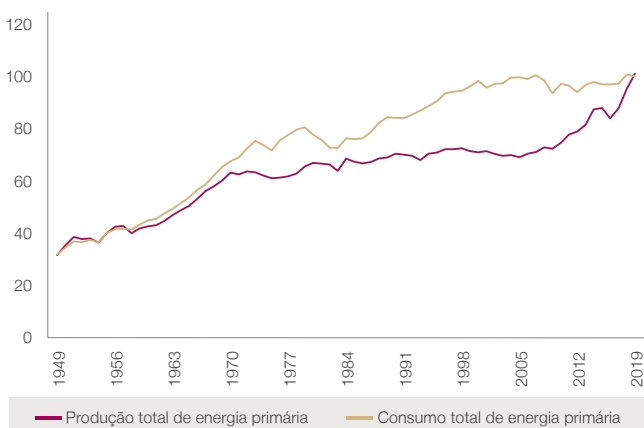
Com ou sem o candidato presidencial americano “mais verde”, a transição para uma energia mais limpa foi considerada indispensável na próxima década.

O governo dos Estados Unidos vai precisar dar um passo à frente para concluir o trabalho que vários Estados, cidadãos e empresas privadas já empreenderam.

Ao mesmo tempo que a crise da COVID-19 indiscutivelmente causou um excesso de mortalidade e desolação econômica em 2020, ela trouxe algumas esperanças na possibilidade de uma transição sustentada para uma energia mais limpa. Em primeiro lugar, temporariamente, as emissões de CO₂ diminuíram drasticamente em 2020, já que pessoas em todo o mundo estavam confinadas, aviões ficaram presos na pista e os congestionamentos desapareceram das rodovias. A Agência Internacional de Energia (IEA, na sigla em inglês) estimou em seu 2020 World Energy Outlook que a emissão de CO₂ relacionada à energia diminuiu 7% em 2020, ou 2,4 gigatoneladas (GT) em termos absolutos, levando a emissão anual de CO₂ de volta para níveis de uma década atrás. No entanto, todos nós sabemos que este é um fenômeno temporário, já que a recuperação econômica trará de volta as emissões de gases de efeito estufa para níveis de antes da crise da COVID-19.

Embora a mudança climática seja uma questão global, a China e os Estados Unidos são os maiores emissores de CO₂ em termos absolutos, enquanto os Estados Unidos (Gráfico 7) e o Canadá lideram a lista de emissões de CO₂ per capita entre os países maduros, atrás dos produtores de energia do Oriente Médio. Mesmo antes do anúncio do presidente recém-eleito, e “mais verde”, Joe Biden, a transição para uma energia mais limpa já era considerada necessária na próxima década. Graças ao desenvolvimento da indústria de óleo de xisto, os EUA conseguiram voltar a ser um exportador líquido de energia em 2019, após mais de 70 anos como importador líquido.

GRÁFICO 7: CONSUMO E PRODUÇÃO TOTAL DE ENERGIA PRIMÁRIA NOS EUA, QUADRILHÕES DE BTU*



* BTU: Unidade Térmica Britânica.

Fontes: US Energy Information Administration, Indosuez Wealth Management.

No entanto, apesar dos esforços em curso para depender da energia elétrica nuclear, bem como da energia renovável, a produção de energia dos EUA ainda é 80% baseada em combustíveis fósseis, ao passo que a produção de energia renovável permaneceu muito estável em percentual da produção total nos últimos 70 anos (Gráfico 8).

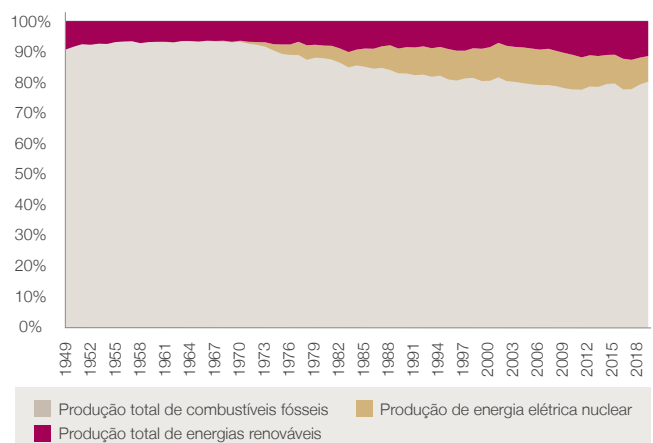
A NECESSIDADE DE UM PLANO AMBICIOSO DE ENERGIA RENOVÁVEL

A estabilidade da parcela de energia renovável americana se deve ao fato de que ela provém da hidroeletricidade e, portanto, vem das grandes barragens construídas nos Estados Unidos antes da Segunda Guerra Mundial, como a Represa Hoover em 1935, ou a Represa Theodore Roosevelt em 1911. Dada a capacidade limitada de construção de novas barragens, os EUA precisarão executar um ambicioso plano de energia renovável para reduzir as emissões de CO₂.

A Agência Internacional da Energia (IEA) desenvolveu uma série de cenários para avaliar o que é necessário para alcançar emissões zero até 2050:

- Cenário de Políticas Declaradas, refletindo as políticas atuais anunciadas por vários países;

GRÁFICO 8: PRODUÇÃO POR TIPO DE ENERGIA DOS EUA, %



Fontes: US Energy Information Administration, Indosuez Wealth Management.

- Cenário de Desenvolvimento Sustentável (SDS), incluindo um aumento nas políticas de energia limpa e investimentos para colocar o sistema de energia no caminho certo para alcançar os objetivos de energia sustentável em sua totalidade;
- Emissões Líquidas Zero até 2050.

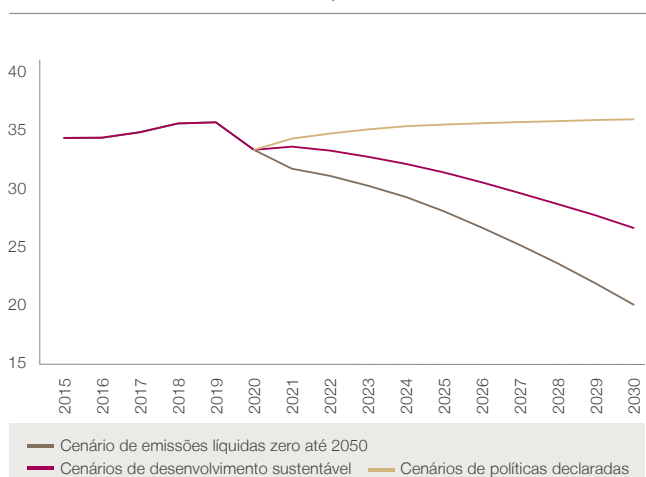
Conforme mostrado no Gráfico 9, as políticas já anunciadas por países em todo o mundo não têm a credibilidade necessária para alcançar emissões líquidas zero. Mesmo com os países a irem além disso e, por exemplo, a cumprir as metas do Acordo de Paris, isso não será suficiente para evitar emissões positivas líquidas até 2050. Logo, ações dramáticas serão exigidas dos cidadãos, governos e empresas privadas.

Para alcançar esses cenários, a demanda global de energia terá que diminuir e a matriz energética precisará mudar drasticamente. Conforme mostrado no Gráfico 10, as energias renováveis têm um papel importante a desempenhar, para substituir o carvão em particular. Nos EUA, as empresas de serviços públicos ainda usam carvão para produzir um quarto de sua eletricidade e respondem por 90% da produção de carvão dos EUA. A expansão das energias solar, eólica e, em breve, do hidrogênio, como alternativas de energia limpa será a chave para a transição energética e a redução da demanda por carvão nos Estados Unidos e em outros lugares.

SE O GOVERNO DOS EUA NÃO AGIR, OUTROS O FARÃO

Em 2016, os EUA no governo Obama, foi firmado o Acordo de Paris que selou a COP21, ocorrida um ano antes com o forte objetivo de minimizar as mudanças climáticas e evitar que a temperatura subisse mais de 2 graus Celsius em 2050 em relação aos níveis pré-industriais. Embora o acordo de Paris não seja vinculativo e não introduza nenhuma medida de coação, Donald Trump decidiu em 2017 sair do acordo. No entanto, com ou sem apoio federal, os EUA, como um todo, começaram a enfrentar as mudanças climáticas.

GRÁFICO 9: EMISSÕES DE CO₂ SOB VÁRIOS CENÁRIOS, GIGATONELADAS



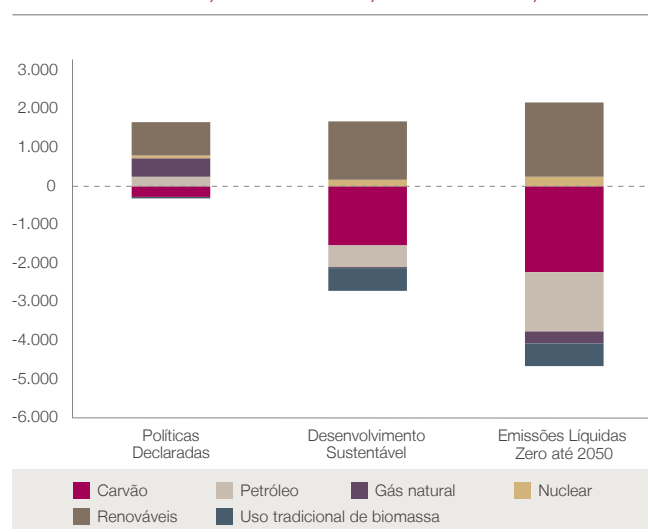
Fontes: IEA (Emissões de CO₂ de energia e processos industriais e alavancas de redução nos cenários WEO 2020, 2015-2030), Indosuez Wealth Management.

Os próprios Estados têm o poder de emitir leis e podem ser parte da solução. A Califórnia, por exemplo, obtém mais de 30% de sua eletricidade da energia renovável, principalmente solar e eólica. De acordo com sua lei climática de 2018, este estado planeja aumentar essa participação para 60% até 2030 e se tornar "carbono zero" até 2045.

DE GIGANTES INDUSTRIAIS A GIGANTES DA TECNOLOGIA E VICE-VERSA?

As empresas privadas também são reconhecidamente muito ativas. Os veículos elétricos são uma necessidade para reduzir a importância do consumo de petróleo e a Tesla, fabricante de veículos elétricos dos EUA, assumiu uma grande liderança nesse setor, ao ponto de ser coroada a maior fabricante de automóveis do mundo, em capitalização de mercado, a partir de 2020. A descarbonização, entretanto, não acontecerá se a própria eletricidade for produzida por usinas elétricas movidas a carvão. Energia solar e energia eólica são duas alternativas de energia renovável e, em breve, poderão ser complementadas por hidrogênio verde, uma fonte de energia promissora, pois seu único subproduto é a água quando usada para produzir eletricidade. Embora o hidrogênio seja produzido principalmente pela reforma do gás natural ou pela gaseificação do carvão, são grandes as esperanças de desenvolvimento de hidrogênio verde renovável proveniente da eletrólise da água movida a energia limpa, como eólica ou solar. Mais uma vez, as empresas americanas estão liderando o caminho no desenvolvimento de energia limpa: por exemplo, a Air Products and Chemicals está construindo uma fábrica de 5 bilhões de dólares na Arábia Saudita para produzir hidrogênio verde.

GRÁFICO 10: EVOLUÇÃO NA DEMANDA DE ENERGIA PRIMÁRIA MUNDIAL POR COMBUSTÍVEL, CENÁRIOS, 2019-2030, MTEP*



* Mtep: Mega toneladas equivalentes de petróleo.
Fontes: IEA, Indosuez Wealth Management.



Nevada, Estados Unidos

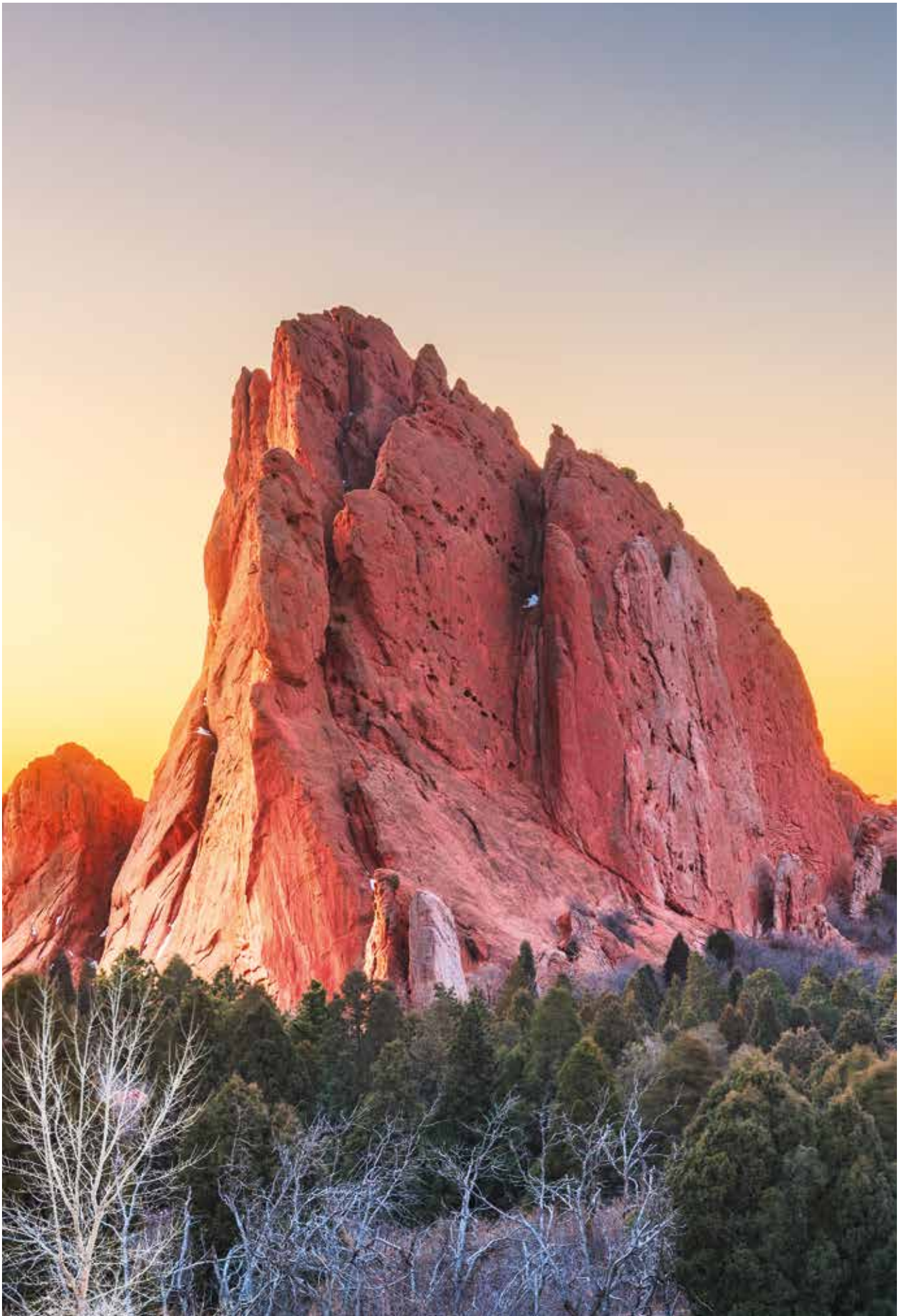
Não muito tempo atrás, o índice Dow Jones era constituído de conglomerados industriais como General Electric ou Alcoa, mas empresas de tecnologia como Apple, Microsoft e Salesforce lentamente substituíram essas empresas cíclicas. Contudo, a revolução verde pode revitalizar o setor industrial, e um novo campeão pode surgir em produtos químicos (produção de hidrogênio), bens de capital (células de combustível, painel solar), bens e serviços industriais (trem e avião movidos a hidrogênio) e serviços públicos (eletricidade limpa produção e distribuição).

Como um dos principais emissores de CO₂, os EUA enfrentam um grande desafio pela frente para reduzir sua pegada de carbono e ajudar o mundo a atingir zero emissões. Ainda que vários estados, cidadãos e empresas privadas já tenham aceitado o desafio, o apoio do governo federal será fundamental na próxima década. Não é necessário dizer que a transição energética também representa uma enorme oportunidade econômica, e os EUA certamente não permitirão que a China ou a União Europeia se tornem os únicos líderes mundiais em energia limpa.



NICOLAS MOUGEOT

Head of Global Trends and ESG Advisory,
Indosuez Wealth Management



Colorado, Estados Unidos

PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS

UM CHOQUE SEM PRECEDENTES, RESPOSTAS MASSIVAS E PERGUNTAS SEM RESPOSTA

CENÁRIO PARA 2020-2021

Apesar de uma recuperação inicial melhor do que o esperado nos EUA, o PIB deve permanecer abaixo do nível anterior à crise até o início de 2022.

Diante do alcance excepcional da crise da COVID-19, o governo europeu e órgãos federais parecem ter tirado as lições certas da grande crise financeira.

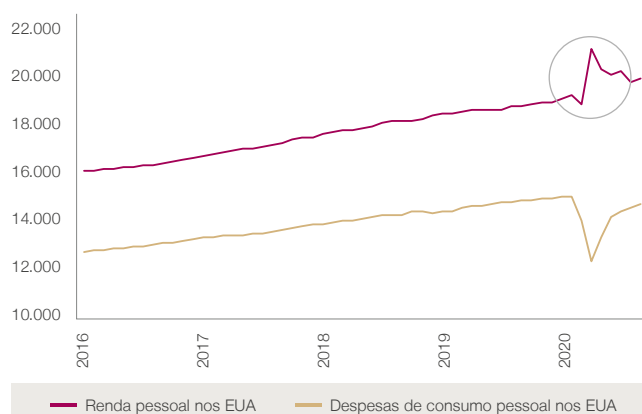
O quadro cíclico para o crescimento do mercado emergente em 2020 é desigual, com a China ainda como o único mobilizador real.

Assim como a recessão, a recuperação é agora generalizada. Assim como a recessão, é forte e desigual. É amplamente mecânica e mostra sinais de enfraquecimento, alimentando temores sobre sua resiliência, assim que as medidas de suporte forem reduzidas. Esses temores são vagos, mas duas coisas são cristalinas: taxas de juros baixas por muito tempo e crescimento global desigual e assíncrono.

ESTADOS UNIDOS: RITMO DE RECUPERAÇÃO DEVE DESACELERAR APÓS FORTE RECUPERAÇÃO NO TERCEIRO TRIMESTRE DE 2020

A economia dos EUA começou a se recuperar após o forte choque da pandemia da COVID-19 ter levado a uma contração histórica, embora, apesar de uma recuperação inicial melhor do que o esperado que nos levou a revisar nossas perspectivas um pouco mais em alta, o processo geral será um lento e gradual, com o PIB abaixo do nível anterior à crise até o início de 2022.

GRÁFICO 11: RECEITAS AMERICANAS APOIADAS POR MEDIDAS DE ESTÍMULO, BILHÕES USD



Fontes: US Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, CA CIB, Indosuez Wealth Management.

O pior da crise ficou para trás, pois o segundo trimestre terminou com uma taxa historicamente elevada de 31,7%¹⁵. Esperamos uma recuperação relativamente gradual já que várias empresas e consumidores provavelmente terão cautela e hesitação para retornar totalmente aos padrões de gastos anteriores. Esperamos que os gastos diminuam notavelmente em relação ao ritmo do terceiro trimestre. Os benefícios de desemprego aumentados da Lei CARES¹⁶ expiraram e foram apenas temporariamente e parcialmente substituídos por uma ordem executiva do presidente Donald Trump, com progresso atrasado, em um projeto de estímulo fiscal adicional. Isso deve pesar nas receitas daqui para frente (Gráfico 11).

Embora esperemos que o PIB cresça cerca de 3,7% em 2021, o que o deixaria ainda abaixo dos níveis pré-crise até 2022, em uma recuperação em forma de *swoosh*.

A resposta política tem sido agressiva, e ajudou a apoiar a recuperação até agora, embora o impacto pareça estar diminuindo. O Fed reduziu as taxas para o limite mínimo zero (*zero-low-bound*, ZLB, na sigla em inglês), anunciou compras de ativos sem previsão de fim, e criou uma série de linhas de crédito para apoiar uma variedade de mercados. Ficou claro que manterá uma postura acomodatória com as taxas de juros no ZLB por um período prolongado. Esperamos que eventualmente mude as compras do Tesouro dos EUA para se concentrar na ponta longa da curva, embora isso possa não acontecer até o final deste ano, ou início de 2021. O controle da curva de juros continua sendo uma possibilidade, embora tenha perdido força recente-mente, e o Fed provavelmente só seguirá esse caminho se as perspectivas se deteriorarem. Em termos de política fiscal, o Congresso aprovou quatro projetos de lei de alívio que totalizam quase 3 trilhões de dólares, um montante histórico de estímulo fiscal que o CBO¹⁷ estima que fará com que o déficit atinja 16,0% do PIB em 2020.

15 - Todas as alterações de trimestre a trimestre são expressas em uma base anualizada como é tradicional nos Estados Unidos.

16 - The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security - Ajuda, Assistência e Segurança Econômica para o Coronavírus A Lei CARES fornece assistência econômica rápida e direta para trabalhadores e famílias dos EUA, pequenas empresas do país e preserva empregos nas indústrias americanas.

17 - Congressional Budget Office - Escritório Orçamentário do Congresso.

ZONA DO EURO: ANATOMIA DE UM "V" IMPERFEITO

Durante o início do segundo semestre, a economia se moveu em duas direções: uma muito positiva, outra nem tanto. Dados econômicos confirmam que o final do segundo trimestre apresentou uma recuperação muito forte na atividade e na confiança. Por outro lado, a segunda vaga da epidemia dissipou qualquer cenário de eliminação rápida do vírus.

Na frente de política econômica, algumas certezas tranquilizadoras estão surgindo. Com o Plano de Recuperação Europeu, os países mais endividados da área de moeda única podem contar com grandes transferências e empréstimos em condições altamente favoráveis, que garantem um estímulo fiscal positivo além do horizonte previsto. Com a mudança de estratégia do Fed, qualquer reversão prematura da postura da política monetária nas economias avançadas está fora de questão.

No entanto, por trás dos "curativos" das autoridades, as feridas da crise estão se tornando visíveis. Com os lucros diminuindo e a atividade ainda muito reduzida em alguns setores, inevitavelmente veremos mais e mais empresas irem à falência, com aumento do desemprego à medida que medidas temporárias de apoio (desoneração fiscal e diferimentos e trabalho de curto prazo) sejam removidas.

Juntos, esses fatores sustentam nosso cenário de recuperação incompleta: o PIB no final de 2021 será 1% inferior ao nível anterior à crise. O ritmo de crescimento em 2021 (+5,4% após -7,5% em 2020) será mais lento do que o necessário para fechar o hiato do produto negativo que se desenvolveu durante a crise (Gráfico 12).

O cenário de confiança é crítico: o uso do excedente substancial derivado da poupança acumulada durante o *lockdown* depende disso. Há um risco elevado de que o aumento da taxa de desemprego a transforme em poupança preventiva, limitando o aumento potencial do consumo privado. Quanto à retomada do ciclo de investimentos, persiste um ponto de interrogação.

Os níveis de exploração dos meios disponíveis ainda são muito baixos, e é difícil imaginar expansão dos níveis, dadas as persistentes incertezas sobre a demanda e o ritmo de crescimento esperado. Embora sejam possíveis investimentos de substituição para sustentar a necessária transformação de várias atividades, é o investimento público que deverá dar a maior contribuição para uma reviravolta na acumulação de capital, apoiado, na periferia da Zona do Euro, pelo Fundo Europeu de Recuperação.

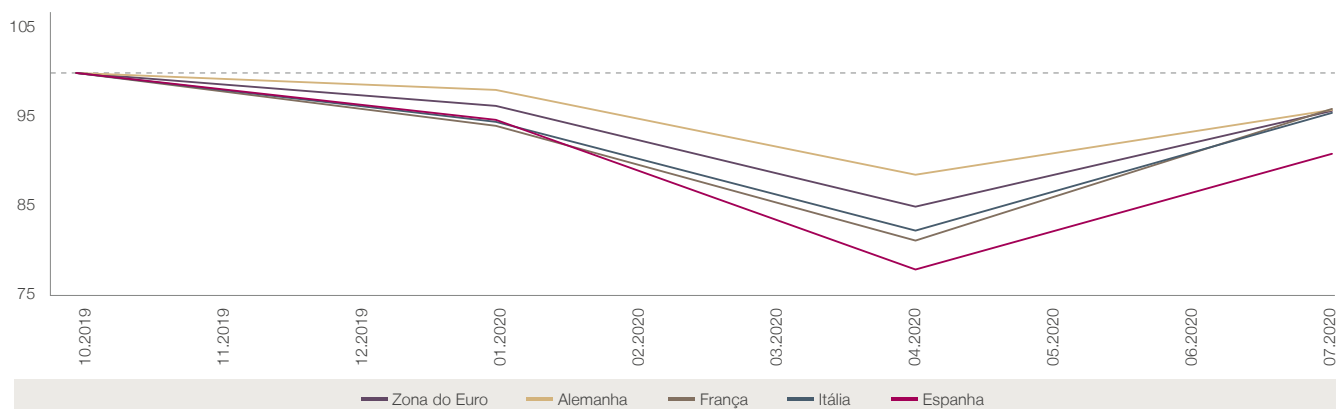
Uma resposta inovadora para limitar a fragmentação

Diante do alcance excepcional da crise da COVID-19, as autoridades europeias comunitárias, nacionais e de política monetária parecem ter tirado as lições certas da grande crise financeira.

O risco de uma retirada prematura do apoio fiscal e monetário parece ter sido dissipado ao longo do horizonte de previsão, apesar do hiato negativo do produto estar longe de ser fechado. Ao flexibilizar a estrutura regulatória e de supervisão, a natureza incomum da crise pode ser administrada, ao mesmo tempo em que se rejeita qualquer consideração sobre o risco moral - injustificado como é nessas circunstâncias. E porque esta não é uma crise induzida por dívida excessiva, os mecanismos desinflacionários de redução da dívida também não devem ser estimulados, como o foram na década passada. Além disso, o setor bancário desempenha o papel de amortecedor, evitando que as crises de liquidez se transformem em crises de solvência. Do nosso ponto de vista, a transição do princípio da eficiência para o princípio da resiliência é um argumento crucial para uma previsão que pode parecer, mas não é, otimista, e para afirmar que o curso das crises de 2009 e 2012 não é o único caminho.

Apesar dos esforços para projetar uma recuperação mais autônoma e uniforme, persiste um alto risco de fragmentação. No final de 2021, projeta-se que a Alemanha alcance um PIB mais alto (+1,1%) do que no final de 2019; enquanto isso, o PIB ainda poderia ser 1,4% menor na França, 3,1% menor na Itália e 7,9% menor na Espanha.

GRÁFICO 12: ZONA DO EURO, UMA RECUPERAÇÃO INCOMPLETA E HETEROGÊNEA, T4 2019 = 100



Fontes: Eurostat, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

Atração gravitacional nos rendimentos dos Bund

Desde o pico da sensibilidade do mercado à pandemia em março/abril, o rendimento dos *Bund* de 10 anos (títulos do governo alemão) tentou subir, mas voltou a cair todas as vezes para cerca de -50 pontos base — o nível da taxa de juros da política de depósitos do BCE. Em vista do risco de um período prolongado de incerteza para os próximos meses, ajustamos nossas previsões dos *Bund* de 10 anos em 10 pontos base abaixo, e agora antevemos um movimento modesto para -40 pontos base no final do ano e depois para -30 pontos base até o final de 2021. Esta projeção é baseada no controle do vírus nos próximos meses, resultando assim em uma maior clareza econômica e uma recuperação sustentada, embora gradual, no próximo ano (Gráfico 13).

Aprendendo a conviver com COVID-19: o que isso significa para o cenário da Zona do Euro

Embora os sinais de uma nova propagação da pandemia já fossem visíveis à época da elaboração do nosso cenário macroeconômico em setembro, tínhamos partido do pressuposto, então plausível e consensual, de uma disseminação contida do vírus, controlada por comportamentos de distanciamento social, pelo rastreamento rápido de casos positivos graças à expansão da capacidade de teste, e por possíveis *lockdowns* localizados. Entretanto, a segunda onda acabou sendo mais brutal e a desaceleração econômica é inevitável. Um melhor ganho de crescimento gerado por um terceiro trimestre mais dinâmico do que o esperado, no entanto, permitirá não nos afastarmos muito da nossa projeção de setembro de 2020 (-7,5%), mesmo com uma queda substancial do PIB no quarto trimestre.

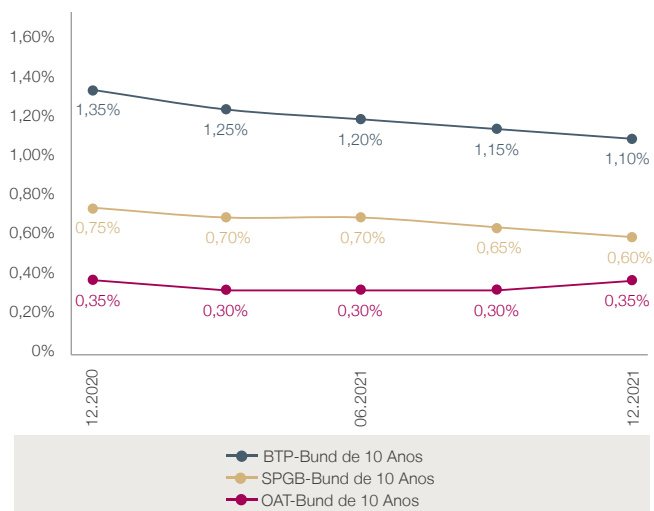
Devido a medidas de confinamento mais limitadas, prevemos um declínio menos severo na atividade do que o observado durante o primeiro semestre do ano. Porém, se as medidas de confinamento forem reforçadas ou estendidas, os riscos para nosso panorama para o quarto trimestre serão claramente negativos.

O maior impacto, no entanto, será visto no crescimento em 2021 (projetado em +5,4% no final de setembro). Embora melhores tratamentos, melhores testes e disponibilidade de vacina possam promover alguma normalização da atividade econômica, é improvável que erradiquem o vírus rapidamente e diminuam a necessidade de distanciamento social e restrições de mobilidade no primeiro semestre de 2021.

PAÍSES EMERGENTES: HORA DE ALGUMA CLASSIFICAÇÃO?

No último trimestre, nove meses após a eclosão do vírus, a atividade começou a se recuperar nos países emergentes, mas a recuperação foi tão desigual quanto a queda durante o auge da pandemia. A situação sanitária na Índia, no Brasil, na Colômbia, no Irã e no Iraque ainda é altamente incerta. No sentido inverso, outros países, como China e Vietnã, parecem ter dominado a trajetória da pandemia. Mesmo assim, em muitos países, medidas rígidas de controle estão sendo tomadas, beirando a volta ao *lockdown* em algumas cidades. Neste contexto, a reabertura das fronteiras não está garantida, nem está em andamento, o que complica os fluxos comerciais de curto prazo e a estratégia de negócios de médio prazo.

GRÁFICO 13: PREVISÕES DE SPREAD A 10 ANOS, %



Fontes: CA CIB, Indosuez Wealth Management.

O apelo da autossuficiência

Por enquanto, nesse ambiente, a vantagem econômica estará com os grandes países, capazes de alguma forma de autossuficiência, e com economias mais diversificadas. Por exemplo, a recessão é mais limitada na Polônia do que na República Tcheca, que é altamente dependente do ciclo automotivo alemão. Quanto à China, o presidente teoriza oficialmente a ideia de um modelo mais autossuficiente, alicerçado em uma estratégia de “dupla circulação”¹⁸, que também é uma resposta à intensificação da batalha pela supremacia com os Estados Unidos. Por fim, na Rússia, o fechamento da fronteira está estimulando os gastos com o turismo interno, que era um item muito fraco no balanço de pagamentos. Dessa forma, este pode ser um argumento que atrasará a reabertura das fronteiras (Gráfico 14)..

Além disso, essa recuperação restrita está influenciando consumidores, poupadores e investidores, mas não da mesma forma em cada país, e aqui vemos as características tradicionais das diferentes regiões. A Ásia poupa mais do que a América Latina (32% do PIB em comparação a 18%), e a Rússia tende a gastar durante uma crise, com consumidores de curto prazo temendo a desvalorização da moeda. Para a Turquia, o consumo normalmente se recupera após cada crise, impulsionado por uma (muito) forte retomada dos empréstimos. Essa recuperação aprofunda os déficits externos, uma fonte de risco cambial.

O resultado é uma curva de vendas no varejo desigual nos países emergentes, o que pode ser surpreendente, pois significa que não tem relação com a pandemia: uma reviravolta rápida na Turquia e no Brasil, mas um atraso da oferta na China. De fato, a evolução desta defasagem oferta/procura será muito importante nos próximos meses porque cria riscos diferentes conforme o país, tanto a curto como a longo prazo. Há um risco inflacionário na Turquia, mesmo na Índia, e ameaças deflacionárias nas economias asiáticas mais orientadas para a poupança. Também há riscos de déficits de investimento nas economias voltadas para o consumidor, especialmente Rússia e Brasil, e potencial de crescimento mais fraco.

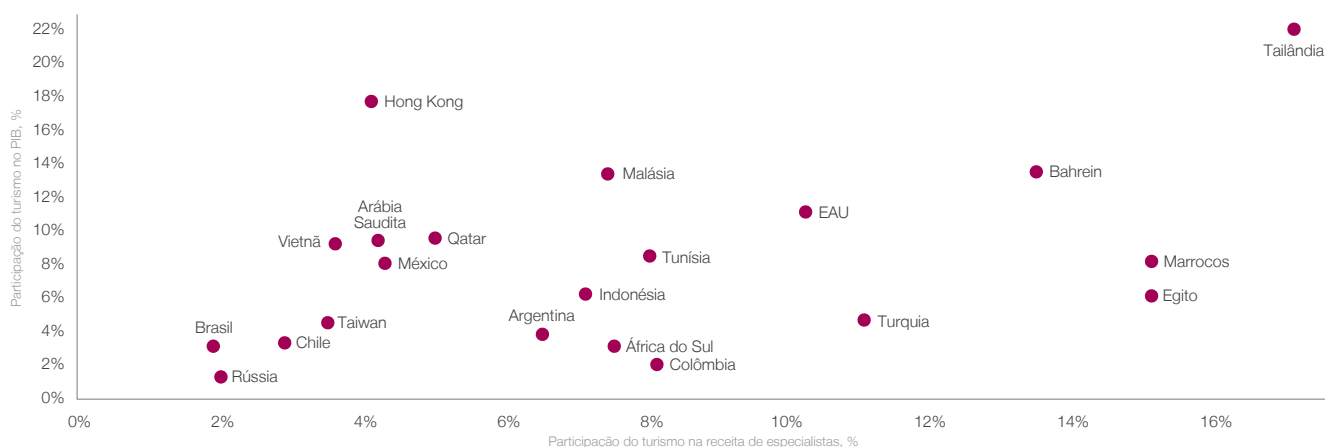
Resistir à crise reinventando modelos de desenvolvimento

Em última análise, o quadro cíclico para 2020 é desigual, com a China tendo sido o único mobilizador real. Quanto às previsões para 2021, o crescimento será menor do que a tendência de longo prazo para a maioria dos países. Acima de tudo, a distância aumentará entre aqueles que têm os meios para resistir a um ambiente global restrito e aqueles que não têm: para estes, os danos irreversíveis da crise logo se tornarão aparentes.

Essa divergência já é visível nos desvios incomuns das projeções de crescimento em 2020, com países em recessão profunda, como Índia e principalmente México, e outros países, raros, que ainda apresentam crescimento positivo, como China, é claro, mas também Taiwan e Vietnã, ou em recessão muito leve, como a Coreia.

Para os investidores, então, tudo aponta para uma abordagem de classificação por país. Mas quais são os critérios? O mais óbvio - riqueza - é também o mais quantificável e inclui riqueza privada, pública e empresarial. Mas outros fatores entrarão em jogo logo, assim que as cartas forem completamente embaralhadas. Isso inclui a gestão da estratégia de crise e a habilidade dos governos durante a fase de saída das medidas extraordinárias; a qualidade das instituições e a coesão política e social, que determina a margem de manobra dos países; e fatores de inovação específicos de cada país. A crise da COVID-19 é peculiar, pois coloca os governos face a emergências cíclicas e imperativos estruturais de uma só vez.

GRÁFICO 14: MERCADOS EMERGENTES: PARTICIPAÇÃO DO TURISMO NO PIB E EXPORTAÇÕES, %



Fontes: FMI, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

18 - Uma política econômica chinesa com o objetivo de manter a China aberta ao mundo (a “grande circulação internacional”) ao mesmo tempo em que reforça seu próprio mercado (a “grande circulação doméstica”).



Shenzhen, China

China: crescimento, mas a que custo?

A China terá sido o único país do G20 a ter crescimento positivo em 2020. Com a crise sanitária para trás, a estratégia das autoridades chinesas foi cristalina: reiniciar a máquina industrial preenchendo as carteiras de pedidos das empresas, graças à demanda do público, e garantindo seu fluxo de caixa com empréstimos bancários. Sem o tipo de anúncio grave de 2008, e tendo o cuidado de manter a folga fiscal e, principalmente, monetária - o Banco Popular da China (PBoC, na sigla em inglês) repetiu várias vezes que faria de tudo para evitar a armadilha de taxas de juros muito baixas e armadilha da liquidez - a China se concentrou em soluções que funcionaram nas crises anteriores.

E isso valeu a pena no setor industrial, com a produção tendo uma recuperação em forma de V. Todas as luzes estão verdes do lado da oferta, o que indica uma previsão de crescimento ainda mais otimista. No entanto, do lado da demanda, a situação é dificilmente comparável, apesar dos discursos de Xi Jinping apresentando sua nova dupla circulação que visa reduzir a dependência da China do mundo exterior, em particular de certos produtos estratégicos (alimentação e eletrônica) que podem ser afetados por restrições devido às tensões geopolíticas e ao aumento da demanda interna. Após sete meses de contração, as vendas no varejo registraram um crescimento positivo em agosto, mas mostraram uma tendência de recuperação mais lenta do que os Estados Unidos.



Xangai, China

Investimentos bastante robustos e comércio exterior mais resiliente do que o esperado devem compensar a baixa contribuição do consumo, e nos permitir manter nossa projeção de crescimento em 3% em 2020, antes de acelerar para 8% em 2021.

No entanto, o reequilíbrio do crescimento promete ser difícil. Em primeiro lugar, porque os consumidores ainda estão cautelosos e assim permanecerão até que o sistema de proteção social seja mais favorável para eles (seguro-desemprego em particular) e, segundo, porque a situação geopolítica e as tensões em torno das transferências de tecnologia (fornecimento de semicondutores e 5G) exigirão planos de investimento maciço. Os anúncios de Xi Jinping nas Nações Unidas, e sua promessa de atingir a neutralidade de carbono até 2060 também exigirão gastos públicos significativos. No entanto, embora a China pareça estar saindo dessa crise com elegância, sua situação financeira foi duramente atingida. A dívida total deve atingir 300% do PIB em

2020, e os empréstimos improdutos dos bancos chineses devem aumentar até o final do ano. Claro, os riscos ainda estão contidos, até porque, por um lado esta dívida é principalmente interna e denominada em moeda local e por outro lado o Banco Popular da China (PBoC na sigla em inglês) ainda tem espaço de manobra significativo.

Editado a 01.11.2020.

Economistas do Crédit Agricole S.A. Group Economic Research Department



ISABELLE JOB-BAZILLE

Chief Economist
Administrator of CA Indosuez Wealth France

TABELA 1: PROJEÇÕES ECONÔMICAS PARA 2020-2021, %

	PIB, %			PREÇOS AO CONSUMIDOR, %			CONTA CORRENTE, % DO PIB		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ESTADOS UNIDOS	2,3	-4,5	3,7	1,8	1,2	1,9	-2,4	-2,2	-2,3
JAPÃO	0,7	-5,7	1,6	0,6	-0,1	0,3	3,6	2,4	2,1
ZONA DO EURO	1,3	-7,5	5,4	1,2	0,2	0,8	2,9	3,1	3,2
Alemanha	0,6	-5,4	5,0	1,4	0,4	1,7	7,1	6,5	6,4
França	1,5	-9,1	7,1	1,3	0,5	0,5	-1,2	-1,0	-1,0
Itália	0,3	-9,7	5,6	0,7	-0,3	0,2	3,0	2,6	3,1
Espanha	2,0	-12,8	4,5	0,8	-0,3	0,2	2,0	2,0	1,9
Países Baixos	1,6	-4,6	4,2	2,7	1,0	1,1	9,9	10,4	10,3
OUTRAS ECONOMIAS AVANÇADAS									
Reino Unido	1,5	-9,6	6,3	1,8	0,8	1,4	-3,6	-3,9	-4,7
Canadá	1,7	-5,7	4,8	1,9	0,7	1,7	-2,2	-2,1	-2,4
Austrália	1,8	-6,7	6,1	1,6	1,4	1,8	0,5	-0,6	-1,8
Suíça	0,9	-6,0	3,8	0,4	-0,4	0,6	12,2	7,2	8,8
ÁSIA	5,1	-0,4	7,1	2,7	2,9	2,3	1,3	1,9	1,2
China	6,1	3,0	8,0	2,9	2,8	1,8	1,0	1,7	1,0
Índia	4,9	-5,8	8,4	3,7	6,2	4,5	-0,9	1,0	-1,0
Coreia do Sul	2,0	-0,9	3,4	0,4	0,4	1,2	4,3	4,2	4,0
AMÉRICA LATINA	0,5	-7,1	3,7	10,1	7,3	9,0	-2,0	-0,3	-0,3
Brasil	1,1	-5,1	3,4	4,3	2,1	2,9	-2,8	-0,2	-0,1
México	-0,1	-9,2	3,8	2,8	3,4	3,2	-0,2	-0,2	0,4
EUROPA EMERGENTE	2,0	-4,8	3,8	6,2	4,9	4,5	1,5	0,5	0,0
Rússia	1,3	-5,0	3,5	4,5	3,3	3,5	3,8	1,5	1,5
Turquia	0,9	-5,0	4,5	15,5	11,0	10,0	0,0	-2,0	-2,5
Polónia	4,1	-2,8	3,6	2,3	3,4	1,7	0,4	2,0	0,6
ÁFRICA, ORIENTE MÉDIO	0,4	-5,8	2,3	8,4	7,0	5,5	1,3	-2,9	-2,5
Arábia Saudita	0,3	-6,0	3,2	-2,1	4,3	2,1	5,9	-4,0	-2,5
Emirados Árabes Unidos	1,7	-5,5	2,2	-1,9	-1,1	1,0	7,0	-0,3	1,1
Egito	5,6	1,2	2,0	9,2	5,8	7,8	-3,6	-4,5	-4,0
Marrocos	2,5	-5,1	3,5	0,3	0,5	1,1	-4,1	-7,0	-4,0
TOTAL	2,7	-4,1	5,0	3,4	2,7	2,8			
ECONOMIAS AVANÇADAS	1,7	-6,0	4,3	1,5	0,7	1,3			
PAÍSES EMERGENTES	3,5	-2,6	5,6	4,9	4,3	3,9			

Fontes: Previsões Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

TABELA 2: PROJEÇÕES DAS TAXAS DE JUROS, %

		12.2020	03.2021	06.2021	09.2021	12.2021
EAU	Fundos do Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
	10 Anos	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
ZONA DO EURO	Depósito	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
	10 Anos (Alemanha)	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30
SPREAD 10 ANOS VS EUR	França	0,35	0,30	0,30	0,30	0,35
	Itália	1,35	1,25	1,20	1,15	1,10

Fontes: Previsões Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

Previsões a 02.10.2020.



Washington, Estados Unidos

DÓLAR AMERICANO: GLÓRIA DO PASSADO?

As taxas de juros mais baixas dos EUA removeram um dos fatores de sustentação do dólar e reduziram o custo de *hedge* de ativos dos EUA para gestores de ativos.

Compreensivelmente, de uma perspectiva de risco-recompensa, os benefícios relativos de manter um dólar com tendência de depreciação requerem uma consideração mais profunda.

Independentemente do resultado das eleições presidenciais dos EUA em 2020, o dólar dos EUA deve passar por uma reavaliação gradual, porém certa, de seu papel de longa data de moeda de reserva mundial. Em uma base mensal, o comércio internacional é cada vez menos liquidado em dólares, juntamente com os bancos centrais globais que continuam a diversificar suas reservas de moeda fora do dólar e em alternativas de portos seguros com classificação AAA.

RETORNOS REAIS EM TERRITÓRIO NEGATIVO

Ainda que essa mudança seja uma tendência mais secular, e não uma mudança de paradigma de curto prazo, a pandemia global serviu para avançar neste acerto de contas, já que o forte choque recessivo em curso forçou o Federal Reserve a reduzir suas taxas de juros a zero em resposta. Aqui está o catalisador da volatilidade do mundo de transação de divisas, com atração pelo rendimento relativo. Enquanto os mercados de ações dos Estados Unidos disparavam e os rendimentos reais dos EUA recompensavam os investidores generosamente em relação a seus pares, os compradores ficaram felizes em permanecer na negação sobre as fragilidades econômicas subjacentes. Agora que os rendimentos reais dos EUA estão em níveis negativos nunca antes atingidos, e em linha com todos os outros, as considerações macroeconômicas estão subindo rapidamente à superfície.

Uma preocupação profunda está crescendo sobre como os EUA serão capazes de continuar a financiar seus déficits orçamentários descontrolados, que agora se aproximam de 27 trilhões de dólares e uma relação entre dívida pública e o PIB de 125%. Deve-se notar que o custo do serviço da dívida, por si só, se aproxima de 700 bilhões de dólares americanos por ano. Surpreendentemente, a taxa de juros média do cupom estava em uma baixa recorde de 1,94% (em outubro), o que dificilmente desencoraja qualquer um dos partidos políticos em Washington a serem parcimoniosos com gastos. Pelo contrário, e mesmo se um senado republicano diluir os planos de gastos maciços de Biden, a COVID-19 ajudará o próximo governo a acrescentar ainda mais dívidas para gastos com infraestrutura de criação de empregos.

UMA QUESTÃO DE CONFIANÇA

Com exceção dos fundos de poupança para investidores disponíveis para o Japão, a maioria dos gestores de fundos soberanos já começou a reduzir sua exposição aos títulos de dívida pública dos EUA em etapas, sem mencionar o detentor estrangeiro número um, a China, que está muito feliz em permitir que sua ainda significativa alocação chegue ao vencimento e seja repatriada gradualmente. Agora que novas emissões de dívida do Tesouro dos EUA estão prestes a crescer nos próximos trimestres - quem, além do Federal Reserve, absorverá a nova oferta? Consequentemente, o aumento da dívida federal dos EUA não é realmente uma questão de sustentabilidade da dívida, mas sim uma questão de credibilidade do banco central, e um apelo à confiança na moeda.

Esse ponto contribui para explicar por que o FOMC parece disposto a manter as taxas de juros em zero por mais tempo, com tolerância aberta para maiores ultrapassagens da inflação. Este paradigma de domínio fiscal não é um bom presságio para a moeda base do mundo, pois no passado políticas semelhantes provocaram uma depreciação aguda. A tentação diante do crescimento vacilante é permitir que o dólar caia mais, para manter as economias e gastos indispensáveis dos EUA em casa. Por que desta vez seria diferente?

Assim, pode ser muito cedo para supor que a atual desinflação impulsionada pela pandemia de repente se transformará em inflação galopante. No entanto, um certo grau de proteção preventiva à inflação das carteiras está gerando interesse entre os investidores de longo prazo, preocupados com o crescente enigma da dívida. De uma perspectiva de recompensa de risco, os benefícios relativos de manter em carteiras um dólar com tendência de depreciação sem *hedge* neste momento requerem, definitivamente, uma consideração mais profunda. Hoje, os custos associados à cobertura da exposição à moeda da carteira dos EUA não estão baratos, outro motivo importante para manter cautela.



Nova Iorque, Estados Unidos

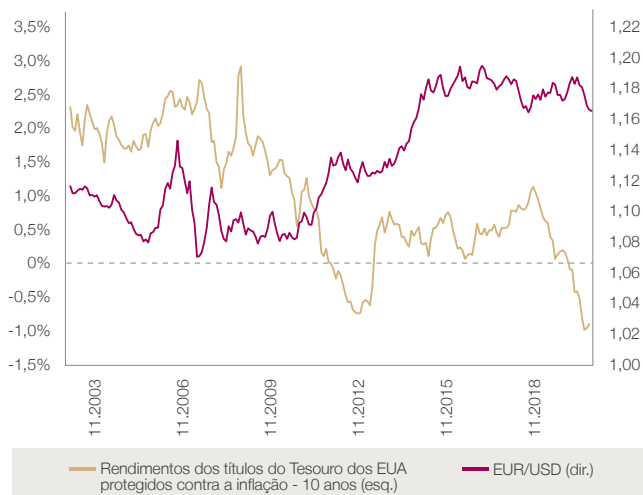
O FIM DE UMA ERA

No presente e no futuro, tememos que o privilégio de longa data do dólar esteja se tornando frágil, talvez escrevendo o começo do fim para sua preeminência, já que novas alternativas de portos seguros líquidos surgem após a eleição e na próxima década.

Os investidores podem então se perguntar quais moedas serão mais valorizadas em relação ao dólar. Em ordem de convicção e preferência, o ouro é o apelo final para uma degradação estrutural de moedas fortemente impressas e em circulação que perderam a dimensão de escassez que o ouro possui. A questão é que o ouro já teve um bom desempenho em 2020 e, embora permaneçamos positivos em relação ao metal precioso, a recompensa parece menos atraente do que era em março de

2020. O euro poderia se beneficiar de uma saída da crise pandêmica, e sem dúvida a distribuição de uma vacina poderia ajudar a quebrar a resistência de 1,20. No entanto, este apelo também depende do panorama político de uma região que ainda luta para chegar a acordo sobre um plano de recuperação, que corre o risco de ser implementado quando a crise já tiver passado... Como o iene e o franco suíço ficaram inflados em 2020 por comportamentos de risco e parecem vulneráveis após a COVID-19, isso nos deixa com moedas emergentes, que certamente se beneficiariam de uma saída da pandemia. Além deste horizonte, a moeda chinesa detém não todos, mas muitos dos atributos necessários a uma potencial moeda de reserva, e deverá valorizar ao longo do tempo, sustentada por um rendimento real positivo, uma melhor dinâmica macroeconômica e uma balança comercial recorde (Gráfico 15).

GRÁFICO 15: TAXA DE JUROS REAL E USD, %



Fontes: Federal Reserve, Datastream, Indosuez Wealth Management. O desempenho passado não garante o desempenho futuro.



DAVIS HALL

Head of Capital Markets, Asia
Indosuez Wealth Management

MERCADO DE RENDA FIXA CORPORATIVA DOS EUA: FALÊNCIAS DE EMPRESAS E SUSTENTABILIDADE DA ALAVANCAGEM

Embora a extensão dos programas de compra de títulos corporativos do Fed esteja atualmente em debate, eles têm sido claramente uma ferramenta poderosa na estabilização das condições de mercado e na redução do risco de refinanciamento corporativo.

Dada a extensão da crise, o risco corporativo de “anjo caído” é uma preocupação viável para os investidores. Seletividade é crucial neste padrão de recuperação desigual, especialmente em setores que foram fortemente afetados pelas medidas de *lockdown*, mas que também irão se beneficiar das recuperações mais acentuadas no futuro.

O risco de crédito tem se saído relativamente bem, dada a escala da crise, graças ao forte apoio fiscal e monetário que limitou os riscos de refinanciamento. Olhando para o futuro, as empresas podem se recuperar ou desmoronar após a pandemia. Nesse contexto, a seletividade é fundamental.

MERCADOS APOIADOS PELOS BANCOS CENTRAIS

Os mercados de crédito dos EUA continuaram a surpreender positivamente após a queda do mercado no início de março de 2020, corroborando uma dinâmica positiva para os créditos de grau de investimento e de alto rendimento. Os *spreads* de grau de investimento e alto rendimento agora se recuperaram para o mesmo nível do final de fevereiro de 2020, com potencial adicional para negociação mais restrita assim que o último plano de estímulo fiscal dos EUA for acordado.

A criação dos programas de compra de títulos corporativos do Fed - a Linha de Crédito Corporativo de Mercado Primário (PMCCF, na sigla em inglês) e a Linha de Crédito Corporativo de Mercado Secundário (SMCCF, na sigla em inglês) com um total de até 750 bilhões de dólares - tem sido uma ferramenta poderosa para estabilizar as condições de mercado e reduzir risco de refinanciamento das empresas. Investidores estão convencidos de que o PMCCF dará um respaldo para que os emissores mantenham as operações, enquanto o SMCCF sustentará a liquidez do mercado. O SMCCF é projetado para comprar títulos corporativos e empréstimos classificados como grau de investimento, e “anjos caídos”¹⁹ recentes, que efetivamente incluem algumas empresas de alto perfil nas indústrias automotiva e de aviação.

Enquanto isso, as medidas de estímulo do governo dos EUA, especialmente o Programa de Proteção à Folha de Pagamento (PPP, na sigla em inglês) para pequenas empresas e o seguro-desemprego pandêmico, ajudaram a apoiar a economia e o consumo nos EUA. No entanto, na conjuntura atual, o forte aumento de casos de COVID-19 no caminho para o inverno está se tornando uma questão premente para o consumidor dos EUA, gerando uma necessidade urgente de maiores estímulos.

Do outro lado do Atlântico, a forte venda do mercado na Europa deu uma virada após a rápida decisão do BCE de apoiar os mercados de crédito em uma escala sem precedentes por meio do Programa de Compra de Emergência Pandêmica (PEPP, na sigla em inglês). Posteriormente, o BCE expandiu o programa, aumentando o envelope de compras de títulos de 750 bilhões de

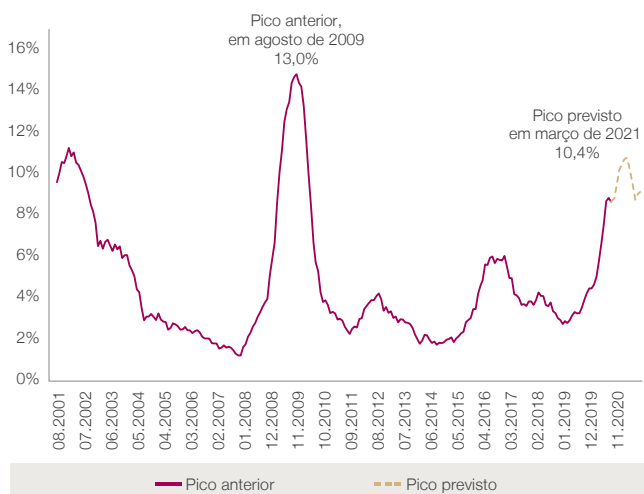
euros para 1,35 trilhão de euros e estendendo o prazo pelo menos até o final de junho de 2021, e reinvestindo os pagamentos do principal vencendo até o final de 2022.

Muitos programas de apoio à pandemia em nível nacional, como os benefícios parciais de emprego e empréstimos garantidos pelo estado, restauraram bastante a confiança do consumidor, bem como aliviaram a pressão de liquidez das empresas e o risco de inadimplência. No entanto, ainda estamos em águas inexploradas. As renovadas restrições sociais de distanciamento nas cidades europeias afetarão os gastos do consumidor no curto prazo e retardarão o ritmo de recuperação.

OS RISCOS DE INADIMPLÊNCIA E DE “ANJOS CAÍDOS” FICARÃO PIORES A PARTIR DAQUI?

As agências de classificação têm revisado suas projeções de inadimplência em baixa todos os meses, devido às políticas de apoio dos bancos centrais, que coincidiram com o início da recuperação econômica. Dito isso, as taxas de inadimplência podem ter tendência de alta a partir de agora, no primeiro trimestre de 2021 (Gráfico 16).

GRÁFICO 16: TAXAS DE INADIMPLÊNCIA DE TÍTULOS DE ALTO RENDIMENTO DOS EUA, REAIS E PREVISÕES, 2001 ATÉ O PRESENTE, %



Dados a 10.11.2020.
Fontes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

19 - Empresa cuja classificação de crédito cai de grau de investimento (Baa3/BBB- e superior) para grau de não investimento (Ba1/BB+ e inferior) devido à deterioração do crédito.

As restrições atuais provavelmente manterão as atividades econômicas bem abaixo dos níveis anteriores à pandemia nos próximos meses. Além disso, a política muito acomodaticia do Fed, e possível pacote de estímulo, atuarão como catalisadores para a recuperação econômica e menor risco de inadimplência.

As médias históricas mostram que apenas 0,9% de empresas BBs (o segmento menos arriscado do mercado de alto rendimento) ficaram inadimplentes no período de um ano, oferecendo um melhor perfil de risco-recompensa quando comparado a 0,2% para BBBs (empresas com menor grau de investimento), isso levando em conta seu diferencial de *spread* atual frente ao histórico. As taxas de inadimplência do segmento BB também se comparam favoravelmente a 4,2% do segmento B e 24,3% do segmento CCC/C, refletindo a natureza exponencial do risco em alto rendimento. Isso também sugere que o choque pandêmico e macroeconômico afetou desproporcionalmente as empresas mais fracas e alavancadas, com forte concentração em setores como energia, hotelaria e lazer, e varejo.

Posteriormente, nos últimos 15 anos, 18% do segmento BB teve inadimplência, ainda muito abaixo de 30% do segmento B e quatro vezes abaixo de 59% do CCC/C (taxas acumuladas de inadimplência - Gráfico 17).

Embora o número de “anjos caídos” tenha diminuído continuamente para 4 em setembro de 2020 (65 em abril de 2020), este risco veio para ficar, dada a emissão recorde de empresas com classificação BBB. É encorajador que tenham mostrado um grau histórico de estabilidade de classificação, com apenas um terço dessas empresas rebaixadas ainda mais no período de um ano, enquanto dois terços permaneceram com a mesma classificação ou foram elevados. Esta tendência continuou, pois menos de 15% dos “anjos caídos” foram ainda rebaixados nos primeiros cinco meses, uma vez que o risco potencial de refinanciamento não se materializou. A recuperação do *spread* tem sido rápida, exceto para os setores de varejo, restaurantes, viagens e imobiliário.

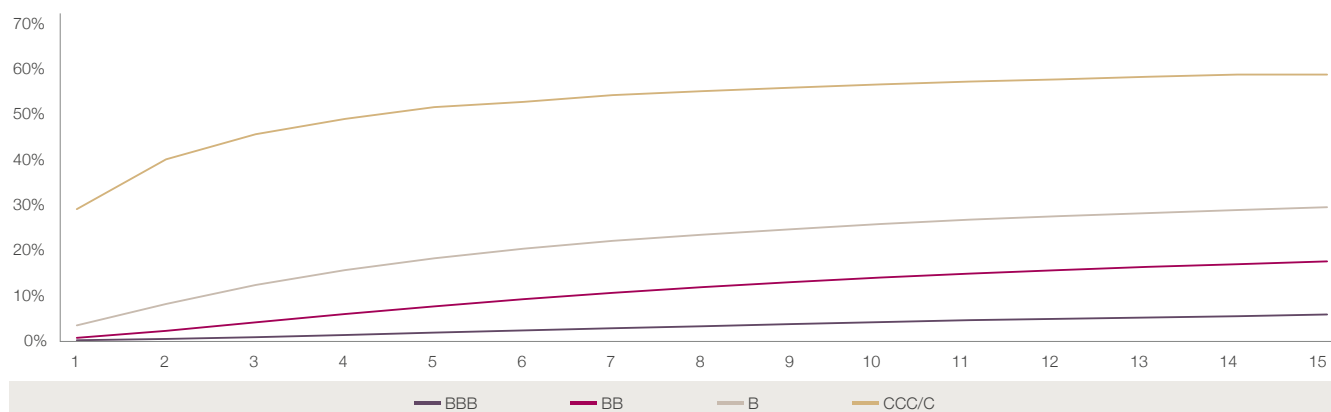
FUNDAMENTOS TÉCNICOS DE MUITO APOIO PARA OFUSCAR PREOCUPAÇÕES FUNDAMENTAIS DE CURTO PRAZO

O mercado de renda fixa corporativa se tornou uma ferramenta importante para o Fed evitar um colapso do mercado. Em setembro de 2020, o Fed comprou um total de 4,5 bilhões de dólares em títulos corporativos, valor muito abaixo da capacidade máxima de 750 bilhões de dólares. Este programa tem sido muito eficaz em manter sob controle o risco da cauda esquerda (risco de grandes perdas em um cenário extremo). Em outubro de 2020, apenas 6,7% dos títulos de alto rendimento dos EUA eram negociados em níveis problemáticos abaixo de 80 centavos de dólar, um declínio dramático de mais de 55% do total em março.

Da forma como está, o Fed não aumentará as taxas de juros antes de 2023, reforçando ainda mais um cenário construtivo. Investidores aplaudiram o alerta do presidente do Fed, Jerome Powell, de que o risco de exagerar nos estímulos é pequeno, visto que a recuperação econômica dos EUA está longe de estar completa. O Fed poderia ser criativo com ferramentas de mercado para manter os ânimos dos investidores. Assim, os investidores começam a olhar para além do que pode acontecer este ano e estão se concentrando em 2021 e além.

Os fluxos de fundos para o mercado de alto rendimento dos Estados Unidos provavelmente permanecerão positivos nos mais fortes do segmento BB que possuem um balanço patrimonial sólido. Os fundos de pensão e de seguros aumentaram a exposição ao segmento BB em meio a taxas de juros muito baixas. Muitos gestores de fundos de grau de investimento obtiveram exceções para manter títulos com classificação BB após a onda de “anjos caídos” em março/abril de 2020.

GRÁFICO 17: TAXA MÉDIA ACUMULADA DE INADIMPLÊNCIA CORPORATIVA GLOBAL DOS EUA POR CLASSIFICAÇÃO EM HORIZONTE DE 15 ANOS, %



Fontes: S&P, Indosuez Wealth Management.

CATALISADORES POSITIVOS PARA 2021 NO MERCADO DE ALTO RENDIMENTO DOS EUA

O anúncio da Pfizer e da BioNTech sobre uma eficácia de 90% de uma vacina para a COVID-19 em sua terceira fase de testes em novembro de 2020 surpreendeu o mercado positivamente e pode oferecer um vento favorável para ativos de risco em 2021. Embora os testes ainda estejam em andamento pela Pfizer e outros fabricantes de vacinas, eles representam um forte catalisador para a economia real que, sem dúvida, seria um fator positivo para os fundamentos do setor de alto rendimento, que geralmente se beneficiam de uma recuperação cíclica associada a um ambiente de taxas mais baixas por mais tempo.

Dito isso, o potencial para um estímulo governamental reduzido (na forma de um plano de gastos fiscais mais baixos) nos EUA poderia ter um impacto negativo sobre os ativos de risco. A expectativa de uma vacina também pode levar a oportunidades de rotação múltipla para setores cíclicos, de viagens e lazer, de transporte, de energia e de propriedade comercial, enquanto alguns varejistas *on-line* podem sofrer. O investimento residencial deve se beneficiar da tendência do trabalho em casa, das taxas de hipoteca historicamente baixas, e de uma possível mudança permanente na extensão do tempo que as pessoas passam em casa.

O potencial para um Senado republicano parece provável no momento em que este documento é escrito e pode levar a reformas menos drásticas nos serviços de saúde. Além disso, uma potencial vacina beneficiaria operadores de serviços de saúde, incluindo hospitais, empresas de equipamentos médicos, atendimento oftalmológico e odontológico, que podem ver negócios e lucratividade normalizarem para níveis pré-pandemia.

No entanto, as incertezas permanecem, e os investidores devem permanecer alertas e seletivos dentro dos ciclos, focando em assumir riscos de crédito mensuráveis com altas convicções sobre empresas com boa visibilidade sobre sua trajetória de recuperação.

TRIAGEM E SELETIVIDADE RIGOROSAS

Triagem e seletividade rigorosas são cruciais em um padrão de recuperação em forma de K (ou desigual). Empresas podem se recuperar ou desmoronar após a pandemia.

- Mudanças estruturais no comportamento do consumidor, trabalho em casa e restrições sociais perturbaram e criaram oportunidades;
- Hotéis, jogos e lazer, varejo, serviços de consumo e empresariais, bem como bens de consumo duráveis em grandes itens permaneceriam vulneráveis ao risco de inadimplência no curto prazo a partir de uma perspectiva fundamental (Gráfico 18);
- Os setores de serviços de saúde e telecomunicações foram os vencedores e devem permanecer resilientes, independentemente do desenvolvimento da vacina;
- Os fabricantes de automóveis com plataformas de produção escaláveis e marcas premium ganharão participação de mercado em eletrificação, impulsionadas pelo forte consumo chinês.

Em nível de empresas, aquelas com baixa alavancagem financeira e operacional, e aquelas com estratégias comerciais e financeiras eficazes para administrar durante a crise se recuperarão mais rapidamente devido à solidez de seu balanço patrimonial.



SOPHIE RABRÉAUD

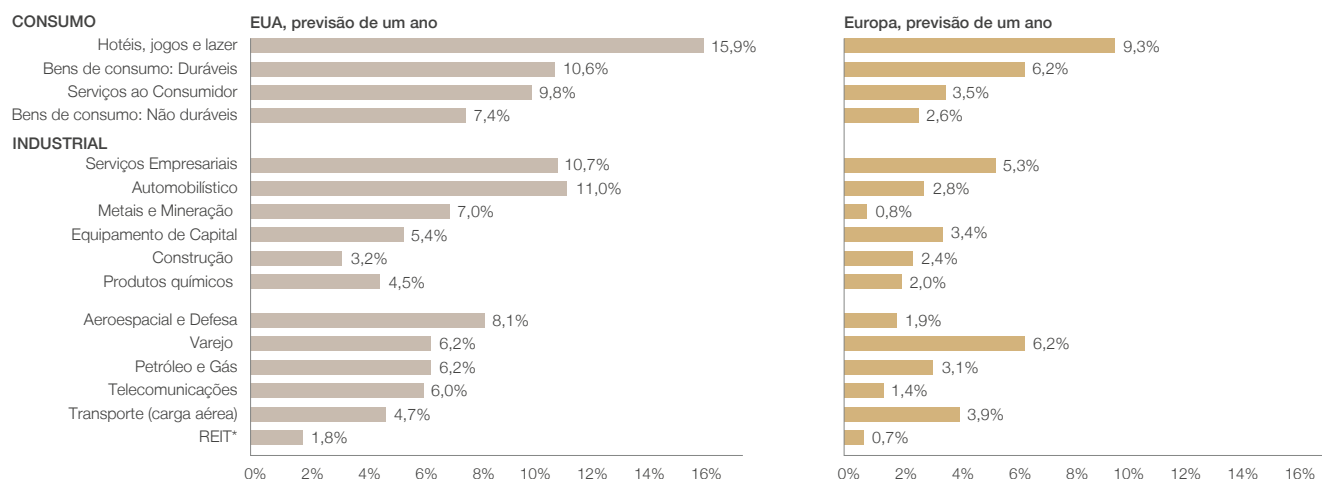
Head of Fixed Income Strategy and Research
Asset Management
Indosuez Wealth Management



MAGGIE CHENG

Senior Credit Analyst
Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 18: PREVISÃO DE TAXAS DE INADIMPLÊNCIA EM UM ANO POR SETOR, %



*REIT: Real Estate Investment Trust.
Dados a 10.11.2020.
Fontes: Moody's, Indosuez Wealth Management.

DESTAQUE NO SETOR DE TECNOLOGIA AMERICANO

O status do setor de tecnologia como o vencedor dos mercados de ações no contexto da COVID-19 deve continuar a prevalecer em 2021?

Vamos discutir os pontos fortes e as perspectivas estruturais deste setor-chave com nosso especialista em ações americanas.

ENTREVISTA

COM MICHEL BOURGON, HEAD OF US EQUITY PORTFOLIO MANAGEMENT

Global Outlook: O setor de tecnologia foi responsável pela maior parte do crescimento dos ganhos do S&P 500 por vários anos: estamos vendo um superciclo de tecnologia, uma transferência de valor, ou isso reflete a lucratividade exponencial das plataformas?

Michel Bourgon: Em relação ao ano anterior, os lucros das empresas de tecnologia aumentaram mais de 40%, enquanto os lucros por ação do S&P 500, excluindo o setor de tecnologia, ficaram basicamente estáveis. O diferencial de crescimento entre as ações de tecnologia continua até hoje. Estamos atualmente no meio da temporada de resultados do terceiro trimestre e ainda que o consenso espere que as receitas de primeira linha do S&P 500 caiam cerca de 5% com relação ao ano anterior, é previsto um aumento de mais de 20% para as cinco empresas *Big Tech* (ou seja, Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet e Facebook).

Em última análise, as empresas de tecnologia estão se beneficiando tanto de um impulso de vendas muito forte, que é consistente com as mudanças em nosso comportamento como consumidores, quanto de um alto nível de lucratividade.

Em certos segmentos como o comércio eletrônico (que não está incluído no setor de tecnologia S&P 500, mas sim no setor de consumo discricionário), estamos de fato vendo uma transferência de valor, bastante disruptiva, para as custas do varejo tradicional, uma tendência que tem claramente se ampliado desde a crise da COVID-19. No entanto, em todos os setores combinados, as empresas estão alocando uma parcela cada vez maior de seus investimentos em tecnologias de informação (quase 40% dos investimentos não residenciais em 2020) porque são essenciais para a busca da produtividade.

GO: Na tecnologia dos EUA, quais áreas de inovação são atualmente as mais promissoras? De quais temas você gostou até agora?

MB: Dentro de nossas estratégias, há vários anos privilegiamos três temas: inteligência artificial, atividades *on-line* e pagamentos eletrônicos.

Não há dúvida de que uma verdadeira revolução da inteligência artificial está no horizonte e pode trazer ganhos de produtividade significativos. A McKinsey estima esses ganhos em +0,8% a +1,4% ao ano até 2065.

Quando falamos sobre atividades *on-line*, você pode se inclinar a pensar em comércio eletrônico, que é e continua sendo um tema importante, mas este tema também inclui trabalho em casa, streaming, redes sociais, etc.

Por último, os pagamentos eletrônicos continuam a superar as transações em dinheiro. Com certeza, moedas e notas ficarão obsoletas um dia.

Maiores investimentos em inteligência artificial feitos por grandes empresas de tecnologia

Um último comentário sobre essas grandes áreas de inovação: vale destacar que já eram muito dinâmicas antes da crise sanitária, o que apenas acelerou seu crescimento.

Em contrapartida, nossas estratégias continuam menos investidas no setor de carros elétricos, que parece ter altas valorizações e ser muito mais intensivo em capital. Como resultado, a visibilidade da geração de fluxo de caixa é menor.

GO: Em quais setores você espera ver um risco de disrupção significativo? As empresas *Big Tech* podem facilmente expandir suas atividades para novos setores?

MB: Se tomarmos apenas o exemplo da inteligência artificial, nenhuma das empresas *Big Tech* foram originalmente atuantes neste segmento, mas os maiores investimentos foram feitos por esses mesmos agentes. Para eles, essa é uma situação ideal. São empresas altamente lucrativas, com excesso de caixa e que vêem isso como uma nova fonte de oportunidades de crescimento.

De maneira mais geral, o desafio para esses agentes (e, portanto, para os reguladores) se resume à questão de monetizar dados e a capacidade de controlar um ecossistema, conforme demonstrado pela disputa entre a desenvolvedora de jogos Epic Games e a Apple sobre a divisão de receita.



Cupertino, Estados Unidos

GO: A tecnologia é mais do que apenas FAANG, mas reflete toda a transição da economia para o digital e as transformações pelas quais todas as empresas estão passando. Como essa tendência afeta outros setores?

MB: Por vários anos, os ganhos de produtividade vieram principalmente da tecnologia e a *Big Tech* claramente não é a única beneficiada: a digitalização é uma tendência em todos os setores. Vejamos o exemplo das finanças. As capitalizações de mercado agregadas da Visa e MasterCard atualmente excedem as dos seis maiores bancos dos Estados Unidos. As duas líderes de pagamento têm apenas 38.000 funcionários contra mais de um milhão dos seis principais bancos dos EUA.

A recente crise da COVID-19 abalou as coisas. Dois mundos estão se enfrentando. Por um lado, algumas empresas, avessas à mudança, simplesmente querem retomar suas atividades de antes do *lockdown* como se nada tivesse acontecido. Do outro lado, estão as empresas que vêem essas mudanças como uma tremenda oportunidade de melhorar sua produtividade. Pesquisas mostram que mais de um terço das empresas agora buscam reduzir o espaço de seus escritórios. Esse tipo de decisão pode ser visto como uma simples escolha estratégica, mas as empresas que não optarem por essa nova estrutura de trabalho certamente enfrentarão desafios significativos em relação aos concorrentes com estruturas de menor custo. Observe que os principais beneficiários do trabalho em casa e do comércio eletrônico continuaram a crescer mesmo após o encerramento do *lockdown*. Em contraste, os estoques relacionados a imóveis comerciais e comerciais permanecem sob pressão. De acordo com o especialista em imóveis Jones Lang LaSalle, a taxa de ocupação de escritórios é de 86% no total dos Estados Unidos. Em sua análise específica de Charlotte (onde estão localizadas as sedes dos seis maiores bancos dos EUA), a taxa de ocupação de escritórios é oficialmente de 90%, mas, na realidade, menos de 20% dos funcionários estão no local.

GO: Vamos voltar ao modelo de plataforma. De que forma isso está mudando a forma como entendemos sua lucratividade?

MB: Podemos definir o modelo de plataforma como a criação de um mercado ou ecossistema que possui uma série de características, tais como:

- Rentabilidade exponencial uma vez que o ponto de equilíbrio foi alcançado e uma vantagem competitiva foi estabelecida;
- Participações de mercado quase monopolísticas (o vencedor leva tudo);
- Altas barreiras à entrada devido a investimentos devido a importantes investimentos iniciais;
- Um modelo de custo baseado mais em investimentos fixos do que em custos recorrentes (e em particular custos de folha de pagamento muito mais limitados);
- A capacidade de criar um ecossistema caracterizado por um sistema de compartilhamento de valor que funciona amplamente a seu favor para disponibilizar um produto em sua plataforma.

Para os investidores, compreender esses modelos significa poder analisar, ao longo do tempo, o ciclo de criação e extração de valor de uma plataforma, que vemos claramente na trajetória passada dos resultados de um agente como a Amazon, ainda que sua rentabilidade venha principalmente da nuvem (Amazon Web Services).



São Francisco, Estados Unidos

GO: A tecnologia dos EUA mudou seu modelo de negócios na última década e como isso afeta a forma como avaliamos essas empresas?

MB: Em finanças, avaliamos um ativo descontando ganhos futuros. Este método é usado para todos os tipos de ativos: imóveis, títulos e ações. Para ações, os ganhos futuros são frequentemente altamente incertos. No entanto, quando a maior parte dos negócios de uma empresa é baseada em um modelo de assinatura, a visibilidade sobre seus ganhos futuros aumenta e isso geralmente leva a um reajuste significativo. Essas ações são frequentemente chamadas de substitutos de títulos porque os ganhos gerados são “previsíveis” e os níveis de taxa de juros são fundamentais para sua avaliação.

O número de empresas que adotam esse modelo é crescente (e não apenas no setor de tecnologia). Essa tendência é particularmente forte em software. Vejamos o exemplo mais conhecido, a Microsoft: menos de 10% das receitas da Microsoft eram recorrentes em 2000, contra mais de 60% hoje com tal mudança, ainda é apropriado comparar preços/ganhos históricos com preços/ganhos atuais?

Menos de 10% das receitas
da Microsoft eram
recorrentes em 2000,
contra mais de 60% hoje

GO: Vamos falar sobre as posições dos candidatos e as agendas para tecnologia: quais são as conclusões e devemos nos preocupar com o aumento da pressão política sobre questões de concorrência?

MB: Devemos observar que apenas quatro anos atrás, quando Donald Trump foi eleito, a maioria dos investidores identificou o setor de tecnologia como o grande perdedor em potencial. As ações de tecnologia eram frequentemente dirigidas por liberais progressistas e de mentalidade global, alguns dos quais eram ambientalistas. Eles haviam financiado a campanha democrata e não apoiavam a agenda de Trump. Os investidores temiam que Trump tentasse penalizar um setor considerado muito poderoso e hostil à sua agenda. No final, saiu vitorioso dos últimos quatro anos, e não apenas por causa dos cortes de impostos. Em suma, isso poderia ser a confirmação de que as tendências seculares nas quais as ações de tecnologia se capitalizaram são mais fortes do que o ruído político de curto prazo.

Do lado regulatório, notamos que as tecnologias de informação (TI) é um dos setores menos regulamentados, muito menos do que os setores de manufatura, saúde e bancário. O motivo é simples: essas atividades são mais recentes. A regulamentação é claramente uma restrição que pode ser reforçada e que acarreta custos adicionais e, portanto, pressiona as margens. Mas a regulamentação também tem o efeito paradoxal de criar barreiras à entrada. Um estudante sozinho em sua sala poderia criar a próxima grande rede social se tivesse que monitorar tudo o que acontece em sua plataforma e cumprir os regulamentos de dados pessoais? Provavelmente não.

Por último, se os reguladores quisessem forçar as empresas a dividir seus negócios, isso não representaria necessariamente um risco sistemático para os acionistas. Por exemplo, o eBay conseguiu se desfazer do PayPal sem destruir valor - muito pelo contrário.

Para resumir, as duas principais ameaças seriam impostos mais altos e limites à sua capacidade de diversificação, mas o risco de um ataque sério aos líderes de tecnologia parece altamente improvável, especialmente à luz das questões subjacentes entre os Estados Unidos e a China.

GO: Na verdade, a tecnologia está no centro da rivalidade sino-americana: a liderança dos EUA está ameaçada aqui, em particular se a pressão política sobre o setor se intensificar?

MB: A China e os Estados Unidos aspiram ser a potência mundial dominante nos próximos anos, e isso não será possível se eles não dominarem o setor de TI. Os agentes de tecnologia dos EUA continuam apresentando esse argumento às autoridades políticas para destacar o risco de um mundo potencialmente dominado por atores de tecnologia chineses. A questão subjacente é claramente a confidencialidade dos dados de indivíduos, empresas e governos. Essa questão vai além da estrutura econômica e é uma questão geoestratégica que provavelmente protege os atores americanos da forte tentação de regulamentar. Em suma, para os investidores, a teoria da dimensão estratégica da tecnologia só é reforçada por essa rivalidade e pela escala dos investimentos neste setor.

GO: O setor de tecnologia também é regularmente criticado por seu impacto ambiental. Você pode abordar este ponto e nos dizer como você o incorpora?

MB: Os centros de dados são, de fato, amplamente criticados na mídia por consumirem grandes quantidades de energia, e o uso de dados disparou nos últimos anos. No entanto, essa afirmação provavelmente deve ser reconsiderada porque precisamos lembrar que o setor de centro de dados se tornou um emissor de títulos verdes; é também uma área em que se avançou tecnicamente e se buscou a eficiência energética e a geração de energia. É possível que os centros de dados sejam neutros em carbono antes de termos carros não poluentes. Portanto, tenha em mente que o setor de tecnologia não se limita a *Big Tech*, mas também inclui muitos inovadores nas áreas de meio ambiente e serviços de saúde. É claro que este é um pilar de investimento importante.



MICHEL BOURGON

Head of US Equity Portfolio Management
Indosuez Wealth Management



Xangai, China

PRIVATE EQUITY: A NOVA FACE DO CAPITALISMO DOS ESTADOS UNIDOS

Desde 2009, agora há mais capital levantado de fundos de *private equity* e capital de risco do que das bolsas de valores públicas tradicionais.

O *private equity* dos EUA está firmemente estabelecido na encruzilhada da transformação financeira, operacional e digital de empresas americanas: o coração do capitalismo americano moderno.

O capitalismo dos Estados Unidos enfrentou nos últimos 25 anos uma mudança sem precedentes em seu modelo corporativo de financiamento e transmissão com o surgimento secular de mercados privados, especialmente de *private equity* (capital privado). Essa transformação, muitas vezes desconhecida, é, no entanto, por sua magnitude, um fator fundamental na evolução das alocações de ativos dos investidores de longo prazo nos EUA.

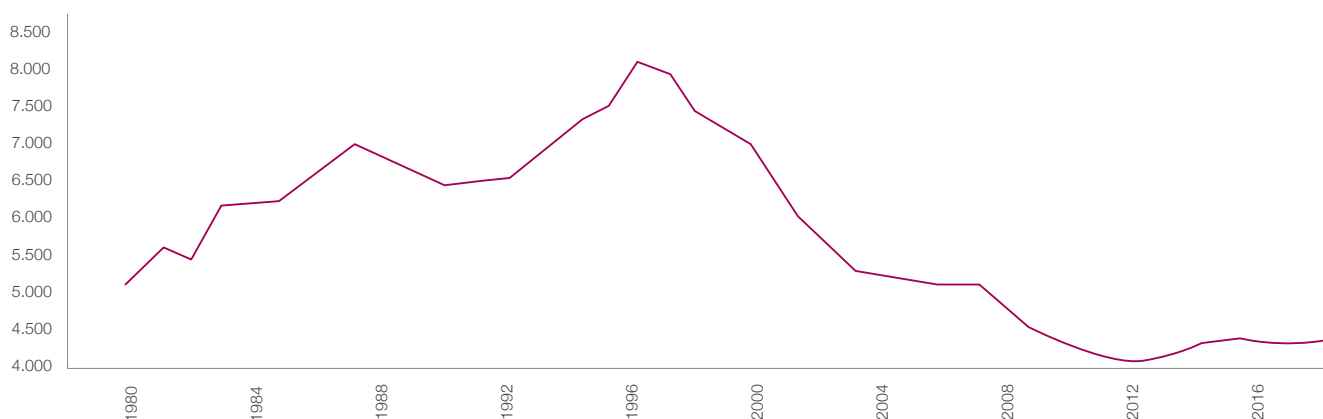
Na verdade, o número de empresas de capital aberto dos EUA caiu de seu pico histórico em 1997 de 7.300 para menos de 3.700 em 2019. É no segmento das pequenas e médias empresas que tal evolução é mais marcada, uma vez que quase 90% dessas empresas simplesmente fecharam o capital e saíram da bolsa (Gráfico 19). Durante o mesmo período, estimamos que o número de empresas americanas apoiadas por fundos de *private equity* ou de capital de risco aumentou de menos de 1.000 para mais de 8.000. Desde 2009, agora há mais capital levantado de fundos de *private equity* e capital de risco do que das bolsas de valores públicas tradicionais. Em 2017, as empresas levantaram quase 3 trilhões de dólares nos mercados privados, em comparação com apenas 1,5 trilhão nos mercados públicos²⁰.

O VEÍCULO PRINCIPAL PARA APOORTE DE CAPITAL

Essa transferência maciça de fundos e ativos entre os mercados público e privado também é medida nas alocações de ativos dos investidores mais sofisticados, como fundos de pensão e dotações dos EUA, cuja alocação em *private equity* agora atingiu 17,2%²¹ contra menos de 1% no final de século passado.

Os ativos de *private equity* dos EUA foram multiplicados por 9 em menos de 25 anos²², chegando agora a quase 2 trilhões de dólares. Este crescimento secular permitiu o surgimento de gigantes de investimento com base nos EUA com pegadas globais, como KKR, Blackstone, Carlyle ou Bain Capital, que estão de fato controlando uma parte da economia dos EUA e seus recursos de empreendedorismo. Não é surpresa que seu status regulatório, fiscal e social esteja agora sob crescente escrutínio público e debatido no Congresso dos EUA, bem como durante a última campanha presidencial²³.

GRÁFICO 19: NÚMERO DE EMPRESAS AMERICANAS LISTADAS EM BOLSA DE VALORES



Fontes: Globaleconomy.com, Indosuez Wealth Management.

20 - MorganStanley, 2020.

21 - Prequin, Alternatives Report 2020.

22 - Pitchbook, 2020.

23 - Câmara dos representantes, Sessão 11-19, "America for Sale: A examination of the practices of Private Equity".



Chicago, Estados Unidos

É claro que o *private equity* simplesmente “anteviu” uma grande parte das empresas americanas de médio porte em crescimento e, em particular, de seu potencial de criação de valor subjacente. O que une Google, Facebook ou Uber é o papel decisivo que o *private equity* desempenhou em seu início e financiamento. Mais de 90% dos IPOs e metade das situações em que empresas fecharam o capital agora dizem respeito a empresas norteamericanas inicialmente apoiadas ou controladas por fundos de *private equity* e capital de risco.

AS VANTAGENS DO PRIVATE EQUITY

Existem várias razões que podem explicar essa mudança profunda. A pressão dos resultados trimestrais e o ônus regulatório e operacional de uma listagem de ações têm forçado muitos empresários a manter seus negócios privados por mais tempo e isso por contar com fontes alternativas de financiamento fornecidas por fundos de *private equity*, e isso em cada estágio de seu desenvolvimento. Esse fenômeno é particularmente visível em empresas americanas de tecnologia, cuja listagem ocorre apenas após 12 anos, em média, em comparação com 8 anos antes²⁴.

Ao implementar estratégias de transformação operacional, otimizando o capital empregado e perseguindo horizontes de investimento de longo prazo, os fundos de *private equity* dos EUA têm sido capazes de implementar investimentos que proporcionaram aos investidores retornos maiores por um fator de 1,2 em média em relação ao S&P 500 nos últimos 20 anos²⁵.

Por fim, tanto a desintermediação bancária desde a crise de 2008 (com o surgimento de fundos de dívida privada cujos saldos triplicaram) quanto o desenvolvimento do mercado secundário (que já atingiu 80 bilhões de dólares em 2019 em comparação com menos de 20 bilhões de dólares 10 anos atrás²⁶), ofereceram a fundos de *private equity* dos EUA fontes alternativas de financiamento, bem como aumentaram a liquidez para seus investidores.

Este ecossistema, que combina fontes de capital e financiamento alternativo, maior liquidez e tamanho crítico, permite que o *private equity* ofereça uma nova face ao capitalismo dos EUA ao mesmo tempo que se liberta dos mercados tradicionais de capitais e constrói um círculo virtuoso de autonomia, atraindo cada vez mais novos talentos.

O *private equity* dos EUA, por seu tamanho e pela disseminação de seu modelo, está firmemente estabelecido na encruzilhada da transformação financeira, operacional e digital de empresas americanas. Uma realidade que os investidores de longo prazo não podem mais ignorar ao construir sua alocação de ativos.



OLIVIER CARCY

Global Head of Asset Management
Indosuez Wealth Management

24 - MorganStanley, 2020.

25 - Fonte: Prequin and Indosuez, PME Index.

26 - Alpinvest, 2020 Secondaries Report.



Utah, Estados Unidos

CENÁRIO DE INVESTIMENTOS

A questão-chave para os investidores neste contexto caótico de saúde e no alvorecer de uma nova presidência americana é se essa nova estrutura provavelmente mudará o jogo com relação às perspectivas para as principais classes de ativos.

A primeira reação pode ser fazer algumas perguntas sobre a estrutura internacional: esta década será menos contenciosa e mais fácil de entender? As tensões geopolíticas e comerciais esfriarão e facilitarão o planejamento dos investidores? Nesse sentido, acreditamos que o quadro que está se formando permanece em geral favorável aos investimentos emergentes. Um Federal Reserve acomodático, um dólar mais fraco e uma presidência menos agressiva na frente das tensões comerciais provavelmente facilitarão o fluxo de capital de volta para a região. Os países asiáticos também se beneficiarão de uma recuperação significativa no crescimento da China, que, em grande medida, determina o crescimento no resto da Ásia. Na verdade, a região Ásia-Pacífico responde por quase 50% do comércio exterior da China. Na Ásia, a China está emergindo ainda mais claramente como a vencedora desse tormento sanitário e como a principal beneficiária de uma mudança de tom na Casa Branca, embora não devamos superestimar a boa vontade de Joe Biden para com a China; a mudança de estilo provavelmente será mais significativa do que a mudança de conteúdo.

A segunda pergunta pode estar relacionada às implicações das perspectivas de crescimento para os investidores. Em todo o mundo, a recuperação do crescimento esperada em 2021 reflete principalmente um efeito de base significativo (em comparação com um ano que foi devastado pelo *lockdown* no primeiro semestre de 2020), mas não deve obscurecer as incertezas que pesam sobre essa recuperação e as fraquezas agravadas por esta pandemia. A recuperação é, portanto, mais gradual em países onde a pandemia ainda é muito ativa, como a Europa, e mais rápida na Ásia, e mais especificamente na China.

A terceira pergunta pode se referir à combinação de políticas que está sendo desenvolvida em um cenário de recessão severa e recuperação incerta em todas as principais economias, que descrevemos em nosso Global Outlook anterior (segundo semestre de 2020). Essa combinação representa uma ruptura com o passado, uma vez que uma política fiscal expansionista está agora sendo adicionada a uma política monetária quase estruturalmente acomodática. O Fed revisou sua política de metas de inflação e agora prevê três anos sem aumento de taxas de juros, mesmo que a inflação ultrapasse 2%.

As eleições nos Estados Unidos apenas reforçam essa tendência: embora o plano de estímulo fiscal proposto por Biden não deva ser aprovado intacto no Senado, as emergências econômicas e sociais decorrentes da pandemia devem gerar novas medidas fiscais.

Esse ambiente deve manter as taxas de juros de curto prazo enraizadas em níveis muito baixos por muito tempo e, portanto, seria bastante positivo para ativos de risco, mas com retornos modestos:

- As empresas continuarão a beneficiar de medidas de apoio ao seu faturamento e poderão continuar a ter acesso a financiamento para parte do seu desemprego em tempo parcial, o que sustenta os resultados e limita o aumento das falências;
- Isso está se tornando claro na temporada de resultados do terceiro trimestre. Um percentual muito elevado de empresas divulgou resultados que superaram as expectativas do mercado, embora estes resultados permaneçam abaixo dos níveis pré-COVID-19;
- Os bancos centrais continuarão a fornecer liquidez e a reduzir os prêmios de risco de títulos, aumentando seus balanços e os expandindo para incluir títulos corporativos, permitindo que as empresas refinanciem;
- No entanto, tenha em mente que as taxas de inadimplência corporativa continuarão a aumentar em 2021 em vários setores, mesmo que a distribuição de uma vacina possa melhorar a perspectiva de risco; este contexto é, portanto, uma razão para os investidores de alto rendimento serem cautelosos e uma fonte de novas oportunidades para o segmento de dívida com desconto;
- As taxas de juros baixas têm o efeito de empurrar automaticamente os preços dos ativos para cima, enquanto levam os investidores do mundo dos títulos a buscar rendimento em ativos mais arriscados;
- Esta estrutura de investimento também deverá continuar a ser positiva para ativos sustentados pela fácil disponibilidade de crédito barato e, em particular, imóveis residenciais.



Los Angeles, Estados Unidos

No entanto, um fator de risco importante deve ser levado em consideração: o risco de mudanças no sistema de tributação das empresas e seu impacto nos mercados. Em seu plano econômico, Biden propôs aumentar a alíquota de imposto corporativo em 7 pontos, eliminando assim parte da reforma tributária de Donald Trump. Essas medidas têm poucas chances de ver a luz do dia, pelo menos nessa dimensão; um aumento mais geral do salário mínimo parece mais plausível. Isso poderia prejudicar a lucratividade das empresas e limitar a valorização das ações dos EUA, cujo forte crescimento da lucratividade nos últimos anos foi impulsionado principalmente por uma política fiscal favorável e uma estrutura monetária acomodatória.

Outro risco seria se essa política econômica levasse a uma inclinação da curva de juros acima do esperado. Um aumento moderado nas taxas de longo prazo, como o de setembro/outubro de 2020, não é suficiente para fazer o mercado cair, mas pode causar uma redistribuição do setor. Em contraste, se a força da recuperação e a tendência salarial (uma vez que a taxa de desemprego voltou a um nível baixo) levassem a um aumento ainda moderado da inflação, é concebível que os investidores vendessem maciçamente os títulos de longo prazo. No entanto, há duas razões para adotar uma visão mais matizada desse risco. Em primeiro lugar, provavelmente levará dois anos para que a taxa de desemprego retorne ao seu nível de 2019, o que poderia eliminar o risco de inflação dos salários; segundo, o desafio ao plano de estímulo de Biden por um Senado vermelho reduz a probabilidade de que o crescimento inflacionário acelere. No entanto, é possível que um plano de estímulo intermediário fosse suficiente para reacender a rotação do setor do início do outono de 2020 em ações cíclicas. A questão de regular a relação crescimento/inflação provavelmente será mais pertinente em 2-3 anos e pode levantar mais uma vez a questão do controle do Federal Reserve sobre a curva de juros.

Os investidores também têm razões para questionar a sustentabilidade da dívida soberana no longo prazo, em particular em relação ao plano de Biden. Este plano, se implementado, continuaria a fazer com que o índice de dívida dos Estados Unidos subisse e forçaria o Federal Reserve a continuar a monetizar a dívida do Tesouro dos EUA, o que exerceria uma pressão moderada, mas estrutural para baixo sobre o dólar. No longo prazo, seu papel como moeda de reserva primária poderia ser desafiado por outras moedas, como o euro ou o renminbi.

No final de um ano que tem sido bom para as ações de tecnologia - as empresas associadas ao tema "fique em casa/trabalhe em casa" - há motivos para acreditar que essa tendência continuará? O novo presidente dos Estados Unidos irá de fato trazer algum tipo de reequilíbrio entre a economia física e a economia virtual? Nesse sentido, acreditamos que a ameaça antitruste às ações de tecnologia provavelmente foi exagerada e que o contexto sanitário está apenas intensificando uma tendência estrutural muito poderosa de destruição criativa²⁷.

Essas fases de destruição criativa durante uma fase de baixo crescimento ajudam a acelerar a transformação do capitalismo, e o patrimônio privado pode capitalizar a situação. A necessidade de muitos grupos mudarem seu modelo e disporem de ativos (e de outros adotarem uma perspectiva de investimento de longo prazo com um diálogo produtivo entre acionista/diretor) provavelmente favorecerá esta classe de ativos, que é popular entre os investidores institucionais e cada vez mais entre os altos indivíduos com patrimônio líquido.

27 - Joseph Schumpeter (1942) descreve a destruição criativa como o "processo de mutação industrial que revoluciona incessantemente a estrutura econômica de dentro, destruindo incessantemente a antiga, criando incessantemente uma nova".

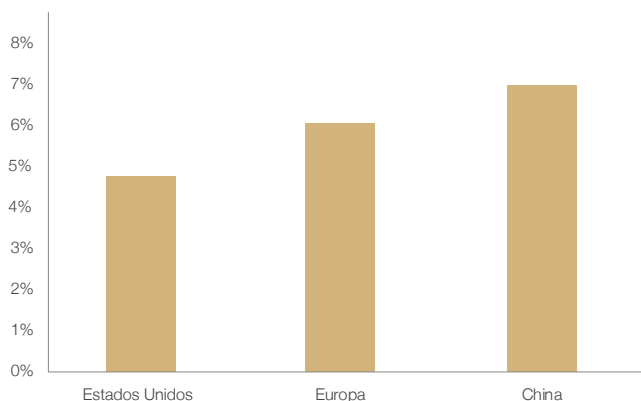


Para concluir, este ambiente parece positivo para investidores de longo prazo capazes de transcender altos e baixos de curto prazo e basear sua alocação de ativos tanto em uma perspectiva realista para retornos de longo prazo mais modestos quanto na perspectiva de crescimento focado em temas de transformação secular. A classe média emergente, a transição ambiental, os desenvolvimentos demográficos e de saúde e a revolução digital permanecerão, portanto, temas-chave para se investir em nível global, talvez com uma tendência menos pronunciada para os Estados Unidos e uma exposição mais forte nos mercados emergentes (Gráficos 20 e 21).



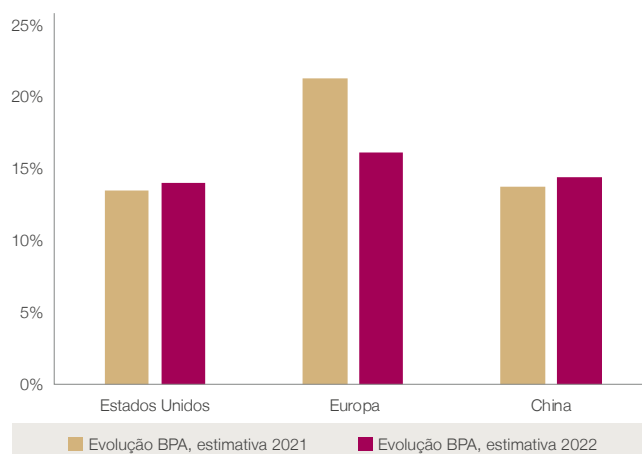
VINCENT MANUEL
Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

GRÁFICO 20: RETORNO SOBRE AS AÇÕES (LUCROS ESTIMADOS EM 2021/PREÇO DAS AÇÕES), %



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

GRÁFICO 21: EVOLUÇÃO DOS BENEFÍCIOS POR AÇÃO, %



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



Nova Iorque, Estados Unidos

TABELAS DE DESEMPENHO

TABELA 3: DESEMPENHO ANUAL DA RENDA FIXA, MOEDA LOCAL, %

TÍTULOS CORPORATIVOS	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 03.12.2020
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes	6,29%	12,49%	-10,62%	1,88%	-0,48%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	1,11%	1,10%	1,41%	5,22%	5,75%
Títulos da Dívida Pública em euro	1,86%	0,39%	0,40%	3,16%	2,07%
Alto Rendimento em EUR Corporativo	8,14%	4,82%	-3,37%	9,55%	0,97%
Alto Rendimento em USD Corporativo	15,31%	6,32%	-1,48%	14,65%	2,93%
Mercados Emergentes Corporativos	7,61%	2,84%	-6,89%	9,11%	1,95%



TABELA 4: DESEMPENHO ANUAL DA TAXA DE CÂMBIO, A VISTA, %

MOEDAS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 03.12.2020
EUR/CHF	-15,70%	-2,71%	-0,74%	1,63%	-1,99%	-9,54%	-1,48%	9,16%	-3,82%	-3,55%	-0,14%
GBP/USD	-3,45%	-0,44%	4,58%	1,86%	-5,92%	-5,40%	-16,26%	9,51%	-5,62%	3,94%	0,50%
USD/CHF	-9,66%	0,31%	-2,42%	-2,46%	11,36%	0,78%	1,69%	-4,39%	0,80%	-1,58%	-5,97%
EUR/USD	-6,54%	-3,16%	1,79%	4,17%	-11,97%	-10,22%	-3,18%	14,15%	-4,48%	-2,22%	6,37%
USD/JPY	-12,80%	-5,19%	12,79%	21,39%	13,74%	0,37%	-2,71%	-3,65%	-2,66%	-0,98%	-3,96%

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

COMMODITIES	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 03.12.2020
Barra de Aço (CNY/Tm)	60,46%	42,69%	-8,19%	-1,91%	10,48%
Ouro (USD/Onça)	8,14%	13,53%	-1,56%	18,31%	17,11%
Petróleo bruto WTI (USD/Barril)	45,03%	12,47%	-24,84%	34,46%	-25,75%
Prata (USD/Onça)	15,84%	7,23%	-9,36%	15,32%	25,74%
Cobre (USD/Tm)	17,65%	30,92%	-17,69%	3,50%	22,77%
Gás natural (USD/MMBtu)	59,35%	-20,70%	-0,44%	-25,54%	31,66%

TABELA 6: DESEMPENHO ANUAL DO ÍNDICE DE AÇÕES, EXCLUÍDO DIVIDENDOS, MOEDA LOCAL, %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	De 01.01 a 03.12.2020	
20,89%	0,00%	19,42%	51,46%	51,66%	9,93%	27,92%	38,71%	-6,24%	36,07%	21,08%	MELHOR DESEMPENHO  PIOR DESEMPENHO 
16,99%	-5,55%	18,01%	29,60%	11,39%	6,79%	16,44%	34,35%	-9,27%	28,88%	14,87%	
16,36%	-7,62%	17,71%	24,09%	8,08%	5,58%	14,43%	21,78%	-10,44%	25,19%	12,10%	
12,78%	-11,34%	15,15%	17,37%	4,35%	-0,73%	9,54%	20,96%	-12,48%	23,16%	9,53%	
12,07%	-18,94%	14,37%	14,43%	2,92%	-2,74%	8,57%	20,83%	-13,24%	15,42%	8,11%	
9,55%	-19,16%	13,40%	0,61%	2,23%	-4,93%	5,32%	20,11%	-16,31%	15,37%	1,95%	
9,00%	-20,41%	13,18%	-5,03%	-2,71%	-11,31%	2,87%	19,69%	-16,57%	15,21%	-6,37%	
8,63%	-21,92%	7,55%	-7,65%	-4,62%	-16,96%	-1,20%	19,42%	-17,80%	13,71%	-15,19%	
-0,97%	-22,57%	5,84%	-8,05%	-14,78%	-22,37%	-1,85%	7,68%	-18,71%	12,10%	-16,92%	
-12,51%	-25,01%	5,43%	-15,72%	-17,55%	-32,92%	-11,28%	7,63%	-25,31%	11,20%	-24,71%	

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

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



Mundo

PRESENÇA INTERNACIONAL

NOSSA HISTÓRIA

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

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

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

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

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

AMÉRICA

MIAMI

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

MONTEVIDÉU

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

SÃO PAULO

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

ÁSIA PACÍFICO

HONG KONG RAE

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

NOUMÉA

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

SINGAPURA

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

EUROPA

BRUXELAS

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

GENEBRA

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

LUXEMBURGO

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

MADRI

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

MILÃO

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

MÔNACO

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

PARIS

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

ORIENTE MÉDIO

ABU DHABI

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

DUBAI

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

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

GLOSSÁRIO

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

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

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

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

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

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

Bund: Título soberano alemão de 10 anos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ESG: Ambiental, social e governamental.

ESMA: Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.

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

FMI: O Fundo Monetário Internacional.

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

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

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

GEE: Gases de efeito estufa.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

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

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

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

OMC: Organização Mundial do Comércio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis.

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

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

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

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

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

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

TERMO DE RESPONSABILIDADE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- Na França: este Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (France), sociedade anônima com capital de 82.949.490 euros, instituição de crédito e corretora de seguros inscrita no Registro de intermediários de seguros sob o número 07 004 759 e perante o Registro de Comércio e Sociedades de Paris sob o número 572 171 635, com sede social em 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, e cujas autoridades de supervisão são a Autoridade de Controle e Resolução Prudencial (ACPR) e a Autoridade de Mercados Financeiros (AMF). As informações que constam neste Folheto não constituem (i) uma pesquisa sobre investimento no sentido do artigo 36 do Regulamento delegado (UE) 2017-565 da Comissão de 25 de abril de 2016 e do artigo 3, parágrafo 1, pontos 34 e 35 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014 sobre abusos de mercado, tampouco (ii) uma recomendação personalizada conforme disposições do artigo D. 321-1 do Código monetário e financeiro. Recomenda-se ao leitor apenas implementar as informações contidas neste Folheto depois de discutir o assunto com seus interlocutores habituais na CA Indosuez Wealth (France) e obter, sempre que adequado, a opinião de seu próprio assessoramento especializado em matéria contábil, jurídica e fiscal;
- No Luxemburgo: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europa), sociedade anônima (société anonyme) nos termos da legislação luxemburguesa, com capital social de 415.000.000 euros, com sede social em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registro de Comércio e Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- Em Espanha: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisionada pelo Banco de España (www.bde.es) e pela Comissão Nacional do Mercado de Valores (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europe), instituição de crédito

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

- Na Bélgica: o Folheto é distribuído pela sucursal belga da CA Indosuez Wealth (Europe), localizada em 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelas, Bélgica, inscrita no Registro de Sociedades de Bruxelas sob o número 0534 752 288, e inscrita na Banque-Carrefour des Entreprises (base de dados de empresas belgas) sob o número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruxelas), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europa), com sede em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registro de Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela autoridade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- Na Itália: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A, com sede social na Piazza Cavour 2, Milão, Itália, inscrita no registro de bancos mantido por Banca di Italia sob o número 5412, código tributário e Registro de Sociedades de Milão, e identificação de IVA n.º 09535880158, REA n.º MI-1301064;
- Na União Europeia: o Folheto pode ser distribuído pelas Entidades da Indosuez Wealth Management autorizadas a fazê-lo ao abrigo da Prestação Gratuita de Serviços;
- Em Mônaco: o Folheto é distribuído pela CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Mônaco, registrada no Registro de Indústria e Comércio de Mônaco sob o número 56S00341;
- Na Suíça: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genebra, e pela CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, bem como por suas respetivas sucursais e/ou agências suíças. O Folheto é material de marketing e não constitui o produto de uma análise financeira, nos termos das diretivas da Associação Suíça de Bancueiros (ASB) relativa à independência da análise financeira, tal como concebida pela lei suíça. Consequentemente, essas diretivas não são aplicáveis ao Folheto;
- Em Hong Kong (RAE): o Folheto é distribuído pela filial de Hong Kong da CA Indosuez (Switzerland) SA, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Nenhuma das informações contidas no Folheto constitui uma recomendação de investimento. O Folheto não foi encaminhado à Comissão de Valores Mobiliários e Futuros (SFC) ou a qualquer outra autoridade reguladora em Hong Kong. O Folheto e os produtos que ele menciona não foram autorizados pela SFC nos termos das Seções 103, 104, 104A ou 105 da Lei de Valores Mobiliários e Futuros (Cap. 571) (SFO). O Folheto só pode ser distribuído a Investidores Profissionais [conforme definido pelo SFO e pelas Regras de Valores Mobiliários e Futuros (Investidor Profissional) (Cap. 571D)];
- Em Singapura: o Folheto é distribuído pela filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapura 068912. Em Singapura, o Folheto destina-se apenas a pessoas consideradas como pessoas de alto patrimônio líquido, de acordo com a Diretriz FAA-G07 da Autoridade Monetária de Singapura (MAS), investidores credenciados, investidores institucionais ou investidores especializados, conforme definido pela Lei de Valores Mobiliários e Futuros, Capítulo 289 de Singapura. Para quaisquer perguntas relativas ao Folheto, os destinatários em Singapura podem entrar em contato com a filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA;
- Em Dubai: o Folheto é distribuído pelo escritório de representação de Dubai da CA Indosuez (Switzerland) SA, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423, Emirados Árabes Unidos. A CA Indosuez (Switzerland) SA opera nos Emirados Árabes Unidos (EAU) através do seu escritório de representação, que está sob a autoridade de supervisão do Banco Central dos EAU. De acordo com as regras e regulamentos aplicáveis nos EAU, o escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA não pode exercer nenhuma atividade bancária. O escritório de representação só pode comercializar e promover atividades e produtos da CA Indosuez (Switzerland) SA. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. É distribuído em uma base privada, e não foi revisado ou aprovado pelo Banco Central dos EAU ou outra autoridade reguladora dos EAU;
- Em Abu Dhabi: a Brochura é distribuída pelo escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirados Árabes Unidos. A CA Indosuez (Switzerland) SA opera nos Emirados Árabes Unidos (EAU) através do seu escritório de representação, que está sob a autoridade de supervisão do Banco Central dos EAU. De acordo com as regras e regulamentos aplicáveis nos EAU, o escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA não pode exercer nenhuma atividade bancária. O escritório de representação só pode comercializar e promover atividades e produtos da CA Indosuez (Switzerland) SA. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. É distribuído em uma base privada, e não foi revisado ou aprovado pelo Banco Central dos EAU ou outra autoridade reguladora dos EAU;
- Em Miami: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Miami) - 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, EUA. O Folheto é fornecido em uma base confidencial a um número limitado de pessoas, e apenas para fins informativos. Não constitui uma oferta de valores mobiliários nos Estados Unidos da América (ou em qualquer jurisdição onde este tipo de oferta seja ilegal). O Folheto pode mencionar certos valores mobiliários que podem não ter sido sujeitos a registro em conformidade com a Lei de Valores Mobiliários de 1933. Alguns valores mobiliários podem não ser transferidos livremente nos Estados Unidos da América;
- No Brasil: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3^o andar, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, inscrito no CNPJ/MF sob o número 01.638.542/0001-57;
- No Uruguai: o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguai. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. O Folheto é distribuído de forma privada. O Folheto, e os produtos por ele mencionados, não foram revisados, aprovados ou registrados pelo Banco Central do Uruguai, tampouco por qualquer outra autoridade reguladora uruguaia.

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

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

Fotos: iStock.

Editado a 30.11.2020.