

INSIGHT

ANÁLISE DE MERCADO TRIMESTRAL

T1 2022

DESTAQUES DESTA EDIÇÃO:



ESTRATÉGIA GLOBAL DE ALOCAÇÃO DE ATIVOS



SELEÇÃO GLOBAL DE VALORES MOBILIÁRIOS



ALOCAÇÃO DE ATIVOS REGIONAIS



CONSTRUÇÃO DE PORTFÓLIO REGIONAL

Perspectiva mais positiva após a quarta onda da Covid-19

VISÃO GERAL

A incerteza da Covid-19 dá lugar a melhores perspectivas

REINO UNIDO

Risco de estagflação

AMÉRICA LATINA

Política e pandemia

FOCO ESPECIAL

Ficando sem funcionários?

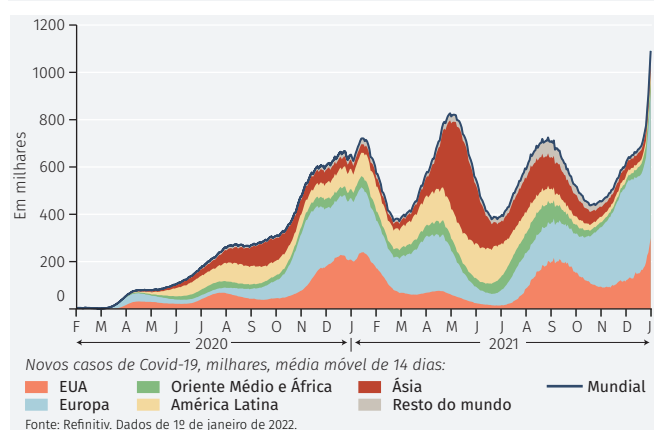
VISÃO GERAL

Embora as preocupações relacionadas à Covid-19 estejam presentes na primeira parte do ano, estamos, em geral, otimistas quanto à perspectiva de crescimento econômico global em 2022. Com taxas de inflação que devem cair, o cenário econômico permanece, benigno.

Quarta onda global da Covid-19

No início de 2022, a preocupação global predominante será provavelmente, mais uma vez, um aumento nos casos de Covid-19 – a quarta onda desse tipo (veja a Figura 1). O crescimento econômico global já foi atingido no final de 2021, à medida que a variante Ômicron se espalhou, algumas restrições foram impostas e o sentimento do consumidor foi afetado negativamente. No entanto, os impactos variaram bastante de país para país. A Europa foi a mais atingida das economias desenvolvidas. O crescimento econômico dos EUA, por outro lado, parece ter permanecido relativamente estável.¹

1. Quarta onda da Covid-19

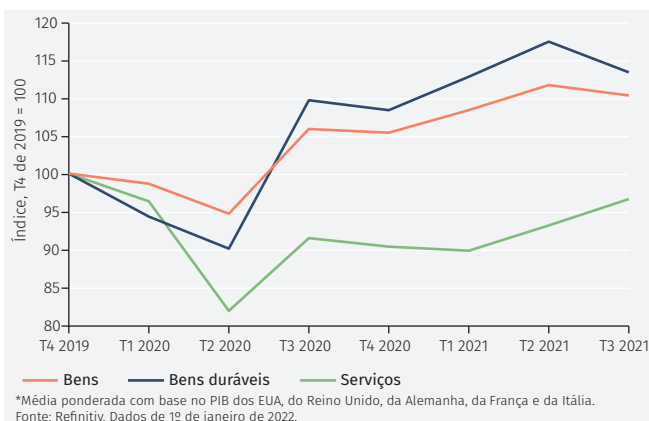


Até certo ponto, a economia mundial se acostumou a lidar com a Covid-19. O crescimento econômico global desacelerou muito rapidamente na primeira onda da pandemia desde março de 2020, mas tem sido mais resiliente em surtos subsequentes. O potencial para uma recuperação mais adiante em 2022 permanece e vemos um crescimento geral do PIB de cerca de 4,5% nas economias desenvolvidas e ligeiramente mais rápido nas economias emergentes.

Economias e gastos

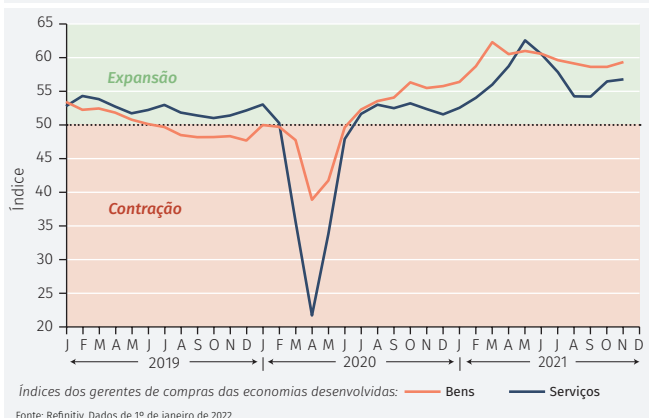
Essa avaliação é baseada em três desdobramentos previstos. Primeiro, vemos uma recuperação nos gastos dos consumidores com serviços, como entretenimento, viagens e eventos ao vivo. Nas principais economias desenvolvidas, os dados mais recentes (até o terceiro trimestre de 2021) mostram que esses gastos ainda estão abaixo de seu nível pré-pandêmico (veja a Figura 2). Os consumidores têm a capacidade de gastar, dada a economia das famílias que se acumularam durante a pandemia e o aumento da riqueza devido aos aumentos do preço de ativos. Nos EUA, por exemplo, o patrimônio líquido das famílias era de US\$ 144,7 trilhões no final do terceiro trimestre de 2021, quase 25% mais alto do que os níveis imediatamente anteriores à pandemia. O grau em que isso se traduz em gastos mais elevados depende, naturalmente, da confiança do consumidor e da disposição a pagar. Os dados de pesquisas de gerentes de compras mostraram alguma melhora no setor de serviços antes da disseminação

2. Gastos dos consumidores em economias desenvolvidas*



da variante Ômicron (veja a Figura 3), sugerindo que tais gastos já estavam começando a se recuperar. Resta saber quão resiliente será essa tendência, mas estamos otimistas. Os consumidores e muitas empresas aprenderam, em grande medida, a conviver com a Covid-19; esperamos um aumento das taxas de vacinação nos países atrasados; a implementação de novas terapias, em especial, uma pílula contra a Covid-19, o que é provável em 2022.

3. PMIs de economias desenvolvidas: bens e serviços



Em segundo lugar, esperamos um alívio nas pressões das cadeias de suprimentos, permitindo que a demanda reprimida por alguns bens seja atendida e os estoques reconstruídos. Os setores de automóveis e de eletrônicos de consumo são duas áreas em que essas pressões têm sido mais intensas.

Em terceiro lugar, a necessidade de gastos com infraestrutura verde é substancial. Para atingir o objetivo de emissões líquidas de carbono zero até 2050, esses gastos são estimados em US\$ 4 trilhões por ano para o próximo quarto de século, totalizando US\$ 100 trilhões. O fato de que os rendimentos de títulos públicos, tanto em termos nominais quanto reais, permanecem tão baixos

¹ A previsão do GDPNow do Federal Reserve Bank of Atlanta, em 4 de janeiro de 2022, é de 7,4% de crescimento anualizado no quarto trimestre de 2021. <https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow>

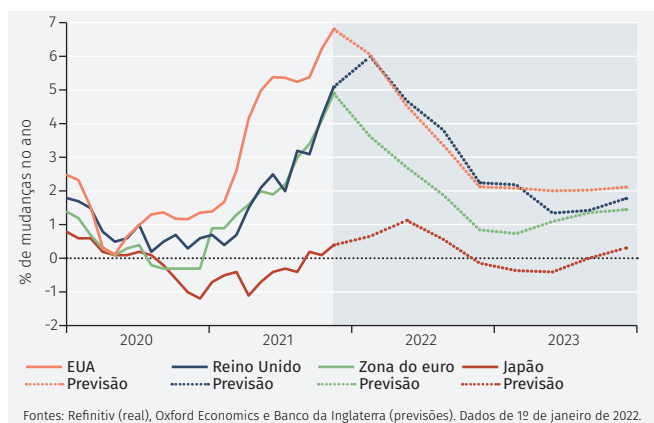
VISÃO GERAL

sugere que ainda há um acúmulo global de economias que podem ser utilizadas para satisfazer essas necessidades de gastos com infraestrutura.

Baixos rendimentos de títulos públicos e estagnação secular

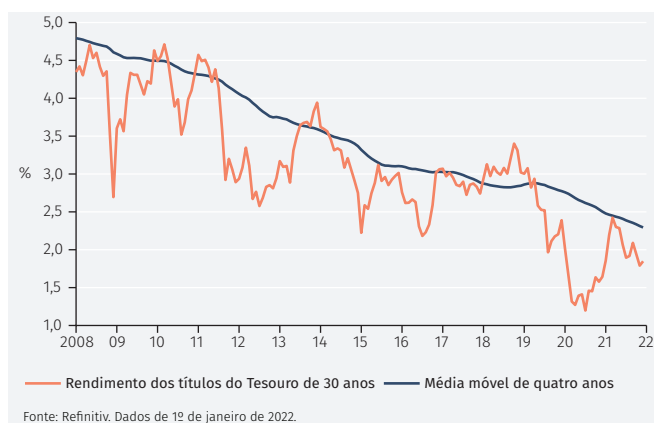
Os rendimentos de títulos também indicam que não se espera que as taxas de inflação permaneçam altas. O pico das taxas de inflação é esperado no primeiro trimestre, com taxas então caindo para 2% (veja a Figura 4).

4. Taxas de inflação das economias desenvolvidas



Os rendimentos de títulos públicos de muito longo prazo, como o rendimento do Tesouro dos EUA de 30 anos, que não pode ser explicado pelas tendências de inflação em apenas um ou dois anos, têm apresentado tendência de queda ao longo de diversos anos (veja a Figura 5). Isso pode ser tomado não apenas como uma indicação de um acúmulo global de economias, mas também de forças deflacionárias seculares. Se essa for a interpretação correta, após a recuperação em 2021 e 2022, espera-se que o crescimento global retorne à sua taxa relativamente baixa pré-pandemia (2% ou menos para as principais economias desenvolvidas).

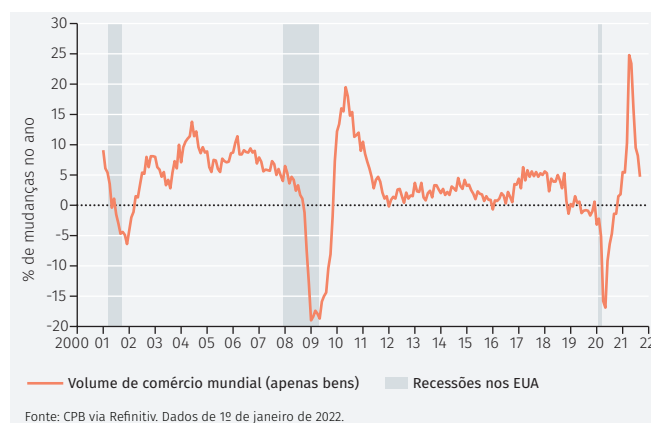
5. Rendimento dos títulos do Tesouro de 30 anos dos EUA



Globalização e economias emergentes

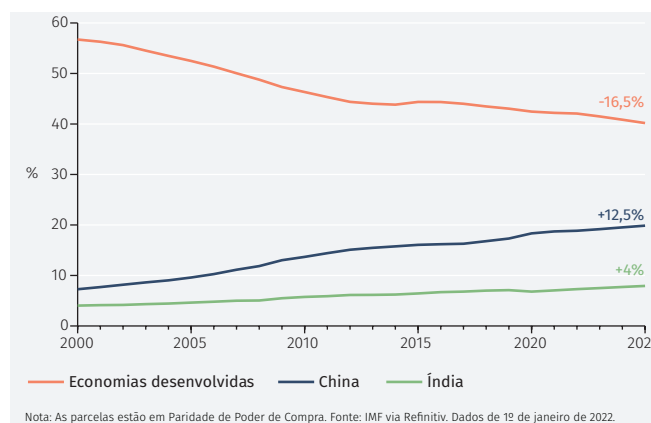
Duas outras grandes perguntas a longo prazo sobre a economia global também são pertinentes. Primeiro, se a globalização está ameaçada, em especial, como resultado da tendência de reshoring da produção. A nossa opinião é que existem limites na medida em que isso pode acontecer, especialmente devido à falta de mão de obra especializada nos países que procuram reshoring (veja *Foco Especial*, página 11) e à natureza complexa das cadeias de suprimento globais. É provável que o comércio global de bens continue a crescer a uma taxa semelhante àquela observada no período de 2012-2019 (veja a Figura 6), com potencial para um crescimento mais rápido dos serviços.

6. Crescimento do comércio mundial



Segundo, se as economias emergentes continuarão a ter importância para impulsionar o crescimento global. Na prática, apenas duas economias emergentes – a Índia e a China – respondem por todo o declínio da participação das economias desenvolvidas no PIB Global desde 2000 (veja a Figura 7). Estamos otimistas de que outras economias emergentes, impulsionadas pela adoção de tecnologias digitais, poderão agora alcançar seus pares.

7. Parcelas do PIB mundial



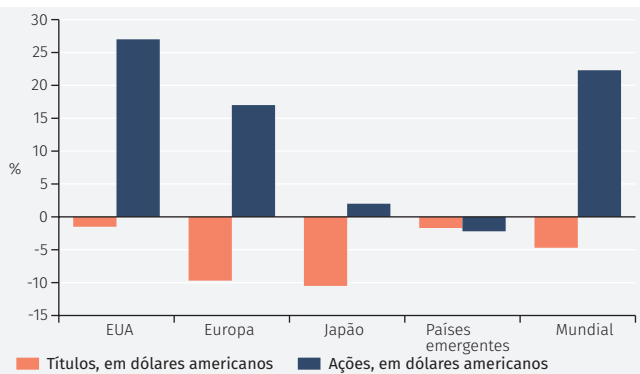
DESEMPENHO DO MERCADO DE ATIVOS

2021 apresentou fortes retornos nos mercados mundiais de ações, liderado pelos EUA. O dólar americano apresentou fortalecimento em relação à maioria das moedas. Os mercados de títulos estavam sob pressão de aumento nos rendimentos, refletindo as preocupações com a inflação.

Desempenho do mercado de ativos

Os mercados de ações mundiais registraram ganhos de 22,3% em 2021 (veja a Figura 8), com base no retorno total do MSCI World Index em dólares americanos. Em contrapartida, os retornos do mercado de títulos globais foram negativos, na ordem de -4,7% com base no Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.² Em quase todos os mercados, os retornos em moeda local foram comprometidos, em dólares americanos, pela desvalorização da moeda.

8. Desempenho do mercado de ativos

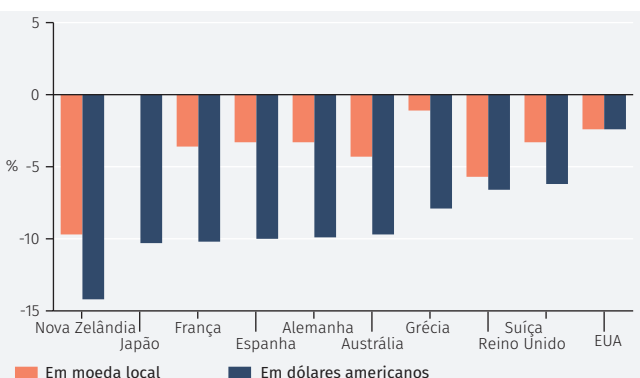


Fontes: Barclays Bloomberg (títulos); MSCI (ações). Dados de doze meses até 31 de dezembro de 2021. O desempenho do passado não é necessariamente um indicador para o futuro.

Mercados de títulos

Registrou-se um aumento geral das taxas de rentabilidade dos títulos de longo prazo (e uma consequente redução nos preços) em 2021. Os rendimentos de 10 anos aumentaram 59 pontos-base para 1,50% nos EUA e 40 pontos-base para uma taxa ainda negativa de -0,18% na Alemanha (veja a Figura 9). A Nova Zelândia apresentou o maior aumento, com rendimentos que aumentaram 131 pontos-base para 2,4%. Esses aumentos foram predominantemente impulsionados por preocupações sobre a persistência de inflação

9. Retornos do mercado de títulos



Fonte: Refinitiv. Retorno total dos títulos de referência de 10 anos. Dados de doze meses até 31 de dezembro de 2021. O desempenho do passado não é necessariamente um indicador para o futuro.

mais alta e aumentos futuros nas taxas de juros da política do banco central.

No Reino Unido, os rendimentos de 10 anos aumentaram mais do que nos EUA e a libra esterlina também mostrou um enfraquecimento modesto em relação ao dólar americano. Devido ao enfraquecimento do iene japonês, retornos zerados na moeda local se traduziram em retornos acentuadamente negativos em dólares americanos.

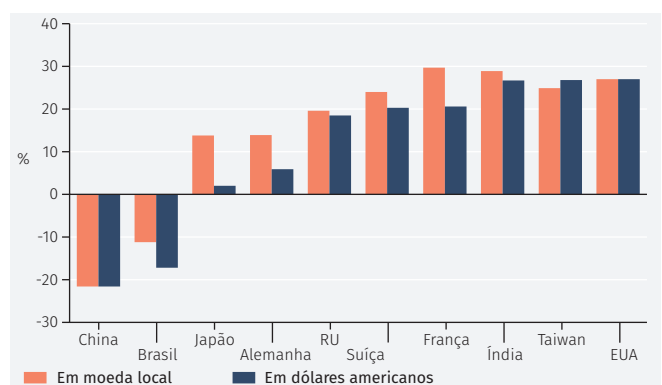
Em todos os mercados de títulos da zona do euro e, em maior proporção na Suíça, os retornos em dólares americanos foram comprometidos pelo enfraquecimento da moeda local.

Mercados de ações

Nos principais mercados desenvolvidos, as ações dos EUA produziram os retornos mais fortes, totalizando 27% em 2021 (veja a Figura 10). As empresas de tecnologia foram um importante impulsionador dos retornos dos EUA, bem como no forte desempenho de Taiwan. Na Europa, uma divergência notável foi o desempenho mais forte da França e da Suíça em comparação com a Alemanha, em grande parte devido à composição diferente dos seus índices de ações (os índices francês e suíço têm uma alta composição de bens de luxo e empresas farmacêuticas, respectivamente).

Embora os retornos das ações japonesas tenham alcançado 13,8% (em ienes), o enfraquecimento da moeda indicou que tais retornos foram reduzidos para apenas 2,0% se representados em dólares americanos. Nos principais mercados emergentes, a Índia obteve o desempenho mais forte, mas os retornos na China foram fracos. As preocupações sobre a estrutura regulatória e as perspectivas para o setor imobiliário pesaram no mercado chinês, em especial a partir do meio do ano.

10. Retornos do mercado de ações



Fonte: MSCI. Dados de doze meses até 31 de dezembro de 2021. O desempenho do passado não é necessariamente um indicador para o futuro.

² O índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond é uma referência de dívida pública e corporativa de grau de investimento por parte de emissores em mercados desenvolvidos e emergentes em 24 países.

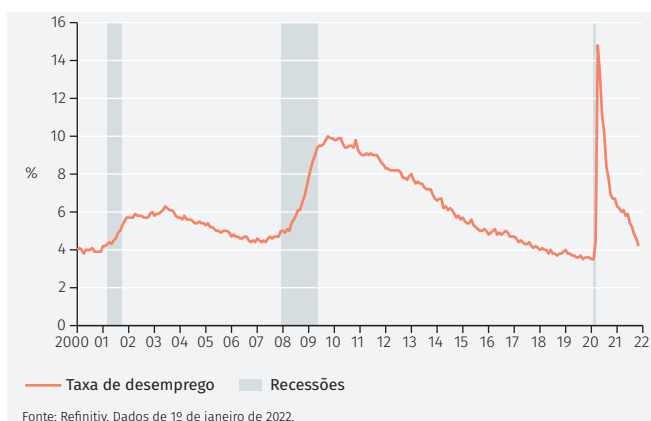
ESTADOS UNIDOS

A economia dos EUA teve uma forte recuperação pós-Covid-19, mais claramente no mercado de trabalho. Após alguns obstáculos no primeiro trimestre, veremos uma expansão contínua no restante de 2022.

Escassez no mercado de trabalho

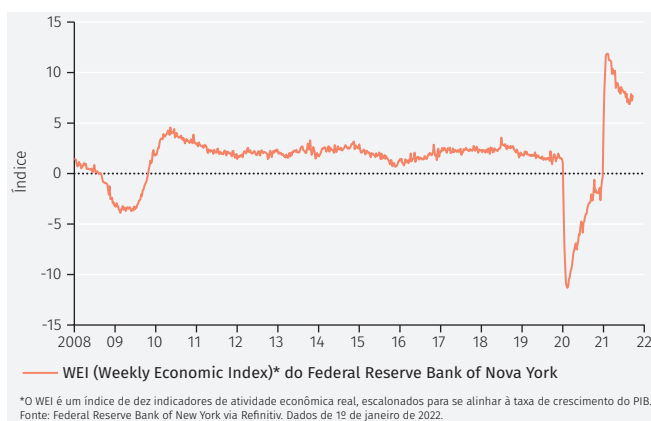
Talvez o sinal mais claro da recuperação pós-Covid-19 na atividade dos EUA seja o declínio acentuado da taxa de desemprego (veja a Figura 11). Em apenas 4,2% em novembro de 2021, a taxa está apenas um pouco acima de seu nível pré-pandêmico. Após a crise financeira global, foram necessários dez anos para que a taxa de desemprego voltasse ao seu nível pré-crise. O ajuste muito mais rápido pode ser visto como um testemunho da flexibilidade do mercado de trabalho dos EUA. Por exemplo, à medida que as vendas do varejo passaram a ser on-line, as vagas de emprego em lojas físicas varejistas diminuíram enquanto que o número de empregos em armazenamento e fabricação aumentou. No entanto, isso também reflete um declínio na taxa de participação – há menos trabalhadores –, um assunto que abordamos na seção *Foco Especial*, na página 11.

11. Taxa de desemprego nos Estados Unidos



A rápida reação da política à pandemia – a mudança para taxas de juros próximas de zero, as compras massivas de ativos pelo Fed e apoio fiscal direto – tem, no entanto, desempenhado claramente um papel importante. Esse apoio será reduzido em 2022 e representa um risco para o crescimento dos EUA.

12. Índice econômico semanal dos EUA



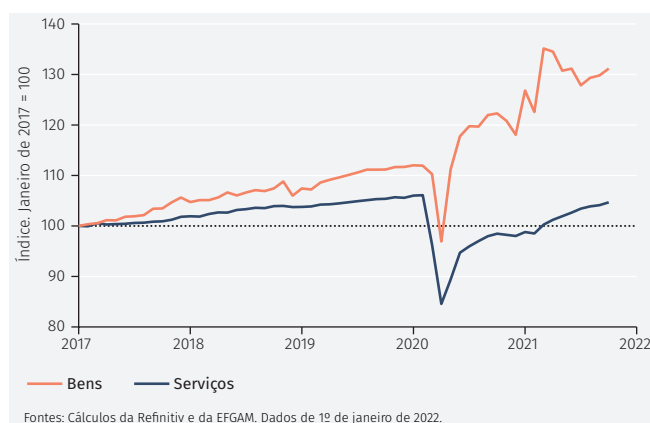
*O WEI é um índice de dez indicadores de atividade econômica real, escalonados para se alinhar à taxa de crescimento do PIB. Fonte: Federal Reserve Bank of New York via Refinitiv. Dados de 1º de janeiro de 2022.

O crescimento se mantém, mas há desafios para 2022

Há três outros riscos para o crescimento dos EUA, variando ao longo de sua duração. Num futuro próximo, o impacto da propagação da variante Ômicron da Covid-19 pode afetar tanto os gastos do consumidor quanto a produção. Até agora, os dados econômicos de alta frequência sugerem apenas uma modesta desaceleração da taxa de crescimento real dos EUA até o final de 2021 (veja a Figura 12). Em geral, é provável que o último trimestre do ano apresente uma forte expansão econômica. Mas a única coisa certa sobre a Covid-19 é sua imprevisibilidade.

Olhando mais adiante em 2022, vemos uma recuperação nos gastos dos consumidores com serviços, como viagens, turismo, participação em eventos ao vivo e cuidados pessoais. Esses gastos ainda estão abaixo de seus níveis pré-Covid-19 (veja a Figura 13), enquanto as despesas com bens e, em especial, bens duráveis são muito mais elevadas; mas existe o risco de que essa recuperação dos gastos com serviços possa ser adiada para mais adiante no ano.

13. Tendência de gastos do consumidor nos EUA



A terceira preocupação é que, após uma recuperação da atividade em 2022, os EUA podem retornar a uma taxa de crescimento mais baixa. Entre 2012 e 2019, a taxa de crescimento anual média foi de cerca de 2%, uma taxa prevista, em termos gerais, devido à produtividade a longo prazo e às tendências demográficas.

Mais improvável, o "risco de cauda" é que a inflação permaneça elevada por mais tempo do que o esperado e sejam necessárias restrições mais severas pelo Fed dos EUA para retomar seu controle. Muito mais provável, na nossa opinião, é que a inflação diminua mais tarde em 2022 e que a necessidade de restrições pelo Fed seja modesta – talvez menos do que os três aumentos de 25 pontos-base na taxa dos Fundos do Fed, que o mercado estava descontando no início de 2022.

REINO UNIDO

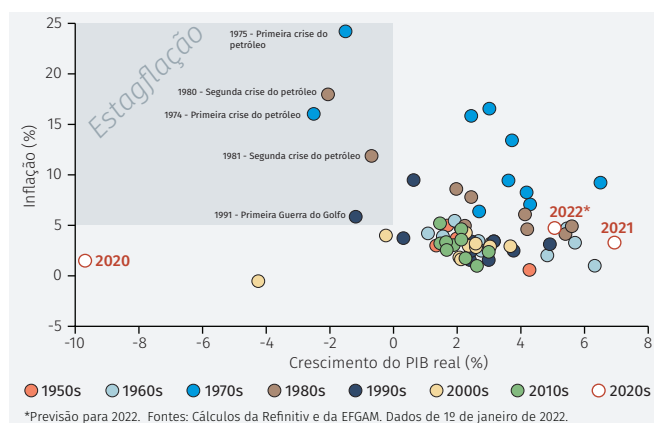
Houve estagflação (ausência de crescimento ou contração no PIB real e inflação alta) no Reino Unido no passado. É um risco atual, embora provavelmente temporário.

A estagflação no passado

"Estagflação não é uma palavra que usamos", de acordo com Andrew Bailey, diretor do Banco da Inglaterra.³ O termo é, no entanto, usado, de forma generalizada, fora da instituição. Ele se refere à combinação de estagnação na economia – sem crescimento ou contração do PIB real – e inflação elevada.

Houve estagflação no Reino Unido (veja a Figura 14) em três períodos: 1974 e 1975; 1980 e 1981; e 1991. Os dois primeiros estavam relacionados às crises do petróleo, quando os preços subiram em cerca de 300% e 200%, respectivamente; o terceiro período, no momento da primeira Guerra do Golfo, teve um aumento menor do preço do petróleo (34%).

14. Estagflação no Reino Unido



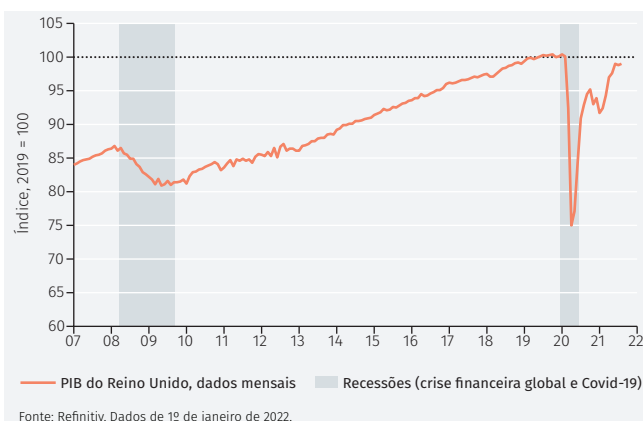
Dado o aumento de 270% nos preços do petróleo entre a baixa em 2020 e o pico em 2021, existe, assim, um risco de estagflação novamente. A correlação não é uma causa, é claro. Os monetaristas apontariam que esses períodos de alta inflação no passado foram precedidos por um rápido crescimento monetário. Mas os antecedentes também incluíam uma política fiscal mais branda e uma taxa de câmbio enfraquecida da libra esterlina.

A ameaça atual

A ameaça atual de estagflação é evidente considerando previsões de curto prazo. É altamente provável que o impacto no crescimento do PIB decorrente da variante Ômicron da Covid-19 faça com que o PIB diminua entre novembro e dezembro de 2021 e, muito provavelmente, ele também caia entre o último trimestre de 2021 e o primeiro trimestre de 2022. Isso significaria que o Reino Unido continuaria abaixo de seu nível pré-pandêmico do PIB (veja a Figura 15) no início do ano.

O Banco da Inglaterra prevê agora que a inflação irá atingir 6% no primeiro trimestre. Existem pressões claras relativas aos custos, não apenas devido aos preços mais elevados do petróleo, mas também pela escassez do mercado de trabalho (veja a Figura 16)

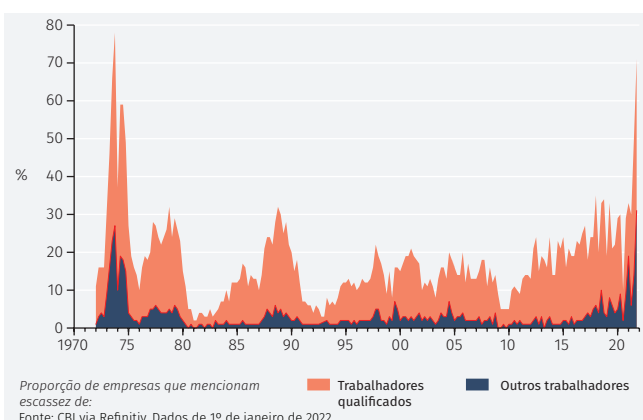
15. PIB mensal no Reino Unido



e de problemas na cadeia de suprimentos. Como no passado, os antecedentes incluem um rápido crescimento monetário, um aumento do déficit fiscal do governo e um enfraquecimento da libra esterlina. Portanto, em algum momento no início de 2022, o alinhamento dos registros de crescimento e inflação provavelmente enquadrarão o Reino Unido como uma nação em estagflação.

No entanto, para 2022 como um todo, o rápido crescimento do PIB e alguns recuos na inflação (o consenso das previsões indica uma variação média anual de 5% em ambas as medidas) são fortes indicadores de que a palavra que o Banco da Inglaterra não utiliza não precisará ser empregada.

16. Escassez de mão de obra limitando a produção



³ Entrevista coletiva do Relatório de Política Monetária, 4 de novembro de 2021. <https://tinyurl.com/2bket9ps>. Ben Broadbent, vice-diretor da Política Monetária, preferiu a descrição "um clássico choque de indução de trade-off" para explicar o aumento da inflação e a queda do PIB em decorrência dos preços mais elevados do petróleo.

ZONA DO EURO

Os desafios sempre evidentes na gestão da política monetária para o grupo diversificado de estados-membros da zona do euro são agravados pelas taxas de inflação elevadas e divergentes e por um grande hiato do produto.

A inflação alcançou uma alta recorde na zona do euro

A principal taxa de inflação dos preços ao consumidor da zona do euro aumentou para 4,9% em novembro de 2021, a mais elevada desde a formação do euro em 1999. No entanto, excluindo os preços da energia e dos alimentos (não processados), a taxa não foi nem metade desse valor, totalizando 2,4% (veja a Figura 17). Essas medidas são utilizadas por bancos centrais com base na opinião de que a exclusão de componentes voláteis, como os alimentos e a energia, proporciona uma melhor avaliação das tendências subjacentes.

17. Inflação principal e subjacente na zona do euro



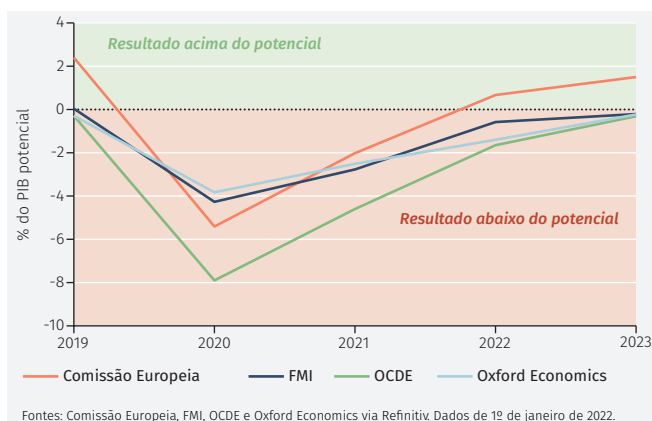
Se a taxa de 2,4% for, de fato, mais representativa da inflação subjacente, ela está amplamente em conformidade com a meta simétrica de 2% do Banco Central Europeu (introduzida em julho de 2021). Embora essa mudança de meta, em relação à formulação anterior de "menos de 2%, mas próximo disso" possa ser vista como trivial, consideramos que é importante. Em particular, isso significa que uma inflação temporariamente acima de 2% é aceitável.⁴

Dois preocupações

Mesmo assim, há duas preocupações em relação às perspectivas de inflação.

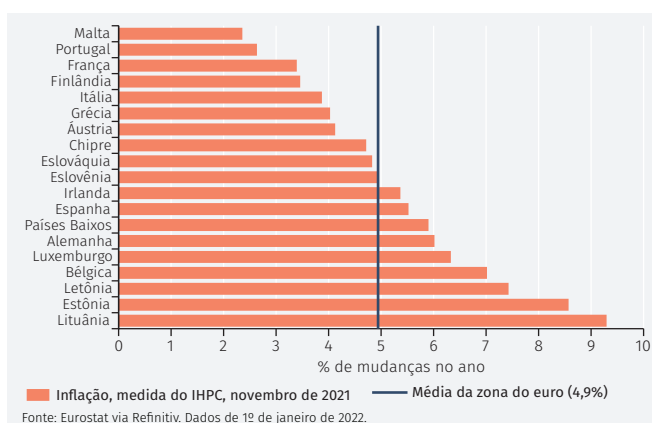
Em primeiro lugar, o PIB da zona do euro continua abaixo do potencial. As estimativas variam, com as quatro medidas exibidas na Figura 18 colocando o resultado entre 2% e 4,5% abaixo do potencial em 2021. Todas, exceto uma das quatro estimativas, indicam que o hiato irá persistir tanto em 2022 quanto em 2023. Normalmente, espera-se que um hiato de produto dessa magnitude produza uma pressão de queda na inflação. Portanto, a taxa subjacente atual de mais de 2% é mais preocupante do que parecia inicialmente. Além disso, as estimativas do hiato de produção variam amplamente entre os 19 estados-membros da zona do euro, com alguns já acima do potencial (os Países Bálticos e a Eslovênia) e vários grandes estados-membros (Itália e França, em particular) previstos para ficar acima do potencial em 2023.

18. Estimativas de hiato do produto na zona do euro



Em segundo lugar, refletindo em parte a divergência dos hiatos de produto, a divergência nas taxas de inflação é a mais ampla que já existiu desde a criação do euro (veja a Figura 19). Nos Países Bálticos, as taxas de inflação mais recentes estão entre 7% e 9%; a taxa está pouco acima de 2% em Malta e Portugal.

19. Dispersão da inflação na zona do euro



Talvez por ter consciência dos erros em políticas que cometeu no passado – em especial, o aumento das taxas de juro em julho de 2008 quando os preços do petróleo atingiram um pico temporário e pouco antes do início da crise financeira global –, é altamente provável que o BCE mantenha a sua política monetária acomodatória durante 2022.

Especificamente, é provável que as compras de ativos continuem ao longo de 2022, absorvendo quase todas as novas emissões líquidas de títulos públicos.

⁴ The ECB's New Framework: The Bright Spots Are in the Grey Areas, Stefan Gerlach, <https://tinyurl.com/2zuj338a>

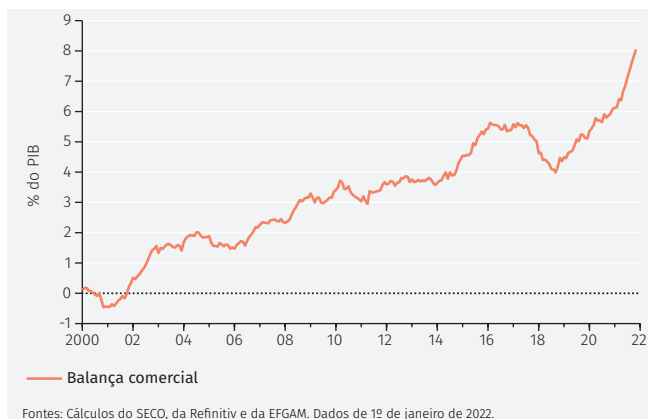
SUIÇA

A recuperação econômica suíça continua. Espera-se que o PIB do país cresça mais de 3,5% em 2021 e cerca de 3% em 2022. As perspectivas favoráveis são sustentadas pelo fortalecimento do comércio internacional e de uma política monetária acomodatória.

Ampliação do superávit comercial

A Suíça, uma pequena economia aberta, é muito sensível ao comércio internacional. Além disso, sua especialização na produção de produtos farmacêuticos e químicos torna suas exportações muito competitivas. Não surpreende que o superávit comercial suíço tenha atingido um recorde de CHF 58,2 bilhões, equivalente a 8,1% do PIB, nos doze meses até novembro de 2021 (veja a Figura 20). O rápido aumento das exportações sustenta o setor manufatureiro, que, até agora, conseguiu lidar com os problemas na cadeia global de suprimentos melhor do que a maioria dos parceiros comerciais da Suíça.

20. Suíça: balança comercial



Política expansionista do SNB

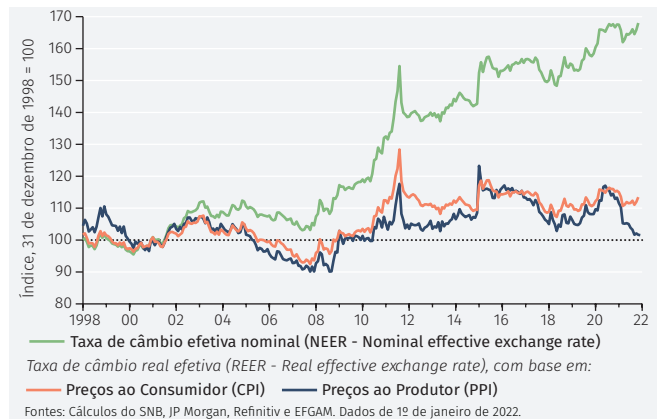
Apesar das perspectivas de crescimento favorável, o Banco Nacional Suíço (SNB) reconfirmou sua orientação de política monetária expansionista, com base nas taxas de juros negativas e na disponibilidade para intervir nos mercados cambiais estrangeiros para combater qualquer valorização excessiva do franco suíço.

O SNB revisou sua previsão de inflação para 2022, mas manteve as previsões para 2023 e 2024 inalteradas, em 1% a.a. Espera-se, portanto, que a inflação durante o horizonte relevante para a política permaneça no limite inferior da faixa de 0-2% que o SNB usa para definir a estabilidade de preços. Isso reflete a expectativa de que os preços de energia e os problemas da cadeia de suprimentos se tornem moderados com o passar do tempo. Assim, o SNB sinalizou que não sofre muita pressão para mudar a política monetária por algum tempo.

Além disso, o Presidente Jordan explicou que o impacto do aumento do franco foi atenuado pela inflação elevada em outros países, de modo que a taxa de câmbio real, ajustada pela inflação dos preços ao consumidor, permaneceu praticamente inalterada desde o início da pandemia (veja a Figura 21).

⁵ O PPI é considerado por ser um substituto oportuno para os preços de exportação e estar disponível em uma frequência mensal para a maioria das economias.
⁶ Com base na Paridade de Poder de Compra (PPP).

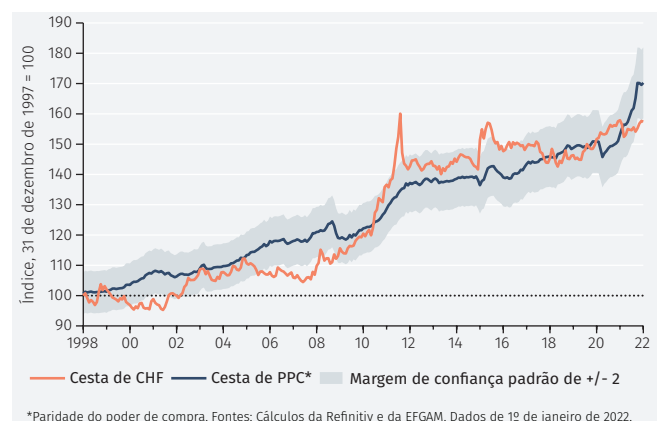
21. Índices de taxa de câmbio do franco suíço



Taxa de câmbio do franco suíço

No entanto, o cenário é diferente quando se considera os diferenciais de preços ao produtor.⁵ Nesse contexto, o franco sofreu uma desvalorização de 7,5% desde o início da pandemia, retornando aos níveis observados no final dos anos 90. Além disso, a recente intensificação do diferencial de inflação dos preços ao produtor entre a Suíça (3,3% em novembro) e a zona do euro (21,9% em outubro) e os EUA (13,6% em novembro) sugere que a taxa de câmbio de equilíbrio estimada do franco suíço⁶ aumentou substancialmente em relação a uma cesta composta pelo dólar americano e pelo euro (veja a Figura 22). Isso sugere que o franco suíço pode se fortalecer ainda mais e que alcançar a paridade na taxa de câmbio EUR/CHF é apenas uma questão de tempo.

22. Cesta de taxa de câmbio do franco suíço e PPP*



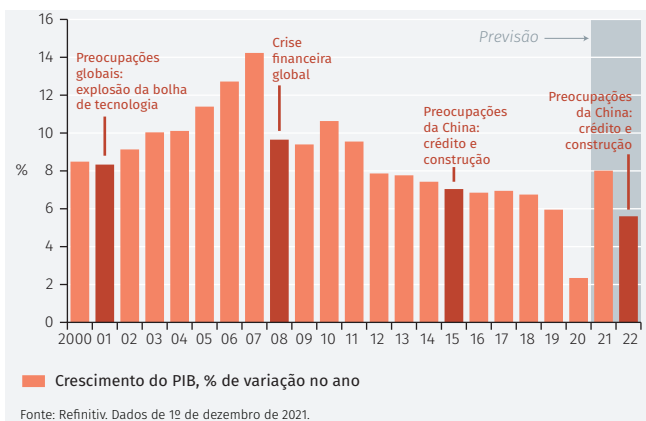
ÁSIA

Nas últimas duas décadas, tem havido preocupações recorrentes sobre as perspectivas de crescimento econômico da China. As tendências de crédito, construção e da Covid-19 são as preocupações atuais de curto prazo. Questões de longo prazo estão relacionadas a tendências demográficas e governança.

China: preocupações recorrentes

Há preocupações recorrentes sobre as perspectivas de crescimento da China nas últimas duas décadas (veja a Figura 23). Algumas ameaças têm sido externas (como a crise financeira global), enquanto outras têm sido de natureza mais doméstica. Cada vez, as preocupações foram exageradas. A China, especialmente com uma manipulação habilidosa das definições de políticas, conseguiu evitar uma desaceleração acentuada.

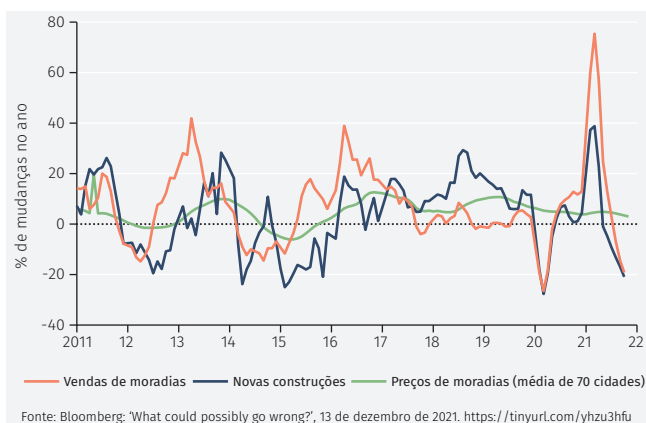
23. Crescimento da China: preocupações recorrentes



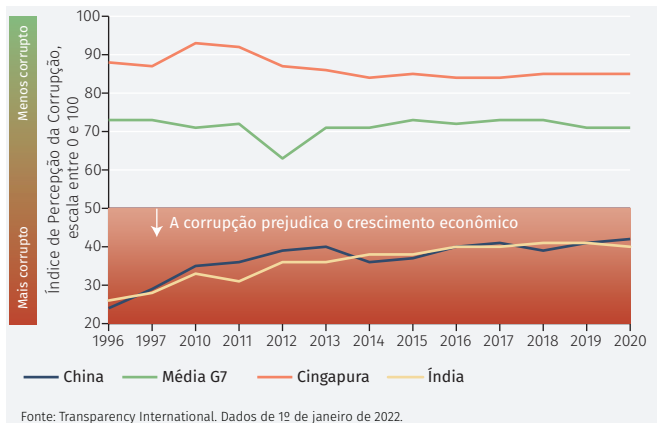
Desta vez, há questões de curto prazo e de longo prazo mais profundas. A estratégia "Covid zero" da China envolve vacinação em massa, ação imediata e rigorosa para conter eventuais surtos e restrições duras para viagens para dentro e para fora do país. Se forem necessários repetidos lockdowns e restrições de viagem, por talvez as vacinas não serem tão eficazes contra novas variantes da Covid, então o comércio e o crescimento serão afetados.

Essa é a principal preocupação do setor de habitação, onde as vendas e as novas construções estão agora sofrendo uma acentuada retração (veja a Figura 24).

24. China: vendas de moradias, construção e preços



25. Percepções da corrupção na Ásia



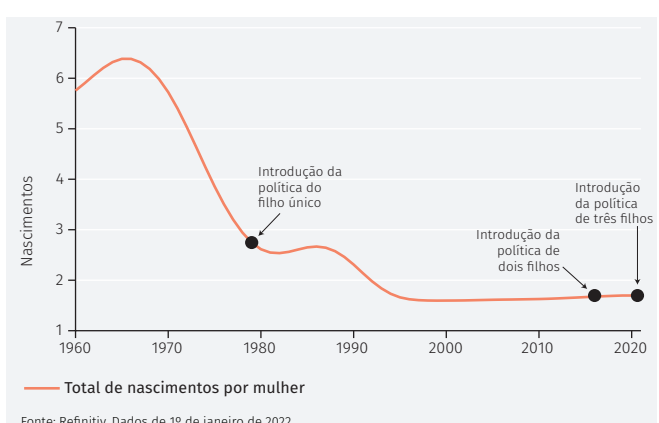
Dado que a habitação representa entre um quarto e metade do crescimento da China, e grande parte foi financiada por dívidas, os riscos são evidentes. Um trabalho de vários anos, em vez de um "momento Lehman", ainda parece a solução mais provável. A principal razão é que os bancos predominantemente controlados pelo estado da China tendem a facilitar uma reestruturação da dívida relacionada a propriedades com alguma forma de assistência governamental.

Governança e demografia

Duas questões de longo prazo mais importantes estão relacionadas com a governança e demografia da China. A China ainda é vista como uma economia em que a corrupção é alta, em um nível que impede o crescimento econômico (veja a Figura 25). A Índia está em uma posição similar. A demografia chinesa também é uma restrição ao crescimento. As taxas de fecundidade caíram de forma acentuada (veja a Figura 26) apesar da mudança para permitir mais filhos. A população em idade ativa quase certamente atingiu o pico (veja o *Foco Especial*, página 11).

Superar os atuais desafios da China será mais difícil do que no passado.

26. China: taxa de fecundidade



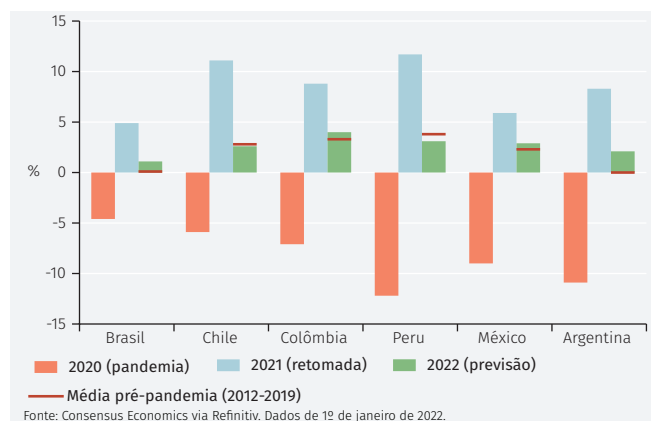
AMÉRICA LATINA

Após a forte retomada em 2021, espera-se que o crescimento latino-americano retorne a um ritmo mais normal em 2022. Os riscos para o crescimento, especialmente no Brasil, parecem ter sido exagerados.

Um retorno ao "normal"

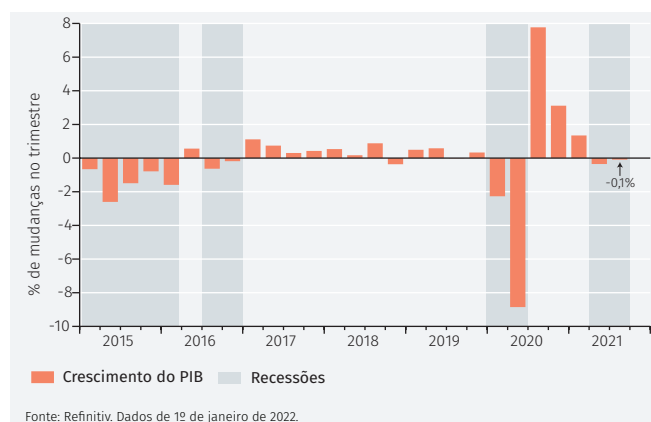
A América Latina foi uma das regiões mais afetadas pela Covid-19 em 2020, mas obteve uma forte retomada em 2021. Esse rápido crescimento dará lugar, em 2022, a uma taxa de crescimento semelhante àquela observada antes da pandemia (veja a Figura 27).

27. Crescimento do PIB na América Latina: retorno às taxas pré-pandêmicas



No Brasil, tem havido muito pessimismo em relação às perspectivas de crescimento. A economia já entrou em sua quarta recessão desde 2015 (veja a Figura 28) e as previsões para 2022 foram bastante reduzidas. As preocupações dizem respeito a uma política mais rigorosa – taxas de juro particularmente mais elevadas – e à incerteza política que precede as eleições presidenciais em novembro. Isso poderá desencorajar o investimento interno o avanço das reformas estruturais.

28. Brasil: quarta recessão desde 2015

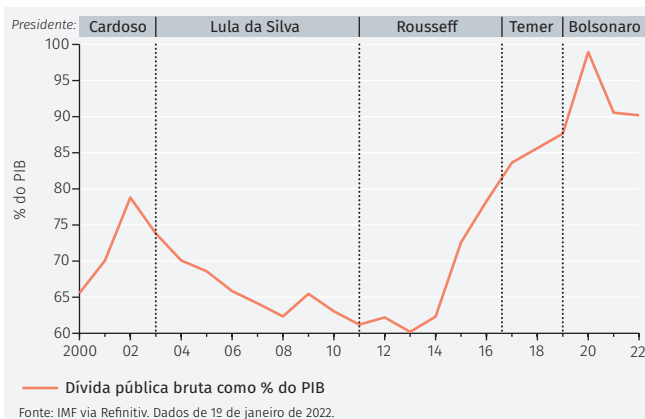


Brasil: uma visão mais otimista

O pessimismo sobre as perspectivas do Brasil é, em nossa opinião, exagerado. É verdade que as taxas de juro aumentaram de forma acentuada, mas essa é uma indicação positiva da independência do

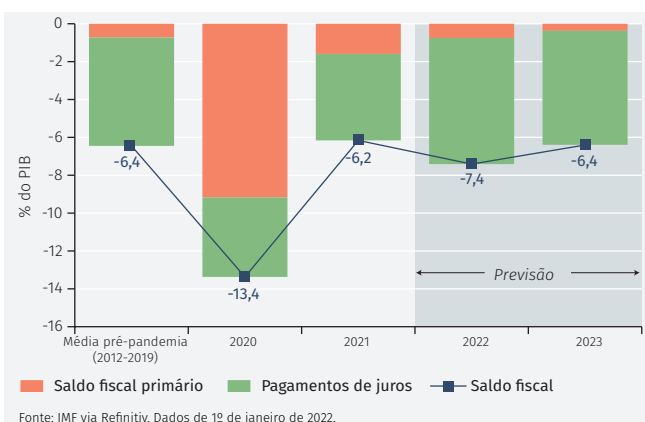
banco central que, em nossa opinião, se manifestará num retorno a uma menor inflação, taxas de juros e rendimentos de títulos. Enquanto isso, a política fiscal tem sido gerenciada de forma responsável. Embora o nível da dívida pública em relação ao PIB tenha aumentado muito em 2020 (conforme o PIB nominal sofreu retração), a recuperação na economia apresentou queda: está apenas marginalmente maior do que antes da pandemia (veja a Figura 29).

29. Brasil: aumento da carga da dívida



De acordo com a constituição, os gastos do governo não podem aumentar em termos reais (ajustados pela inflação). Essa lei foi suspensa em 2020 e houve um aumento acentuado no déficit primário do governo (veja a Figura 30). Isso foi apropriado naquele momento. Ele está agora retornando a um equilíbrio, embora os pagamentos de juros mais altos pesem no déficit orçamentário geral.

30. Brasil: saldo fiscal



Após um início muito lento, o Brasil também fez um bom progresso no controle da pandemia, com grande parte disso devido à produção local de vacinas.

FOCO ESPECIAL: FICANDO SEM FUNCIONÁRIOS?

Uma das consequências inesperadas da Covid-19 tem sido um declínio na taxa de participação de trabalho – a parcela da população empregada ou que procura trabalho. Somando-se a preocupações demográficas pré-existentes, o mundo poderia ficar sem trabalhadores?

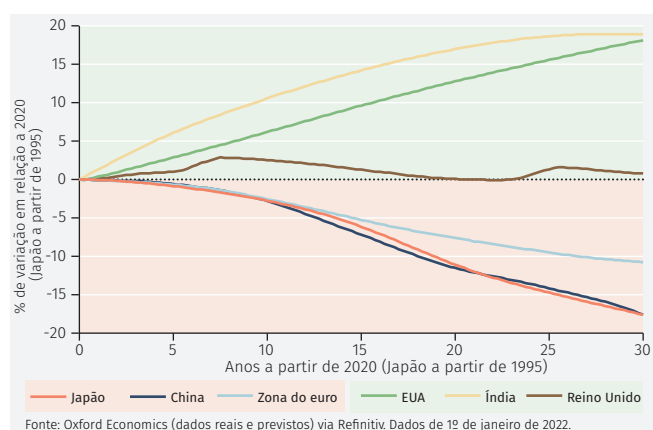
Armadilha malthusiana

As preocupações sobre uma explosão populacional global foram levantadas há dois séculos por Thomas Malthus. Ele argumentou que o crescimento populacional excederia muito a capacidade do mundo de produzir alimentos: a "armadilha malthusiana".⁷ Por um meio ou outro (guerra, fome, pestilência ou controle de natalidade), o crescimento populacional seria restrito. A política do filho único da China, introduzida em 1979, ecoou essas preocupações. Mas Malthus estava errado. A população mundial, cerca de um bilhão quando ele escreveu, provavelmente passará de 8 bilhões em breve (era 7,92 bilhões em 1º de janeiro de 2022); e agora há mais crianças obesas do que abaixo do peso no mundo.⁸

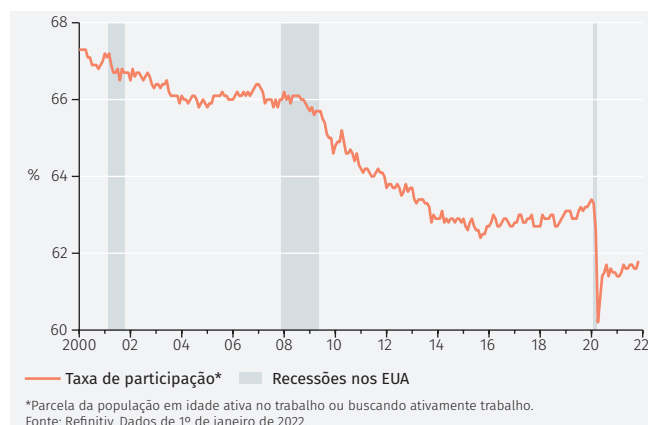
Redução da população em idade ativa

Elon Musk recentemente adotou uma postura muito diferente de Malthus: não há trabalhadores suficientes e isso poderá ameaçar a civilização humana, a menos que a IA e a robótica se desenvolvam rápido o suficiente.⁹ Embora se espere que a população em idade ativa nos EUA aumente nos próximos 30 anos (veja a Figura 31) e uma tendência semelhante é esperada na Índia, é esperado que o declínio na China siga a tendência vista no Japão, iniciada em 1995. O declínio na zona do euro não é tão acentuado (mas isso reflete um declínio acentuado nos países periféricos e o crescimento nos países centrais). Estima-se que a população em idade ativa do Reino Unido permaneça essencialmente estável.

31. População em idade ativa



32. Taxa de participação dos Estados Unidos



A Grande Renúncia

Além da preocupação com esse declínio na população em idade ativa, a taxa de participação caiu em muitas economias (a tendência dos EUA é exibida na Figura 32). O fenômeno passou a ser descrito como "A Grande Renúncia". As doenças de longo prazo relacionadas à Covid-19, as dificuldades de trabalhar em casa durante o lockdown, especialmente no que diz respeito às necessidades de cuidados de crianças e preocupações com a exposição ao vírus, têm sido fatores contributivos.

Porém, mais importante do que esses fatores, tem sido o auxílio financeiro prestado às famílias. Os pagamentos em dinheiro a famílias efetuados durante a pandemia, que nos EUA totalizaram US\$ 2 trilhões, cerca de US\$ 16.000 por família, contribuíram para desencorajar a busca por trabalho, reduzindo a taxa de participação em 0,6 pontos percentuais (cerca de metade do declínio) de acordo com uma estimativa.¹⁰ Na Europa, onde os programas de retenção de emprego (como o regime de licenças do Reino Unido) foram mais amplamente utilizados, a redução da taxa de participação foi menor. Mesmo assim, um estudo da Morgan Stanley descobriu que 36% dos europeus ganham rendimentos adicionais através de plataformas de criação de conteúdos, comércio eletrônico e negociações (por exemplo, Bitcoin e NFTs), dos quais mais de 40% pretendem sair de seus empregos em dois anos.¹¹

A Grande Renúncia pode acabar sendo uma consequência duradoura, mas não intencional, da Covid-19 e da reação das políticas a ela.

⁷ *An Essay on the Principle of Population*, Thomas Malthus (1798)

⁸ *The World Ahead 2022 da The Economist*, "Growing up—and out"

⁹ <https://tinyurl.com/bdeyv32m>

¹⁰ <https://tinyurl.com/2p8dkmsw>

¹¹ *What If...The "Great Resignation" Doesn't End?*, Morgan Stanley, 24 de novembro de 2021.

Informações Importantes

O valor dos investimentos e os respectivos rendimentos podem cair e subir, sendo que o desempenho passado não é indicador de desempenho futuro. Os produtos de investimento podem estar sujeitos a riscos de investimento envolvendo, sem limitação, uma possível perda total ou parcial do capital investido.

Este documento não constitui e não deve ser interpretado como um prospecto, anúncio, oferta pública ou colocação, nem como uma recomendação para compra, venda, manutenção ou solicitação de qualquer investimento, título/valor mobiliário, outro instrumento financeiro ou outro produto/serviço. Não se destina a ser uma representação final dos termos e condições de qualquer investimento, título/valor mobiliário, outro instrumento financeiro ou outro produto/serviço. Este documento contém informações gerais apenas e não pretende servir como consultoria para investimento ou qualquer outra recomendação específica em relação a qualquer plano específico de ação ou inação. As informações neste documento não levam em conta os objetivos específicos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas do beneficiário. É preciso buscar sua própria orientação profissional adequada para suas circunstâncias específicas, antes de fazer qualquer investimento ou se estiver em dúvida com relação às informações neste documento.

Apesar de as informações neste documento terem sido obtidas de fontes consideradas confiáveis, nenhum membro do EFG Group declara ou garante sua precisão; sendo assim, essas informações podem estar incompletas ou resumidas. Quaisquer opiniões neste documento estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este documento pode conter opiniões pessoais que não necessariamente refletem a posição de qualquer membro do EFG Group. Na medida máxima permitida pela legislação em vigor, nenhum membro do EFG Group deve ser responsável pelas consequências de quaisquer erros ou omissões neste instrumento, ou pela confiança em qualquer opinião ou declaração aqui contida, sendo que cada membro do EFG Group se exime expressamente de qualquer responsabilidade, incluindo (sem limitação) responsabilidade por danos emergentes ou imprevistos, deles decorrente ou resultante de qualquer ação ou inação por parte do beneficiário, com base neste documento.

A disponibilidade deste documento em qualquer jurisdição ou país pode ser contrária à legislação ou regulamentação local, sendo que as pessoas que tiverem acesso a este documento devem se informar e observar quaisquer restrições. Este documento não pode ser reproduzido, divulgado ou distribuído (total ou parcialmente) a qualquer outra pessoa sem a prévia autorização por escrito de um membro autorizado do EFG Group.

Este documento foi produzido pela EFG Asset Management (UK) Limited para uso por parte do EFG Group e das subsidiárias e afiliadas do EFG Group em todo o mundo. A EFG Asset Management (UK) Limited é autorizada e regulamentada pela Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido, com número de registro 7389746. Endereço oficial: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, telefone +44 (0)20 7491 9111.

Se tiver recebido este documento de qualquer afiliada ou filial abaixo mencionada, observe o seguinte:

Informações para investidores na Austrália:

Este documento foi preparado e emitido pela EFG Asset Management (UK) Limited, uma empresa privada limitada com número de registro 7389746 e com endereço comercial registrado na Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB (telefone: 44 (0)20 7491 9111). A EFG Asset Management (UK) Limited é autorizada e regulamentada pela Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido, com número de registro 536771. A EFG Asset Management (UK) Limited está isenta da exigência de possuir uma licença de serviços financeiros australianos, em relação aos serviços financeiros que fornece a clientes atacadistas na Austrália, e é autorizada e regulamentada pela Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido (Registro nº 536771 da FCA) de acordo com as leis do Reino Unido, que diferem das leis australianas. Este documento é confidencial e destina-se exclusivamente ao uso do indivíduo a quem é dado ou enviado, e não pode ser reproduzido, total ou parcialmente, por qualquer outro indivíduo.

Ordem de Classe ASIC CO 03/1099

A EFG Asset Management (UK) Limited notifica que está contando com a isenção de ordem de classe CO 03/1099 (Class Order) da ASIC (Comissão de Valores Mobiliários e Investimentos da Austrália), conforme estendido em operação pela ASIC Corporations (Instrumento de Revogação e Transição 2016/396) para empresas regulamentadas pela Autoridade de Conduta Financeira (FCA) do Reino Unido, que a isenta da exigência de possuir uma licença de serviços financeiros australianos (AFSL) nos termos da Lei de Sociedades de 2001 (CTH) (Corporations Act) em relação aos serviços financeiros fornecidos a você.

Requisitos regulatórios do Reino Unido

Os serviços financeiros que prestamos a você são regulamentados pela FCA, de acordo com as leis e os requisitos regulamentares do Reino Unido, que diferem dos da Austrália. Consequentemente, qualquer oferta ou outra documentação que você receber de nós durante o fornecimento dos serviços financeiros, será preparada de acordo com essas leis e esses requisitos regulatórios. Os requisitos regulatórios do Reino Unido referem-se à legislação e às regras promulgadas de acordo com a legislação, e a quaisquer outras políticas ou documentos relevantes emitidos pela FCA.

Seu status como cliente atacadista

Para que possamos fornecer serviços financeiros a você, e para que possamos cumprir a Ordem de Classe, você deve ser um "cliente atacadista" dentro do significado dado pela seção 761G da Corporations Act (Lei de Sociedades). Assim, ao aceitar qualquer documentação nossa antes do início ou durante o fornecimento de serviços financeiros, você precisa:

- nos garantir que é um "cliente atacadista";
- concordar em fornecer tais informações ou evidências que podemos solicitar de tempos em tempos para confirmar seu status como cliente atacadista;
- concordar que podemos deixar de fornecer serviços financeiros, caso você não seja mais um cliente atacadista ou não nos forneça informações ou evidências satisfatórias para confirmar seu status como cliente atacadista; e
- concordar em nos notificar, por escrito, em até 5 dias úteis, se você deixar de ser um "cliente atacadista" para os fins dos serviços financeiros fornecidos.

Bahamas: O EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. é licenciado pela Comissão de Valores Mobiliários das Bahamas nos termos da Lei do Setor de Valores Mobiliários de 2011 e das Regulamentações do Setor de Valores Mobiliários de 2012. E está autorizado a negociar títulos/valores mobiliários por toda a região das Bahamas, incluindo transações de títulos/valores mobiliários, realização de acordos com títulos/valores mobiliários, gestão de títulos/valores mobiliários e consultoria de títulos/valores mobiliários. O EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. é também licenciado pelo Banco Central das Bahamas nos termos da Lei de Regulamentação de Bancos e Instituições Fiduciárias de 2000 como Banco e Instituição Fiduciária.

Bahrain: A Filial EFG AG Bahrain é regulamentada pelo Banco Central do Bahrain, com sede social em Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14th Floor, Kingdom of Bahrain.

Bermuda: A EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. é uma empresa isenta, constituída em Bermuda e com responsabilidade limitada. Endereço oficial: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

Ilhas Cayman: O EFG Bank é licenciado pela Autoridade Monetária das Ilhas Cayman para a realização de atividades bancárias nos termos da Lei de Bancos e Instituições Fiduciárias das Ilhas Cayman. O EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. é licenciado pela Autoridade Monetária das Ilhas Cayman para a realização de negócios em confiança nos termos da Lei de Bancos e Instituições Fiduciárias das Ilhas Cayman, e para a realização de atividades de investimento em títulos/valores mobiliários nos termos da Lei de Atividades de Investimento em Títulos/Valores Mobiliários das Ilhas Cayman.

Chile: A EFG Corredores de Bolsa SpA é licenciada pela Comisión para el Mercado Financiero ("Ex SVS", órgão regulador de títulos/valores mobiliários do Chile) como uma corretora de valores autorizada a realizar transações de corretagem de títulos/valores mobiliários no Chile e atividades regulamentadas auxiliares, incluindo gestão discricionária da carteira de títulos/valores mobiliários, realização de acordos em títulos/valores mobiliários e consultoria para investimento. Nº do Registro: 215. Endereço oficial: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Chipre: A EFG Cyprus Limited é uma empresa de investimento estabelecida no Chipre, com o nº de empresa HE408062, com endereço registrado em Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Chipre. A EFG Cyprus Limited é autorizada e regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários do Chipre (CySEC)

Dubai: A EFG (Oriente Médio) Limited é controlada pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai, com o endereço registrado: Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubai, UAE.

Guernsey: O EFG Private Bank (Channel Islands) Limited é licenciado pela Comissão de Serviços Financeiros de Guernsey.

Hong Kong: O EFG Bank AG é autorizado como um banco licenciado pela Autoridade Monetária de Hong Kong nos termos da Portaria sobre o Setor Bancário (Capítulo 155, Legislação de Hong Kong) e é autorizado a realizar atividades regulamentadas do Tipo 1 (negociação de títulos/valores mobiliários), Tipo 4 (consultoria sobre títulos/valores mobiliários) e Tipo 9 (gestão de ativos) em Hong Kong.

Jersey: A EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited é regulamentada pela Comissão de Serviços Financeiros de Jersey para a realização de atividades de investimento nos termos da Lei de Serviços Financeiros (Jersey) de 1998.

Liechtenstein: O EFG Bank von Ernst AG é regulamentado pela Autoridade do Mercado Financeiro de Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Luxemburgo: O EFG Bank (Luxembourg) S.A. consta da lista oficial dos bancos estabelecidos em Luxemburgo, de acordo com a lei de Luxemburgo de 5 de abril de 1993 sobre o setor financeiro (conforme aditada) ("Lei de 1993"), mantida pela autoridade supervisora de Luxemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), como uma sociedade anônima, segundo a lei de Luxemburgo (société anonyme), e autorizada a realizar suas atividades nos termos do Artigo 2 da Lei de 1993. Os residentes de Luxemburgo devem exclusivamente entrar em contato com o EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Luxembourg 2013, Luxembourg, telefone +352 264541, para quaisquer informações sobre os serviços do EFG Bank (Luxembourg) S.A.

Mônaco: O EFG Bank (Monaco) SAM é uma Sociedade Anônima monegasca com número de registro 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). O EFG Bank (Monaco) SAM é um banco com atividades financeiras autorizadas e regulamentadas pela Autoridade de Supervisão e Resolução Prudencial da França e pela Comissão de Controle de Atividades Financeiras de Mônaco. Endereço oficial: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principado de Mônaco), telefone: +377 93 15 11 11. O beneficiário deste documento tem fluência plena em inglês e dispensa a possibilidade de obter uma versão em francês desta publicação.

República Popular da China ("RPC"): O EFG Bank AG Shanghai Representative Office é aprovado pela Agência Reguladora Bancária da China e registrado com a Administração de Shanghai para Indústria e Comércio, de acordo com os Regulamentos da República Popular da China para a Administração de Bancos com investimento no Estrangeiro e as regras de implementação relacionadas. Nº do Registro: 310000500424509. Endereço oficial: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. O âmbito de negócio do EFG Bank AG Shanghai Representative Office é limitado a atividades filantrópicas, incluindo apenas ligação/coordenação, pesquisa de mercado e consultoria.

Portugal: A filial de Portugal do EFG Bank (Luxembourg) S.A. é registrada na Comissão Portuguesa do Mercado de Títulos/Valores Mobiliários, com número de registro 393 e no Bank of Portugal, com número de registro 280. Número do registro comercial e do contribuinte: 980649439. Endereço oficial: Av. da Liberdade, No 131, 6to Do – 1250-140 Lisboa, Portugal.

Cingapura: A filial de Cingapura do EFG Bank AG (Nº de Identificação UEN T03FC6371J) é licenciada pela Autoridade Monetária de Cingapura como um banco de atacado para a realização de atividades bancárias. É também uma Consultora Financeira Isenta, conforme definido na Lei de Consultores Financeiros, além de uma Licenciada Isenta de Serviços de Mercados de Capitais, conforme definido na Lei de Títulos/Valores Mobiliários e Futuros.

Suíça: O EFG Bank AG, Zurich, incluindo suas filiais de Genebra e Lugano, é autorizado e regulamentado pela Autoridade Suíça Supervisora do Mercado Financeiro (Financial Market Supervisory Authority (FINMA)). Endereço oficial: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland. Filiais da Suíça: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 e EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Reino Unido: O EFG Private Bank Limited é autorizado pela Autoridade de Regulação Prudencial e regulamentado pela Autoridade de Conduta Financeira e Autoridade de Regulação Prudencial, com o nº de registro 144036. O EFG Private Bank Limited é um membro da Bolsa de Londres. Empresa registrada – nº 2321802. Endereço oficial: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, telefone +44 (0)20 7491 9111. Em relação à empresa EFG Asset Management (UK) Limited, observe a divulgação do status que aparece acima.

Estados Unidos: A EFG Asset Management (UK) Limited Corp. ("EFGAM") é uma Consultora de Investimentos de Registro da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos e uma afiliada da EFG Capital International Corp. ("EFG Capital"), corretora registrada na SEC e membro da Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") e da Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Nem a SEC, FINRA e SIPC endossaram este documento nem os serviços e produtos fornecidos pela EFG ou sua afiliada nos EUA, EFG Américas. A EFGAM Américas está registrada na SEC como consultora de investimento. Os produtos de títulos e os serviços de corretagem são fornecidos pela EFG Capital, sendo que os serviços de gestão são fornecidos pela EFGAM Américas. A EFG Capital e a EFG Américas são afiliadas por propriedade comum e podem manter um pessoal mutuamente associado. Este documento não se destina à distribuição a pessoas nos EUA ou nas contas de pessoas nos EUA, exceto a pessoas que são "compradores qualificados" (conforme definido na Lei das Empresas de Investimento dos Estados Unidos de 1940, conforme alterada (a "Lei das Empresas de Investimento")) e "investidores credenciados" (conforme definido na Regra 501 (a) sob a Lei de Valores Mobiliários). Quaisquer títulos/valores mobiliários mencionados neste documento não serão registrados nos termos da Lei de Títulos/Valores Mobiliários ou qualificados nos termos de quaisquer leis estaduais de títulos/valores mobiliários aplicáveis. Quaisquer fundos mencionados neste documento não serão registrados como empresas de investimento nos termos da Lei das Sociedades de Investimento. Analistas localizados fora dos Estados Unidos são empregados por afiliadas não americanas que não estão sujeitas aos regulamentos da FINRA.