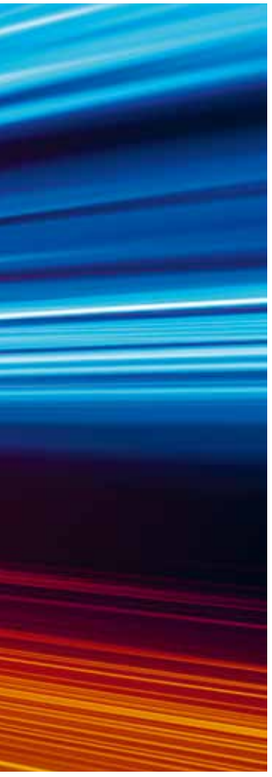
CREDIT SUISSE

Investment Outlook 2022

A grande transição.

Investment Outlook 2022

A grande transição.



Para saber mais

Índice

06 Carta do CEO
08 Caros leitores
10 Revisão de 2021
12 Principais perspectivas para 2022
64 Disclaimer
66 Editorial

15 Economia global

16 Transição em andamento
21 A década pós-pandemia
24 Perspectiva regional
26 Sustentabilidade

31 Principais classes de ativos

32 Renda fixa
38 Ações
46 Moedas
48 Imóveis
50 Hedge funds
52 Mercados privados
54 Commodities
56 Supertrends na era pós-pandemia

59 Estratégia de investimento para 2022

60 Estratégia de investimento para 2022
62 Previsões

Do meu ponto de vista

Thomas Gottstein
CEO Credit Suisse Group AG

Nos últimos anos, e particularmente em 2021, percebemos a enorme importância de protegermos o planeta, assim como pequenas empresas, funcionários e aqueles mais vulneráveis em nossa sociedade. Olhando adiante, para 2022, bancos como o Credit Suisse continuarão desempenhando um importante papel no apoio aos seus clientes durante a recuperação econômica num mundo pós-pandemia.

Conforme você lerá nas páginas a seguir, acreditamos que a normalização pós-pandemia será diferente daquela de crises anteriores. As rupturas e os problemas nas redes de logística devem ser gradualmente resolvidos, ajudando a aliviar a inflação em algumas categorias de bens. Por outro lado, é provável que veremos significativos desafios estruturais durante e depois da próxima década, inclusive o contínuo envelhecimento da população e a mudança para uma menor pegada de carbono. Em outras palavras, estamos no início de uma grande transição.

Nossa nova visão estratégica para o Credit Suisse destaca o nosso compromisso de acelerar essa mudança com inovação diferenciada, operando com agilidade e gerando crescimento para empresas, investidores e empreendedores. Nesse contexto, o nosso Credit Suisse House View é essencial na medida em que ancora a assessoria, os insights de investimento e as atrativas soluções de investimentos que trazemos para os nossos clientes de Wealth Management em todo o mundo.

Desejo a todos um 2022 com muita saúde e prosperidade.

Thomas Gottstein

A grande transição

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer

No ano que vem, veremos o início de uma importante transição econômica e financeira. Uma transição não só para uma realidade pós-pandemia, mas também para reflação e expansão acima das tendências, para uma política monetária mais normal e para retornos mais moderados no mercado financeiro. Será, ainda, uma transição para um foco maior em sustentabilidade, conforme caminhamos para emissão zero.

Mesmo dois anos depois da primeira vez em que o coronavírus apareceu, o mundo ainda está buscando uma saída da pandemia. Na verdade, o ano que passou foi marcado por passos importantes em direção à normalização – incluindo o início de campanhas de vacinação e o consequente afrouxamento e, naturalmente, a eliminação das restrições em muitas partes do mundo – bem como por reveses, uma vez que a disseminação da variante Delta desacelerou a recuperação econômica em algumas regiões. Mesmo que agora a covid-19 esteja aparentemente mais controlada, algumas partes da economia global (como os mercados de trabalho) ainda precisam se recuperar totalmente. Olhando para o ano que vem, acreditamos que o crescimento global deve permanecer sólido, impulsionado por muitos dos mesmos fatores que sustentaram a recuperação em 2021.

Do ponto de vista dos investidores, 2021 se mostrou recompensador, com mercados de ações voltando a gerar retornos de dois dígitos. O crescimento dos lucros tem sido excelente, com os lucros do Índice de preço MSCI AC World até superando as máximas pré-pandemia. A nosso ver, os lucros continuarão sendo o principal vetor dos retornos sobre ações no ano que vem, possibilitando que as ações gerem retornos de um dígito consistentes, porém ligeiramente mais baixos. Uma vez que a renda fixa como uma classe de ativos segue gerando retornos apenas tímidos, acreditamos que os investidores devem olhar para estratégias de investimento que sigam padrões não tradicionais, para diversificar ainda mais as oportunidades.

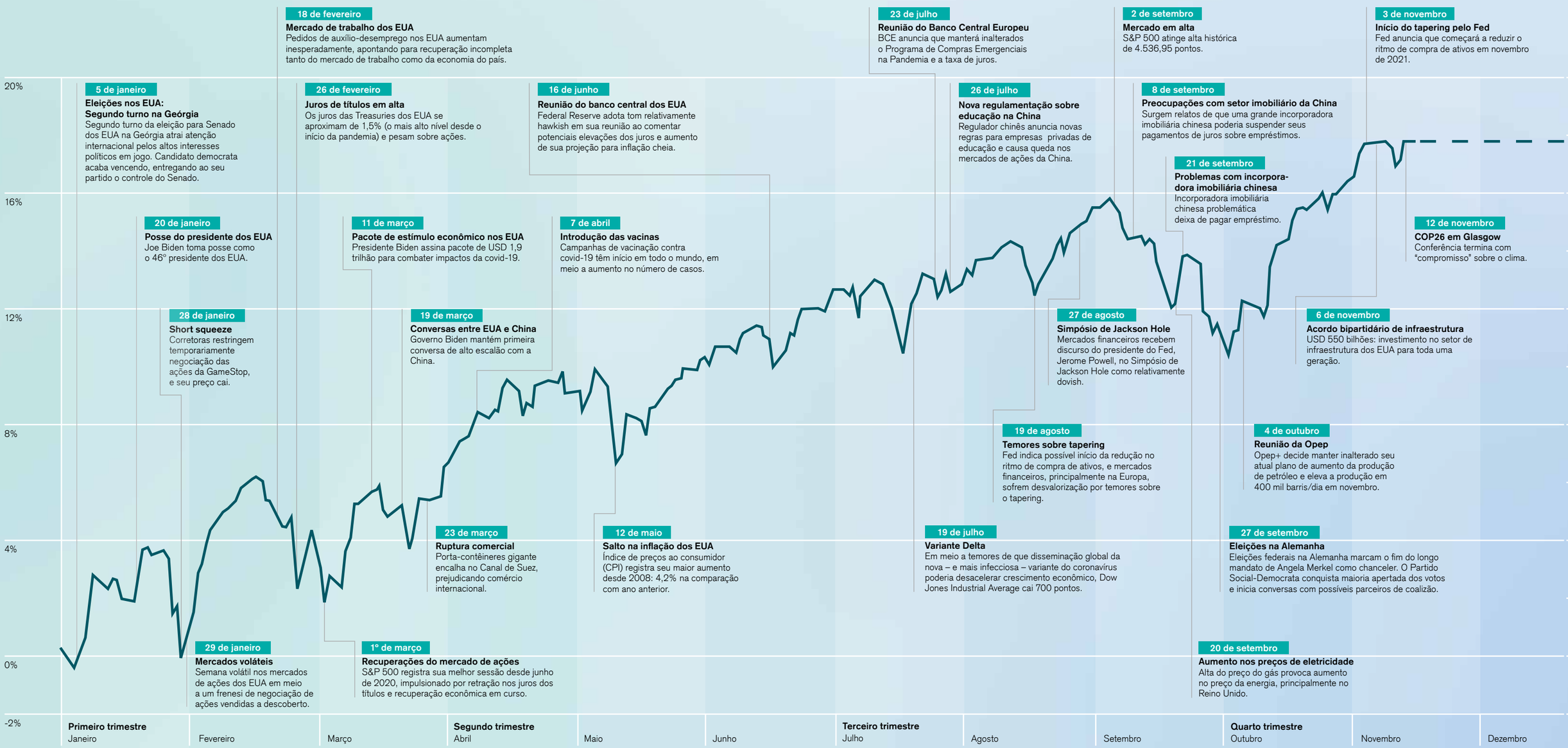
Nas próximas páginas, analisamos não só as oportunidades e os riscos com que os investidores podem se deparar em 2022. Abordamos também o foco ampliado em tópicos ambientais, sociais e de governança (ESG) que, a nosso ver, ainda influenciará empresas e perspectivas de investimentos em 2022. Nesse contexto, destacamos as principais tendências de ESG que os investidores devem acompanhar em 2022. Afinal, ainda estamos convencidos de que eles têm um evidente papel a desempenhar na transição para um mundo mais equilibrado e sustentável.

É aí que entram os nossos temas de investimento de longo prazo: as Supertrends. Desde o início deste ano, nós combinamos alguns dos subtemas que captamos em nossas Supertrends com os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) das Nações Unidas. Acreditamos que a pandemia mundial acentuou a importância dos ODS na medida em que podem valer como princípios de orientação para futura atividade econômica e desenvolvimento, bem como cooperação governamental e relações internacionais. É vital reconhecermos esse princípio de orientação também na condição de investidores.

Conforme prosseguimos todos com a grande transição em 2022, espero que os nossos insights e a nossa orientação sirvam como uma bússola indispensável para o caminho à sua frente.

Michael Strobaek

2021: Em busca da saída da pandemia



Credit Suisse House View em resumo

Crescimento econômico

Parece que o crescimento econômico global voltará a superar a tendência em 2022. Conforme as regras de distanciamento social forem mais flexibilizadas, o consumo de serviços como restaurantes ou viagens deve subir, favorecendo o segmento de serviços. A intensa demanda por bens deve resultar em aumento da produção quando começarem a melhorar os problemas na cadeia de suprimentos. Assim sendo, a produção industrial deve aumentar também.

Inflação

Em 2022, a inflação deve se normalizar, após os elevados números de 2021, mas é provável que permaneça acima dos níveis pré-pandemia. As altas acentuadas dos preços ocorridas logo após os lockdowns serão excluídas dos cálculos de inflação (menos efeitos-base), e os problemas na cadeia de suprimentos também devem melhorar – resultando em pressão inflacionária inferior à de 2021.

Taxas de juros

Dada a contínua recuperação econômica, o Banco Central Europeu (BCE) e o Federal Reserve dos EUA (Fed) devem reduzir suas compras de ativos ao longo de 2022, com o Fed agindo mais rápido do que o BCE. Conforme prevemos, o Fed passará a subir os juros no fim de 2022, mas o BCE os manterá inalterados. Nesse período, a política monetária deve ficar inalterada no Japão e na Suíça. No Reino Unido, onde a inflação está um pouco mais persistente do que no restante da Europa, esperamos que o banco central da Inglaterra comece a subir os juros: uma vez em dezembro de 2021 e duas vezes em 2022. Também prevemos altas dos juros em alguns mercados emergentes, como o Brasil.

Renda fixa

É provável que títulos públicos ofereçam juros negativos em 2022. No campo do crédito, os baixos spreads (de títulos high yield e com grau de investimento) mal compensarão os riscos advindos de juros mais altos. Em geral, preferimos evitar risco de duration. Priorizamos títulos da Zona do Euro atrelados à inflação e créditos com prioridade de recebimento, por suas características pós-fixadas.

Ações

Prevemos retornos atrativos de ações globais em 2022, com lucros se mantendo como principal vetor. Esperamos que os segmentos de ações (que ficaram para trás na recuperação global após o choque da pandemia) surjam como destaques positivos ao lado de setores favorecidos por tendências de crescimento seculares.

Câmbio

O dólar dos EUA deve ser favorecido pela trajetória de normalização da política do Fed, em especial contra o franco suíço e o iene japonês. A taxa de câmbio euro/dólar deve seguir em baixa no início de 2022, estabilizando-se depois, diante de melhores fundamentos na Zona do Euro. Deve haver maiores diferenças no quesito desempenho das moedas de emergentes, sendo o rublo russo sustentado por juros domésticos, enquanto o renminbi chinês deve ficar dentro de um intervalo de preço conforme persistirem os riscos políticos.

Commodities

A demanda em setores cíclicos deve permanecer firme, mas a oferta deve melhorar e reduzir parte da escassez no mercado à vista físico. É provável que os mercados de energia sofram alta volatilidade nos meses do inverno no Hemisfério Norte, mas tal cenário deve se abrandar ao longo de 2022. O preço do carbono seguirá como tópico central, e talvez o ouro fique vulnerável com o início da normalização da política monetária.

Imóveis

Esperamos que os investimentos imobiliários ofereçam retornos próximos a 5% a.a. graças ao ambiente de juros historicamente baixos e à contínua recuperação econômica. Preferimos setores favorecidos por vetores de crescimento seculares (incluindo imóveis logísticos), enquanto persistirem as mudanças estruturais decorrentes da pandemia.

Mercados privados e hedge funds

O cenário econômico segue favorável para mercados privados, e as condições de investimento estão mais competitivas. Destacamos oportunidades favorecidas por deslocamento de mercado e crescimento secular. Na seara de hedge funds, é provável que as condições de mercado continuem favoráveis para estratégias de beta mais baixo e investimentos alternativos rentáveis.

Economia global

Transição em andamento

A pandemia ainda não acabou, mas as vacinas ajudaram a trazer de volta alguma normalidade ao cotidiano. Embora a rápida disseminação da variante Delta do coronavírus tenha desacelerado a normalização econômica em algumas regiões em 2021, a retomada deve continuar em 2022 com potencial crescimento acima do esperado no PIB global. Portanto, a normalização pós-pandemia será diferente da observada em outras crises do passado. Uma recessão sem igual trará uma recuperação inédita Em suma, há muito mais para aprender sobre a economia pandêmica nos próximos trimestres.

Os últimos dois anos foram extraordinários – não só para as pessoas, mas também para a economia global. Embora pareça que agora a pandemia está mais controlada graças à vacinação, partes da economia global (por exemplo, o mercado de trabalho) ainda tem de apresentar recuperação total. O curso normal dos negócios continua anormal – e assim será no futuro próximo.

Quando a covid-19 evoluiu para uma pandemia mundial em 2020, os subsequentes lockdowns causaram na economia global a mais profunda recessão da história. Esse choque inédito trouxe extraordinários estímulos fiscais e monetários que suscitaram intensa recuperação. Todavia, a magnitude do choque econômico ocasionou dados irreconhecíveis e “indistintos” que dificultaram a interpretação e, mais ainda, a previsão, levando a uma ampla dispersão nas visões entre investidores. Nos EUA, estatísticas do mercado de trabalho (como pedidos iniciais de auxílio-desemprego) atingiram níveis antes inimagináveis, enquanto no mercado financeiro os preços do petróleo ficaram brevemente negativos – apenas para citar dois exemplos. A recuperação da crise continuou em 2021, graças aos efeitos de fortes estímulos e à demanda reprimida. A inflação também subiu – devido em parte aos chamados “efeitos-base” (ou seja, a questão dos dados indistintos) e ao contínuo problema na cadeia de suprimentos, isto é, a escassez de mercadorias (desde chips de computador até madeira de fibra longa) gerada pelo fechamento de fábricas e portos por causa da pandemia. Perto do fim de 2021, alguns bancos centrais tinham confiança suficiente na recuperação econômica para começar a reduzir parte do estímulo emergencial diminuindo compras de ativos (tapering). Em 2022, esperamos que haja menos dados indistintos conforme a atividade econômica se normalizar ainda mais. Entretanto, nem todas as características da economia pandêmica serão transitórias. A nosso ver, o ano que vem será mais “normal” do que 2021, mas ainda haverá muitos fatores especiais. Em nossa opinião, a economia que por fim sair desta crise será muito diferente do cenário de 2019, e é possível que as mudanças mais importantes não guardem relação com a pandemia.

Para saber mais

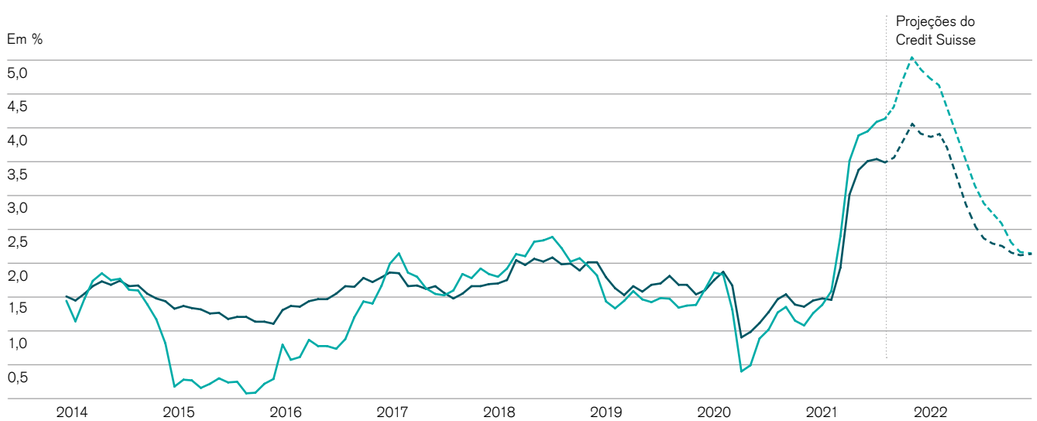
Forte expansão, apesar de dificuldades na cadeia de suprimentos
No quesito crescimento econômico, parece que 2022 será um bom ano, graças aos mesmos fatores que já sustentaram a recuperação econômica em 2021: sólida demanda, cenários de política fiscal e monetária ainda favoráveis e a contínua redução das restrições relacionadas à pandemia que beneficiará setores como os de turismo e viagens. Esperamos que a economia global cresça 4,3% em termos reais em 2022. Esse percentual é inferior ao 5,8% que prevemos para 2021, mas superior à taxa de crescimento pré-pandemia. Por exemplo, a economia global cresceu 2,7% em 2019.

Parece que a produção industrial (PI) global vai melhorar. O boom inédito nos gastos com bens em meio à recuperação resultou da renda desviada que em geral seria direcionada para serviços, mas não foi por causa das restrições da pandemia sobre setores como os de turismo e restaurantes – estímulo suficiente para elevar a renda disponível, apesar da queda na renda do trabalho e da demanda excepcionalmente alta por alguns itens, como eletrônicos. Durante a recessão de 2020, a PI recuou mais do que a demanda total por bens, e a produção ficou aquém do consumo ao longo de toda a recuperação.

Assim, os estoques ficaram baixos por toda a economia global. Algumas dessas quedas na produção estão ligadas a medidas da pandemia e devem melhorar conforme as restrições forem suspensas. Parece que outras persistirão em 2022, em especial as que exigem novos investimentos empresariais (ou seja, fábricas) para elevar a produção, como chips de computador. Preocupações com falta de mão de obra (como a falta de caminhoneiros que está causando problemas no Reino Unido) ainda devem ser um desafio em 2022. Em geral, porém, esperamos que os problemas na cadeia de suprimentos sejam menos graves em 2022 do que em 2021.

Enquanto a PI é um lado da história da recuperação, a parte maior da economia global consiste em serviços. Os gastos com serviços não se recuperaram totalmente, pois o distanciamento social segue afetando muitos setores, inclusive os de restaurantes e turismo. Com a recuperação geral da economia, porém, o setor de serviços teve nítida melhora em 2021; e nós consideramos ser provável que a recuperação continue em 2022 conforme mais restrições forem suspensas. Esperamos portanto que os serviços avancem mais rápido do que a economia geral em 2022. As boas perspectivas de crescimento para a PI e os serviços significam que a economia global conseguirá digerir a retirada gradual da ajuda de bancos centrais e dos estímulos fiscais emergenciais (por exemplo, auxílio-desemprego especial ou esquema de férias coletivas).

Inflação nos EUA – Efeitos-base desaparecendo



Núcleo do PCE, ante o ano anterior
PCE cheio, ante o ano anterior

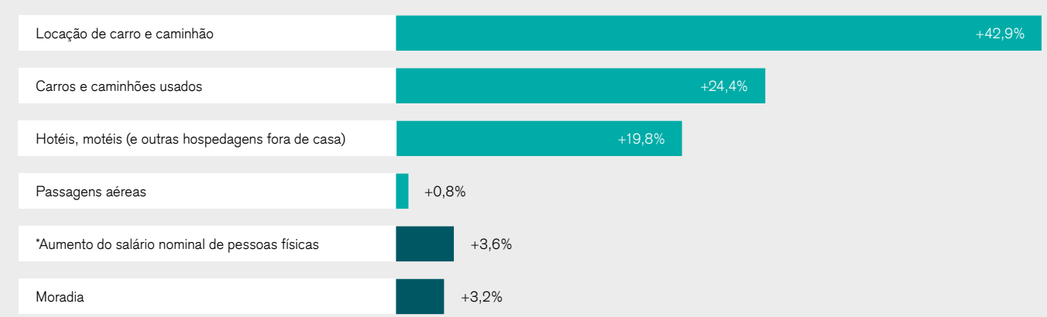
Últimos dados set/2021
Fonte BEA, Credit Suisse

Inflação: Nivelando-se, mas ainda alta
A alta da inflação foi um dos temas centrais de 2021. No início, a pandemia causou um forte choque deflacionário. Muitos preços começaram a cair (por exemplo, em abril de 2020, os futuros do petróleo bruto WTI ficaram negativos pela primeira vez na história). Por temerem uma espiral deflacionária e condições de depressão similares às dos anos 30, formuladores de políticas reagiram rápida e drasticamente anunciando inéditos estímulos monetários e fiscais. Essas políticas reflacionárias ajudaram a trazer a economia de volta aos trilhos. Por sua vez, a intensa demanda por bens, somada às rupturas da pandemia que pressionaram muitas cadeias de suprimentos, causou forte alta na inflação de bens essenciais. Estimamos que a inflação global – como medida da variação dos preços – tenha aumentado 3,5% em 2021.

A taxa de variação dos níveis de preços começará a atingir seu pico daqui para frente. Isso porque agora grande parte da recuperação inicial dos preços ficou para trás (ou seja, os efeitos-base estão diminuindo), e deve haver menos rupturas na cadeia de suprimentos adiante. Entretanto, é provável que outros fatores impeçam a inflação de cair e, assim, voltar aos níveis pré-pandemia. Um desses fatores é o mercado de trabalho aquecido. A recuperação econômica em 2021 ajudou a trazer de volta muitos empregos, e as taxas de desemprego em muitos países estão perto dos níveis pré-pandemia. Com a recuperação prevista na economia de serviços em 2022, a nosso ver, o mercado de trabalho logo poderá ficar aquecido com a demografia acentuando o problema em muitos países. De fato, já vimos falta de mão de obra de todo tipo, desde motoristas de ônibus e de caminhões até professores substitutos e trabalhadores de restaurantes. O mercado de trabalho aquecido deve melhorar o poder de barganha dos trabalhadores nas negociações salariais. Assim sendo, prevemos maior aumento de salários em 2022, o que deve garantir a manutenção da inflação elevada em 3,7% em 2022. Em 2019, a inflação global ficou em 2,5%.

A volta da inflação
Apesar de prevermos que a recente alta da inflação se provará amplamente transitória, ela pode se mostrar mais rígida em certas categorias (moradia e salários) no prazo mais longo.

Índice de Preços ao Consumidor (EUA): De set/2020 a set/2021 *Set/2021 – Médias móveis de 12 meses do aumento de salário mediano (dados por hora)



Inflação provavelmente temporária
Inflação pode perdurar mais

Fonte Bureau of Labor Statistics (EUA); Federal Reserve Bank de Atlanta

Subir ou não subir?
Com a chance de a inflação em muitas regiões permanecer acima das metas dos bancos centrais em 2022 (prevemos, por exemplo, inflação de 4,5% nos EUA e 2,8% na Zona do Euro), uma das principais dúvidas será a reação dos bancos centrais. Durante a pandemia, todos os principais bancos centrais implementaram amplos programas de compra de ativos (Quantitative Easing) para oferecer alta liquidez ao mercado financeiro e manter condições financeiras favoráveis para a recuperação econômica. A nosso ver, muitos bancos centrais começarão a reduzir suas compras de ativos antes de subirem os juros. De fato, muitos bancos centrais, inclusive o Fed (EUA), começaram a fazer exatamente isso no fim de 2021. Em suas comunicações, os bancos centrais esclareceram que a redução de seus programas de compras de ativos dependerá dos dados econômicos, e eles farão essa redução sem ameaçar a recuperação econômica. O núcleo de inflação alta (mas em queda) e o intenso progresso rumo ao pleno emprego em 2022, em meio a expectativas de iminente aperto, devem gerar uma subida dos juros pelo Fed até o fim de 2022. Na Zona do Euro, o Banco Central Europeu (BCE) deve concluir seu Programa de Compras Emergenciais na Pandemia (PEPP) em junho de 2022, a nosso ver, mas continuaria comprando ativos ao longo de todo o ano via programas mais convencionais. A situação é um pouco diferente no Reino Unido. No Reino Unido, onde a inflação é um pouco mais rígida do que no resto da Europa, nós esperamos que o banco central da Inglaterra (BoE) comece a subir os juros em dezembro de 2021 e promova dois aumentos em 2022. Em suma, provavelmente veremos alguma alta dos juros em certos países, mas prevemos que o Fed só os elevará uma vez, ao passo que o BCE manterá a redução das compras de ativos e deixará os juros inalterados por ora.

O impacto sobre o mercado financeiro
Conforme a inflação se estabiliza – e os bancos centrais reduzem as compras de ativos e elevam os juros –, os juros reais (juros nominais menos inflação) podem subir em 2022. Em geral, a alta dos juros reais significa probabilidade de declínio nos retornos do mercado financeiro (em especial nos retornos de títulos), ao passo que a volatilidade no mercado financeiro costuma ser maior. A alta dos juros reais também prejudica a capacidade dos governos e das famílias em honrar suas dívidas, e é por isso que os bancos centrais vão monitorar essa questão de perto e garantir que continue sob controle.

Em geral, 2022 será, a nosso ver, um ano de retomada e transição da pandemia. Parece que o crescimento seguirá bastante robusto, e o mercado de trabalho deve ficar aquecido. A ligeira alta dos juros reais e os contínuos – porém menos graves – problemas na cadeia de suprimentos são riscos que podem ocasionar volatilidade no mercado financeiro e precisam ser monitorados com cuidado por formuladores de políticas e investidores. Todavia, é bem provável que 2022 será um ano muito mais normal do que 2020 e 2021. Portanto, o surgimento de novos fatores de prazo mais longo (como mudanças climáticas, evolução demográfica e novas tecnologias) significa que estaremos em transição para algo novo no mundo pós-pandemia. Em geral, 2022 marcará o início de uma transição para a década pós-covid.

A década pós-pandemia

Em muitos aspectos, a pandemia de covid-19 foi um choque sem precedentes para a economia global que levou empresas e formuladores de políticas de todo o mundo a navegar em águas desconhecidas. Enquanto muitos elementos desse choque (por exemplo, os lockdowns) são nitidamente temporários, parece que outros (por exemplo, os elevadíssimos níveis de dívida pública) terão maior duração. Ao mesmo tempo, importantes tendências (como mudanças climáticas e evolução demográfica) atingiram um nível de urgência que poderiam muito bem resultar em uma mudança permanente na atual ordem econômica.

Como será então a nova economia mundial "normalizada" pós-pandemia? A nosso ver, o futuro será moldado por novos fatores: evolução demográfica, capitalismo mais estatal, problemas dispendiosos (como a transição energética) e novas tecnologias inovadoras. Quanto à demografia, chegamos agora a uma situação em que a população em idade ativa em muitas partes do mundo (exceto na África) está se estagnando conforme a população envelhece. Isso deve pressionar ainda mais o mercado de trabalho, trazendo maior poder de barganha aos trabalhadores, e pode levar a aumento de salário. Como resultado, é provável que as empresas invistam mais em automação e tomem outras medidas para impulsionar a produtividade.

Analisando o mercado de trabalho em mais detalhes, muitos empregos de classe média sumiram nos últimos 20 anos em países industrializados, enquanto há um aumento simultâneo em empregos de remuneração alta e baixa. Isso levou a um aumento nas desigualdades de patrimônio e renda, as quais os governos devem solucionar redistribuindo renda via novos impostos ou regulamentos. Já vemos essa tendência hoje, na China, onde o governo adotou um conjunto de novas políticas de "prosperidade comum", mudando efetivamente as prioridades de uma mentalidade de crescimento para uma mentalidade de maior igualdade. Vemos avanços similares nessa direção em países desenvolvidos (inclusive nos EUA), que poderiam resultar em capitalismo de maior controle estatal, ou seja, envolvimento do governo nos negócios.

Além disso, formuladores de políticas terão de lidar com "problemas dispendiosos". O aumento das despesas de saúde com o envelhecimento da população, a transição energética para renováveis e a reforma (bem atrasada) na infraestrutura de países desenvolvidos são só alguns exemplos mais urgentes. Todos esses tópicos requerem investimentos pesados num momento em que os orçamentos públicos já estão sob pressão. A preocupação para os governos é que orçamentos limitados reduziriam também seu poder de atenuar futuras crises econômicas.

Se há notícia boa, é bem possível que esteja no campo tecnológico. Novas tecnologias (como computação quântica ou aplicativos de blockchain) ajudariam a resolver alguns desses problemas ao mesmo tempo em que pressionariam modelos de negócios tradicionais. Por exemplo, a tecnologia blockchain pode revolucionar sistemas de pagamento, bem como atividades bancárias e gestão de patrimônio.

Em geral, no mundo "normalizado" pós-pandemia, a nosso ver, o crescimento econômico será mais errático e volátil, mas não necessariamente menor ou maior do que antes. Esperamos o retorno dos ciclos econômicos de boom e bust do passado. Provavelmente veremos o desmonte de políticas liberais, como livre comércio e impostos baixos para empresas. Em seu lugar, novos regulamentos e impostos e maior redistribuição de renda podem trazer um clima de negócios menos estável e se somar à volatilidade econômica. Como resultado, é provável que a inflação supere a taxa dos últimos 20 anos, mas hiperinflação parece improvável. Investimentos em medidas climáticas, automação, infraestrutura e novas tecnologias poderiam gerar aumento relevante da produtividade no trabalho, mas também aumento da dívida pública. É bem possível que os bancos ajudem a financiar déficits públicos detendo mais títulos públicos. Ao mesmo tempo, a tecnologia blockchain e moedas digitais de bancos centrais devem transformar o setor financeiro, em sua essência.

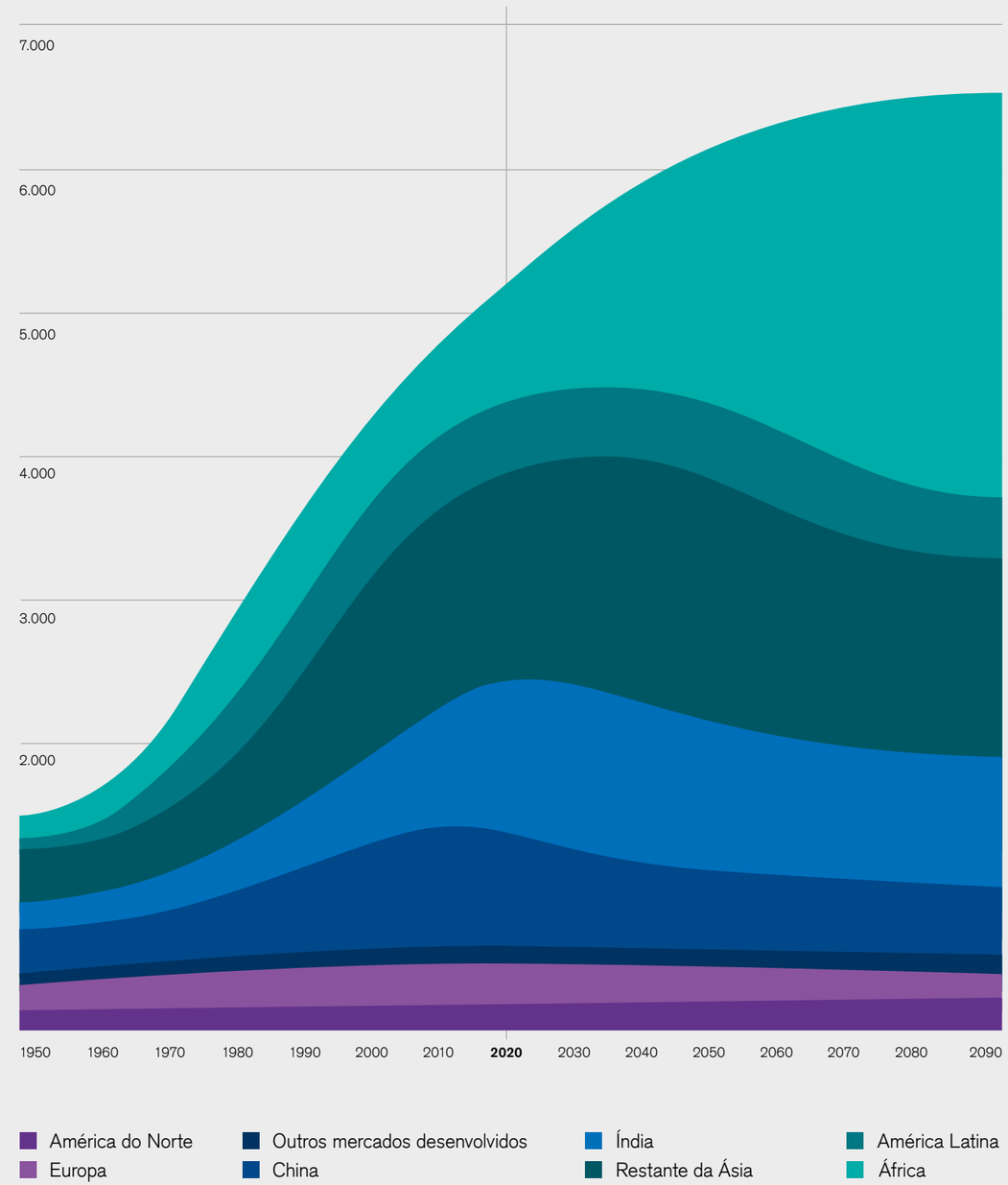
Na seara de desdobramentos políticos, parece que a disputa entre EUA e China segue firme, enquanto a divisão política nas economias ocidentais pode se aprofundar ainda mais.

Em suma, a próxima década será marcada pelo fim da "Grande Moderação" das últimas décadas, e 2022 será o ano em que os primeiros acontecimentos ficarão visíveis.

> "Esperamos o retorno dos ciclos econômicos de boom e bust do passado.

Dados demográficos – Não há solução fácil para escassez de mão de obra

População em idade ativa (milhões por região)



Últimos dados 31/12/2020
Fonte Organização das Nações Unidas

Regiões em foco

EUA

Para saber mais

Mudando para uma marcha mais lenta
Esperamos crescimento real do PIB de 3,8% em 2022, mas uma hesitante retomada dos serviços e os contínuos problemas na cadeia de suprimentos estão complicando as etapas finais da recuperação da pandemia. Espera-se que a inflação recue para 4,5% após uma alta extrema no início de 2021, mas ainda há riscos altistas. Os choques na cadeia de suprimentos global podem fortalecer os preços das mercadorias no curto prazo, e indicadores antecedentes de inflação de moradia subiram bastante.

O Fed está começando a suspender gradualmente as políticas acomodatícias. O tapering de compras de ativos começará em meados de novembro de 2021, continuando até meados de 2022. O núcleo de inflação alta (mas em queda) e o intenso progresso rumo ao pleno emprego em 2022, em meio a expectativas de iminente aperto, devem gerar uma subida dos juros pelo Fed até o fim de 2022. No contexto político, o pacote de infraestrutura do governo Biden favorecerá a expansão em 2022. Pode haver ainda um novo impasse político adiante, se os democratas perderem as eleições de meio de mandato em 2022.

América Latina

Perdendo força
Projetamos que o PIB real na América Latina crescerá a uma taxa média anual de 1,8% em 2022, após crescer 6,4% em 2021. Embora isso represente uma forte desaceleração, o crescimento segue acima dos níveis pré-pandemia (0,7% em 2019). Prevemos inflação regional anual de 10,3% em 2022, tendo como principais vetores a alta dos preços de commodities, os gargalos no lado da oferta e o repasse cambial. No fim de setembro de 2021, cerca de 60% da população dos países sob nossa cobertura tinha recebido ao menos uma dose de vacina contra covid-19. Em geral, as taxas de crescimento parecem contrastar na região: Colômbia, Peru e México devem ter as mais altas taxas de crescimento, enquanto o Brasil parece que ficará para trás por causa do forte aperto monetário e da perspectiva política incerta.

Reino Unido

Banco central da Inglaterra prestes a subir juros duas vezes em 2022
O Reino Unido se recuperou em ritmo forte em 2021, pois o rápido lançamento de vacinas permitiu reduzir a maioria das restrições da pandemia. No entanto, há sinais de que o crescimento está desacelerando. Projetamos crescimento real de 5,0% no PIB em 2022, ante 7,0% de 2021. Parte dessa desaceleração era esperada à medida que o impulso inicial da reabertura perdesse força. Entretanto, a escassez de mão de obra e os gargalos na oferta também estão atrasando a recuperação, além da alta recorde nos custos das empresas. Enquanto alguns fatores que causam escassez de mão de obra (como as regras de autoisolamento ligadas à covid-19) devem perder força, o Brexit pode gerar um declínio permanente na oferta de mão de obra. Enquanto a demanda deve continuar sendo sustentada pela reabertura da economia e pelo alto nível de poupança dos consumidores, acreditamos ser provável que a alta da inflação, o fim do esquema de férias coletivas em setembro de 2021 e a suspensão de outras medidas de ajuda fiscal pesem sobre os gastos de consumidores e empresas. Espera-se que a inflação siga acima da meta com a alta dos preços de energia e alimentos, o aumento nos preços das mercadorias decorrente dos gargalos na oferta, os altos preços de serviços devidos à reabertura e a reversão das reduções de impostos de valor agregado. Dada a persistência da inflação acima da meta e da recente retórica hawkish do banco central da Inglaterra (BoE), esperamos que o BoE comece a subir os juros: uma vez em dezembro de 2021 e duas vezes em 2022.

Suíça

Para saber mais

Problemas na oferta atrasam recuperação
Indicadores antecedentes continuam indicando intenso crescimento nos próximos meses, e um declínio na taxa de desemprego deve sustentar os gastos com consumo. Ademais, é provável que agora a elevada demanda doméstica por bens persista por prazo superior ao que previmos, devido a diversos atrasos na oferta. Assim sendo, não prevemos estabilização considerável da demanda por bens até meados de 2022. Entretanto, pode haver então acentuada queda por causa da futura ameaça de saturação e do possível desabastecimento nas empresas. Tal como ocorre na maioria das economias, a inflação nos preços ao consumidor acelerou no terceiro trimestre, mas permaneceu dentro da definição do banco central suíço (SNB) para "estabilidade de preços". Portanto, esperamos que o SNB mantenha sua política monetária expansionista. Projetamos crescimento real de 2,5% no PIB em 2022, ante 3,5% em 2021, e a inflação deve seguir inalterada em 2022.

Japão

Um recomeço?
O Japão passou por uma mudança na liderança em 2021, e o novo governo logo começou a elaborar um novo pacote de estímulos para favorecer a retomada econômica. Esse pacote de estímulos pode entrar em vigor já em janeiro de 2022. Prevemos que o pacote provavelmente totalizará de 20 a 30 trilhões de ienes, incluindo provisões para uso futuro. Pequenas empresas do setor de serviços, famílias de baixa renda, indústrias médicas e farmacêuticas, setores agrícolas e de pesca, a indústria do turismo e governos locais com situação financeira precária serão os principais alvos de subsídios e medidas de aumento de crédito. Também serão reservados recursos para ajudar os setores de energia renovável e geração de energia nuclear. A maioria das medidas a serem incluídas no orçamento suplementar serão extensões e expansões daquelas vigentes, que precisam de novas ideias para elevar a demanda. Outra área de grande importância após a mudança na liderança será defesa e segurança nacional. O ambiente geopolítico ao redor do país está mudando rapidamente, e talvez o novo governo decida aumentar muito os gastos fiscais com segurança nacional. Projetamos crescimento real de 1,7% no PIB em 2022, ante 2,0% em 2021, e inflação de 0,5% em 2022, ante -0,2% em 2021.

Zona do Euro

Para saber mais

Igual, mas diferente
Um programa de vacinação bem-sucedido parece ter contido a crise da saúde. A economia reabriu e está crescendo rápido, mas continua aquém dos avanços observados nos EUA. Os problemas na cadeia de suprimentos estão limitando a produção industrial (a qual esperamos que aumente com a solução dessas questões) e, ao mesmo tempo, estão gerando forte alta na inflação cheia e no núcleo da inflação. O BCE deverá seguir reduzindo seu programa de compra de ativos nos próximos meses. A alta contínua da inflação e o afrouxamento de políticas fiscais podem trazer orientação hawkish sobre juros além de 2022. Na seara política, a formação do que se espera ser um novo governo de centro-esquerda na Alemanha pode ajudar a tornar o fundo de recuperação da União Europeia um mecanismo fiscal permanente. Então há espaço para um importante passo à frente na integração europeia em 2022.

China

Para saber mais

Prosperidade comum e emissões líquidas zero
Durante grande parte de 2021, a China viu uma forte recuperação do crescimento antes de passar por uma nova desaceleração em virtude de problemas no setor imobiliário, bem como reformas políticas e mudanças regulatórias. Autoridades pretendem assumir a supervisão regulatória e o controle sobre os mais valiosos ativos dos principais setores de crescimento. O mercado imobiliário está entre os setores visados. Apesar de não termos previsto que uma das maiores incorporadoras imobiliárias da China enfrentaria um possível default, não vemos crise no mercado imobiliário nos próximos 6 a 12 meses. As autoridades chinesas já reagiram aos riscos de solvência no mercado imobiliário para evitar maior contágio. No longo prazo, porém, tendências demográficas devem exercer pressão baixista sobre preços de moradias, que podem cair mais rápido do que se espera. No quesito consumo, prevemos um atraso na recuperação do consumo das famílias, sob o peso dos recentes regulamentos e do fato de que o comprometimento de renda das famílias já está no nível mais alto – perto de 32%, com base em nossas estimativas. Na China, está aumentando a pressão inflacionária sobre o índice de preços ao produtor (PPI), mas o repasse para o índice de preços ao consumidor tem sido limitado. Por fim, a China revelou uma ambiciosa meta de emissões líquidas zero até 2060. Esperamos que seu impacto sobre o PIB de 2021 seja bem limitado (negativo), porém o impacto de médio prazo depende das estratégias adotadas pelas autoridades (ou seja, se optarem por reformar os preços da energia elétrica ou por permitir o uso da energia sustentável com a atual infraestrutura energética), que poderiam acelerar ou pesar sobre o crescimento.

Pandemia amplia foco de investidores em sustentabilidade

O foco ampliado em temas ambientais, sociais e de governança (ESG) em 2021 ainda influenciará empresas e perspectivas de investimentos em 2022. Acionistas, empregados, reguladores e ativistas pró-ESG exigem que as empresas assumam a responsabilidade, e esse engajamento não dá sinais de redução. Resumimos as principais tendências ESG que os investidores devem acompanhar em 2022.

1. Mudanças climáticas e perda de biodiversidade – Fim do curso normal dos negócios

Muitos investidores saberão da Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas (COP26), que foi realizada em Glasgow, em novembro de 2021. Poucos investidores estarão a par da COP15, a conferência da ONU sobre biodiversidade com duas partes, que começou em outubro de 2021 e deve terminar (se a covid-19 permitir) em maio de 2022. O resultado dessas duas COPs será a definição da agenda ambiental para os próximos anos. Embora métricas como a pegada de carbono ligada a mudanças climáticas sejam agora muito divulgadas, investidores ainda têm dificuldade para encontrar métricas significativas com base nas quais comparam empresas no quesito biodiversidade (mais complexo). Como resultado, as empresas têm o ônus de mostrar como seus negócios estão se adaptando a essa nova realidade. Empresas de agricultura e alimentos, situadas na interseção entre mudanças climáticas e perda de biodiversidade, devem passar pela inspeção mais minuciosa.

Todavia, mesmo que até agora não haja medidas públicas relevantes ligadas a questões climáticas, investidores devem esperar o fim do curso normal dos negócios. Em 2022, prevê-se que os níveis de emissões de dióxido de carbono na atmosfera atingirão um marco perigoso: um aumento de 50% ante os níveis pré-industriais.[1] Ao mesmo tempo, os ecossistemas estão perdendo espécies a taxas não registradas desde eventos anteriores de extinção em massa, as quais estima-se que hoje estejam de 100 a 1000 vezes acima dos níveis dos tempos pré-humanos.[2] Em escala global, para empresas e investidores, essas mudanças representam grandes riscos relativos à ruptura nas cadeias de suprimentos, à redução da produtividade agrícola e ao aumento da volatilidade nos preços de alimentos. Investidores devem então buscar empresas que consigam gerir esses riscos, pois é provável que tenham melhor desempenho no longo prazo.

Soluções voltadas para as crises gêmeas (mudanças climáticas e perda de biodiversidade) poderiam trazer uma oportunidade de investimento potencialmente inédita. Desde agricultura regenerativa e inteligente até proteínas alternativas e menor desperdício de alimentos, investir em soluções positivas para a natureza pode gerar USD 10 trilhões em novas oportunidades de negócios, gerando ao mesmo tempo até 37% de redução na emissão de gases de efeito estufa até 2030, de acordo com um artigo publicado em 2020 no site do Fórum Econômico Mundial: *Como o investimento na natureza pode ajudar a enfrentar as crises climática e de biodiversidade.*

[1] Met Office: CO2 atmosférico está em patamar 50% acima dos níveis pré-industriais (Carbon Brief, 2021)
[2] Extinções durante era humana mil vezes superiores às do passado (ScienceDaily, 2014)
[3] Cibercrimes devem custar ao mundo USD 10,5 trilhões por ano até 2025 (Cybercrime Magazine, 2020)
[4] Cibercrimes devem custar ao mundo USD 10,5 trilhões por ano até 2025 (Cybercrime Magazine, 2020)
[5] Gartner prevê gastos mundiais com segurança e gestão de risco acima de USD 150 bilhões em 2021 (Gartner, 2021)

2. Mercado de trabalho – Proteção de direitos dos trabalhadores gig

A economia gig abrange desde o trabalho rotineiro com baixa qualificação até trabalhadores muito qualificados e inclui quem trabalha em setores criativos, digitais e de educação (EdTech) e, mais recentemente, profissionais da saúde. No lado mais qualificado do espectro, a concorrência é acirrada, e os empregadores têm de oferecer remuneração competitiva para garantir as qualificações de que precisam para projetos essenciais de negócios, ou para preencher turnos. Aplicada corretamente, a economia freelance online une talento a lacunas de mão de obra, oferece transparência e traz para trabalhadores em alta demanda a certeza de que suas aptidões são bem remuneradas. Durante a pandemia, as mulheres migraram cada vez mais para a força de trabalho gig em busca de renda. Isso porque elas estavam super-representadas em setores muito atingidos pela crise (incluindo hospitalidade e serviços) ou foram forçadas a desistir de empregos estáveis para cuidar de filhos ou outros dependentes. Embora os empregos gig ofereçam flexibilidade e oportunidades para trabalhadores marginalizados, os salários em serviços de baixa qualificação costumam ser baixos e instáveis, e não há proteção trabalhista.

As empresas da plataforma gig entraram em mercados altamente regulamentados. Enveredando pela arbitragem regulatória através da classificação incorreta dos trabalhadores como autônomos para burlar leis trabalhistas, trabalhadores da economia gig que têm baixa qualificação podem receber menos do que um salário mínimo. Além disso, o trabalhador pode arcar com custos como seguro e despesas de capital. Ademais, trabalhadores da economia gig podem não ter proteções tradicionais, como licença médica, férias remuneradas e fundo de pensão/aposentadoria. Muitas jurisdições estão criando regulamentos para proteger trabalhadores da economia gig a fim de construir uma relação mais equilibrada entre as plataformas gig e seus trabalhadores. Pressões jurídicas e regulatórias sobre o modelo de negócio das plataformas devem continuar até 2022, com algumas empresas reagindo melhor do que outras à evolução do ambiente gig.

Investidores podem sair na frente ao assumir uma postura proativa ligada a sólidos direitos humanos e melhor divulgação de políticas e práticas trabalhistas, o que contribui para gerar valor de longo prazo e reduzir riscos operacionais, reputacionais e de responsabilização, a nosso ver. Além de áreas emergentes (como EdTech), as oportunidades de investimento abrangem tecnologias que podem se beneficiar de um ambiente de trabalho cada vez mais flexível, com nuvem, software como serviço (SaaS) empresarial e cibersegurança trazendo exposição à economia gig. O ecossistema da economia gig inclui ainda novas oportunidades de flexibilização para investidores, como produtos de insurtechs que oferecem inovadoras soluções de seguro intermitente ("pay as you go") de curto prazo para trabalhadores da economia gig. Tecnologias adjacentes (incluindo inovadoras redes de pagamento) podem aumentar a acessibilidade financeira para os desbancarizados e pagar aos trabalhadores de imediato em vez de fazê-los esperar semanas por seu salário, o que favorece o padrão de vida dos trabalhadores gig.

3. O paradoxo digital – Crise de covid-19 como catalisador de oportunidades e desafios

Como a velocidade da recente transformação digital para possibilitar a continuidade dos negócios, o trabalho remoto e a automação deve se manter em 2022, a segurança digital terá alta prioridade, pois muitos setores (incluindo educação, saúde, comércio, atividade industrial e entretenimento) são todos transformados por um enfoque que prioriza o digital.

À medida que o mundo sai da crise de covid-19, porém, especialistas digitais lutam contra um tipo diferente de pandemia. Prevê-se que cibercrimes causarão em 2021 prejuízos de USD 6 trilhões no mundo todo, decorrentes de perda de produtividade, danos e destruição de dados pessoais e financeiros e roubo de propriedade intelectual.[3] Com ataques de ransomware e danos reputacionais ficando mais prolíficos e custosos, os prejuízos devem chegar a USD 10,5 trilhões[4] em 2025. Violações e recentes ataques de ransomware em diferentes setores ressaltaram o risco de uma infraestrutura pouco segura. A conscientização está se expandindo, e os gastos com resiliência cibernética continuarão em 2021 e 2022, dados os riscos que as empresas devem gerir nessa área.

Embora a cibersegurança seja normalmente vista como uma questão tecnológica por proteger sistemas, redes, softwares e dados, vulnerabilidades cibernéticas são consideradas um risco comercial existencial que os investidores não devem ignorar e que é gerido no âmbito de ESG como parte da dimensão "S".

Cibersegurança está se tornando uma prioridade legislativa cada vez mais importante. Agora nos EUA existe um compromisso bipartidário para o financiamento de projetos de infraestrutura e para uma legislação que melhore o relato de incidentes cibernéticos. Na União Europeia, a nova estratégia de cibersegurança exige capacidades de defesa cibernética de última geração para combater ciberataques na região.

As maiores empresas dessa área sabem que cibersegurança é uma questão técnica e de negócios e a incorporam em seus processos, serviços e produtos. As empresas com o melhor desempenho já ampliaram seu foco em infraestrutura, conhecimentos e gestão de riscos cibernéticos por toda a organização, inclusive nas cadeias de suprimentos, e outras empresas farão o mesmo. Investidores devem analisar o preparo de uma empresa no quesito cibersegurança como parte de sua decisão de investimento. Empresas que conseguem gerir esses riscos têm maior chance de apresentar melhor performance no longo prazo.

Esses avanços devem criar oportunidades de investimento que surgem com negócios novos e adicionais para o ecossistema de cibersegurança. Eles abrangem a adoção de um enfoque de confiança zero – segundo o qual todos os usuários (dentro e fora da rede da organização) devem ser confirmados, autorizados e continuamente validados antes de receberem (ou manterem o acesso a) aplicativos e dados –, bem como análise comportamental e autenticação embutida de hardware. Ademais, a crescente demanda por serviços baseados em nuvem na maioria das verticais do setor é também um importante vetor para o mercado de segurança em nuvem – o segmento que cresce mais rápido[5]. Outras oportunidades envolvem importantes fornecedores focados em garantir a higiene de cibersegurança em sua cadeia de suprimentos de hardwares e softwares e em todas as suas próprias operações, assim como a próxima geração de profissionais – com expertise cibernética em governos e setores como o de serviços financeiros – que estão surgindo como empresários e criando startups inovadoras.

Para saber mais

De 1970 a 2100
Conservação da natureza

Histórico

↗ Produção mais sustentável

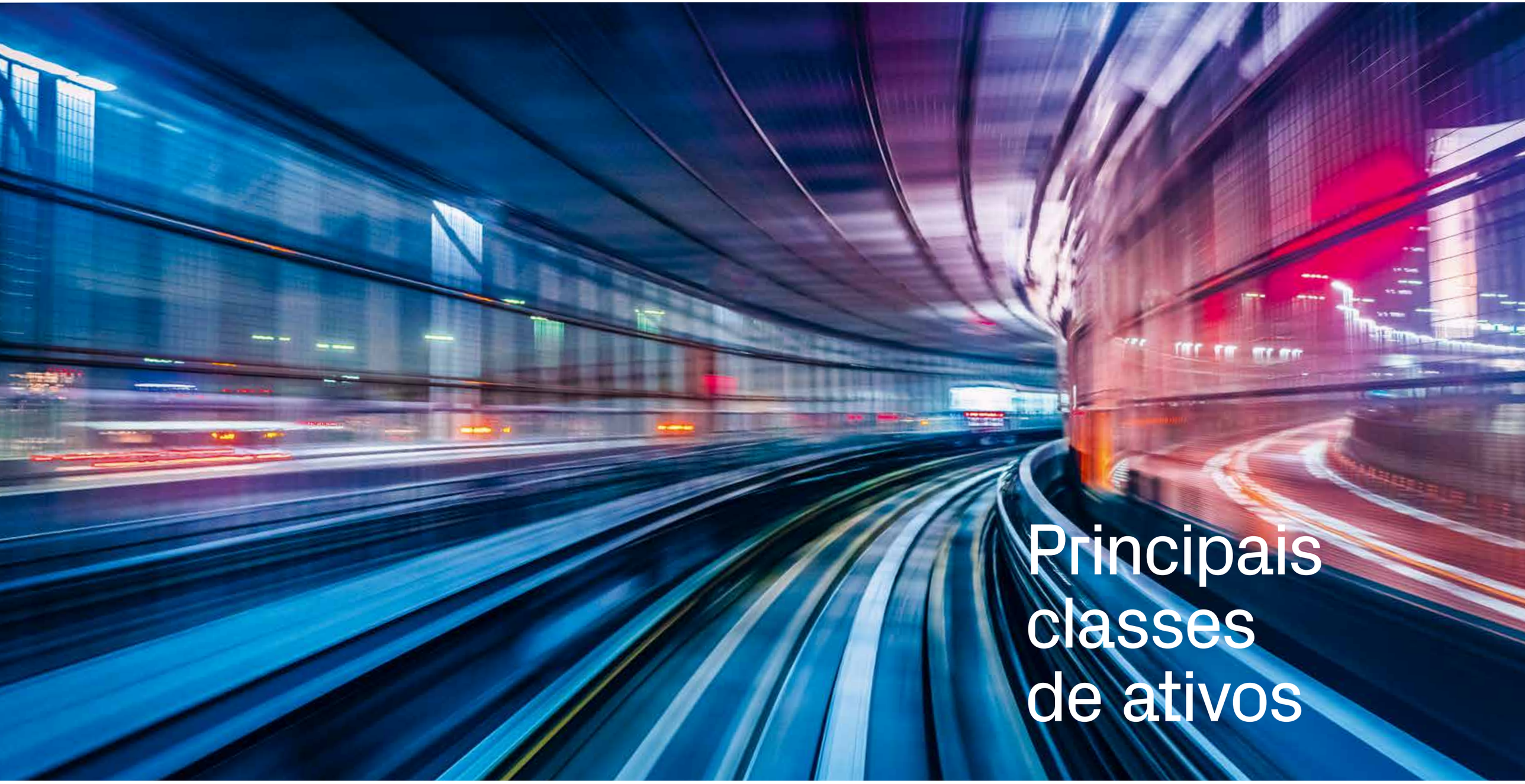
↗ Consumo mais sustentável

↗ Maiores esforços de conservação

Curso normal dos negócios

Fonte Adam Islaam | International Institute for Applied Systems Analysis (IIASA); Credit Suisse

1970 2010 2050 2100



Principais classes de ativos

Cuidado com o risco de duration na renda fixa

É provável que os juros de títulos públicos subam com o ritmo de crescimento econômico e a normalização da política monetária em 2022. Conforme a inflação desacelera, não esperamos mais que o desempenho dos títulos atrelados à inflação (ILBs) dos EUA seja superior ao dos títulos nominais, mas há espaço para que isso aconteça com os ILBs da Zona do Euro. Não prevemos sólida performance para títulos globais com grau de investimento ou high yield, e é provável que os fundamentos dos títulos de mercados emergentes denominados em moeda forte sejam menos favoráveis. Uma alternativa interessante aos títulos de crédito high yield em mercados desenvolvidos são os créditos globais com prioridade de recebimento, que oferecem atrativos valuations relativos.

Bull market de títulos por décadas
Juros dos títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos, em %

Últimos dados 22/10/2021
Fonte Refinitiv, Credit Suisse

Mercados desenvolvidos:
Títulos públicos continuam sendo não atrativos
Nos mercados desenvolvidos, o foco em 2022 estará em bancos centrais e nas perspectivas para o fim do Quantitative Easing (QE) e para a normalização da política monetária. Alguns bancos centrais já começaram a subir os juros (Noruega e Nova Zelândia estão à frente), e os mercados esperam que outros países façam o mesmo. Prevemos que o Federal Reserve elevará os juros uma vez em 2022 e outras quatro vezes em 2023. De modo geral, os juros de títulos públicos devem subir com o ritmo de crescimento econômico e a normalização da política monetária.

ILBs da Zona do Euro podem ter melhor desempenho
Expectativas de inflação na Zona do Euro ainda estão abaixo da meta do Banco Central Europeu (BCE), e é possível ocorrer uma alta adicional no início de 2022. Isso sugere que os ILBs da Zona do Euro podem ter algum potencial para superar a performance dos títulos públicos nominais. Na Zona do Euro, o BCE e a ajuda fiscal da União Europeia continuam ajudando países periféricos, e os spreads de títulos públicos como BTP (Itália)/Bund (Alemanha) podem diminuir mais, se a união fiscal na Zona do Euro progredir. Em contraste, as atuais expectativas de inflação nos EUA refletem a visão de que a inflação vai desacelerar em 2022 na direção da meta de 2% do Fed. Nesse cenário, a alta dos juros nominais seria principalmente impulsionada por aumentos nos juros reais. Assim, os ILBs dos EUA deixariam de superar o desempenho dos títulos nominais, como ocorreu em 2021.

Fraca perspectiva para retornos de títulos corporativos
Não prevemos sólida performance para títulos globais com grau de investimento (IG) ou high yield (HY). A contenção da pandemia e a atual recuperação da economia global podem favorecer o apetite por risco ao mesmo tempo em que o Fed migra para a normalização. Entretanto, esta última pode ter impacto negativo sobre a performance do mercado de crédito em virtude dos juros mais altos das Treasuries. A nosso ver, os atuais spreads baixos de títulos IG e HY sugerem que a performance do crédito ficará limitada com a alta dos juros dos títulos de governos centrais. Ademais, uma curva de crédito relativamente achatada indica uma potencial normalização dos prêmios de risco de crédito de volta à sua média de longo prazo (ou seja, alta dos spreads ante as Treasuries). Em geral, preferimos um posicionamento de duration curto em 2022.

Títulos soberanos de mercados emergentes denominados em moeda forte (EM HC) perdem atratividade
Acreditamos que os fundamentos dos títulos EM HC deverão ser menos favoráveis em 2022, pois é improvável que os balanços externos melhorem mais, e muitos países emergentes aumentaram muito seus gastos fiscais após o choque da pandemia, ocasionando aumento da dívida pública. É provável que maiores necessidades de refinanciamento exerçam pressão altista sobre os juros porque o mercado exigirá maior prêmio para comprar dívida de emergentes. Além disso, o tapering do Fed no curto prazo e a futura migração para juros crescentes devem conturbar mais a perspectiva de retorno para títulos soberanos EM HC. No geral, os atuais spreads não parecem atrativos o bastante para compensar investidores pela crescente volatilidade dos juros. Com isso, a relação risco-retorno dos títulos EM HC se deteriorou.

No nível regional, esperamos retornos baixos de um dígito dos títulos HC asiáticos em 2022. Spreads devem seguir estáveis, pois os fundamentos dos títulos soberanos asiáticos têm sido resilientes graças à consistente ajuda da política monetária em meio à pandemia. De fato, as reservas cambiais da Ásia e os saldos em conta-corrente melhoraram, enquanto a dívida externa/PIB teve apenas uma modesta alta. Nos demais emergentes, a alta dos juros nos EUA e o carry mais baixo limitam o potencial de retorno total. Na Ásia, temos preferência pela China. É provável que seu perfil de duration mais baixo limite os riscos de desvalorização vindos da alta dos juros das Treasuries dos EUA, e os valuations relativos estão baratos considerando-se seus fundamentos de dívida mais robustos. A China tem um dos mais baixos índices dívida externa/PIB, e seus saldos em conta-corrente continuaram melhorando nos últimos dois anos.

Nos emergentes, alguma moderação do crescimento econômico, combinada com refinanciamento local mais caro, poderia limitar melhoras nas taxas de inadimplência corporativa e performance em 2022. Com a provável tendência de alta dos juros de títulos públicos globais, preferimos adotar posição no segmento de duration curto em títulos corporativos de emergentes. Ademais, a combinação de juros mais altos e mercados de trabalho ainda fracos nos emergentes poderia manter os salários contidos em 2022, o que poderia reduzir a demanda e as receitas implícitas das empresas. Ao longo do tempo, tal cenário deve implicar deterioração de fundamentos, como índices de alavancagem e cobertura de juros. Estamos relativamente cautelosos e preferimos adotar posição defensiva em crédito de emergentes de duration curto, favorecendo segmentos que oferecem relação risco-retorno equilibrada entre valor e taxas de inadimplência, como crédito crossover asiático com sólidos fundamentos de crédito. Em suma, enquanto a perspectiva para títulos corporativos e soberanos de emergentes é mista, o spread maior ante os títulos públicos de mercados desenvolvidos pode trazer certas oportunidades seletivas.

Preferimos créditos com prioridade de recebimento
Uma alternativa interessante aos títulos de crédito high yield em mercados desenvolvidos são os créditos globais com prioridade de recebimento (para saber mais, consulte a página 35). Eles oferecem atrativos valuations relativos e devem beneficiar-se de um ambiente de juros de títulos públicos mais altos, expectativas de baixas taxas de inadimplência e aceleração nas elevações de rating em 2022.

De fato, o ritmo em que as elevações de rating para créditos globais com prioridade de recebimento estão superando os rebaixamentos é o mais acelerado desde o 2T12 por vários fatores: condições de crédito acomodatícias para emissores com classificação inferior; e a reabertura das economias, o que abre caminho para classificações favoráveis. Prevemos que essa tendência continuará, especialmente em setores cíclicos, como os de eletrônicos e produtos químicos.

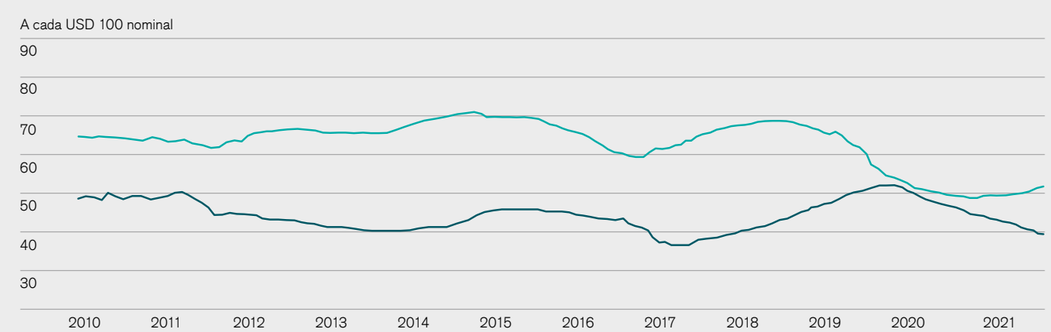
O que são créditos com prioridade de recebimento?

Créditos com prioridade de recebimento são a dívida pós-fixada (a parte da dívida em que os juros são definidos com base em um benchmark flutuante) de empresas que têm ratings abaixo do IG e/ou alto nível de dívida contratada ou em aberto. São emitidos para ajudar empresas que estejam tomando empréstimo para fazer aquisições, gastar em grandes expansões de capital, refinanciar e/ou aumentar a dívida existente, ou efetuar pagamentos pontuais de dividendos para acionistas. O mercado vê esses créditos como mais arriscados, dadas as incertezas quanto à estabilidade desses negócios, e portanto exige maior retorno na forma de taxas e spread.

Os créditos com prioridade de recebimento muitas vezes representam um ônus de primeiro grau garantido sobre os ativos de uma empresa em caso de falência. Assim, se uma empresa passa a ter dificuldades financeiras e declara falência, os créditos com prioridade de recebimento em geral são quitados antes do acerto com detentores de títulos de dívida e acionistas. Embora não se assegure que o valor da garantia será suficiente para quitar totalmente o empréstimo do tomador, historicamente o fato de os créditos com prioridade de recebimento terem uma garantia implica muito mais recuperações de empréstimos inadimplentes do que recuperações de títulos HY inadimplentes (consulte o gráfico abaixo).

Os créditos com prioridade de recebimento são estabelecidos num contrato escrito (contrato de crédito) que rege o modo como os recursos são concedidos ao tomador e estipula os juros a serem pagos pelo tomador. Além disso, impõe significativas limitações sobre operações de negócios do tomador – medidas que servem para ampliar a possibilidade de o credor receber o valor de volta.

Créditos com prioridade de recebimento têm maiores taxas de recuperação ante títulos high yield
Se um emissor ficar inadimplente, quanto um investidor recuperaria de seu investimento em créditos com prioridade de recebimento ante títulos HY



Medido por preços de dívidas tomados imediatamente antes de trocas de dívidas distressed ou 30 dias após defaults em trocas de dívidas não distressed, média de 3 anos.

Últimos dados 30/9/2021
Fonte Moody's, Credit Suisse

Análise técnica: Tendências de juros de títulos em 2022

Nossos analistas técnicos acreditam que os juros dos títulos globais devem subir em 2022, com base em dois importantes fatores técnicos: o potencial para amplas bases técnicas em mercados de títulos globais; e nossa avaliação de que o impulso por trás do movimento de alta dos juros voltará a ganhar força depois do rally dos títulos em meados de 2021.

Juros dos títulos dos EUA em trajetória de alta
Os juros dos títulos de 10 anos dos EUA voltaram a subir no fim do 3T, após uma alta anterior em 2021. Isso significa que uma base técnica de 3 anos tem potencial para estar se formando, o que traria implicações negativas relevantes para os títulos públicos em 2022, na nossa opinião. O principal nível de juros que define essa base está em 1,70%; e, se for possível alcançar um fechamento semanal acima desse percentual (nosso cenário-base), acreditamos que serviria de base para uma alta mais significativa dos juros em 2022. Os próximos níveis principais de juros para observar em relação aos juros dos títulos dos EUA de 10 anos em 2022 estão em 1,965%/2,00% e, depois, em 2,145%/2,16%. O tamanho da base sugere que poderíamos avançar além desses níveis no fim de 2022. Para reforçar a alta dos juros dos títulos vem a reaceleração de diversos indicadores de médio prazo, incluindo o indicador de ritmo "divergência e convergência de médias móveis", que mensura a solidez de tendências. Nossos próprios indicadores de ritmo, baseados em médias móveis ajustadas e no ímpeto do retorno total, entre outros fatores, também mantiveram pessimismo consistente com relação a Treasuries globais desde o 1T21 e continuam alertando para uma desaceleração à medida que nos aproximamos de 2022. Nos EUA, é improvável que a inflação implícita dos EUA em 10 anos (previsões implícitas do mercado para a inflação) transcenda significativamente os principais níveis longos em 273/278 p.b., a nosso ver, que são as altas recordes de preços entre 2005 e 2012. Acreditamos portanto que a alta dos juros reais acabará impulsionando grande parte do aumento dos juros nominais nos EUA. Essa visão se baseia em nossa opinião de que o juro real de 5 anos dos EUA pode estar construindo uma potencial base "double bottom". Esse padrão técnico ocorre depois que duas baixas sucessivas aparecem no mesmo nível. Neste caso, seriam confirmadas acima de -1,445%. Se essa base "double bottom" puder ser estabelecida, acreditamos que confirmará uma precificação mais significativa acima dos juros reais dos EUA.

Em suma, a análise de indicadores de ritmo e padrão técnico sugere que veremos um significativo aumento dos juros reais e de títulos dos EUA em 2022, o que deve gerar fracos retornos totais de títulos públicos como uma classe de ativos.

> “A análise de indicadores de ritmo e padrão técnico sugere que veremos um significativo aumento dos juros reais e de títulos dos EUA em 2022.

Títulos do Reino Unido lideram o caminho
Nos principais mercados desenvolvidos, os juros dos títulos do Reino Unido lideraram a alta em 2021, e o vencimento em 10 anos já confirmou uma base plurianual equivalente após a quebra acima dos níveis de resistência dos juros de longo prazo, no início de 2021. Observa-se a partir daqui um ímpeto de médio prazo ainda mais forte, porém longe de níveis excessivamente vendidos. De uma perspectiva técnica, vemos espaço para os juros dos títulos de 10 anos do Reino Unido subirem em direção à sua alta de 2018 (1,75%) em 2022, com níveis intermediários em 1,375%/1,39%. Os juros dos títulos alemães de 10 anos também completariam uma estrutura similar ultrapassando -0,075/-0,05%. Isso sugere que em 2022 deve haver uma reprecificação global dos juros.

As expectativas de inflação na Europa ocasionaram a alta dos juros europeus em 2021 após aumentarem ao longo do ano, e a inflação implícita de 10 anos na Alemanha quebrou um intervalo de 6 anos, no início de 2021. Isso marcou uma quebra de regime do ponto de vista técnico, mas o mercado já está nos altos níveis de resistência seguintes (192 p.b./194,5 p.b.), com espaço para alguma valorização limitada adicional para o nível psicologicamente importante de 200 p.b., no qual esperamos que as expectativas de inflação se mantenham melhores na Europa do que nos EUA, numa faixa de nível alto.

ILBs europeus e suas contrapartes nos EUA começaram a divergir com expectativas de inflação europeia subindo mais rápido do que as dos EUA. Na análise técnica, essa divergência representa um grande teto e uma reversão nas expectativas de inflação relativa entre as duas regiões, e nós esperamos que essa nova tendência persista em 2022.

Em resumo, investidores em renda fixa também devem esperar fracos retornos totais de títulos públicos da Europa e do Reino Unido em 2022, com a perspectiva técnica sugerindo amplo espaço para os juros subirem mais.

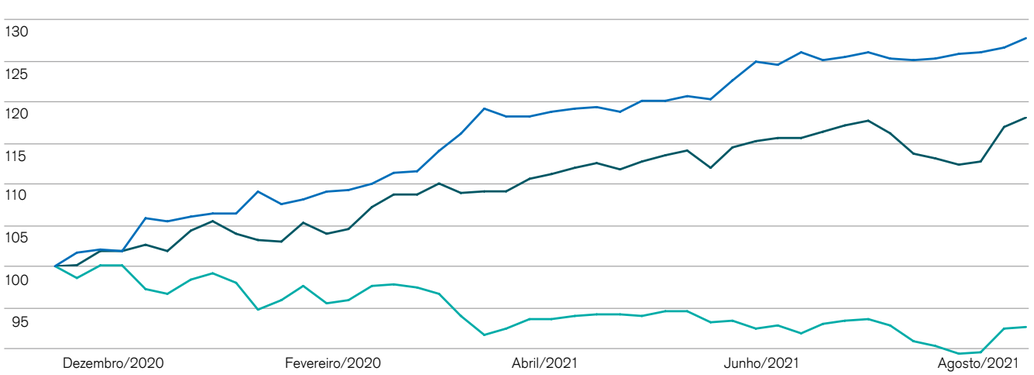
Lucros devem impulsionar ações

Esperamos que os lucros sejam o principal vetor dos retornos sobre ações em 2022. Em linha com as nossas expectativas de lucros, prevemos retornos altos de um dígito sobre ações em 2022, ante retornos de dois dígitos em 2021. Outras perspectivas positivas para esta classe de ativos no futuro incluem a atual recuperação econômica e o argumento "não há alternativa" (TINA, em inglês) a ações.

"Poder de precificação" é um tópico importante
O ano passado foi recompensador para investidores globais em ações, pois a maioria das regiões e dos mercados de ações gerou retornos significativos. O crescimento dos lucros tem sido bastante robusto, e os lucros do índice MSCI AC World vêm superando as máximas pré-pandemia em 2021. Tal cenário gerou sólidos retornos sobre ações em 2021, mas o índice preço/lucro recuou porque os níveis já estavam elevados, e os investidores esperavam que a extraordinária ajuda monetária e fiscal da pandemia começasse a diminuir (consulte o gráfico).

Olhando para 2022, esperamos um ano de "normalização". O crescimento econômico deve se normalizar em 2022, com a recuperação continuando, porém em velocidade reduzida e enviesada em direção ao primeiro semestre. Os balanços das famílias permanecem em boa forma. Também esperamos que os lucros se normalizem em 2022, depois do forte impulso vindo do inédito estímulo fiscal e monetário e de um período muito volátil nos estágios iniciais da pandemia.

Lucros (L) superam preços (P)



MSCI World
P/L futuro em 12 meses
Lucros 12 meses adiante

Nota: Atribuição de retorno indexada a 100 em 31/12/2020

Últimos dados 28/10/2021
Fonte Refinitiv, Credit Suisse

Projeções de consenso para 2022 implicam crescimento dos lucros na casa dos 9% – próximo das médias de longo prazo. A nosso ver, o ambiente macroeconômico positivo deve sustentar o crescimento das receitas. Esperamos que as margens permaneçam em níveis sólidos. Todavia, vemos os crescentes custos de insumos em virtude de uma demanda maior e o aumento da lacuna entre o índice de preços ao produtor e o índice de preços ao consumidor – que deixa as empresas com menor espaço para repassar a alta dos custos para o consumidor – como dificuldades para as margens. Assim, o "poder de precificação" passará a ser um tópico importante para investidores em ações em 2022, ou seja, as empresas que conseguirem repassar a alta dos custos de insumos para os consumidores vão se sair melhor do que aquelas que tiverem pouco poder de precificação. Prevemos retornos altos de um dígito sobre ações em 2022, ante retornos de dois dígitos em 2021.

Pouco espaço para re-rating
Apesar de os múltiplos de valuations tradicionais (ou seja, P/L) terem recuado em 2021, eles permanecem em níveis elevados na comparação com as médias históricas de prazo mais longo. Vemos pouco espaço para re-rating (ou seja, múltiplos P/L mais altos), pois esperamos que haja um certo aperto nas condições financeiras (inclusive nos juros) em 2022 em virtude da subida dos juros reais. Esperamos que o Fed comece a reduzir as compras de ativos em meados de novembro e conclua esse processo até meados de 2022.

Principais riscos para ações globais em 2022
Há muitos riscos para ações globais em 2022. Um risco para os lucros (ou seja, margens) está na alta dos custos de insumos – por exemplo, com relação a commodities ou salários. Outro risco relacionado está nas rupturas adicionais nas cadeias de suprimentos, um fator que começou a pesar sobre a lucratividade de algumas empresas no segundo semestre de 2021. A inflação também foi um risco para esta classe de ativos em 2021, mas a maioria dos participantes do mercado prevê que os atuais níveis elevados de inflação serão transitórios. No entanto, a inflação mais rígida do que se espera pode levar a condições de maior aperto monetário e elevar o risco de um "erro político" – ambos os cenários trariam dificuldades para ações globais. Além disso, acreditamos que no futuro haverá menor espaço para estímulo fiscal, que tem sido um elemento favorável para as ações em meio à pandemia. Isso porque os governos provavelmente encerrarão sua política fiscal sem precedentes, e poderá haver também um "impasse" político após as eleições de meio de mandato nos EUA. Outro risco que vale a pena sinalizar é o "retorno" da covid-19 por causa de novas mutações que reduzam a eficácia das vacinas atuais. A China também continua representando um risco potencial para ações globais, por exemplo, devido a uma economia em desaceleração e ao risco de mais dificuldades regulatórias, conforme vimos em diversos setores em 2021. Por fim, há muitas eleições para monitorar em 2022, como as eleições de meio de mandato nos EUA e as eleições presidenciais na França e no Brasil.

Crescimento dos lucros no índice MSCI AC World – O crescimento do lucro por ação (LPA) deve se normalizar em 2022

6,4% Taxa composta de crescimento anual (CAGR) do LPA entre 2010 e 2019

-11,9% Crescimento do LPA em 2020

48,8% Crescimento estimado do LPA em 2021

7,6% Crescimento estimado do LPA em 2022

Últimos dados 23/9/2021
Fonte Refinitiv, Credit Suisse

Panorama setorial

Consumo discricionário: Preferimos serviços de consumo

Um setor do qual esperamos bom desempenho em 2022 é o de serviços de consumo, que oferece exposição a restaurantes, hotéis e empresas de lazer. O setor ficou atrás de outros porque os lockdowns e outras restrições causaram atraso na reabertura dos estabelecimentos de lazer e alimentação. Vemos tal cenário como uma oportunidade interessante, pois esperamos que o consumo/os gastos com serviços sejam destaques positivos em 2022. As tendências de consumo permanecem favoráveis com a demanda reprimida por serviços, a melhora nos dados do mercado de trabalho e os robustos balanços das famílias.

TI: A alta dos juros reais é uma dificuldade

O setor de TI é favorecido por tendências de crescimento secular. Em TI, prevemos bom desempenho de softwares e serviços, pois o grupo industrial tem perspectiva de lucros maiores e geração de fluxo de caixa resistente. Nossa expectativa de alta dos juros reais indica dificuldades para todo o setor. Em geral, TI tem segmentos de mercado atrativos que podem revolucionar e, assim, tem espaço para expandir participação de mercado e margens de lucro (veja as páginas 56 e 57), inclusive setores ligados à tecnologia.

Serviços públicos: Sob pressão

O setor de serviços públicos ficou aquém do benchmark de ações global (MSCI World) em 2021 e não figura entre os nossos setores preferidos em 2022. Embora as expectativas de lucros para 2022 tenham melhorado, o setor sofreu queda nos lucros em 2021, e dificuldades macro (por exemplo, a alta dos juros/rendimentos) devem se intensificar conforme os bancos centrais se prepararem para retirar algumas de suas medidas de estímulo monetário.

Instituições financeiras: Alta dos juros traz impulso

As instituições financeiras e, em particular, os bancos estão entre os principais favorecidos pela alta das expectativas de juros e rendimentos. O aumento das distribuições para acionistas via dividendos ou recompras é outra perspectiva otimista para as instituições financeiras, a nosso ver. O valuation para o setor permanece atrativo, e o cenário de lucros é positivo.

Serviços de com.: Expansão e desafios de valuation adiante

A perspectiva de lucros para o setor de serviços de comunicação está em linha com as expectativas para as ações globais. O componente de mídia interativa/tecnologia do setor oferece crescimento atrativo, mas tem alto valor; ao passo que o setor de telecom oferece bom valor, mas o componente de crescimento está ficando para trás. Além disso, questões regulatórias e impostos potencialmente mais altos continuam representando grande risco e poderiam causar grave impacto, porém é difícil avaliar a magnitude dessas mudanças.

Energia: Plena recuperação após o impacto da pandemia

O setor de energia teve a mais forte recuperação dos lucros em 2021, com aumento na expectativa de crescimento dos lucros de mais de 100% desde o início do ano. Em 2022, os lucros devem apresentar plena recuperação após o impacto da pandemia, e devem ficar 5% acima dos níveis de 2019 (pré-pandemia), de acordo com estimativas de consenso. Apesar dos fundamentos interessantes e dos altos retornos de dividendos à medida que os preços do petróleo se recuperam e o fluxo de caixa se estabiliza, permanecem as dificuldades estruturais vindas da transição energética, bem como de preocupações com questões ESG.

>100%

Aumento na expectativa de crescimento dos lucros do setor de energia em 2021

Materiais: Vetores de crescimento se mantêm

Em 2022, esperamos retornos atrativos do setor de materiais graças ao crescimento global acima das tendências e à função de alguns metais na transição para consumo e produção mais sustentáveis (por exemplo, veículos elétricos). Prevemos que o crescimento dos lucros se normalizará em 2022 à medida que os efeitos-base forem desaparecendo e o crescimento global se atenuar após as máximas alcançadas em 2021, mas os vetores de crescimento estrutural de longo prazo do setor se mantêm.

Industriais: Perspectiva melhor na direção da normalização

O setor de bens industriais é o mais sensível economicamente à produção industrial e à atividade industrial global. Prevemos que em 2022 as pressões sobre a cadeia de suprimentos global perderão intensidade conforme caminharmos em direção a um mundo mais “normalizado”. O setor pode beneficiar-se da retomada do ritmo na produção industrial global, pois os atuais níveis de estoque estão muito baixos.

Saúde: Condições difíceis no curto prazo

O crescimento dos lucros e a performance do preço no setor de saúde ficaram para trás em relação às ações globais em 2021. Expectativas de consenso para os lucros ainda são inferiores às do mercado acionário global geral, e o ritmo relativo também está lento. Ao mesmo tempo, permanecem intactos vetores de crescimento de longo prazo como o maior acesso a serviços de saúde em mercados emergentes, a alta alavancagem operacional, os baixos custos de insumos e o envelhecimento da população. Todavia, a subida dos juros em virtude da atual recuperação da economia global representa um risco para este setor defensivo.

Estilos de ações: Vários destaques potenciais em 2022

Com relação a estilos de ações, 2021 não exibiu nenhuma tendência clara. Na ocasião em que este texto foi redigido, apenas qualidade e valor ganhavam (ligeiramente) na comparação com o índice MSCI World. Em alguma medida, isso comprova as incertezas, o impacto econômico variado e os “dados indistintos” causados pela pandemia global conforme o mundo absorvia e se ajustava ao choque. Olhando para 2022, esperamos que o estilo de crescimento nos EUA encontre ajuda renovada, juntamente com small caps globais. Por outro lado, continuamos esperando bom desempenho do estilo de valor na Europa. Nossas opiniões se baseiam em uma perspectiva econômica positiva, com expectativa de índices dos gerentes de compras (PMIs) expansionistas ao longo do nosso horizonte de previsão. Ademais, grande parte de um amplo conjunto de indicadores dos EUA continua sustentando um ambiente macroeconômico positivo

Perspectiva regional

Estados Unidos da América

Fed e política em foco
A perspectiva para as ações dos EUA é crucial para a nossa visão mais ampla do mercado de ações, pois os EUA respondem por 60% do MSCI AC World – o benchmark de ações global. Acreditamos que a política monetária e a política serão importantes vetores das ações dos EUA em 2022. É provável que o bull market de ações enfrente um obstáculo na forma de tapering, mas mantenha sua tendência de alta, a nosso ver.

Outras potenciais dificuldades para as ações dos EUA são um aperto adicional na política monetária e as nossas expectativas de aumento dos juros reais. Na seara dos eventos políticos, estarão no radar as eleições de meio de mandato nos EUA, em novembro de 2022. Os democratas enfrentam a possibilidade de perder sua (pequena) maioria em uma ou em ambas as Casas, o que poderia resultar em impasse político. Contamos, portanto, com menos gastos fiscais depois das eleições de meio de mandato nos EUA. Apesar dessas dificuldades, nossa perspectiva para as ações dos EUA é positiva. Perspectiva de lucros sólidos e condições financeiras ainda benignas devem favorecer ações dos EUA. Ademais, o mercado acionário dos EUA tem alta exposição ao setor tecnológico e, assim, pode ser favorecido por tendências de crescimento secular.

Zona do Euro

Recuperação contínua
A perspectiva econômica para a Zona do Euro em 2022 permanece positiva. Conforme destacado acima, esperamos que os lucros sejam o principal vetor das ações globais, o que vale também para a Zona do Euro. A projeção de consenso para os lucros na Zona do Euro figura entre as mais altas com relação aos principais mercados desenvolvidos, sustentando a nossa perspectiva positiva para as ações daquela região. Vemos o mais alto potencial de valorização em mercados que ficaram para trás durante a recuperação pós-pandemia. No contexto político, estará no radar a eleição presidencial na França. A vitória de um presidente eurocético é um risco para a integração europeia. Também será interessante ver se a futura coalizão que governa a Alemanha pressionará por mais gastos fiscais e maior integração europeia, o que favoreceria ativos europeus.

Acontecimentos na China também são importantes para ações da Zona do Euro, em particular para os mercados de ações da França (por exemplo, empresas de artigos de luxo) e da Alemanha (por exemplo, montadoras de automóveis).

Suíça

Moeda em foco
Devido à sua significativa exposição aos setores de saúde e bens de consumo básicos, o mercado acionário suíço é visto como um mercado defensivo. Essa defensividade pode ser favorável ou desfavorável – isso vai depender do ambiente de mercado. Em 2021 (ano marcado pela enorme recuperação dos lucros e por mercados cíclicos), as ações suíças ficaram aquém do benchmark do mercado de ações mais amplo – MSCI World.

Como 2022 será o ano da "normalização", esperamos que as ações suíças apresentem performance em linha com o benchmark de ações global. Um importante vetor para ações suíças é a moeda, pois um franco suíço mais forte representa um revés para o mercado acionário suíço voltado para exportações.

Acreditamos que o banco central suíço manterá o franco sob controle em 2022 (consulte a página 46).

Reino Unido

Enfrentamento dos desafios pós-Brexit
Em 2021, o Reino Unido apresentou, dentre os mercados desenvolvidos, a mais forte recuperação dos lucros. A estimativa de lucro por ação (LPA) para as ações do Reino Unido em 2022 deve mostrar completa recuperação após a pandemia e está 4% acima do LPA de 2019 (pré-pandemia), de acordo com estimativas de consenso. Apesar dessa tendência positiva, as ações do Reino Unido têm apresentado desempenho inferior ao das ações globais desde 2019.

Esse desempenho ampliou o já significativo de-rating (ou seja, declínio nos múltiplos P/L) por causa do Brexit, e agora essas ações são negociadas no mercado a um múltiplo de valuation historicamente baixo. No futuro, os mais importantes setores do Reino Unido que foram desproporcionalmente afetados por medidas de lockdown serão os principais favorecidos pela reabertura do comércio. Os índices de ações do Reino Unido também têm menor exposição ao setor de TI e maior peso das instituições financeiras do que o MSCI World, o que deve implicar boas perspectivas em um ambiente de alta dos juros. Esperamos que em 2022 as ações do Reino Unido tenham bom desempenho, impulsionadas pelo crescimento dos lucros e por alguns múltiplos de valuation mais altos. Um alto retorno de dividendos de cerca de 4% também deve favorecer os retornos totais.

Japão

Perspectiva positiva
Ações japonesas ficaram para trás no 1S21 devido ao atraso no início da vacinação contra a covid-19 e à manutenção das restrições decorrentes da pandemia. Entretanto, no 2S21, o Japão alcançou seus pares dentre os mercados desenvolvidos tanto em seu processo de vacinação quanto em seu desempenho no mercado de ações, pois mudanças políticas abriram caminho para um novo governo e um possível estímulo.

Olhando adiante, prevemos que em 2022 as ações japonesas vão gerar retornos atrativos, à medida que a economia do país reabrir completamente e impulsionar o consumo local, e as exportações aumentarem com a forte demanda externa e a atenuação das pressões sobre a cadeia de suprimentos, e a perspectiva aponta para atrativo crescimento dos lucros, mais recompras e políticas (monetária e fiscal) favoráveis.

Mercados emergentes – Ásia

Crescimento de dois dígitos nos lucros adiante
Ações asiáticas ficaram sob pressão aguda em 2021 por causa da desaceleração do crescimento na China, da intensificação dos regulamentos atinentes a ações de tecnologia e do destino de uma grande (e problemática) incorporadora imobiliária chinesa. De qualquer forma, esperamos que o crescimento chinês se estabilize em 2022 e que a economia do país avance 6,1% à medida que as políticas monetária e fiscal se tornarem menos restritivas. Simultaneamente, o pior impacto da repressão regulatória sobre ações de tecnologia parece ter acabado, o que reduz um grande risco para o mercado. As perspectivas de recuperação na China e de crescimento ainda sólido em mercados desenvolvidos trazem um bom sinal para os lucros regionais, que devem registrar crescimento de dois dígitos em 2022. Com a contenção da pandemia, as economias do Sudeste Asiático também devem ter significativa recuperação econômica e dos lucros. Por fim, a escassez de semicondutores deve continuar impulsionando o crescimento no setor de hardware de tecnologia. Para concluir, dadas as expectativas de melhora nos fundamentos subjacentes, acreditamos que as ações asiáticas estão preparadas para gerar retornos atrativos em 2022.

América Latina

Prontas para virar a página
Depois do fraco desempenho de 2021, contamos com atrativos retornos absolutos das ações latino-americanas em 2022, além de volatilidade adicional em meio a elevados ruídos políticos. Espera-se que as ações da América Latina se beneficiem do intenso crescimento econômico global e de uma favorável composição na direção de setores cíclicos (como materiais e instituições financeiras), que representam juntos mais de 45% do peso no índice MSCI EM Latin America. Enquanto bancos centrais em toda a região continuam elevando os juros, instituições financeiras são as principais beneficiadas pela alta dos juros e rendimentos. Além disso, o aumento nos preços de commodities é um bom sinal para as perspectivas de crescimento da região. Um alto retorno de dividendos de cerca de 5% também é favorável para retornos totais de ações da América Latina.

Todavia, com sete países a caminho de eleições (inclusive o Brasil), a nosso ver, é provável que acontecimentos políticos e regulatórios continuem representando grandes riscos para a região.

Europa Oriental, Oriente Médio e África

Instituições financeiras e energia devem impulsionar retornos sobre ações
Depois da performance excepcional em 2021 (impulsionada pela sólida recuperação dos lucros com a reabertura da economia global), ainda esperamos que as ações da Europa Oriental, do Oriente Médio e da África (EEMEA) gerem atrativos retornos em 2022, porém em ritmo moderado. Projetamos para 2022 a normalização do crescimento dos lucros na EEMEA à medida que os efeitos -base forem desaparecendo.

Contudo, ainda esperamos alto crescimento de um dígito nos lucros, em linha com o benchmark dos mercados emergentes (Índice MSCI Emerging Markets). Espera-se que as instituições financeiras – o maior setor (cerca de 40% do peso no MSCI EEMEA) – sejam as principais beneficiadas pelo aumento dos juros e rendimentos. Os altos preços de energia constituiriam outro fator positivo para economias regionais (especialmente para o Oriente Médio e a Rússia), pois eles melhoram as finanças e o quadro fiscal.

Assim sendo, esperamos que as ações da EEMEA permaneçam atrativas em 2022 e gerem retornos absolutos em linha com os retornos das ações de mercados emergentes.

Tapering – um obstáculo ou um freio para o bull market de ações?

O termo “tapering” significa uma redução nas compras de ativos por um banco central. O tapering ocorre quando as políticas de estímulo econômico do banco central começam a ser suspensas. Não se trata de redução do balanço, pois os bancos centrais continuarão oferecendo estímulo para a economia, mas em ritmo mais lento. Como os mercados se acostumaram com essa ajuda, os anúncios iminentes de tapering podem ocasionar alguma crise no mercado, denominada “mau humor do taper”. O Fed anunciou o tapering de suas compras de ativos em sua reunião de novembro de 2021. As compras de ativos nos EUA aumentaram o tamanho do balanço do Fed de 19,2% do PIB para 37,5% do PIB em fevereiro de 2020. Comparativamente, o mesmo índice subiu de 39,2% para 69,2% na Zona do Euro e de 104,7% para 132,8% no Japão. Essa liquidez excedente, somada a baixas taxas de juros, inicialmente ajudou a acalmar os mercados de ações após os choques causados pela pandemia, e depois alimentou o intenso rally das ações.

> “Uma correção no preço das ações em decorrência do tapering poderia trazer para os investidores uma oportunidade de compra.

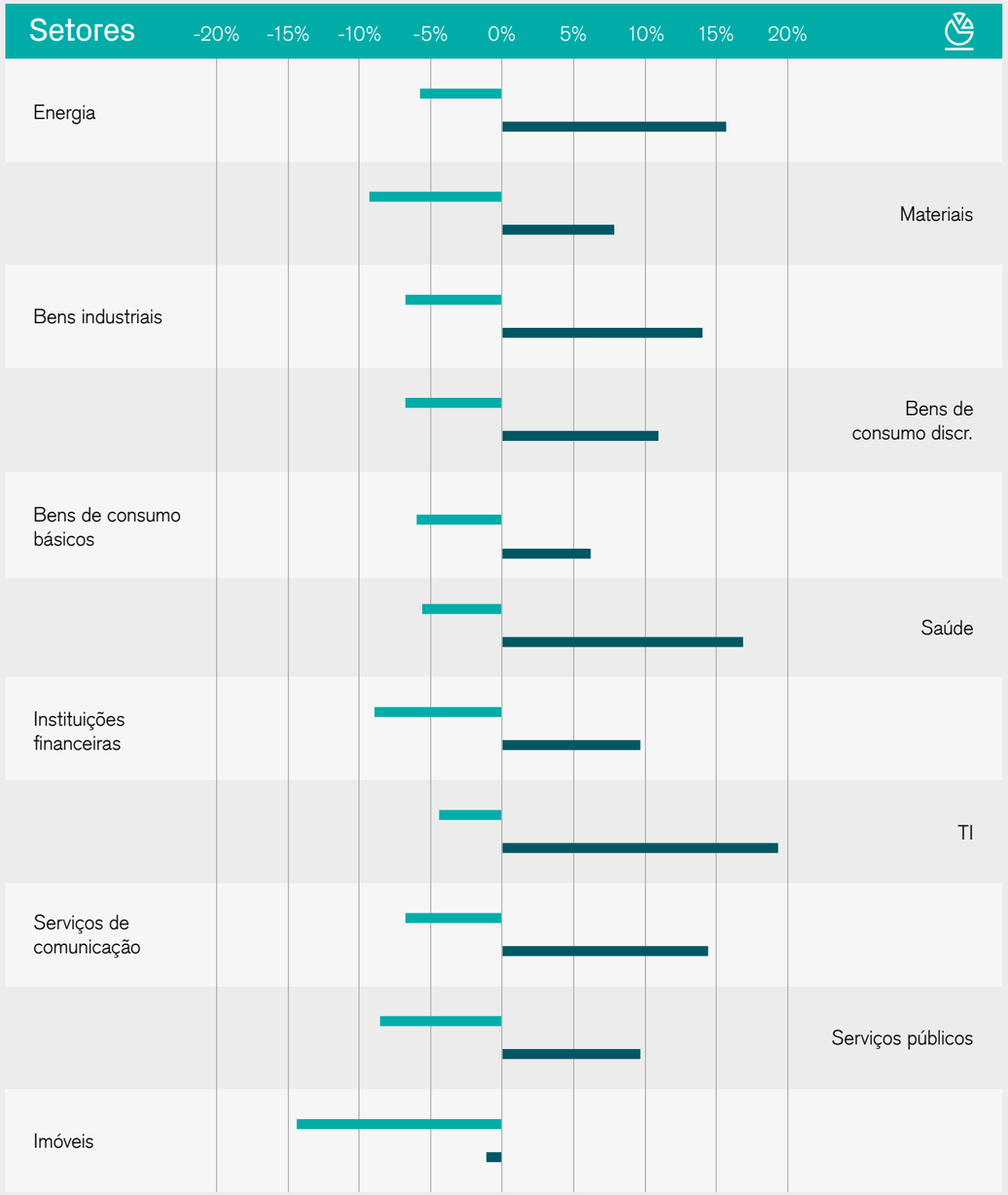
O mau humor do taper de 2013
Em 22 de maio de 2013, o presidente do Fed, Ben Bernanke, anunciou o tapering do programa de compra de ativos, o que acarretou um salto imediato nos juros dos títulos e uma queda no valor das ações. Essa mudança ficou limitada à redução do ritmo das compras de ativos – o enxugamento do balanço só começou em 2015. Um mês depois do anúncio de maio de 2013, as ações de mercados desenvolvidos e de mercados emergentes caíram -7% e -10%, respectivamente.

Nos 12 meses seguintes, as ações globais se recuperaram com um retorno de 13% – EUA e Zona do Euro puxaram a performance positiva. Em outra instância de aperto monetário, o Fed começou a reduzir seu balanço em 2018, que na ocasião estava em USD 4,5 trilhões. Ao longo de todos os 20 meses seguintes, o Fed diminuiu o tamanho dos ativos em seu balanço em cerca de USD 700 bilhões, com uma redução média de aproximadamente USD 35 bilhões por mês. As ações globais caíram -4% nos 12 meses seguintes (a partir do fim de janeiro de 2018). Foram destaques negativos a Zona do Euro, o Japão e mercados emergentes.

O que poderia ser diferente desta vez?
Acreditamos que os fundamentos estão relativamente melhores neste momento para absorver qualquer choque vindo do tapering. Desta vez os juros reais estão até mais baixos: -0,86% vs. -0,25% em 2013. Juros mais baixos elevaram os múltiplos de valuation: agora o P/L de 12 meses adiante está bem acima do observado em 2013, e a taxa de crescimento futuro dos lucros está mais alta. As condições do mercado de trabalho também estão melhores com a atual taxa de desemprego nos EUA em 4,6%% vs. 7,5% em 2013. Além disso, nos últimos quatro ciclos de alta dos juros pelo Fed, houve uma correção nos mercados acionários globais, mas depois eles se recuperaram com um retorno ligeiramente positivo por um período de um ano. Em nossa opinião, uma correção no preço das ações em decorrência do tapering poderia trazer para os investidores uma oportunidade de compra.

O que o tapering reserva para os investidores em ações em 2022

Performance dos setores após o anúncio do tapering em 2013



1 mês
12 meses

O tapering em 2013 refere-se a 22/5/2013, conforme a data do anúncio do Fed.

Últimos dados 27/9/2021
Fonte Bloomberg, Refinitiv, Credit Suisse

Dólar favorecido pela vantagem dos juros

Olhando para 2022, as moedas que devem ser as preferidas são aquelas que podem se beneficiar do movimento gradual de normalização de seus bancos centrais. Essa fase de transição pode também se mostrar favorável para moedas mais cíclicas, como as commodity currencies.

Dólar pode ganhar força contra franco suíço/ iene japonês
O dólar dos EUA verá suas perspectivas determinadas principalmente pela trajetória de normalização da política monetária do Fed em relação a outras economias – e pela atual recuperação econômica em nível global e regional. Moedas de países com juros baixos e trajetórias inflacionárias fracas podem enfrentar dificuldades em 2022. Nesse sentido, tanto o iene japonês como o franco suíço podem estar vulneráveis a declínios em 2022. Quanto ao franco, é provável que o banco central da Suíça mantenha sua política cambial ativa pela qual intervém no mercado cambial para enfraquecer a moeda, se necessário. Isso deve manter o franco sob controle e evitar qualquer fortalecimento sustentado que adicionaria pressão desinflacionária a um ambiente de inflação doméstica persistentemente baixa.

Euro inicialmente fraco em 2022
Com o Fed à frente do tapering (ou seja, da redução) das compras de ativos, o euro pode iniciar 2022 um tanto fraco contra o dólar. Todavia, embora o Banco Central Europeu (BCE) tenha adotado um tom cauteloso e paciente com relação à normalização da política monetária, a inflação deve acelerar mais em 2022. Tal cenário terá potencial para tornar os mercados cambiais vulneráveis a uma reprecificação antecipada da normalização da política monetária. Os fundamentos econômicos seguem mais sólidos na Zona do Euro do que nos EUA, especificamente em termos de balanços externos e do ponto de vista de déficit fiscal. Além disso, a perspectiva de integração fiscal europeia, sustentada pela nova coalizão de governo da Alemanha, pode trazer algum ímpeto adicional para o euro no médio prazo. Pode haver estabilização e recuperação do euro no fim de 2022. Só que esse resultado depende da duração da alta da inflação na Zona do Euro e da capacidade do BCE em antecipar a normalização da política monetária em relação às atuais expectativas do mercado.

Dólar canadense, coroa norueguesa e dólar neozelandês favorecidos
Com diversos bancos centrais entrando no território de normalização da política monetária em 2022, pode ser importante fazer uma rotação nas posições cambiais durante o ano. Por exemplo, adotar posição comprada em moedas (ou seja, naquelas que, conforme se espera, vão subir) quando a visão do banco central se torna mais favorável diante de uma perspectiva econômica melhor. Moedas com beta mais alto (ou seja, mais cíclicas), em particular relacionadas a commodities, devem comportar-se bem se, conforme prevemos, os fundamentos acompanharem o ritmo, e a ajuda do banco central local continuar no início de 2022. Até agora, commodity currencies ficaram para trás em relação aos preços das commodities e à melhora nos termos de troca relacionados (razão entre os preços de exportação e de importação). À medida que nos aproximamos de 2022, entretanto, é mais provável que a atividade cíclica e a normalização da política monetária se combinem, para que as moedas voltem a ter correlação com uma melhora nos termos de troca, favorecendo especificamente o dólar canadense, a coroa norueguesa e o dólar neozelandês. Em contraste, o dólar australiano se destaca como a moeda com beta mais alto mais exposta a risco por causa da desaceleração na China. Em suma, acreditamos que os valuations e o impacto cambial sobre a inflação, bem como as condições financeiras, devem limitar a magnitude de um possível rally das moedas em 2022.

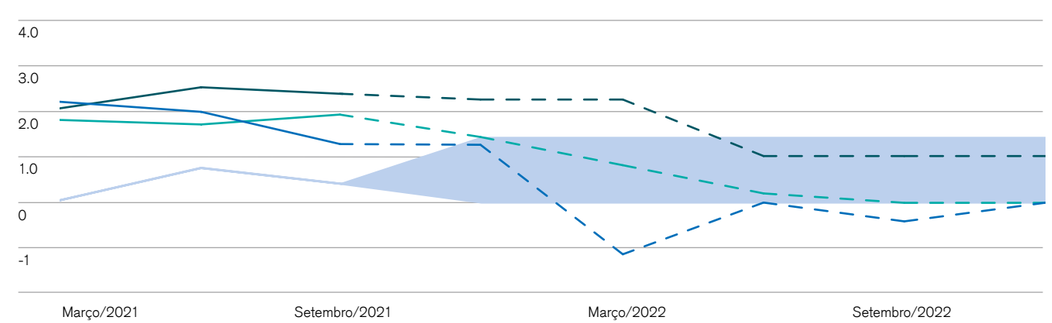
Lira turca e real brasileiro fracos; rublo russo com ótimo desempenho
A perspectiva para o câmbio em mercados emergentes (EM) em 2022 é menos favorável ante 2021. Preocupações com a moderação do crescimento de EM com relação à pandemia diminuíram diante da improbabilidade de haver mais lockdowns graças aos programas de vacinação. Entretanto, a previsão de crescimento da China continua sendo grande risco em 2022.

Bancos centrais de EM têm lidado proativamente com a alta da inflação em 2021, e a política monetária tem trazido proteção favorável para o câmbio de EM em geral. Esperamos, porém, que o ciclo de alta desacelere em 2022 e chegue ao fim nos países com aperto monetário inicial (por exemplo, México). Embora o carry das moedas de EM tenha aumentado, permaneceu ao redor da média histórica desde 2010. Além disso, é provável que os juros reais de EM tenham dificuldade para alcançar o território positivo, já que a inflação continua aumentando. Permanecem as pressões inflacionárias na América Latina e na Europa Oriental, no Oriente Médio e na África. É provável que a ajuda de um Fed brando também diminua em 2022 com a aproximação de juros normalizados nos EUA. É portanto improvável que a vantagem de carry relativo aumente muito mais. Diante da mudança de postura do Fed, a diferenciação entre moedas continuará sendo crucial. Apesar de os países emergentes ocuparem melhor posição agora do que em 2013 (durante o mau humor do taper), ainda há alguns aspectos frágeis.

A maioria dos países emergentes afrouxou a política fiscal para lidar com a pandemia, o que trouxe déficits fiscais em geral maiores, além de dívida pública mais alta. Nesse aspecto, o Brasil e a Turquia se destacam como os mais fracos. Por outro lado, moedas com sólidos fundamentos e alto carry devem continuar sendo beneficiadas. Vemos especialmente o rublo russo com ótimo desempenho entre EM.

Renminbi chinês estável ou mais fraco
Seria necessária uma trajetória bem estável ou mais fraca do dólar dos EUA para que as moedas asiáticas permanecessem amplamente estáveis ou, até mesmo, ganhassem força contra o dólar. Além disso, uma importante questão regional será a perspectiva de crescimento da China. Um importante fator determinante é a capacidade do governo em resolver o recente estresse no setor imobiliário, bem como a duração das incertezas quanto ao regime regulatório. Acreditamos que a situação regulatória pode começar a se estabilizar em 2022, com potencial para trazer uma melhora nos fluxos de portfólios no segundo semestre do ano. Em geral, as incertezas mencionadas acima podem exercer pressão negativa sobre o crescimento econômico da China de modo que o banco central chinês possa preventivamente permitir um renminbi mais estável ou mesmo mais fraco até o primeiro semestre de 2022.

Trajetórias de normalização dos bancos centrais afetarão moedas em 2022
Compras de ativos financeiros como % do PIB anualizado



BCE
Fed
BoE
SNB *

* Projeção para o SNB: Compras de moedas estrangeiras entre 0 e a média das compras estimadas para o período entre fevereiro de 2015 e maio de 2016.

Últimos dados 3T21
Fonte Credit Suisse, Refinitiv Datastream

Explorando tendências estruturais no setor imobiliário

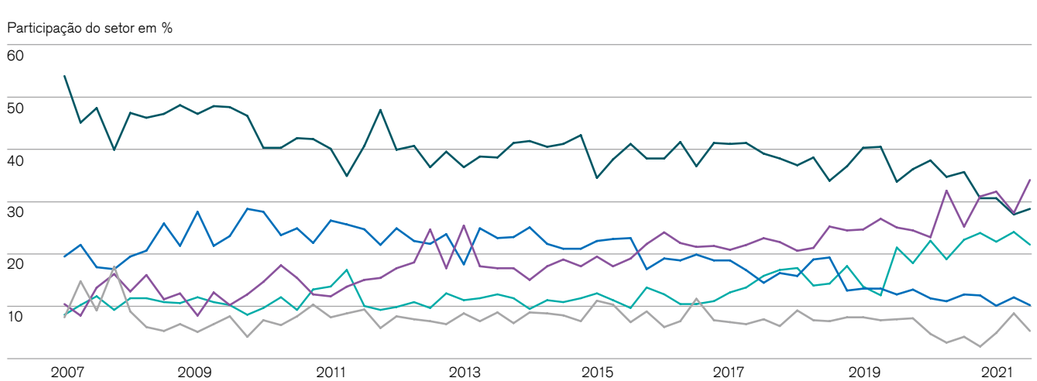
Os juros historicamente baixos e a contínua recuperação econômica devem favorecer investimentos imobiliários em 2022. Dito isso, as mudanças estruturais decorrentes da pandemia persistem, e nós ainda preferimos setores favorecidos por vetores de crescimento seculares, como o de imóveis logísticos.

Diante da expectativa de alta moderada dos juros e da contínua recuperação econômica global, o ambiente segue favorável para investimentos imobiliários. Entretanto, a pandemia acelerou tendências estruturais preexistentes, e nós acreditamos que o mercado imobiliário precisará se ajustar ainda mais em 2022 para refletir as mudanças no comportamento do consumidor e as necessidades dos locatários. O crescimento acelerado do e-commerce, da digitalização e do trabalho remoto ainda deve beneficiar setores como os de logística, data centers e torres de comunicação, além de ameaçar mais a perspectiva para setores de escritórios e varejo. Empresas imobiliárias listadas estão bem preparadas para as atuais mudanças no mercado: mais da metade está exposta aos fatores acima mencionados (e tem ótimo crescimento subjacente – por exemplo, logística) ou a setores que atendem necessidades humanas básicas e, portanto, dependem menos do ciclo de negócios (por exemplo, residencial e de autoarmazenagem). Em geral, esperamos que os mercados imobiliários listados ofereçam retornos próximos a 5% a.a. em 2022.

Empresas imobiliárias listadas: Perspectiva favorável para EUA e Reino Unido
A perspectiva para o mercado de empresas imobiliárias listadas nos EUA é favorável graças à sua maior exposição a setores sustentados por alto crescimento estrutural. De modo similar, empresas imobiliárias listadas no Reino Unido devem se beneficiar de sua exposição ao segmento de logística, que é a mais alta dentro do benchmark imobiliário. A forte recuperação no mercado de escritórios de Londres – vinda da oferta moderada e do melhor humor dos investidores diante da dissipação das incertezas do Brexit – também deve impulsionar empresas imobiliárias do Reino Unido. Embora o mercado residencial alemão (aprox. 70% das empresas imobiliárias listadas na Zona do Euro) ainda sofra com suboferta estrutural, a regulamentação potencialmente mais rígida representa uma dificuldade. O valuation de fundos imobiliários suíços é elevado, mas o ambiente de contínuos juros baixos e o aquecimento do mercado de locação de apartamentos na Suíça são favoráveis.

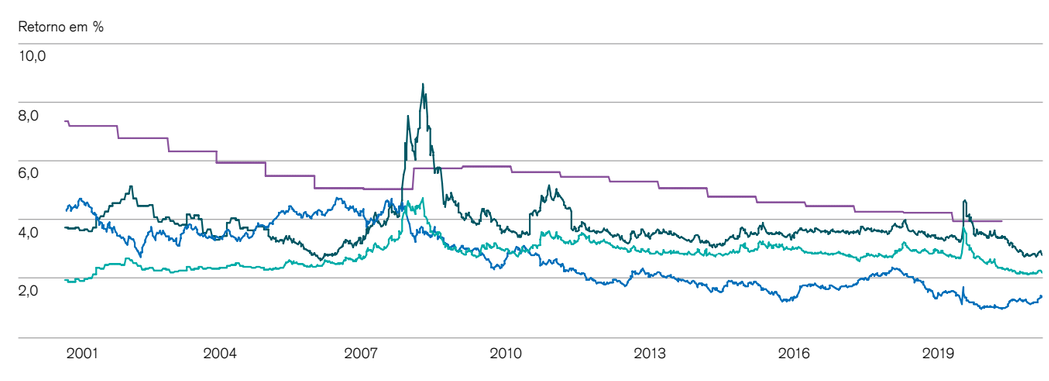
Investimentos imobiliários diretos: Logística ainda favorecida
Investidores ajustaram suas preferências ao mundo pós-pandemia com apartamentos alcançando escritórios e indústrias atingindo novas altas no quesito volume de investimento. No futuro, prevemos que os valores dos imóveis no setor de varejo cairão mais com a crescente popularidade do e-commerce. A recuperação econômica prevista é, em geral, favorável para o setor de escritórios, mas as contínuas discussões sobre trabalho remoto devem resultar em redução da demanda. Todavia, acreditamos que tal redução se concentrará principalmente em ativos de qualidade inferior; portanto, preferimos investimentos em ativos de boa qualidade com localização central. Também destacamos credenciais ambientais, sociais e de governança (ESG), que são cada vez mais importantes para locatários e mais facilmente alcançadas em investimentos imobiliários mais recentes. A expectativa segue favorável para ativos de logística, pois o e-commerce ainda impulsiona a demanda por armazéns, centros de distribuição e ativos residenciais, principalmente em regiões com pouca oferta e baixos níveis de estoque.

Apartamentos e ativos industriais cada vez mais procurados
Transações imobiliárias comerciais globais, parcela do setor como % do volume total



Últimos dados 30/9/2021
Fonte RCA, Credit Suisse

Imóveis ainda oferecem retorno relativamente alto



Últimos dados 3/11/2021
Fonte Bloomberg, Datastream, MSCI/IPD, Credit Suisse

Alternativas rentáveis com hedge funds

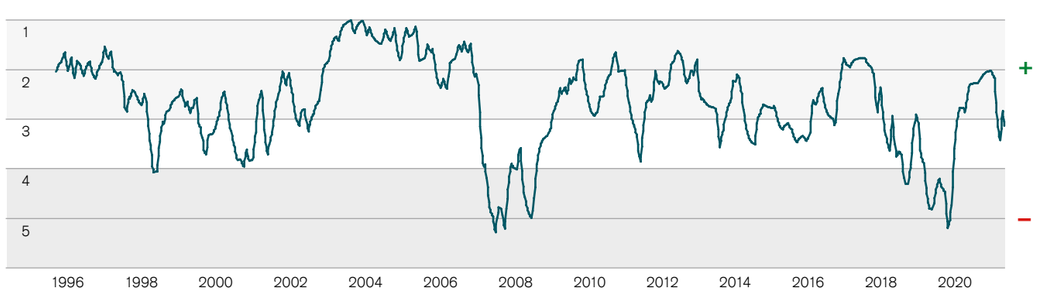
Conforme diminuem as boas perspectivas para estratégias cíclicas, preferimos estratégias de hedge funds de beta mais baixo e investimentos alternativos rentáveis. Em 2022, esperamos retornos moderados próximos à média de longo prazo. O processo de due diligence e a escolha do gestor são cruciais.

Visão positiva para estratégias de beta mais baixo
O cenário econômico positivo, os níveis inéditos de liquidez e a dispersão regional de preços sustentaram o desempenho dos hedge funds – HFs (acumulado nos 12 meses findos no 3T21), com estratégias cíclicas sendo as mais favorecidas. A performance alta de um dígito foi uma das melhores desde a crise financeira global. Enquanto riscos sistêmicos seguem moderados, nosso Trading Conditions Barometer indica que as boas perspectivas para estratégias cíclicas diminuíram. Portanto, prevemos redução nos retornos de hedge funds para cerca de 5%. Também preferimos estratégias menos sensíveis a beta de ações e de crédito – como estratégias oportunísticas long/short em ações, macro diversificadas e de arbitragem corporativa. Gestores dessas estratégias devem beneficiar-se da volatilidade mais alta e dos movimentos entre ativos no mercado decorrentes de uma potencial alta dos juros de longo prazo e da expectativa do tapering pelo Fed.

Alternativas rentáveis
Olhando para 2022, vemos também um cenário de mercado favorável para estratégias que buscam gerar renda de ativos alternativos, como infraestrutura privada, imóveis e crédito ao consumidor. A nosso ver, um aumento nos gastos fiscais dos países mais desenvolvidos com foco específico em reduções de sua pegada de carbono deve trazer condições estáveis ao mercado de ativos relacionados a infraestrutura. Além disso, sólidos balanços das famílias graças à taxa de poupança acima da média e a melhores níveis de emprego e salários devem levar a um cenário estável para os setores imobiliário privado e de crédito ao consumidor. Assim, as estratégias de ativos alternativos privados oferecem oportunidades de geração de renda, considerando-se em particular os níveis historicamente ainda baixos dos juros oferecidos em mercados públicos. Todavia, investidores devem estar cientes dos riscos de concentração setorial e de emissores em mercados privados, que podem ser atenuados pelo investimento em soluções de fundos bem diversificadas.

Processo de due diligence e escolha do gestor são cruciais
Historicamente, o desempenho dos HFs tendeu a superar o das ações em base ajustada por risco quando nosso Trading Conditions Barometer indicou regime neutro. Gestores ativos costumam se beneficiar da exploração de oportunidades de erro na precificação, devido a períodos de volatilidade muitas vezes associada ao regime neutro. HFs também têm conseguido limitar sua volatilidade para cerca de 5%, ajudando a reduzir a volatilidade do portfólio num contexto multimercado. O ambiente de investimentos parece mais conturbado no futuro do que em 2021; esperamos aumento do diferencial de performance entre os gestores com o melhor e o pior desempenho. Continuamos, portanto, destacando a importância de investir com gestores experientes que ofereçam processos completos de due diligence e seleção de fundos.

A visão do nosso Trading Conditions Barometer ficou neutra
Scorecard baseado em Índices dos Gerentes de Compra, condições de liquidez, volatilidade e riscos sistêmicos



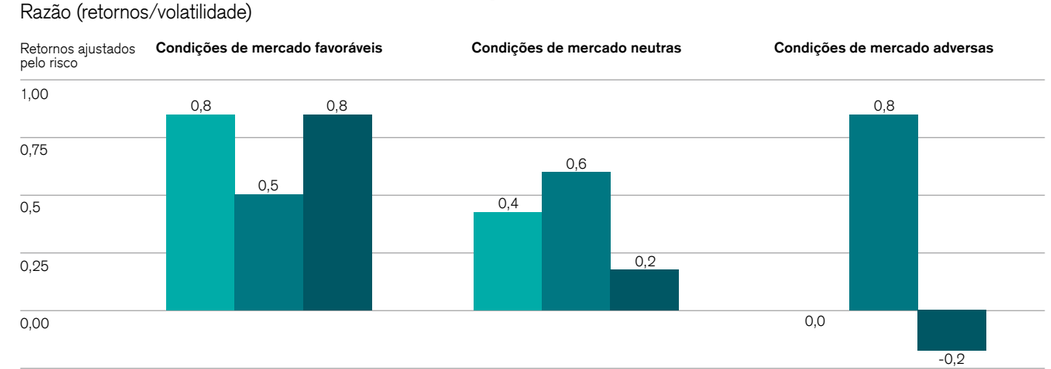
Trading Conditions Barometer* do Credit Suisse

* anteriormente Hedge Fund Barometer do Credit Suisse

+ Os hedge funds têm tipicamente um desempenho superior ao dos ativos seguros
+ Condições favoráveis às estratégias cíclicas
– Os hedge funds têm tipicamente um desempenho superior ao dos ativos de risco
– Condições favoráveis às estratégias defensivas

Últimos dados 5/11/2021
Fonte Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC

Retornos ajustados por risco* de hedge funds vs. ações e títulos
Razão (retornos/volatilidade)



Hedge Funds representados pelo Hedge Fund Index do Credit Suisse; ações globais pelo MSCI AC World Index; títulos globais pelo Bloomberg Barclays Global Aggregate Index (sem hedge)

Hedge funds
Títulos globais
Ações globais

* Retornos medianos nos próximos seis meses entre 1997–2021 divididos pela volatilidade; regimes de mercado definidos pelo Trading Conditions Barometer

Últimos dados 31/10/2021
Fonte Credit Suisse, Bloomberg

Oportunidades de capital de risco em finanças, saúde e educação

O cenário econômico segue favorável para mercados privados; mas, olhando para 2022, as condições de investimento estão mais competitivas. Enquanto esperamos que os mercados privados apresentem retornos abaixo da média de longo prazo, ainda há oportunidades favorecidas por deslocamento de mercado e crescimento secular. Um sólido processo de due diligence e o enfoque no portfólio são os principais fatores para o sucesso.

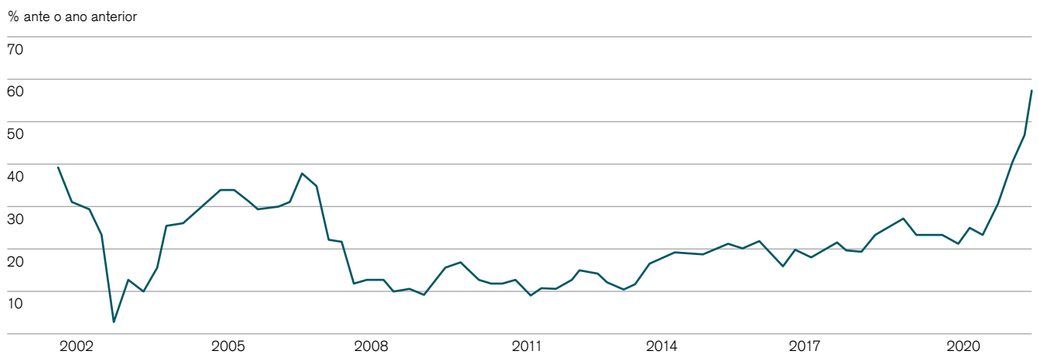
O cenário está mais conturbado
O cenário econômico positivo e as altas relativamente moderadas dos juros ainda favorecem esta classe de ativos. Contudo, valuations mais altos e níveis recordes de reservas de caixa criaram condições de investimento mais difíceis – cenário que deve persistir adiante. Além disso, a pandemia exacerbou a consolidação do setor: grandes fundos ficaram ainda maiores, e gestores menores e menos sólidos se depararam com difíceis condições de investimento. Diante disso, prevemos que persistirá a grande divergência entre fundos nos quartis superior e inferior. Nesse ambiente, esperamos que os mercados privados apresentem retornos altos, porém abaixo da média de longo prazo. Nossas projeções refletem o desempenho médio do fundo, mas a lacuna historicamente maior de cerca de 20% a.a. entre os fundos com a melhor e a pior performance destaca a importância da seleção de fundos e do processo de due diligence.

Oportunidades para estratégias com alavancagem limitada
Num ambiente em que as pressões inflacionárias e a alta dos juros referenciais de longo prazo representam risco, realçamos estratégias com alto crescimento, mas alavancagem limitada – como capital de risco e capital de crescimento. A pandemia acelerou a mudança para a adoção de tecnologia, criando assim um inédito conjunto de oportunidades em diversos setores – incluindo finanças, saúde e educação.

O ritmo acelerado da inovação, a rápida tomada de decisões e o capital prontamente disponível tornam os fundos de capital de risco bem preparados para explorar essas tendências de longo prazo. Enfatizamos ainda a crescente importância do setor de biociências, também sustentado por vetores de crescimento seculares, como o envelhecimento das sociedades e a acessibilidade cada vez melhor nas nações em desenvolvimento no longo prazo. Por fim, gestores de fundos secundários podem ajudar a explorar deslocamentos de mercado em meio a períodos de volatilidade em 2022.

Enfoque no portfólio é crucial
Não se pode prever movimentações de preços nos mercados privados, mas a contínua alocação com gestores experientes ao longo de todo o ciclo é a base para a construção sistemática de um portfólio resiliente. Os retornos do portfólio principal (compras, principais bens imóveis, dívida sênior) podem ser elevados pela adição de estratégias de maior crescimento (capital de risco e crescimento) para captar uma ascensão econômica, enquanto estratégias de deslocamento de mercados (secundários e distressed) ajudam a limitar a desvalorização, pois as oportunidades para esses fundos provêm de dificuldades financeiras (generalizadas ou localizadas). Em geral, é preciso uma exposição a private equity bem diversificada para estabilizar fluxos de caixa e atingir retornos estáveis superiores aos das ações negociadas em bolsa. A importância da diversificação, a escolha do gestor e o processo de due diligence devem ser prioridades no processo de investimento após a análise de exigências e objetivos individuais de clientes.

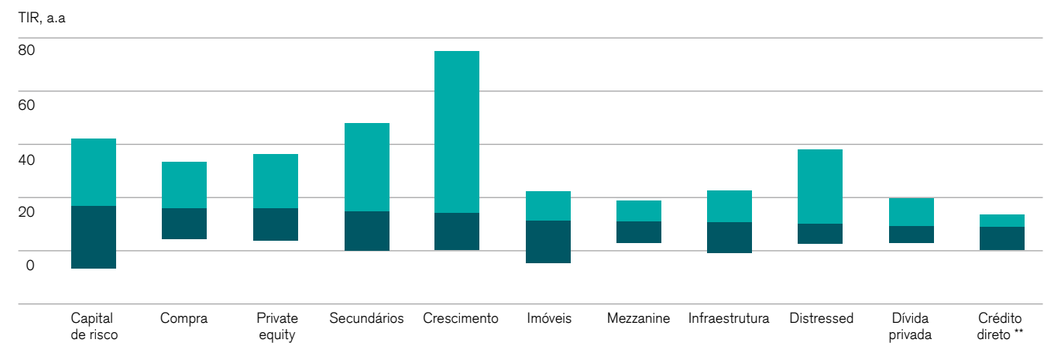
O desempenho dos principais fundos tem superado o de seus pares por uma margem crescente
Diferença de desempenho entre os fundos nos quartis superior e inferior



A diferença entre fundos nos quartis superior e inferior

Últimos dados 31/3/2021
Fonte Preqin, Credit Suisse

Mercados privados oferecem perfis de retorno bastante diferentes, oferecendo uma boa base para exposição bem diversificada
Dispersão de retornos* nos mercados privados, por retorno mediano



Faixa do quartil superior
Faixa do quartil inferior

* TIRs líquidas anuais baseadas nos anos de investimento inicial (2004-2018)
** Dados usados de 2008 a 2018

Últimos dados 31/12/2018
Fonte Preqin, Credit Suisse

Preferência por commodities cíclicas

Ao adentrarmos 2022, o ambiente de demanda por commodities deve permanecer favorável, dadas as necessidades de recomposição de estoques e as expectativas de continuidade do crescimento acima da média na produção industrial global. Dito isso, é provável que haja certa moderação.

A performance das commodities tem sido muito sólida em 2021, em meio à contínua pressão sobre os mercados físicos de commodities, pois a demanda da reabertura pressionou a oferta e reduziu os estoques. Ao adentrarmos 2022, o ambiente de demanda deve seguir favorável, dadas as necessidades de recomposição de estoques e as expectativas de contínuo crescimento acima da média na produção industrial global. Assim, deve haver certa moderação, e o crescimento deve perder força quando os serviços (e não os bens) impulsionarem a atividade econômica. A oferta também está se recuperando em vários segmentos, aliviando a pressão sobre mercados físicos. Nessa conjuntura, as perspectivas de retorno devem ficar positivas, mas as contribuições à vista podem diminuir.

Preferimos commodities cíclicas a defensivas
A expansão robusta e a perspectiva de uma política monetária (de bancos centrais) gradualmente menos favorável devem beneficiar as commodities cíclicas em detrimento das defensivas. O ouro pode ficar mais vulnerável se e quando os juros reais subirem, reforçando nossa recomendação de buscar proteção contra desvalorização – idealmente, numa futura recuperação dos preços. Entre as commodities cíclicas, esforços de descarbonização devem elevar perspectivas da demanda por metais de base no médio prazo, mesmo se houver variações táticas e períodos de dinâmica de excesso de oferta. Os preços do petróleo devem seguir sustentados, pois a demanda tem mais espaço para se recuperar, mas a concorrência no lado da oferta pode aumentar com o retorno de mais volumes de países de fora da Opep. Portanto, os preços à vista podem recuar um pouco em 2022, com performance impulsionada principalmente por juros de rolagem. Gás e energia podem continuar sendo fontes de volatilidade, pelo menos até o fim do inverno (no Hemisfério Norte). Nos mercados de carbono há espaço para os preços se consolidarem após os altos ganhos recentes, mas a direção de prazo mais longo do setor de viagens deve se manter para cima, se os formuladores de política monetária não apenas intensificarem as ambições climáticas, mas também avançarem com a implementação.

Ainda uma boa proteção contra inflação
No portfólio, a exposição a commodities em que investidores têm alocações estratégicas oferece diversificação e boa proteção contra surpresas inflacionárias. Entretanto, buscaríamos uma gestão de curva mais ativa, pois hoje as curvas em backwardation não podem mais ter aumento na inclinação, mas sim se normalizar em certa medida. Nos níveis setorial e de mercados específicos, considerações de valor relativo talvez voltem a ficar mais relevantes. Nós buscaríamos oportunidades de aumento de rendimentos e/ou venda de volatilidade.

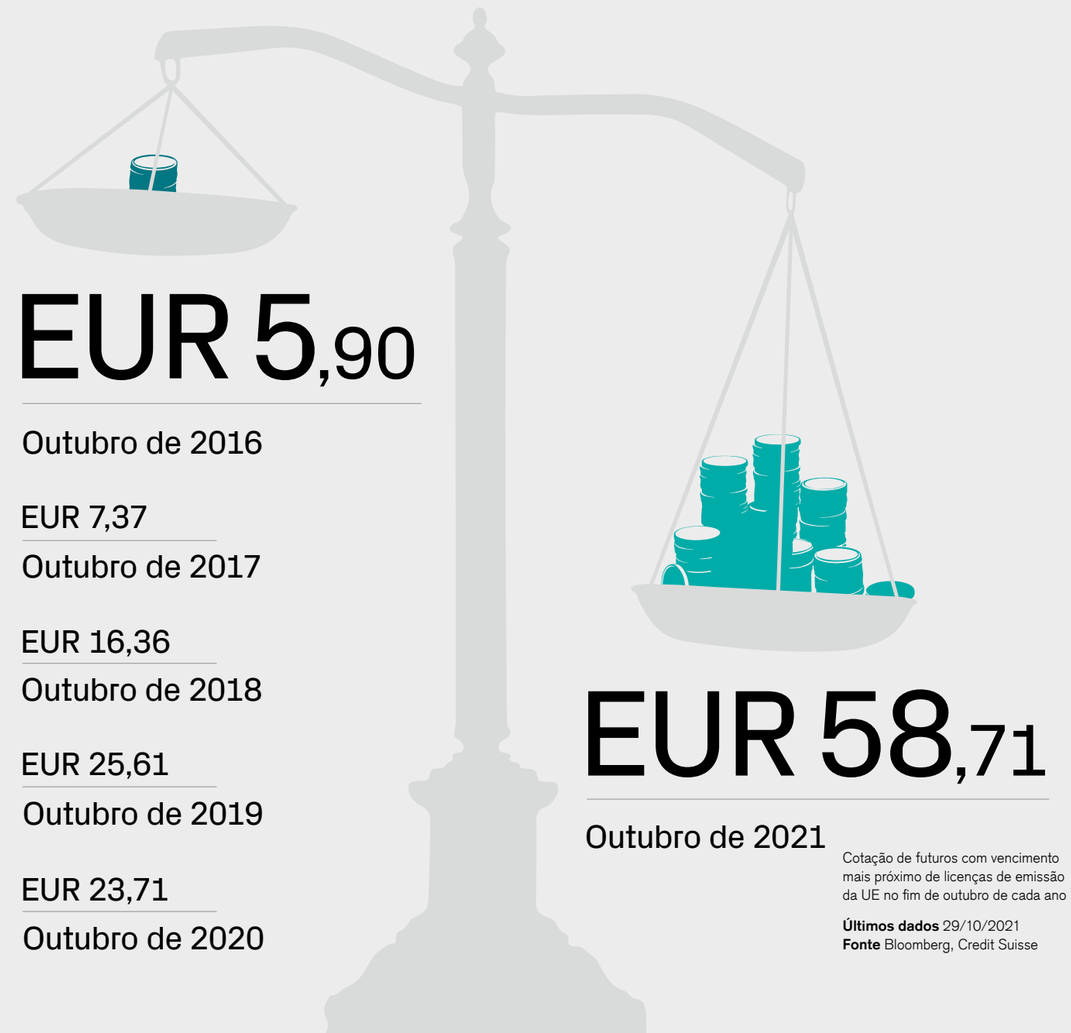
Cenários de risco
Riscos e incertezas são muitos a qualquer momento, mas o que vem primeiro à mente agora são os maiores riscos de cauda no setor de energia, por causa do aperto no setor de gás que atingiu segmentos relacionados. O atual estoque de segurança está baixíssimo em todas as regiões, gerando temores de oferta insuficiente no inverno (do Hemisfério Norte), caso haja um período de frio, e levando o mercado a precificar um alto prêmio de risco. A incerteza está bastante alta agora. A situação deve se resolver sozinha, mas teme-se que isso pode não acontecer antes da chegada da primavera (no Hemisfério Norte). De qualquer modo, a transição energética é um grande desafio (e oportunidade) que pode trazer maior volatilidade, ao menos inicialmente. O arrefecimento no mercado imobiliário chinês (importante vetor da demanda por matérias-primas) traz preocupação de prazo mais longo. Assim, esse risco pode ser compensado por investimento em infraestrutura e pelo aumento da demanda atrelado a esforços de descarbonização.

Preços de carbono e o clima

Os mercados de carbono estipulam preços para emissões de CO_2 e são considerados uma importante ferramenta no combate às mudanças climáticas. Diversas iniciativas regionais estão se expandindo no mundo todo, e o Sistema de Comércio de Emissões da União Europeia é o maior do mundo e o mais líquido esquema do tipo "cap and trade". Formuladores de política monetária entregam e leiloam licenças de emissão para firmas participantes. Essas licenças são livremente comercializáveis e reduzidas com o passar do tempo. Os preços são estipulados por política (lado da oferta) e atividade industrial, bem como por preços relativos de energia (lado da demanda).

O equilíbrio se dá pelo custo marginal de abatimento para reduzir uma tonelada de carbono. A alta dos preços incentiva ganhos de eficiência entre produtores e consumidores. Investidores também desempenham importante papel provendo liquidez, aprimorando a transferência de risco efetivo entre participantes do mercado e ajudando a financiar pesquisas. A exposição ao carbono é também cada vez mais relevante do ponto de vista ambiental, social e de governança (ESG), pois as compensações de carbono podem servir para atender o aspecto "E" (ambiental) dos investimentos.

Custos de 1 tonelada métrica de CO_2



Cotação de futuros com vencimento mais próximo de licenças de emissão da UE no fim de outubro de cada ano

Últimos dados 29/10/2021
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

Supertrends na era pós-pandemia

Fundos temáticos são um nicho em rápida expansão que nas últimas décadas evoluiu a partir de investimentos em setores-alvo e subsetores. O crescente interesse em investimentos temáticos talvez se justifique pela própria natureza dos tempos inovadores que estamos vivendo: os rápidos avanços tecnológicos e demográficos e a ameaça das mudanças climáticas estão sacudindo antigos modelos de negócios e criando novos. A diversificação tradicional em regiões ou setores pode não captar totalmente essa transformação. Com a diversificação por temas, investidores podem captar melhor as tendências de longo prazo que estão anunciando mudanças.

Nossos temas de investimento de longo prazo (Supertrends) abrangem seis importantes acontecimentos sociais que, em nossa opinião, trarão oportunidades de negócios e investimentos. Quatro anos após seu lançamento inicial, combinamos alguns dos subtemas das nossas Supertrends com os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) das Nações Unidas. Acreditamos que a pandemia mundial de coronavírus acentuou a importância dos ODS na medida em podem valer como princípios de orientação para futura atividade econômica e desenvolvimento, bem como cooperação governamental e relações internacionais.

A recente aceleração dos esforços globais no combate às mudanças climáticas via investimentos em infraestrutura relacionada à sustentabilidade serve de exemplo para mostrar como as oportunidades de investimento podem ser combinadas com os ODS. É importante observar que esse mapeamento deve ser visto como uma bússola, e não como uma orientação formal, pois não há definição universalmente aceita do que constitui um investimento alinhado aos ODS.

Maior crescimento com menores emissões
Líderes políticos do mundo todo estão intensificando o foco em sustentabilidade e tomando medidas para atingir ambiciosas metas de emissão de gases de efeito estufa, com emissões líquidas "zero" sendo o novo número mágico. Acreditamos que nossas Supertrends Mudanças Climáticas e Infraestrutura estão bem preparadas para serem favorecidas por este momento político e pelos investimentos planejados para as próximas décadas. O foco da Supertrend Mudanças Climáticas está na descarbonização da atividade econômica, uma mudança que afeta a vida na terra e abaixo da água e contribui para que haja comunidades saudáveis. Além do transporte, da geração de eletricidade e da transição energética, acreditamos que a revolução alimentar não só nos tornará mais saudáveis, mas reduzirá muito as emissões de CO_2 pelo mundo. Por outro lado, os temas centrais da Supertrend Infraestrutura são energia e água (infraestrutura), mas abrangem ainda a infraestrutura necessária para facilitar a circulação de pessoas e mercadorias com transporte seguro e eficiente. Os subtemas em ambas essas tendências estão refletidos em alguns dos ODS da ONU, como Indústria, Inovação e Infraestrutura; Trabalho Decente e Crescimento Econômico; e Consumo e Produção Sustentáveis.

Em busca de (melhor) equilíbrio social
A Supertrend Sociedades Ansiosas aborda maior igualdade de oportunidades, com foco na acessibilidade de soluções que atendam necessidades humanas essenciais (como habitação, educação, saúde e segurança pessoal), bem como na questão de emprego digno em meio a mudanças no mercado de trabalho. Durante a pandemia de covid-19, a frustração das pessoas continuou relacionada a problemas domésticos. No mundo todo, a segurança no trabalho decorrente de mudanças e desafios econômicos, a alta do custo da educação e das despesas com saúde, bem como segurança pública e pessoal, estão entre as grandes preocupações – e prioridades – de muitas pessoas. Vemos oportunidades de investimento interessantes em empresas que enfrentam esses desafios e apresentam soluções para reduzir os custos de serviços básicos; em outras palavras, também estão no foco empregadores com boa pontuação no aspecto "social" das questões ambientais, sociais e de governança (ESG). Esses tópicos têm a ver com muitos ODS da ONU, incluindo Trabalho Decente e Crescimento Econômico; Redução das Desigualdades; e Cidades e Comunidades Sustentáveis.

Vida mais longa e mais saudável
Esperamos que tanto as gerações mais idosas como as mais jovens das nossas Supertrends Economia Grisalha e Geração do Milênio, respectivamente, continuem conduzindo as mudanças adiante. O envelhecimento da população mundial inevitavelmente eleva a necessidade de soluções médicas para condições de saúde ligadas à velhice e a cobertura e custos de saúde relacionados, especialmente porque cada vez mais essa tendência afeta mercados emergentes. Quanto à demografia mais jovem, a geração do milênio está abrindo caminho a um tipo mais saudável de consumo. Depois de transformarem hábitos de compras e publicidade, acreditamos que vão radicalizar o setor financeiro, foco do nosso subtema Nativos Digitais este ano. Sustentabilidade e consumo responsável devem continuar progredindo, graças à influência da geração mais jovem. Esses subtemas podem estar vinculados a muitos ODS da ONU, incluindo Saúde e Bem-Estar; Igualdade de Gênero; e Trabalho Decente e Crescimento Econômico.

Não toque
A tecnologia está no centro de muitos avanços em direção aos ODS das ONU. De fato, os subtemas da nossa Supertrend Tecnologia estão refletidos em muitos ODS, variando desde Paz, Justiça e Instituições Eficazes até Cidades e Comunidades Sustentáveis. Acreditamos que a próxima fronteira será a "economia sem contato", pois a redução da interação física na comunicação, na vida e no trabalho das pessoas ganhou forte impulso durante a pandemia. Prevemos que interfaces sem contato e aplicativos e múltiplos dispositivos interconectados vão possibilitar cada vez mais a interação via assistentes de voz, enquanto uma função de autenticação biométrica baseada em reconhecimento de voz ou imagem poderá oferecer serviços personalizados para usuários no trabalho ou em casa.

Para saber mais

Supertrends
credit-suisse.com/supertrends

Estratégias de investimento para 2022

Para saber mais

Estratégias de investimento para 2022

É provável que os bancos centrais e sua avaliação das condições econômicas voltarão a protagonizar a formação das estratégias de investimento em 2022. Conforme a covid-19 passa de pandêmica para endêmica, uma ameaça de inflação substitui as preocupações com deflação surgidas nos primeiros dias da crise. A ruptura nas cadeias de suprimentos é um fator que contribuiu para isso e pode persistir nos próximos trimestres, mantendo a pressão altista sobre os preços ao consumidor. Todavia, os bancos centrais devem buscar a lenta e gradual normalização de políticas monetárias; pois, a seu ver, o atual aumento da inflação deve ser transitório.

Esperamos que o Fed comece a subir os juros no fim de 2022 e implemente outras quatro elevações em 2023. A introdução pelo Fed de uma abordagem de meta de inflação mais simétrica e a aceitação de uma elevação temporária acima da meta sustentam ainda mais a trajetória uniforme para a normalização, que talvez ajudaria a reduzir a pressão vinda do ônus da dívida pública crescente e, por fim, contribuiria para a recuperação econômica.

> “ É provável que os bancos centrais e sua avaliação das condições econômicas voltarão a protagonizar.

O fator inflação
Prevemos inflação global de 3,7% em 2022, com ampla disparidade entre países. Esse cenário implica que se deve evitar a alocação em caixa acima do normal nos portfólios, pois o poder de compra pode diminuir rápido. O mesmo se aplica em geral a ativos nominais como títulos, em que são oferecidos juros fixos, e o valor investido é pago de volta em valor de face no vencimento sem correção pela inflação. A perspectiva é mais positiva para os ativos financeiros que têm comportamento positivo diante da alta da inflação (ou seja, bens imóveis). O preço das ações, por exemplo, reflete futuras expectativas de lucros. A alta da inflação advém do fato de que as empresas podem subir os preços de seus produtos/serviços, impulsionando sua lucratividade. Nossa previsão de crescimento do PIB nominal global (estimativa de PIB real mais inflação) de 8% em 2022 permite grande potencial de expansão de lucros e receitas, ajudando a compensar qualquer pressão inflacionária. No entanto, é provável que a alta dos juros dos títulos públicos acabe se tornando uma dificuldade para valuations de ações, principalmente se os juros reais subirem e voltarem a entrar em território positivo, mas nós não acreditamos que isso ocorrerá em 2022. É possível que segmentos e setores de ações alinhados a sólidos vetores de crescimento estrutural, incluindo aqueles identificados na estrutura temática das nossas Supertrends, ajudem a compensar o impacto da inflação.

Retornos limitados dos títulos das principais economias
Essa normalização de políticas monetárias dará início a uma redução gradual das compras de ativos de renda fixa por bancos centrais, que – junto com a abrangente recuperação econômica – devem abrir caminho para os juros subirem mais. A alta dos juros prejudicaria os preços dos títulos; e o atual rendimento baixo dos títulos, combinado com spreads de crédito apertados, ofereceria pouca compensação. Nossas expectativas de retorno para títulos públicos e corporativos são, portanto, limitadas. No entanto, acreditamos que deve haver em portfólios multimercado uma alocação em títulos das principais economias para fins de redução de risco (ou seja, qualidades de absorção de choque dos títulos), embora sua real contribuição para o retorno possa ser mínima.

Mantenha a diversificação
Ao abordar a gestão de risco do portfólio, é crucial buscar ativos com perfis de retorno que dependam de diferentes fatores. É possível melhorar ainda mais esses efeitos de diversificação com estratégias de investimento que sigam padrões não tradicionais. Por exemplo, há estratégias de hedge funds que podem recorrer a posições long e short em ações para expandir suas oportunidades. Encontrar estratégias de investimento para compensar o baixo rendimento do investimento em títulos é uma tarefa difícil. Estratégias de renda variável focadas em dividendos, com ênfase em empresas com sólidos balanços e excelente produção de fluxo de caixa, ou estratégias de opções de ações para aumentar retorno podem ser alternativas interessantes assim como os títulos que não são das principais economias, se a elevação dos spreads trouxer uma oportunidade. O setor imobiliário faz parte de outro enfoque, pois a atual recuperação econômica é favorável. Private equity também oferece a oportunidade de alavancar o perfil de retorno do portfólio diante dos atuais deslocamentos de mercado e da contínua recuperação econômica. Entretanto, private equity só serve para os investidores que conseguem tolerar iliquidez superior à de investimentos tradicionais.

Previsões

Esperamos que a economia global cresça 4,3% em termos reais em 2022. Esse percentual é inferior aos 5,8% que prevemos para 2021, mas superior à expansão pré-pandemia. Em ações, prevemos altos retornos de um dígito em 2022, ante retornos de dois dígitos em 2021. É provável que os juros de títulos públicos subam com o ritmo de expansão econômica e a normalização da política monetária em 2022.

Previsões de crescimento e inflação

PIB real (variação anual, em %)

	2020	2021E*	2022E*
Mundo	**-3,4**	**5,8**	**4,3**
EUA	-3,4	5,5	3,8
Canadá	-5,3	4,7	4,8
Zona do Euro	**-6,5**	**5,3**	**4,2**
Alemanha	-4,9	2,7	3,7
Itália	-8,9	6,5	4,5
França	-8,0	6,5	4,6
Espanha	-10,8	6,9	5,8
Reino Unido	-9,7	7,0	5,0
Suíça	-2,4	3,5	2,5
Japão	**-4,7**	**2,0**	**1,7**
Austrália	-2,4	3,4	4,1
China	**2,3**	**8,1**	**6,1**
Índia (ano fiscal)	-7,0	8,7	7,7
Brasil	-4,1	4,8	-0,5
Rússia	-3,0	4,5	2,4

Inflação (variação média anual, em %)

	2020	2021E*	2022E*
Mundo	**1,9**	**3,5**	**3,7**
EUA	1,2	4,7	4,5
Canadá	0,7	3,2	3,4
Zona do Euro	**0,3**	**2,4**	**2,8**
Alemanha	0,4	3,2	2,9
Itália	-0,1	2,1	2,7
França	0,5	2,2	2,7
Espanha	-0,3	2,1	2,7
Reino Unido	0,9	2,3	3,7
Suíça	-0,7	0,5	0,5
Japão	**-0,1**	**-0,2**	**0,5**
Austrália	0,9	2,6	2,6
China	**2,5**	**0,9**	**2,2**
Índia (ano fiscal)	6,6	5,3	5,2
Brasil	3,2	8,2	8,1
Rússia	3,4	6,6	5,6

* E: estimativa

Últimos dados 15/11/2021
Fonte Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

Observação: As indicações de desempenho e os cenários para os mercados financeiros, históricos e/ou projetados, não constituem indicadores confiáveis de desempenho futuro.

Desempenho / previsões para os mercados financeiros

Ações*	Desempenho em 2021 acumulado até 15 de novembro	Retornos totais esperados para 2022
Ações dos EUA	25,5%	6,7%
Ações da UEM	24,9%	7,2%
Ações da Suíça	21,1%	6,3%
Ações do Reino Unido	18,5%	7,7%
Ações do Japão	16,5%	6,9%
Ações de mercados emergentes	3,7%	7,3%

Créditos	Desempenho em 2021 acumulado até 15 de novembro	Retornos totais esperados para 2022
Títulos globais com grau de investimento**	-1,11%	0,70%
Títulos globais** high yield	3,44%	1,10%
Títulos de mercados emergentes em moeda forte***	-1,40%	1,20%

Juros de títulos	Fechamento em 15 de novembro de 2021	Previsão para o fim de 2022
Rendimento dos títulos públicos dos EUA de 10 anos	1,60%	2,00%
Rendimentos dos títulos públicos alemães de 10 anos	-0,25%	0,10%
Rendimentos dos títulos públicos suíços de 10 anos	-0,14%	0,10%

Câmbio & commodities	Fechamento em 15 de novembro de 2021	Previsão para o fim de 2022
EUR/USD	1,13	1,17
USD/CHF	0,93	0,94
EUR/CHF	1,05	1,10
USD/JPY	114,5	116
GBP/USD	1,34	1,40
USD/CNY	6,39	6,38
Ouro (USD/oz)	1862	1600
Petróleo WTI (USD/barril)	80	70

* Performance and expected returns are total return including dividends. Markets refer to MSCI country / regional indices in local currency. Performance of the periods. 12/11/2016 – 12/11/2021 for those indices in chronological order are: MSCI USA: 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%, 34.7%. MSCI EMU: 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4.0%, 30.1%. MSCI Switzerland: 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4.0%, 23.5%. MSCI UK: 14.5%, -1.0%, 8.6%, -12.5%, 20.7%. MSCI Japan: 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%, 22.2%. MSCI EM: 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16.0%, 11.8%.
** Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index
*** JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Últimos dados 15/11/2021
Fonte Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Observação: As indicações de desempenho e os cenários para os mercados financeiros, históricos e/ou projetados, não constituem indicadores confiáveis de desempenho futuro.

Este relatório representa as opiniões do Departamento de Estratégia de Investimento do CS e não foi elaborado em conformidade com os requisitos jurídicos concebidos para promover a independência da análise de investimento. Não se trata de um produto do Departamento de Análise do Credit Suisse, ainda que faça referência a recomendações de análise publicadas. A CS implementa políticas para a gestão de conflitos de interesses, incluindo políticas relativas à negociação prévia à disseminação da análise de investimento. Estas políticas não se aplicam às opiniões dos Estrategas de Investimento incluídas no presente relatório.

Aviso de risco
Qualquer investimento envolve risco, especialmente atendendo às flutuações de valor e de retorno. Se um investimento for efetuado numa moeda diferente da sua moeda base, as mudanças na taxa de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o valor, o preço ou o rendimento. Para obter mais informações sobre os riscos de investir nos valores mobiliários mencionados neste relatório, consulte o seguinte link de internet: https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/

Este documento pode incluir informações sobre investimentos associados a riscos especiais. Deve procurar aconselhar-se junto do seu consultor financeiro independente antes de tomar quaisquer decisões de investimento com base neste relatório ou para obter qualquer explicação necessária sobre o seu conteúdo. Também encontrará informações adicionais na brochura informativa "Riscos associados à negociação de instrumentos financeiros" disponível junto da Associação dos Banqueiros Suíços.

A performance anterior não é indicativa de qualquer performance futura. A performance pode ser afetada por comissões, taxas ou outros encargos, bem como por flutuações de taxas cambiais.

Riscos do mercado financeiro
As rentabilidades e os cenários do mercado financeiro passados não são indicadores confiáveis de rentabilidade futura. O preço e o valor dos investimentos mencionados e qualquer lucro derivado podem subir, descer ou flutuar. Deve aconselhar-se junto de um consultor se considerar necessário para o ajudar a realizar essas determinações. Os investimentos podem não ter um mercado público ou apenas um mercado secundário restrito. Quando existir um mercado secundário, não é possível prever o preço a que os investimentos serão transacionados no mercado nem
se esse mercado será líquido ou ilíquido.

Mercados emergentes
Nos pontos em que este relatório aborda os mercados emergentes, deve ter em conta que existem incertezas e riscos associados aos investimentos e transações em vários tipos de investimentos de, ou relacionados ou associados a, emissores e devedores com personalidade jurídica, baseados
ou empenhados sobretudo nas atividades comerciais em países com mercados emergentes. Os investimentos relativos a países com mercados emergentes podem ser considerados especulativos, e os seus preços podem ser bastante mais voláteis do que nos países mais desenvolvidos. Os investimentos em mercados emergentes devem ser realizados apenas por investidores sofisticados ou por profissionais experientes com conhecimentos independentes dos mercados relevantes, capazes de considerar e de ponderar os vários riscos associados a esses investimentos, e com
os recursos financeiros necessários para suportar o substancial risco de perda desses investimentos. É da sua responsabilidade gerir os riscos associados como resultado do investimento em mercados emergentes e da atribuição de ativos no seu portfólio. Deve procurar aconselhamento junto dos seus consultores relativamente aos vários riscos e fatores a considerar quando efetuar um investimento em mercados emergentes.

Investimentos alternativos
Os fundos de cobertura não estão sujeitos aos inúmeros regulamentos de proteção de investidores que se aplicam aos investimentos coletivos autorizados regulamentados e os gestores de fundos de cobertura são, em grande parte, desprovidos de regulamentação. Os fundos de cobertura não se limitam a um determinado investimento, disciplina ou estratégia de transação, e procuram lucrar em todo o tipo de mercados utilizando alavancagem, derivados e estratégias complexas de investimento especulativo que podem aumentar o risco de perda em investimentos. As transações de mercadorias carregam um nível de risco elevado, incluindo a perda de todo o investimento, e podem não ser adequadas para muitos investidores privados. O desempenho de tais investimentos depende de fatores imprevisíveis, como catástrofes naturais, influências climáticas, capacidade de transporte, instabilidade política, flutuações sazonais e fortes influências de rolling-forward, especialmente no futuro e nos índices.Os investidores do setor imobiliário estão expostos a riscos de liquidez, câmbio e outros riscos, inclusive o risco cíclico, risco de locação e do mercado local, bem como riscos ambientais e alteração da situação jurídica.

Capital Privado
Capital Privado (doravante "CP") significa investimento de capital privado em empresas que não são negociadas publicamente (ou seja, não estão listadas em uma bolsa de valores), eles geralmente são complexos, sem liquidez e de longa duração. Os investimentos em fundos de CP geralmente envolvem um grau significativo de risco financeiro e/ou comercial. Os investimentos em fundos de CP não são protegidos nem garantidos. Os investidores serão obrigados a atender aos chamados de capital de investimento durante um longo período. Caso não o façam isso poderá tradicionalmente resultar na perda de uma parte ou de toda a conta de capital, na renúncia a quaisquer rendimentos futuros ou ganhos em investimentos feitos antes de tal inadimplência e, entre outras coisas, na perda de quaisquer direitos de participação em investimentos futuros ou na obrigatoriedade de vender seus investimentos a um preço muito baixo, muito menor do que as avaliações secundárias do mercado. As empresas ou fundos podem ser alternativamente estimulados e, portanto, podem ser mais sensíveis a negócios adversos e/ou desenvolvimentos financeiros ou fatores econômicos. Tais investimentos podem enfrentar concorrência intensa, alterando as condições comerciais ou econômicas ou outros desenvolvimentos que possam afetar negativamente seu desempenho.

Taxas de juros e riscos de crédito
A retenção de valor de uma obrigação depende da qualidade de crédito do Emissor e/ou do Fiador (conforme aplicável), o que poderá mudar durante o termo da obrigação. Em caso de incumprimento do Emitente e/ou Avalista da obrigação, esta ou eventuais rendimentos desta derivados não serão garantidos, e poderá obter um montante inferior ao originalmente investido ou mesmo não obter montante algum.

Departamento de Estratégia de Investimento
Os Estrategas de Investimento são responsáveis pela formação da estratégia de classes multi-ativos e subsequente implementação das atividades discricionária e de consultoria do CS. Quando apresentadas, as Carteiras Modelo têm fins meramente ilustrativos. A sua atribuição de ativos, ponderações em carteira e desempenho podem ser muito diferentes, de acordo com as suas circunstâncias específicas e tolerância ao risco. As opiniões e perspetivas dos Estrategas de Investimento podem ser diferentes das manifestadas por outros Departamento do CS. As perspetivas do Estratega de Investimento podem mudar a qualquer momento sem aviso prévio e sem qualquer obrigação de atualização. O CS não possui a obrigação de providenciar que seja informado acerca dessas atualizações.

Periodicamente, os Estrategas de Investimento pode referir artigos de Análise publicados anteriormente, incluindo recomendações e alterações nas notações sob a forma de listas. As recomendações aqui incluídas são extratos e/ou referências a recomendações previamente publicadas pelo Credit Suisse Research. Relativamente a ações, referem-se as Notas e as Sínteses empresarias do emitente. As recomendações relativas a obrigações podem ser encontradas na respetiva publicação Research Alert (obrigações) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland. Estes artigos estão disponível a pedido ou em https://investment.credit-suisse.com. As divulgações podem ser encontradas em www.credit-suisse.com/disclosure.

Isenção de responsabilidade global/Informação importante
A informação aqui fornecida constitui material de marketing; não se trata de investigação em matéria de investimento. Este relatório não está direcionado para, nem se destina à distribuição de ou utilização por, qualquer pessoa ou entidade que seja cidadão ou residente de, ou localizado em, qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição em que essa distribuição, publicação, disponibilidade ou utilização será contrária à legislação ou regulamentos, ou que sujeitaria o CS a qualquer requisito de registro ou de licenciamento no âmbito dessa jurisdição.

As referências neste relatório ao CS incluem Credit Suisse AG, o banco suíço, suas subsidiárias e filiais. Para obter mais informações sobre a nossa estrutura, utilize o seguinte link: https://www.credit-suisse.com

SEM DISTRIBUIÇÃO, SOLICITAÇÃO OU ACONSELHAMENTO:
Este relatório é fornecido para efeitos informativos e ilustrativos e destina-se apenas a ser utilizado por si. Não é uma solicitação, oferta ou recomendação para comprar ou vender qualquer valor mobiliário ou outro instrumento financeiro. Qualquer informação incluindo factos, opiniões ou cotações, pode estar condensada ou resumida e é expressa mediante a data da escrita. As informações contidas neste relatório foram fornecidas apenas como comentários gerais do mercado e não constituem qualquer forma de conselho financeiro baseado em investigação em matéria de investimento regulado, legal, fiscal ou outro serviço regulado. Não tem em conta os objetivos financeiros, a situação nem as necessidades de quaisquer pessoas, que são considerações necessárias antes de tomar qualquer decisão de investimento. Deve procurar aconselhar-se junto do seu consultor financeiro independente antes de tomar quaisquer decisões de investimento com base neste relatório ou para obter qualquer explicação necessária sobre o seu conteúdo. Este relatório pretende apenas fornecer observações e opiniões do CS aquando da data de escrita, independentemente da data em que irá receber ou acessar as informações. As observações e opiniões contidas neste relatório podem ser diferentes das expressas por outros departamentos do CS e podem mudar em qualquer altura sem aviso e sem obrigação de atualização. O CS não possui a obrigação de providenciar que seja informado acerca dessas atualizações. **PREVISÕES E ESTIMATIVAS:** A performance anterior não deve ser considerada uma indicação ou garantia de qualquer performance futura, nem é efetuada qualquer representação ou garantia, expressa ou implícita, relativamente a performances futuras. Na medida em que este relatório contém declarações acerca de performances futuras, essas declarações são prospetivas e estão sujeitas a vários riscos e incertezas. Salvo indicação em contrário, todos os valores apresentados são valores não auditados. Todas as avaliações aqui mencionadas estão sujeitas aos procedimentos e políticas de avaliação do CS. **CONFLITOS:** O CS reserva-se o direito de emendar quaisquer erros que possam estar presentes neste relatório. O Credit Suisse, as suas filiais e/ou os respetivos funcionários podem deter uma posição ou participação, ou qualquer interesse material ou acordo de transações sobre quaisquer valores mobiliários mencionados ou opções associadas, ou outros investimentos relacionados e, pontualmente, poderão adicionar ou abandonar esses investimentos. O CS pode fornecer, ou pode ter fornecido nos últimos 12 meses, aconselhamento significativo relativamente aos investimentos listados neste relatório ou a um investimento relacionado com qualquer empresa ou emissor mencionado. Alguns investimentos referidos neste relatório serão oferecidos por uma única entidade ou um associado do CS, ou o CS poderá ser o único criador de mercado nesses investimentos. O CS está envolvido em muitos negócios relacionados com empresas mencionadas neste relatório. Esses negócios incluem transações especializadas, arbitragem de risco, criação de mercado e outras transações por conta própria. **ASPETO FISCAL:** Nada neste relatório constitui aconselhamento de investimento, legal, contabilístico ou fiscal. O CS não fornece aconselhamento sobre as consequências fiscais de investimentos e aconselhamos que entre em contato com um consultor fiscal independente. Os níveis e as bases de tributação dependem das circunstâncias individuais e estão sujeitos a alterações. **FONTES:** As informações e as opiniões apresentadas neste relatório foram obtidas ou derivam de fontes que, na opinião do CS, são fiáveis, embora o CS não certifique de modo algum a sua precisão ou integralidade. O CS não aceita qualquer responsabilidade por perdas resultantes da utilização deste relatório. **WEBSITES:** Este relatório pode fornecer os endereços de, ou conter links para websites. Exceto na medida em que o relatório se refere a material do website do CS, o CS não avaliou o link para o site e não assume qualquer responsabilidade pelos conteúdos. Esse endereço ou link (incluindo endereços ou links para o material do próprio website do CS) é fornecido apenas para sua conveniência e informação, e o conteúdo do link para o site não faz parte, de forma alguma, deste relatório. O acesso a esse website ou link deste relatório ou do website do CS serão por sua conta e risco. **PRIVACIDADE DOS DADOS:** Seus dados pessoais serão processados de acordo com a declaração de privacidade da Credit Suisse, disponível em seu domicílio por meio do site oficial do Credit Suisse: www.credit-suisse.com/ch/en/legal.html. A fim de lhe fornecer materiais de marketing sobre nossos produtos e serviços, a Credit Suisse Group AG e suas subsidiárias podem processar seus dados pessoais básicos (ou seja, detalhes de contato como nome, endereço de e-mail) até que você nos notifique de que não deseja mais recebê-los. A qualquer momento você pode informar seu gerente de relacionamento que não deseja mais receber esses materiais.

Entidades de distribuição
A menos que de outro modo aqui indicado, este relatório é distribuído pelo Credit Suisse AG, um banco suíço, autorizado e regulado pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro da Suíça. **Áustria:** Este relatório é distribuído pelo CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (a "sucursal da Áustria") ou por Credit Suisse (Deutschland) AG. A sucursal da Áustria é uma sucursal do CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal da Áustria está também sujeita a supervisão prudencial da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxemburgo, Grão-Ducado do Luxemburgo, bem como a autoridade supervisora da Áustria, a Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena, Áustria. O Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft é regulado pela Autoridade de Supervisão alemã Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin") em colaboração com a Autoridade de Supervisão austríaca, a Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena, Áustria. **Bahrein:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse AG, Bahrain Branch, uma sucursal da Credit Suisse AG, Zurique/Suíça devidamente autorizada e regulada pelo Banco Central do Bahrain (CBB, Central Bank of Bahrain) enquanto Empresa de investimento de Categoria 2. Produtos ou serviços financeiros relacionados são disponibilizados apenas a investidores credenciados, conforme definição do CBB, e não se destinam a quaisquer outras pessoas.

O Banco Central do Bahrein não analisou, nem aprovou, este documento ou a comercialização de qualquer veículo de investimento aqui referido no Reino do Bahrein e não é responsável pelo desempenho de qualquer veículo de investimento. A Credit Suisse AG, Bahrain Branch, está localizada no Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Reino do Bahrein. **Chile:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, uma sucursal da Suisse AG ((fundada no Cantão de Zurique), regulada pela Comissão para o Mercado Financeiro chilena. Nem o emitente nem os valores mobiliários foram registados na Comissão para o Mercado Financeiro chilena (Comisión para el Mercado Financiero) nos termos da Lei n.º 18.045, a Ley de Mercado de Valores, e dos regulamentos que a aplicam, pelo que não podem ser oferecidos ou vendidos publicamente no Chile. Este documento não constitui uma oferta ou um convite para subscrever ou adquirir os valores mobiliários na República do Chile, exceto para investidores individualmente identificados nos termos de uma oferta privada na aceção do artigo 4.º da Ley de Mercado de Valores (uma oferta não "dirigida ao público em geral ou a um determinado setor ou grupo específico do público". **DIFC:** Esta informação está sendo distribuída pelo Credit Suisse AG (DIFC Branch). O Credit Suisse AG (DIFC Branch) é licenciado e regulado pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai ("DFSA", Dubai Financial Services Authority). Os serviços ou produtos financeiros associados apenas são disponibilizados a clientes profissionais ou contrapartes nos mercados, conforme definido pela DFSA, e não se destinam a quaisquer outras pessoas. O Credit Suisse AG (DIFC Branch) localiza-se em Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirados Árabes Unidos. **França:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (a "sucursal da França") que é uma filial do Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal da França está sujeita a supervisão prudencial por parte da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), e das autoridades de supervisão francesas, a Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e da Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Alemanha:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, regulado pela Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Guernsey:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse AG Guernsey Branch, uma filial do Credit Suisse AG (fundada no Cantão de Zurique), com sede em Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. O Credit Suisse AG Guernsey Branch é propriedade integral do Credit Suisse AG e é regulado pela Guernsey Financial Services Commission (Comissão de serviços financeiros de Guernsey). Estão disponíveis cópias das mais recentes contas auditadas do Credit Suisse AG, mediante pedido. **Índia:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN nº U67120MH1996P-TC104392) regulada pela Securities and Exchange Board of India (Comissão de supervisão do mercado de valores mobiliários da Índia) como analista de pesquisa (nº de registro INH 000001030), como gestor de carteira (nº de registro INP000002478) e como corretor de bolsa (nº de registro INZ000248233), com endereço registrado em 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant, Worli, Mumbai - 400 018, Índia, T- +91-22 6777 3777. **Israel:** Se distribuído pelo Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. em Israel: Este documento é distribuído pelo Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, incluindo os serviços oferecidos em Israel, não é supervisionado pelo Supervisor de Bancos do Banco de Israel, mas pela autoridade de supervisão bancária competente na Suíça. O Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. é uma entidade de negociação de investimentos licenciada em Israel e, por conseguinte, as suas atividades de comercialização de investimentos são supervisionadas pela Autoridade de Valores Mobiliários de Israel. **Itália:** Este relatório é distribuído em Itália pela Credit Suisse (Italy) S.p.A., um banco incorporado e registrado ao abrigo da legislação italiana e sujeito à supervisão e ao controlo da Banca d'Italia e CONSOB. **Líbano:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL ("CSLF"), uma instituição financeira sediada no Líbano e regulada pelo Banco Central do Líbano ("CBL") com o número de licença de instituição financeira 42. A Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL está sujeita às leis e regulamentos da CBL, bem como às leis e regulamentos da Autoridade dos mercados de capitais do Líbano ("CMA"). A CSLF é uma subsidiária da Credit Suisse AG e integra o grupo Credit Suisse (CS). A CMA não aceita qualquer responsabilidade pelo conteúdo das informações incluídas neste relatório, incluindo a precisão ou integralidade dessas informações. A responsabilidade pelo conteúdo deste relatório é remetida para o distribuidor, os seus diretores e demais pessoas, como os especialistas, cujas opiniões são incluídas no relatório com o seu consentimento. A CMA também não avaliou a adequabilidade do investimento para qualquer investidor específico ou tipo de investidor. Fica expressamente entendido e reconhecido pelo presente que os investimentos em mercados financeiros podem envolver um nível elevado de complexidade e risco de depreciação e podem não se adequar a todos os investidores. A avaliação de adequabilidade efetuada pela CSLF relativamente a este investimento será efetuada com base em informações fornecidas pelo investidor à CSLF à data dessa avaliação e em conformidade com as políticas e processos internos da Credit Suisse. Será utilizado o idioma inglês em todas as comunicações e documentação fornecida pela CS e/ou CSLF. Ao aceitar investir no produto, o investidor confirma de forma expressa e irrevogável compreender plenamente e não ter objeções à utilização do idioma inglês. **Luxemburgo:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. O Credit Suisse (Luxembourg) S.A. está sujeito a supervisão prudencial por parte da autoridade de supervisão do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **México:** Este documento representa a visão da pessoa que presta os seus serviços à C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ("C. Suisse Asesoría") e/ou Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) ("Banco CS"), pelo que tanto a C. Suisse Asesoría como o Banco CS reservam-se o direito de mudar de opinião em qualquer altura, sem assumir qualquer responsabilidade a este respeito. Este documento é distribuído apenas para fins informativos e não constitui uma recomendação ou conselho pessoal, nem o convite para realizar qualquer operação e não substitui a comunicação que tem com o seu executivo em relação à C. Suisse Asesoría e/ou Banco CS antes de tomar qualquer decisão de investimento. A C. Suisse Asesoría e/ou o Banco CS não assume qualquer responsabilidade pelas decisões de investimento baseadas nas informações contidas no documento enviado, uma vez que o mesmo pode não ter em conta o contexto da estratégia de investimento e os objetivos de clientes específicos. Prospetos, brochuras, regimes de investimento dos fundos de investimento, relatórios anuais ou informações financeiras periódicas contêm todas as informações úteis adicionais para os investidores. Estes documentos podem ser obtidos gratuitamente diretamente junto dos emitentes, operadores de fundos de investimento, na página da Internet da bolsa de valores em que estão cotados ou através do respetivo executivo na C. Suisse Asesoría e/ou Banco CS. O desempenho passado e os vários cenários dos mercados existentes não garantem rendimentos presentes ou futuros. Caso as informações contidas neste documento estejam incompletas, incorretas ou sejam pouco claras, queira contactar o seu executivo da C. Suisse Asesoría e/ou do Banco CS o mais rapidamente possível. É possível que este documento possa sofrer modificações sem que isso implique qualquer responsabilidade para a C. Suisse Asesoría e/ou o Banco CS. Este documento é distribuído apenas para fins informativos e não substitui os Relatórios de Operações e/ou Extratos de Conta que recebe da C. Suisse Asesoría e/ou do Banco CS nos termos das Disposições Gerais Aplicáveis às Instituições Financeiras e outras Entidades Jurídicas que Prestem Serviços de Investimento emitidas pela Comissão Bancária e de Valores Mobiliários Mexicana ("CNBV"). Dada a natureza deste documento, a C. Suisse Asesoría e/ou o Banco CS não assume qualquer responsabilidade derivada da informação nele contida. Sem prejuízo do facto de a informação ter sido obtida ou baseada de/em fontes consideradas fiáveis pela C. Suisse Asesoría e/ou Banco CS, não há garantia de que a informação seja exata ou completa. O Banco CS e/ou a C. Suisse Asesoría não aceita qualquer responsabilidade resultante de qualquer perda causada pela utilização das informações contidas no documento enviado ao utilizador. Recomenda-se ao investidor que se certifique de que as informações fornecidas estão de acordo com as suas circunstâncias pessoais e perfil de investimento, em relação a qualquer situação legal, regulamentar ou fiscal específica ou que obtenha aconselhamento profissional independente. A C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. é uma consultora de investimentos criada em conformidade com a Lei do Mercado de Valores Mobiliários ("LMV") mexicana, registada na CNBV sob o fólio número 30070. A C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. não faz parte do Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. nem de qualquer outro grupo financeiro no México. A C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. não é uma consultora de investimentos independente como previsto pela LMV e outros regulamentos aplicáveis devido à sua relação direta com o Credit Suisse AG, uma instituição financeira estrangeira, e a sua relação indireta com as entidades que foram o Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. **Países Baixos:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (a "sucursal de Países Baixos") que é uma sucursal do Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal de Países Baixos está sujeita a supervisão prudencial por parte da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF),e da autoridade de supervisão neerlandesa De Nederlansche Bank (DNB), e do supervisor neerlandês do mercado, a Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal (a "sucursal de Portugal") que é uma filial do Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal de Portugal está sujeita a supervisão prudencial por parte da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), e das autoridades de supervisão portuguesa, o banco de Portugal (BdP) e a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Catar:** Estas informações foram distribuídas pelo Credit Suisse (Qatar) L.L.C., que foi devidamente autorizado e regulamentado pela Qatar Ωnancial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sob a licença a QFC nº 00005. Todos os produtos ou serviços financeiros relacionados estarão disponíveis apenas para Contrapartes Elegíveis (conforme definido pelo QFCRA) ou Clientes Corporativos (conforme definido pelo QFCRA), incluindo indivíduos, que optaram por serem classificados como Clientes Corporativos, com ativos líquidos acima de 4 milhões de riais cataarenses, e que possuem conhecimento financeiro, experiência e compreensão suficientes para participar desses produtos e/ou serviços. Portanto, estas informações não devem ser entregues a, ou invocadas por, qualquer outro tipo de indivíduo. **Arábia Saudita:** Este documento está a ser distribuído pelo Credit Suisse Saudi Arabia (Número CR 1010228645), devidamente licenciado e registrado pela Autoridade dos Mercados de Capitais da Arábia Saudita (Saudi Arabian Capital Market Authority), de acordo com o número de licença 08104-37 datado de 23/03/1429H, correspondente a 21/03/2008AD. A sede do Credit Suisse Saudi Arabia é King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arábia Saudita. Website: https://www.credit-suisse.com/sa. Nos termos das Regras sobre a Oferta de Valores Mobiliários e Obrigações Correntes, este documento não pode ser distribuído no Reino, exceto às pessoas autorizadas ao abrigo das Regras sobre a Oferta de Valores Mobiliários e Obrigações Correntes emitidas pela Autoridade do Mercado de Capitais. A Autoridade do Mercado de Capitais não faz qualquer declaração quanto à exatidão ou integridade deste documento e renuncia expressamente a qualquer responsabilidade por qualquer perda resultante de, ou incorrida com base em, qualquer parte deste documento. Os potenciais compradores dos valores mobiliários aqui oferecidos devem realizar as suas próprias diligências quanto à exatidão das informações relacionadas com os valores mobiliários. Se não compreender o conteúdo deste documento, deverá consultar um consultor financeiro autorizado. Nos termos dos Regulamentos do Fundo de Investimento, este documento não pode ser distribuído no Reino Unido, exceto às pessoas autorizadas ao abrigo dos Regulamentos do Fundo de Investimento emitidos pela Autoridade do Mercado de Capitais. A Autoridade do Mercado de Capitais não faz qualquer declaração quanto à exatidão ou integridade deste documento e renuncia expressamente a qualquer responsabilidade por qualquer perda resultante de, ou incorrida com base em, qualquer parte deste documento. Os potenciais subscritores dos valores mobiliários aqui oferecidos devem realizar as suas próprias diligências quanto à exatidão das informações relacionadas com os valores mobiliários. Se não compreender o conteúdo deste documento, deverá consultar um consultor financeiro autorizado. **África do Sul:** Estas informações estão sendo distribuídas pela Credit Suisse AG, que está registrada como uma prestadora de serviços financeiros na Financial Sector Conduct Authority na África do Sul sob o número FSP 9788 e/ou pela Credit Suisse (UK) Limited, que está registrada como uma prestadora de serviços financeiros na Financial Sector Conduct Authority na África do Sul sob o número FSP 48779. **Espanha:** Este documento é um material de marketing e é fornecido por Credit Suisse AG, Sucursal en España, entidade jurídica registada na Comisión Nacional del Mercado de Valores, para fins informativos. É dirigido exclusivamente ao destinatário para uso pessoal e, de acordo com a regulamentação em vigor, não pode de forma alguma ser considerado como uma oferta de valores mobiliários, aconselhamento pessoal de investimento ou qualquer recomendação geral ou específica de produtos ou estratégias de investimento com o objetivo de realizar qualquer operação. O cliente será considerado responsável, em todos os casos, por tomar quaisquer decisões sobre investimentos ou desinvestimentos, pelo que assume toda a responsabilidade pelos benefícios ou perdas resultantes das operações que o cliente decide realizar com base nas informações e opiniões incluídas neste documento. Este documento não é o resultado de uma análise ou investigação financeira e, portanto, não está sujeito aos regulamentos em vigor que se aplicam à realização e distribuição de investigação financeira, nem o seu conteúdo cumpre os requisitos legais de independência da investigação financeira. **Turquia:** As informações de investimento, os comentários e as recomendações aqui contidos não se inserem no âmbito da atividade de consultoria de investimentos. Os serviços de consultoria de investimentos são fornecidos pelas instituições autorizadas às pessoas de forma personalizada e considerando as preferências de risco e de rendimento das pessoas. Em vez disso, os comentários e conselhos aqui incluídos são de natureza geral. Como tal, as recomendações podem não se adequar ao seu estado financeiro ou às suas preferências de risco e de rendimento. Por esse motivo, efetuar uma decisão de investimento baseando-se apenas nas informações aqui fornecidas poderá não gerar resultados adequados às suas expectativas. Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regulado pelo Capital Markets Board (Comissão de Mercados de Capital) da Turquia, com endereço registrado em Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/Istambul-Turquia. **Reino Unido:** Este material é publicado pelo Credit Suisse (UK) Limited. O Credit Suisse (UK) Limited, está autorizado pela Autoridade de Regulação Prudencial e regulado pela Autoridade de Conduta Financeira e pela Autoridade de Regulação Prudencial. Caso este material seja distribuído no Reino Unido por uma entidade offshore não isenta no âmbito da Lei de Mercados e Serviços Financeiros de 2000 (Promoção Financeira) Ordem 2005, o seguinte será aplicado: Na medida do que é comunicado no Reino Unido ("UK") ou capaz de produzir efeito no Reino Unido, este documento constitui uma promoção financeira aprovada pela Credit Suisse (UK) Limited, autorizada pela Autoridade de Regulação Prudencial e regulada pela Autoridade de Conduta Financeira e pela Autoridade de Regulação Prudencial para a conduta da atividade de investimento no Reino Unido. O endereço registrado da Credit Suisse (UK) Limited é Five Cabot Square, London, E14 4QR. Note-se que os requisitos da lei de 2000 relativa aos serviços e mercados financeiros (Financial Services and Markets Act 2000) do Reino Unido relativos à proteção de clientes não profissionais não serão aplicáveis a si, e que qualquer potencial compensação disponibilizada a "requerentes elegíveis" pelo FSCS (fundo de compensação de último recurso do Reino Unido) também não estará disponível para si. O tratamento fiscal depende das circunstâncias individuais de cada cliente e pode estar sujeito a alterações no futuro.

ESTADOS UNIDOS: NEM ESTE RELATÓRIO NEM QUALQUER CÓPIA DO MESMO PODEM SER ENVIADOS, TRANSPORTADOS NEM DISTRIBUÍDOS NOS ESTADOS UNIDOS, NEM SER DADOS A QUALQUER PESSOA DOS EUA (NO SENTIDO DO REGULAMENTO S, AO ABRIGO DA U.S. SECURITIES ACT (LEI DOS VALORES MOBILIÁRIOS DOS EUA) DE 1933, MODIFICADA).

Este relatório não pode ser reproduzido parcial ou totalmente sem a autorização escrita do Credit Suisse. Copyright © 2021 Credit Suisse Group AG e/ou suas filiais. Todos os direitos reservados.

21C014A_IS

Editorial

Editor-chefe

Philipp Lisibach
Head of Global Investment Strategy

Chefe de redação

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Global Head of Economics & Research and CIO IWM

Apoio editorial

Catherine McLean Trachsler
Christa Jenni
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

Gestão de projeto

Camilla Damm Leuzinger
Claudia Biri
Serhat Günes

Fechamento da redação

15 de novembro de 2021

Design

LINE Communications AG

Traduções

Credit Suisse Language & Translation Services

Para mais informações:

credit-suisse.com/investmentoutlook

Fontes de imagens

nadla/GettyImages (capa, p. 1, p. 2, p. 16–17, p. 68);
Credit Suisse (p. 7, p. 9);
Roberto Moiola/Sysaworld/GettyImages (p. 14–15);
Mlenny/GettyImages (p. 30–31);
Paul Souders/GettyImages (p. 58–59);
the_burtons/GettyImages (p. 60)

Autores/colaboradores

James Sweeney
Global Economics & RCIO Americas

Neville Hill
Head of European Economics

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

David Sneddon
Head of Global Technical Analysis

Tobias Merath
Head of Wealth Content Strategy

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX and Commodity Strategy

Marc Häfliger
Head of Global Equity Strategy

David Wang
Head of China Economics

Jelena Kucenko
Head of Global Alternative Investments Strategy

Jessie Gisiger
Head of Global Credit Strategy and Investment Themes

Stefan Graber
Head of Global Commodity Strategy

Karsten Linowsky
Head of Global Currency Strategy

Claude Maurer
Chief Economist Switzerland

Anand Datar
Alternative Investments Strategist

Sarah Leissner
Alternative Investments Strategist

Rasmus Rousing
Equity Strategist

Laura Smith
Equity Strategist

Sunny Chabriya
Equity Strategist

Satish Aluri
Equity Strategist

Florence Hartmann
Emerging Market Bonds & FX Strategist

Angela Saxby Robbins
Senior Sustainable Investing Specialist

Nicole Neghaiwi
Sustainable Investing Specialist

CREDIT SUISSE

credit-suisse.com

© 2021, CREDIT SUISSE

2532376 LJCC 11.2021