

Ampliar o
horizonte de
investimento

Perspetivas para 2024



Resumo



Principais Mensagens para 2024

Página 4



Estratégias para investir para lá do curto prazo

Página 6



Em profundidade:

01 As taxas irão diminuir em 2024
Pág. 8

02 Foco nas quatro mudanças a nível global
Página 16

03 Investir para lá do curto prazo
Página 24

A importância de garantir retornos para lá do curto prazo

Caro Investidor,

Escrevo para lhe agradecer uma vez mais pela confiança depositada no Santander e para apresentar as principais mensagens deste boletim com as Perspetivas para 2024.

Embora os economistas adorem produzir regras muito "matemáticas" para explicarem o desempenho das variáveis macroeconómicas, o facto é que a economia pós-pandemia está a afastar-se dos padrões observados no passado. Em particular, o aumento mais rápido das taxas de juro de que há memória nas últimas décadas está apenas a moderar lentamente o crescimento e a inflação, levantando dúvidas sobre a atual dinâmica macroeconómica.

Sir John Templeton disse que "as quatro palavras mais perigosas no investimento são «desta vez é diferente»". Portanto, para evitar esse erro, diremos que **"desta vez está a demorar mais"**. Nessa base, o nosso principal cenário para 2024 é o de **um abrandamento do crescimento económico** (ao mesmo tempo que se evita uma grande recessão global), **a inflação irá diminuir** (embora permaneça elevada) **e as taxas de juro irão começar a cair** (gradualmente).

O que fazer neste contexto? O facto de não se conseguir vislumbrar até este momento o fim do ciclo de subida das taxas de juro, aliada a um novo episódio de risco geopolítico no Médio Oriente, levou os investidores a **concentrarem-se em soluções de investimento de curto prazo**, uma vez que têm sido estes os principais beneficiários do aumento das taxas de juro.

No entanto, acreditamos que é necessário **combinar esta abordagem com estratégias que nos permitam prolongar estes retornos durante um período de tempo mais longo**. Concretamente, gostaríamos de propor três linhas de ação complementares:

1.- No passado, um contexto de abrandamento do crescimento económico aliado a taxas de juro máximas tem sido bom para as **obrigações de longo prazo**, pelo que parece aconselhável aumentar a duração das carteiras de obrigações.

2.- Além disso, além dos títulos da dívida pública e dos mercados monetários, há outros ativos com risco de crédito moderado que estão a ser negociados com **valorizações razoáveis** e que representam oportunidades de investimento atrativas, como por exemplo as obrigações de empresas com grau de investimento. Isto permite construir carteiras de investimentos equilibradas e com melhor perfil de risco-retorno do que nos últimos anos.

3.- Por fim, o nosso relatório analisa **quatro grandes mudanças estratégicas para as quais é aconselhável estar devidamente posicionado**. O mundo está a enfrentar profundas transformações a nível do **modelo energético**, do **panorama geopolítico**, da **utilização da tecnologia** e do **acesso ao financiamento**. Estes fatores podem resultar em oportunidades de investimento significativas a longo prazo, por exemplo, em termos de **near-shoring**, inteligência artificial, descarbonização e mercados privados.

Por favor, sintam-se à vontade de entrar em contacto com os nossos gestores e com as equipas de investimento especializadas para falar sobre **como combinar segurança de curto prazo com estas novas oportunidades de investimento num horizonte de investimento mais longo**. Esperamos que considerem que este relatório é interessante e útil. Estamos disponíveis para conversar mais a fundo se desejarem.

Com os melhores cumprimentos,



Víctor Matarranz
Diretor Global
Divisão de Gestão de Património e Seguros do Santander



Principais Mensagens para 2024

As taxas irão diminuir em 2024

De “quão altas” para “durante quanto tempo”

O impacto do ciclo de aumento das taxas de juro mais acentuado das últimas décadas está a revelar-se mais fraco do que o esperado. **O consenso passou** da inevitabilidade de uma recessão para uma aterragem suave. O mercado apresenta agora uma elevada probabilidade de que a economia possa continuar a evoluir sem uma grande quebra, apesar das elevadas taxas de juro. Em nossa opinião, **o abrandamento económico não diminuiu, está apenas a ocorrer com um atraso significativo comparativamente com outros ciclos.** Em última análise, as taxas de juro elevadas irão levar a um abrandamento do crescimento, o que, por sua vez, irá levar a uma queda das taxas de juro. Desta vez não é diferente, apenas está a demorar mais tempo.

O crescimento é resiliente, mas não está imune às taxas de juro

Apoiado por um mercado de trabalho forte e por balanços saudáveis, o setor privado está a demonstrar uma capacidade considerável para absorver o choque dos aumentos das taxas. É improvável que tenhamos uma recessão semelhante a ciclos anteriores, **mas o contexto será de fraco crescimento enquanto as condições financeiras permanecerem tão restritivas.** O maior risco para este cenário é a fragilidade das finanças públicas. O setor público, que nestes últimos anos tem constituído um importante apoio para a economia, acabará por ter de empreender um esforço para recolocar o défice orçamental no caminho certo. A aritmética de défices elevados e taxas de juro elevadas num cenário de baixo nível de crescimento pode ser posta em causa num futuro não muito distante.

Foco nas quatro mudanças a nível global

Ampliando a visão do ciclo

Em nossa opinião, tanto o nível de neutralidade das taxas de juro como o nível da inflação deverão ser estruturalmente mais elevados do que foram no passado. As tensões entre a oferta e a procura de trabalho parecem favorecer uma taxa de inflação mais elevada. Depois de uma década baseada em políticas ultra-expansionistas tanto no domínio orçamental como a nível monetário, **caminhamos agora para um período de maior moderação e ortodoxia na implementação de incentivos económicos.**

Outro fator que irá ter impacto no crescimento económico ao longo das próximas décadas é o **fraco crescimento populacional** nos países mais desenvolvidos. Esta tendência demográfica irá provavelmente resultar numa escassez de mão de obra qualificada.

Quatro grandes mudanças de paradigma

Acreditamos que o mundo está a assistir a uma mudança acelerada como resultado da interação entre quatro grandes transições.

A primeira grande convulsão é provocada pela necessidade de uma **mudança radical no modelo energético** para fazer face ao desafio da descarbonização até 2050. Ao mesmo tempo, estamos a assistir ao avanço tecnológico mais disruptivo desde o advento da Internet, com um crescimento vertiginoso de **soluções de inteligência artificial.** Estamos também a **enfrentar uma mudança no equilíbrio geopolítico e económico,** como resultado da difícil relação entre a China e os Estados Unidos. Por último, os investidores estão a assistir a uma **mudança estrutural nas fontes de financiamento corporativo,** com os mercados privados (capitais privados e dívida privada) a assumirem um papel cada vez mais importante.

Investir para lá do curto prazo

Tirando partido simultaneamente do curto e do longo prazo...

Os investidores dispõem neste momento de um vasto leque de opções de investimento que oferecem retornos acima da média das últimas décadas. Mas nenhum se compara tão favoravelmente com os índices de referência históricos recentes como o retorno dos títulos da Dívida Pública de curto prazo. Esta combinação de máxima segurança e melhores retornos poderá levar muitos investidores a procurarem proteção excessiva no curto prazo. **Com base numa perspetiva de investimento mais ampla, acreditamos que faz sentido estar posicionado em carteiras mais diversificadas** que possam consolidar os atuais rendimentos elevados ao longo de horizontes mais prolongados.

... e posicionando já as carteiras para o próximo ciclo

Nesta era de disrupção, faz sentido ampliar o horizonte de oportunidades para além dos ativos tradicionais e conservadores. Numa perspetiva de longo prazo, os investidores poderão querer considerar os efeitos combinados da inflação e da inovação, e explorar investimentos em ações e em mercados privados. As oportunidades de investimento estão a tornar-se cada vez menos um monopólio dos mercados cotados e é importante avaliar o posicionamento em fundos alternativos que investem em mercados privados para se ter acesso a um leque mais vasto de oportunidades. Deve-se estar pronto para capitalizar nas oportunidades decorrentes da mudança nos fluxos comerciais (posicionamento em países que beneficiam do *nearshoring*) e dos beneficiários da introdução de soluções de inteligência artificial e de energia mais eficiente.



Estratégias para investir para lá do curto prazo

1. Expandir a oportunidade das taxas de curto prazo

O pico das taxas de juro e a descida gradual da inflação conduziram às taxas de juro reais mais elevadas das últimas décadas. O mercado assumiu que provavelmente este cenário vai continuar durante um período de tempo mais longo ("mais altas durante mais tempo") e isto oferece uma oportunidade para aproveitar o atual nível elevado de taxas de juro durante um longo período de tempo. **Os investidores que optarem por fugir para ativos de prazo mais curto provavelmente não irão usufruir deste nível durante muito tempo.** Acreditamos que há valor nas maturidades mais longas das curvas das principais geografias. Vale a pena posicionar as carteiras para captarem esse potencial de rendimento para lá do curto prazo. Os rendimentos mais elevados tornam os títulos da Dívida Pública mais atrativos, que além do mais proporcionam benefícios adicionais, como a diversificação, no caso de um abrandamento económico mais acentuado.

3. Maximizar a diversificação em obrigações

O mercado obrigacionista oferece rendimentos atrativos comparativamente com os níveis históricos em praticamente todos os segmentos e geografias. Atualmente, os instrumentos de menor volatilidade (títulos da Dívida Pública e obrigações de empresas de elevada qualidade) oferecem a melhor relação risco/retorno. No entanto, é possível melhorar as carteiras através da adição de instrumentos que combinem maior volatilidade e retorno potencial.

Quando um investidor se posiciona positivamente na curva dos títulos da Dívida Pública e ao mesmo tempo associa um prémio de risco em obrigações de empresas com elevada diversificação geográfica e setorial, podemos obter níveis de risco e recompensa adequados, resultando no rendimento mais elevado desde a Grande Crise Financeira.

5. Explorar as oportunidades crescentes dos mercados privados

Os mercados financeiros estão a passar por uma transformação radical, na qual os mercados públicos e o sistema financeiro estão a perder o monopólio do financiamento de projetos empresariais. **Os mercados privados estão a tornar-se cada vez mais importantes ao possibilitarem o acesso a capital e liquidez** para a criação, expansão e reestruturação de empresas. Os investidores que queiram participar num conjunto mais vasto de oportunidades do mercado global e alcançar níveis mais elevados de rentabilidade, têm acesso a um número cada vez maior de soluções alternativas de investimento (capitais privados, infraestruturas, dívida privada, capital de risco...). Vemos um forte cenário para derivados e para investimento privado oportunista em crédito empresarial. A menor disponibilidade de financiamento em capitais privados motiva uma maior disciplina financeira na aplicação de capital.

2. Aumentar os retornos com crédito de elevada qualidade

O contexto de crescimento económico abaixo do potencial exige que a gestão do risco de crédito seja abordado de forma cautelosa. No entanto, o mercado está a negociar com prémios de risco que refletem, em geral, o aumento no número de falências de empresas, em linha com este cenário de baixo crescimento. Acreditamos que faz sentido considerar aumentar a proporção de obrigações de empresas com balanços sólidos e modelos de negócio sólidos, a fim de captar o prémio de risco de crédito. **Os atuais níveis de rendimento das obrigações de empresas com grau de investimento são atrativos com base em padrões históricos, e a qualidade dos balanços na maioria dos setores pode resistir a um abrandamento económico.** Pela primeira vez em muitos anos, o crédito com grau de investimento oferece rendimentos competitivos com as ações.

4. Procurar opcionalidade e uma base de valorização nas ações

Um dos benefícios do aumento das taxas de juro em todos os prazos da curva de rendimentos é que facilita a estruturação de soluções de investimento com diferentes combinações de proteção e riscos subjacentes. O potencial para investir em produtos estruturados é também apoiado por baixos níveis de volatilidade nos mercados acionistas. Além disso, existem oportunidades para investir em setores e regiões onde os níveis de valorização já refletem um cenário adverso de crescimento económico. **O perfil de risco-retorno das ações é menos atrativo do que o das obrigações no curto prazo (os ganhos podem decepcionar em 2024), mas melhora à medida que o horizonte de investimento aumenta.**

6. Posicionar os portfólios para novos paradigmas

A escala de investimento necessária para fazer face à transição energética, à revolução da inteligência artificial e ao realinhamento da cadeia de abastecimento assume proporções históricas. Os investidores devem considerar estas mudanças estratégicas e ampliar os seus horizontes de investimento para captarem o diferencial de crescimento e o potencial de melhoria da produtividade. Numa perspetiva de longo prazo, a nossa sugestão é de nos posicionarmos em temas de investimento ligados à eletrificação, *machine learning*, energias renováveis, *nearshoring* ou robótica, para citar apenas alguns. É muito provável que na próxima década experimentemos uma aceleração no desenvolvimento e implementação destas tendências, pelo que é aconselhável incorporá-las nos perfis de investimento de médio e longo prazo.



Em profundidade:

01 As taxas irão diminuir em 2024

De "quão altas" para "durante quanto tempo"

O impacto do ciclo de aumento das taxas de juro mais acentuado das últimas décadas está a revelar-se mais fraco do que o esperado. **O consenso passou** da inevitabilidade de uma recessão para uma aterragem suave. O mercado apresenta agora uma elevada probabilidade de que a economia possa continuar a evoluir sem uma grande quebra, apesar das elevadas taxas de juro. Em nossa opinião, o **abrandamento económico não diminuiu, está apenas a ocorrer com um atraso significativo comparativamente com outros ciclos**. Em última análise, as taxas de juro elevadas irão levar a um abrandamento do crescimento, o que, por sua vez, irá levar a uma queda das taxas de juro. Desta vez não é diferente, apenas está a demorar mais tempo.

O crescimento é resiliente, mas não é imune às taxas de juro

Apoiado por um mercado de trabalho forte e por balanços saudáveis, o setor privado está a demonstrar uma capacidade considerável para absorver o choque dos aumentos das taxas. É improvável que tenhamos uma recessão semelhante **a ciclos anteriores, mas o contexto será de fraco crescimento enquanto as condições financeiras permanecerem tão restritivas**. O maior risco para este cenário é a fragilidade das finanças públicas. O setor público, que nestes últimos anos tem constituído um importante apoio para a economia, acabará por ter de empreender um esforço para recolocar o défice orçamental no caminho certo. A aritmética de défices elevados e taxas de juro elevadas num cenário de baixo nível de crescimento pode ser posta em causa num futuro não muito distante.

As taxas irão diminuir em 2024

O processo de aumento das taxas de juro pela maioria dos bancos centrais tem sido historicamente intenso e prolongado dada a persistência do choque inflacionista. Os mercados tiveram de digerir uma política monetária mais restritiva do que inicialmente se esperava e têm estado a ajustar as expectativas para um cenário de "mais altas durante mais tempo" ao longo de 2023. Como se pode ver no gráfico abaixo do lado esquerdo — e tomando como referência a curva das taxas de juro dos EUA — **o processo de ajustamento monetário parece ter atingido o seu ponto mais alto**. A mudança ascendente nas expectativas quanto às taxas de juro ocorreu em duas fases. A primeira fase foi o ajustamento das taxas de juro de curto prazo ("para cima"), que foi interrompido de forma breve por questões que se seguiram à intervenção em algumas instituições financeiras, nomeadamente o Credit Suisse na Europa, e o SVB, o Signature e o First Republic nos Estados Unidos. Assim que o mercado obteve a garantia de que os problemas no sistema financeiro estavam limitados a algumas instituições com problemas idiossincráticos, **a política monetária restritiva foi retomada numa segunda fase, em que o ajustamento se deslocou para o extremo mais longo da curva de rendimentos ("durante mais tempo")**.

Os bancos centrais a nível mundial (com algumas exceções como no Japão ou na China) aumentaram as taxas de juro para níveis muito restritivos ao crescimento económico, e as autoridades monetárias estão conscientes de que **a intensidade das restrições deverá ser suficiente para moderar as pressões inflacionistas**. No gráfico abaixo à direita, podemos ver como a vaga de aumentos das taxas de juro que atingiu o seu ponto mais alto no final de 2022 parece estar a diminuir, e as autoridades monetárias estão a deixar **de colocar a questão de "até que ponto" aumentar as taxas e passaram a questionar "durante quanto tempo" mantê-las elevadas**. Esta mudança já está bastante adiantada em algumas economias emergentes e, em particular, os bancos centrais do Chile e do Brasil, que iniciaram a política monetária restritiva mais cedo, já começaram a reduzir as taxas de juro. Caso **se confirme que as taxas de juro atingiram efetivamente o seu ponto mais alto**, isto eliminaria uma das principais fontes de incerteza dos investidores. Em particular, **as perspetivas de investimento para as classes de ativos mais sensíveis às taxas de juro (sobretudo as obrigações) parecem mais claras**. Em última instância, **as taxas de juro elevadas provocarão um abrandamento do crescimento, o que reduzirá as taxas de juro e aliviará os mercados obrigacionistas**.

Elevada probabilidade de que o ciclo de aumento das taxas tenha terminado nas principais economias

O mercado está a mudar o foco de "quão alto" para "durante quanto tempo"

Os cortes nas taxas não são iminentes (exceto nas economias emergentes), mas irão eventualmente acontecer em 2024

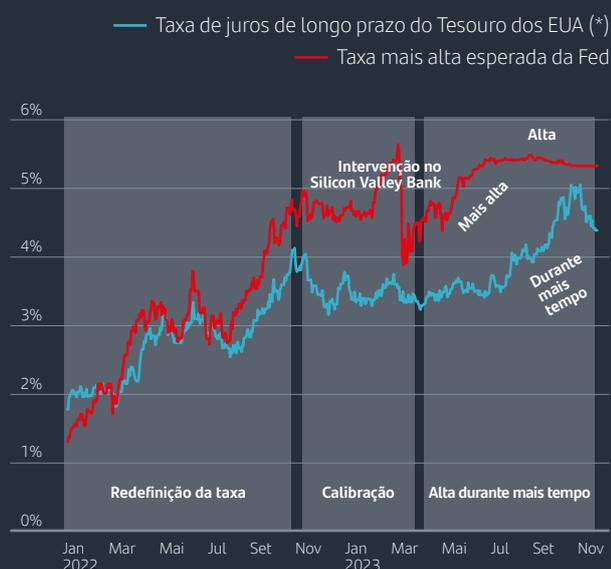
O ciclo de aumento das taxas de juro parece ter terminado: o próximo passo deverá ser no sentido de taxas mais baixas

Fonte: Bloomberg. Dados de 22/11/2023

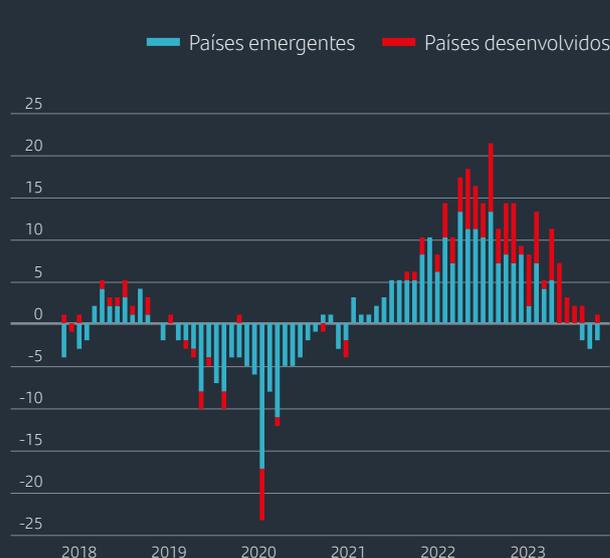
O mercado já se ajustou tanto no curto como no longo prazo da curva de rendimentos

Fim do ajustamento monetário

Número de bancos centrais a aumentarem menos bancos centrais a cortarem nas taxas



(*) Taxas em 5 anos dentro de 5 anos (5 anos — 5 anos à frente).



Um número negativo significa que há mais bancos a reduzir as taxas de juro do que a aumentar.

Esta mudança na política monetária é possível pela **confirmação de que as pressões inflacionistas estão a diminuir** na maior parte dos setores económicos. Como se mostra no gráfico abaixo à esquerda, o aumento da inflação foi muito significativo devido ao efeito combinado da reabertura pós-pandemia e da invasão da Ucrânia: mais de 8% na inflação global e cerca de 5% na inflação subjacente tanto nos Estados Unidos como na Europa. Os tipos de pressões sobre os preços têm sido diversos, **mas algumas das mais importantes fontes da inflação diminuíram gradualmente, especialmente as que se relacionam com a procura de bens, transportes e energia**. A procura dos consumidores passou de bens para serviços e a fraqueza na indústria transformadora está a empurrar os preços na indústria para baixo (a China está novamente a exportar deflação através dos seus custos de produção). O contributo das forças do lado da oferta (escassez da oferta, perturbações do mercado, etc.) para a inflação parece ter diminuído.

O aspeto mais preocupante do processo de estabilização de preços reside na componente de **serviços**, onde a inflação é mais persistente devido a dois fatores: a rigidez do mercado de trabalho e a mudança na procura dos consumidores de bens para serviços, como resultado da normalização pós-pandemia. A força do emprego, apesar da deterioração das expectativas económicas e dos aumentos das taxas, é explicada pela maior propensão das empresas para reterem os seus trabalhadores num contexto de uma significativa escassez de mão-de-obra qualificada devido às tendências demográficas. Tanto na Zona Euro como nos Estados Unidos, a taxa de desemprego está apenas alguns décimos percentuais acima dos níveis mais baixos das últimas décadas, o que está a motivar a procura por aumentos salariais (como se viu recentemente no setor automóvel nos Estados Unidos). Isto significa que **a Reserva Federal dos EUA, o BCE e o Banco de Inglaterra irão continuar a favorecer uma política de taxas de juro elevadas durante mais tempo, a fim de permitir que o impacto retardado dos aumentos das taxas se reflita na economia**.

No entanto, como mostram as projeções da inflação nos gráficos abaixo, **esperamos que a tendência deflacionista continue ao longo de 2024**. Neste contexto, **esperamos que os bancos centrais confirmem as expectativas do mercado de que as taxas de juro atingiram o seu ponto mais elevado e que o próximo movimento será descendente**.

Os bancos centrais ficam aliviados com a confirmação da tendência de queda dos indicadores de inflação

A luta contra a inflação não se pode vencer enquanto não descerem os preços no setor dos serviços

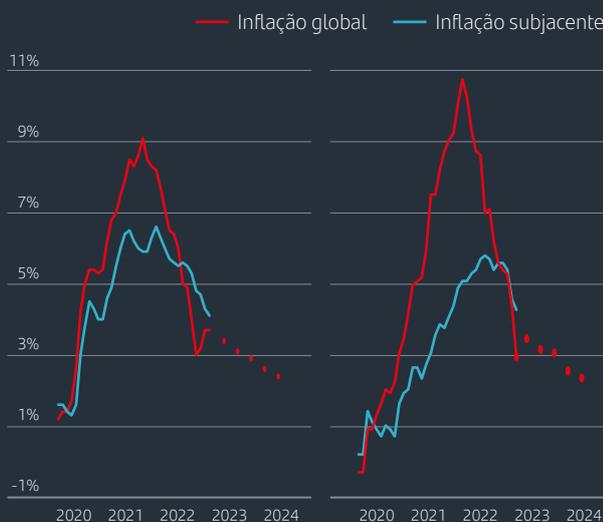
Esperamos que a tendência deflacionista continue em 2024, mas os bancos centrais irão manter-se vigilantes

O consenso dos economistas prevê que a desinflação continue em 2024

Fonte: Previsões económicas da Bloomberg. Os dados são a média do ano. Dados de outubro de 2023

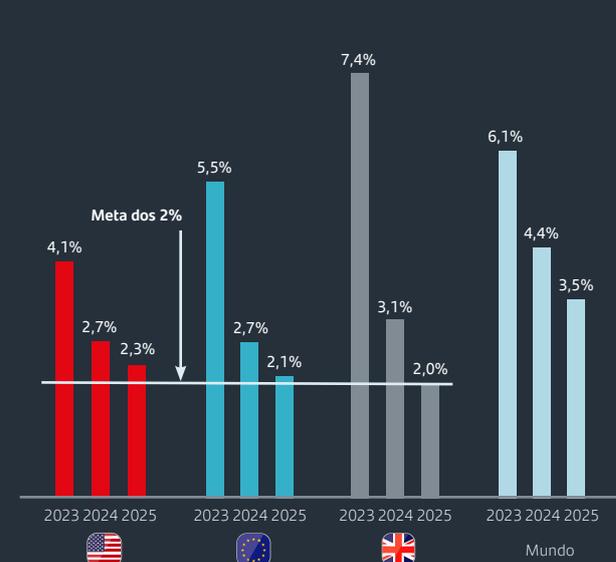
A inflação irá continuar a diminuir em 2024, embora permaneça acima da meta dos 2%

Estados Unidos



Zona Euro

Projeções consensuais dos economistas da Bloomberg sobre a inflação



Outro fator que sustenta a nossa opinião de que as taxas de juro atingiram o seu ponto mais alto é o nosso **cenário de uma desaceleração gradual da economia nos próximos trimestres**. O valor do PIB da economia norte-americana no terceiro trimestre foi bastante forte (4,9% de crescimento anualizado), mas acreditamos que não pode ser extrapolado e que haverá sinais de desaceleração nos próximos trimestres. Em nossa opinião, os efeitos da política monetária restritiva tornar-se-ão mais evidentes e o crescimento em 2024 será inferior ao de 2023. O gráfico abaixo do lado direito mostra as expectativas de crescimento do PIB segundo o consenso dos economistas publicado na Bloomberg e mostra uma desaceleração moderada da atividade económica para níveis abaixo da média da última década. **Embora evitando uma recessão em sentido lato, a economia em 2024 irá mostrar que não está imune aos efeitos do aumento das taxas de juro.**

Há aspetos diferenciadores neste ciclo económico que têm provocado um maior desfasamento na transmissão dos efeitos da política monetária restritiva sobre o crescimento económico. Em particular, os programas de expansão orçamental aprovados durante e após a pandemia (Lei de Redução da Inflação, Next Generation EU,...) continuaram a apoiar a economia. Nos Estados Unidos, os programas de estímulo foram particularmente generosos e a ajuda às famílias permitiu um enorme excedente de poupança que serviu para amortecer a perda de poder de compra resultante da subida da inflação. Além disso, muitas famílias e empresas aproveitaram as taxas de juro extraordinariamente baixas anteriores a 2022 para refinaranciar as suas hipotecas a taxas fixas durante um período mais longo. **Mas, trimestre após trimestre, a dinâmica orçamental está a desvanecer-se, as poupanças acumuladas estão a diminuir, os programas de subsídios estão a expirar (por exemplo, os empréstimos aos estudantes nos EUA) e há mais empréstimos a serem renovados a taxas de juro mais elevadas.**

Acreditamos que seja inevitável um novo enfraquecimento do crescimento nos próximos trimestres, como efeito colateral do progresso no controlo da inflação. As taxas de juro mais elevadas têm demorado a produzir efeitos, mas iremos observar uma maior eficácia no mecanismo de transmissão monetária com um enfraquecimento da criação de emprego, uma restrição nos planos de investimento e um aumento no número de empresas e famílias que lutam para fazer face às suas obrigações financeiras. **Esta maior visibilidade da perda de dinamismo da atividade económica irá mudar o foco dos bancos centrais da inflação para o crescimento, fazendo com que seja possível diminuir as taxas de juro no segundo semestre de 2024.**

Os efeitos da política monetária restritiva estão a ser sentidos com um maior desfasamento, mas acabarão por afetar o crescimento em 2024

Há vários factores diferenciadores que atenuaram o impacto das elevadas taxas de juro na economia pós-confinamento

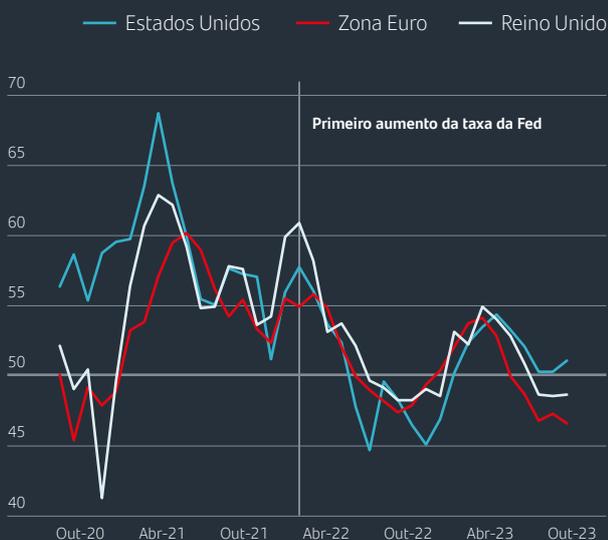
A economia acabará por se tornar suscetível à política monetária restritiva, o que provocaria uma mudança no enviesamento da política monetária

A moderação nos indicadores de confiança empresarial prenuncia um crescimento mais lento em 2024

Fonte: Bloomberg. Dados de outubro de 2023

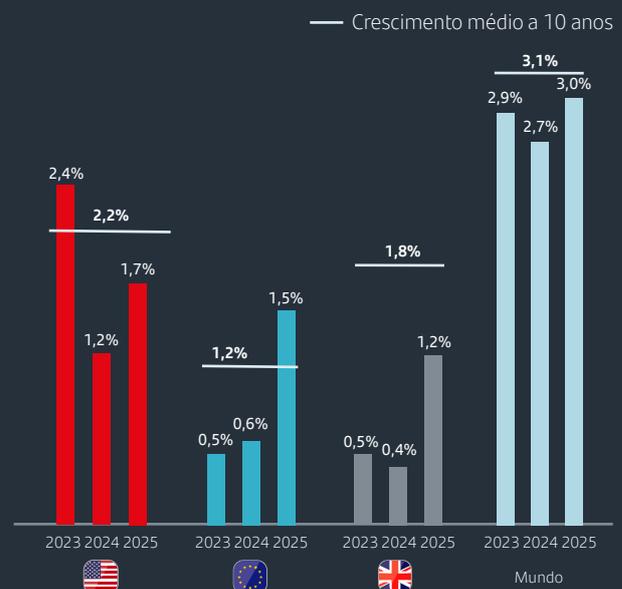
A economia está a abrandar, mas não está a entrar em recessão

PMI composto (confiança empresarial)



Níveis acima de 50 são indicativos de expansão e abaixo de 50 indicam uma economia em contração

Crescimento do PIB



Se as previsões acima forem verdadeiras, implicariam uma desaceleração, embora moderada, comparativamente com períodos anteriores de aumento das taxas.

Há muito debate entre os economistas sobre a natureza do abrandamento económico que estamos a enfrentar e em que medida este abrandamento difere dos ciclos anteriores, sendo que o consenso atual utiliza o termo "aterragem suave". Esse termo refere-se a um ciclo de recessão muito moderado, em que os objetivos de estabilidade de preços dos bancos centrais são alcançados com um custo moderado em termos de perdas de emprego e de crescimento económico abaixo da média. **Em nossa opinião, o termo mais correto seria "aterragem prolongada", pois esta desaceleração caracteriza-se sobretudo pelo facto de ser prolongada e gradual, o que contribui para a impressão de moderação.**

Em nossa opinião, **o factor diferenciador que permite que o ajustamento seja moderado e prolongado é o baixo nível de endividamento do setor privado neste ciclo actual.** Como se mostra nos gráficos abaixo, as famílias e, em menor grau, as empresas têm sido muito cautelosas nas suas decisões de financiamento e de despesa ao longo da última década. O setor bancário, ao estar sob pressão regulamentar no rescaldo da Grande Crise Financeira, também desempenhou um papel importante na moderação da alavancagem. Além disso, muitas famílias e empresas prolongaram a data de vencimento das suas dívidas, resultando numa transmissão mais gradual do aumento das taxas de juro. Esta disciplina financeira é uma das razões pelas quais esta desaceleração é moderada. O setor privado não terá de reduzir agressivamente o consumo e o investimento porque evitou excessos financeiros no passado recente.

Em suma, prevemos que em 2024 a economia irá continuar a registar desinflação, com taxas de juro elevadas a afectarem o investimento e a despesa. No entanto, prevemos uma mudança na política monetária na segunda metade do ano, com as economias desenvolvidas a baixarem as taxas de juro, seguindo o exemplo das economias emergentes. **Acreditamos que já atingimos o ponto mais alto da taxa de juros e agora temos de passar para o plano do crescimento.**

O ajustamento deste ciclo está a acontecer ao longo de um período de tempo, o que dá a impressão de moderação

O setor privado não acumulou uma alavancagem excessiva neste ciclo e não precisa de fazer ajustamentos extraordinários

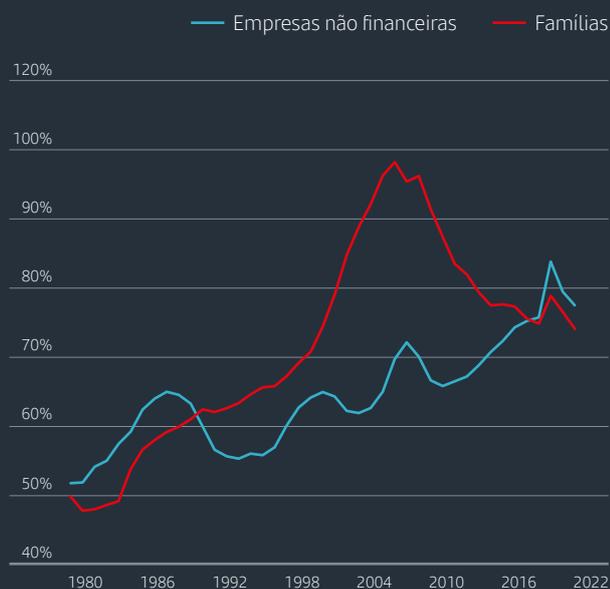
Não vemos uma queda na atividade económica, mas sim uma desaceleração, resultante do impacto retardado dos aumentos das taxas

Dívida das famílias e das empresas (em % do PIB)

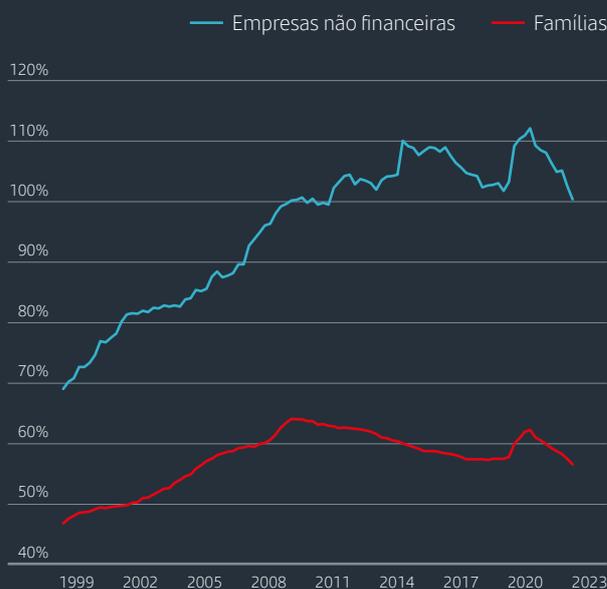
Fonte: Bloomberg. Dados de setembro de 2023

O setor privado está moderadamente alavancado

Estados Unidos



Zona Euro



Riscos: Geopolítica e défices públicos

O nosso cenário de base de um ajustamento prolongado e moderado do crescimento e da queda da inflação é vulnerável à interação de vários factores, entre os quais destacáremos dois: a turbulência geopolítica e a crescente vulnerabilidade das finanças públicas.

O gráfico abaixo à esquerda ilustra esta última área de preocupação com níveis de dívida pública próximos dos 100% do PIB tanto nos Estados Unidos como na Zona Euro. As projeções macroeconómicas baseiam-se na continuação de níveis elevados de despesa pública e de défices num contexto de taxas de juro elevadas e, portanto, de custos crescentes com o serviço da dívida. **O apoio da política orçamental para o crescimento poderá ser posto em causa num futuro não muito distante, à medida que o mercado — ou o eleitorado — se tornar mais consciente dos riscos a longo prazo para a estabilidade financeira** (tal como a política monetária ultra-expansionista teve de ser revertida à medida que os riscos de inflação surgiram). Neste ciclo, a economia tem sido altamente resiliente aos efeitos adversos do aumento das taxas de juro porque o setor privado não tinha acumulado desequilíbrios financeiros. Tem acontecido o inverso com as finanças públicas, razão pela qual **consideramos a sustentabilidade da dívida pública como uma fonte de potencial vulnerabilidade económica e de mercado**. A dinâmica de 2024 ser um ano de eleições nos EUA poderá acrescentar ainda mais incerteza em relação às finanças públicas.

Em termos de geopolítica, acompanharemos de perto a evolução da relação entre os Estados Unidos e a China, o conflito na Ucrânia e os conflitos no Médio Oriente. O gráfico do lado direito mostra o **aumento da perceção de risco geopolítico** e a probabilidade de contágio económico através de aumentos dos preços da energia, que têm apresentado reações significativas no passado. As alterações na confiança dos consumidores e dos investidores dependerão destes factores. **Uma área de interesse fundamental, que só ganhará importância à medida que o ano de 2024 se for desenrolando, são as próximas eleições presidenciais nos EUA.**

Os riscos de revisões do nosso cenário económico central têm um enviesamento negativo

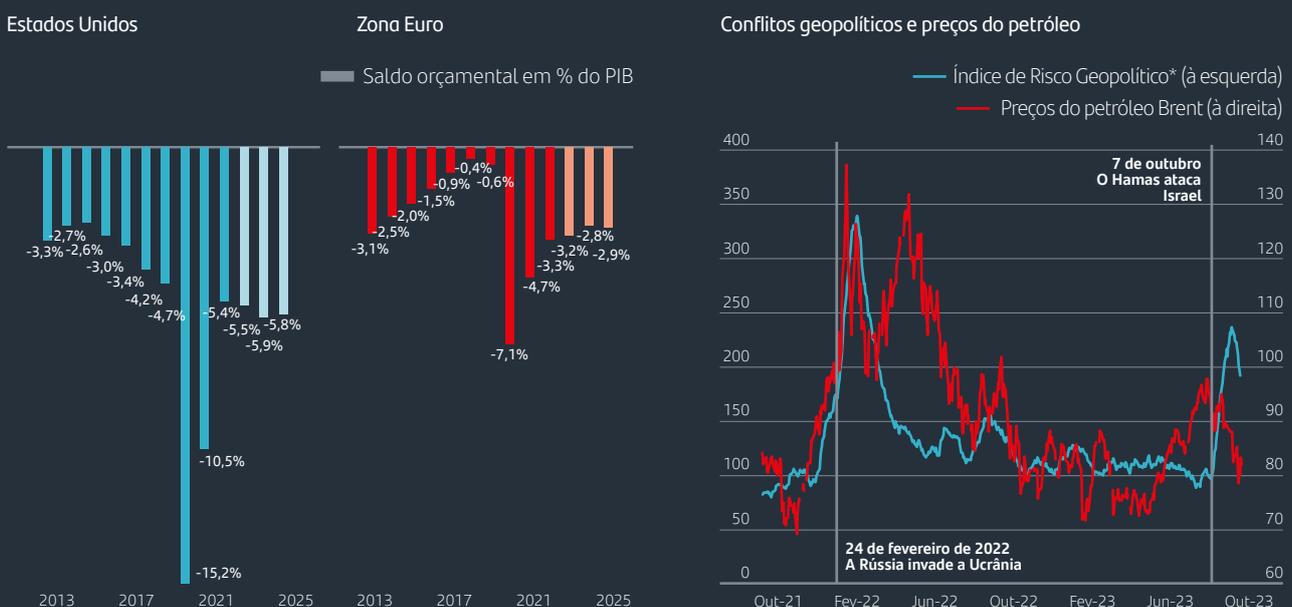
A principal área de fragilidade financeira na economia global é o crescente endividamento do setor público

As eleições presidenciais nos Estados Unidos em 2024 e os desenvolvimentos subsequentes em matéria geopolítica irão ocupar o centro das atenções

Principais riscos que podem afetar o cenário base

Fonte: Projeções da Bloomberg, do Congressional Budget Office (CBO) dos EUA e do Banco Central Europeu (BCE). Dados de 22/11/2023

É importante estar atento à trajetória dos défices orçamentais e dos preços da energia



* Dario Caldara e Matteo Iacoviello construíram uma medida de acontecimentos geopolíticos adversos e riscos associados com base num registo de artigos de jornais que cobrem tensões geopolíticas, e examinam a sua evolução e efeitos económicos desde 1900. Um risco geopolítico mais elevado prenuncia investimentos, preços de ações e nível de emprego mais baixos. Um risco geopolítico mais elevado também está associado a uma maior probabilidade de desastres económicos e a maiores riscos negativos para a economia global.



Em profundidade:

02 Foco nas quatro mudanças a nível global

Ampliando a visão do ciclo

Em nossa opinião, tanto o nível de neutralidade das taxas de juro como o nível de inflação deverão ser estruturalmente mais elevados do que foram no passado. As tensões entre a oferta e a procura de trabalho parecem favorecer uma taxa de inflação mais elevada. Depois de uma década baseada em políticas ultra-expansionistas tanto no domínio orçamental como a nível monetário, **caminhamos agora para um período de maior moderação e ortodoxia na implementação de incentivos económicos.**

Outro factor que irá ter impacto no crescimento económico ao longo das próximas décadas é o **fraco crescimento populacional** nos países mais desenvolvidos. É provável que esta tendência demográfica resulte numa escassez de mão-de-obra qualificada.

Quatro grandes mudanças de paradigma

Acreditamos que o mundo está a assistir a uma mudança acelerada como resultado da interação entre quatro grandes transições.

A primeira grande convulsão é provocada pela necessidade de uma mudança radical no modelo energético para fazer face ao desafio da descarbonização até 2050. Ao mesmo tempo, estamos a assistir ao avanço tecnológico mais disruptivo desde o advento da Internet, com um crescimento vertiginoso de **soluções de inteligência artificial.** Estamos também a enfrentar **uma mudança no equilíbrio geopolítico e económico** como resultado da difícil relação entre a China e os Estados Unidos. Por último, os investidores estão a assistir a uma **mudança estrutural nas fontes de financiamento corporativo**, com os mercados privados (capitais privados e dívida privada) a assumirem um papel cada vez mais importante.

Foco nas quatro mudanças a nível global

À medida que o novo equilíbrio nas taxas livres de risco se torna mais claro, torna-se mais importante ter uma ideia clara sobre as áreas onde queremos investir capital para otimizar os retornos a longo prazo. À medida que ampliamos o horizonte de investimento, **identificamos quatro grandes transições nas quais será fundamental posicionar as carteiras para gerar retornos diferenciados a longo prazo:**

1) A transição energética e o desafio da descarbonização

O panorama energético a nível global está a passar por uma mudança radical, com o investimento em fontes de energia limpa a crescer de forma significativamente mais rápida do que os investimentos em combustíveis fósseis (ver gráfico abaixo). Esta mudança marca um momento crucial na transição energética e reflete o reconhecimento crescente da necessidade de combater as alterações climáticas e reduzir as emissões de carbono. Além disso, os compromissos com a descarbonização e a segurança energética motivados pela invasão da Ucrânia impulsionaram as políticas de energia limpa nas maiores economias do mundo. A Lei de Redução da Inflação (IRA) dos EUA destina 369 mil milhões de dólares para subsídios para a tecnologia verde; a Comissão Europeia planeia atribuir pelo menos 250 mil milhões de euros (270 mil milhões de dólares) a empresas de tecnologia limpa e decidiu antecipar a meta de duplicar a capacidade solar instalada na UE de 2030 para 2025. **Os governos, as empresas e os particulares em todo o mundo estão a reconhecer o imenso potencial das energias renováveis** para constituírem fontes de energia sustentáveis, fiáveis e amigas do ambiente para o futuro, acelerando ainda mais a transição em detrimento dos combustíveis fósseis.

A força do investimento em energias limpas está a conduzir a uma mudança acelerada no mix de produção de energia (ver gráfico à direita). Esta mudança acelerada está a gerar enormes oportunidades de investimento que não estão isentas de volatilidade e incerteza devido a vários fatores (mudanças regulamentares, escassez de materiais, inflação em certas matérias primas, sensibilidade às taxas de juro...). A transição energética irá representar o maior volume de investimento em infraestruturas da história, e os mercados financeiros serão afetados em múltiplas dimensões por esta transformação.

As quatro mudanças globais terão impacto no crescimento a longo prazo e na redistribuição de recursos entre economias e setores

O capital público e privado continuarão a apoiar a transição energética, criando oportunidades de investimento

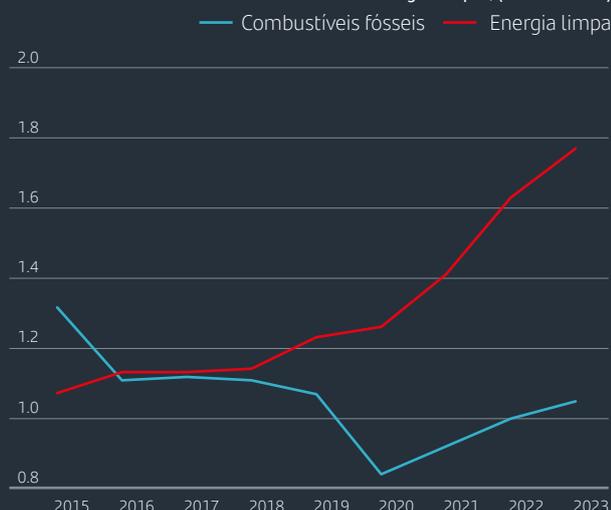
A guerra e os subsídios aceleraram os investimentos em energias renováveis, veículos elétricos e eletrificação

O impulso para a descarbonização está a dinamizar o investimento em energias renováveis, armazenamento de energia e infraestruturas de rede

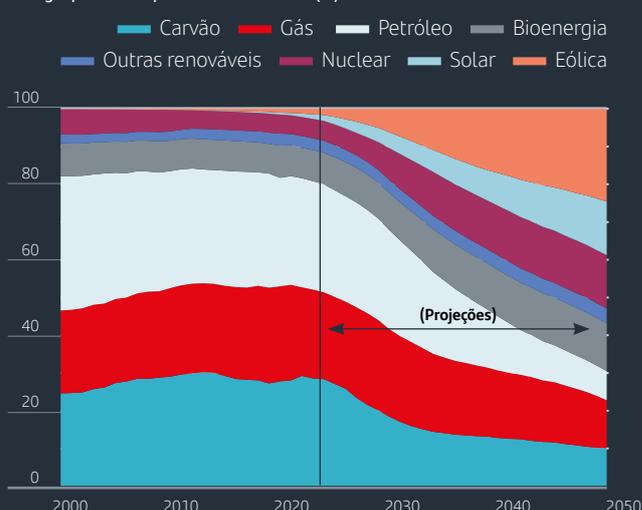
Fonte: AIE Investimento Mundial em Energia 2023

As energias renováveis, lideradas pela energia solar, assim como os veículos elétricos, estão a liderar o aumento do investimento em energias limpas

Investimento anual em combustíveis fósseis e em energias limpas, (Bilhões de USD)



Energia primária a partir de combustível (%)



2) A revolução da Inteligência Artificial poderia dar um impulso à produtividade a nível global

Se a transição energética implica o maior investimento em infra-estruturas das próximas décadas, o impacto da inteligência artificial (IA) na produtividade poderá acrescentar milhares de milhões de dólares em valor à economia global. A IA generativa será certamente a grande inovação tecnológica desta geração e o crescimento impressionante do ChatGPT (tendo atingido 100 milhões de utilizadores em apenas 2 meses) poderá ser considerado como o acontecimento de 2023. **As implicações da IA vão muito além das empresas puramente tecnológicas, transcendendo setores e geografias, uma vez que tem o potencial de mudar a anatomia do trabalho**, aumentando as capacidades dos trabalhadores individuais através da automatização de algumas das suas atividades individuais. As mais recentes aplicações de IA generativa podem realizar uma série de tarefas rotineiras, como a reorganização e classificação de dados. Mas é a sua capacidade de escrever textos, de compor música e de criar arte digital que conquistou as manchetes e convenceu os consumidores e as famílias a experimentarem por sua própria conta. O burburinho em torno da IA está a subir de tom, as ações tecnológicas estão a atingir novos máximos, há já mais de 2 milhões de programadores a utilizá-la e os grandes players estão a preparar-se para lançar novas ferramentas de IA.

A implementação da IA generativa e de outras tecnologias poderia ajudar a acelerar a produtividade, compensando parcialmente o declínio da força de trabalho e impulsionando o crescimento económico global. O gráfico à esquerda ilustra como é que num contexto de tendências demográficas adversas são indispensáveis melhorias na produtividade para se poder manter o nível de crescimento. Os desafios atuais para as empresas de todo o mundo preencherem vagas em muitas áreas críticas destacam o terreno fértil no qual as empresas poderiam impulsionar os investimentos tecnológicos para aumentarem as suas capacidades e soluções de IA.

Com base nas estimativas da McKinsey ("The economic potential of generative AI: the next productivity frontier" [O potencial económico da IA generativa: a próxima fronteira da produtividade]), a **automatização das atividades de trabalho individuais possibilitada por estas tecnologias poderia proporcionar à economia global um aumento anual de produtividade entre 0,2 e 3,3% de 2023 a 2040**, dependendo na taxa de

Os progressos na IA generativa podem implicar o início de uma revolução da inteligência — com avanços exponenciais

A automação alimentada pela IA tem o potencial de aumentar a produtividade dos trabalhadores, oferecendo vantagens competitivas às empresas, setores e economias que adotem esta tecnologia

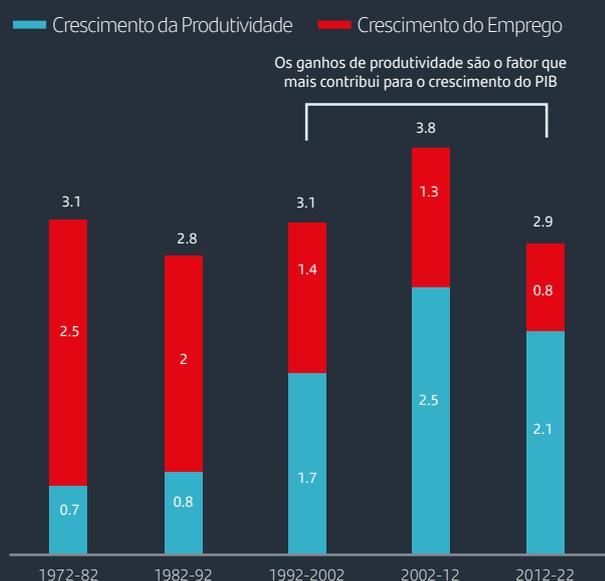
O ritmo das mudanças tecnológicas na IA é impressionante, à medida que o âmbito dos casos de utilização continua a expandir-se a um ritmo espantoso.

A IA generativa está preparada para desencadear a próxima vaga de produtividade, impulsionando o crescimento económico global

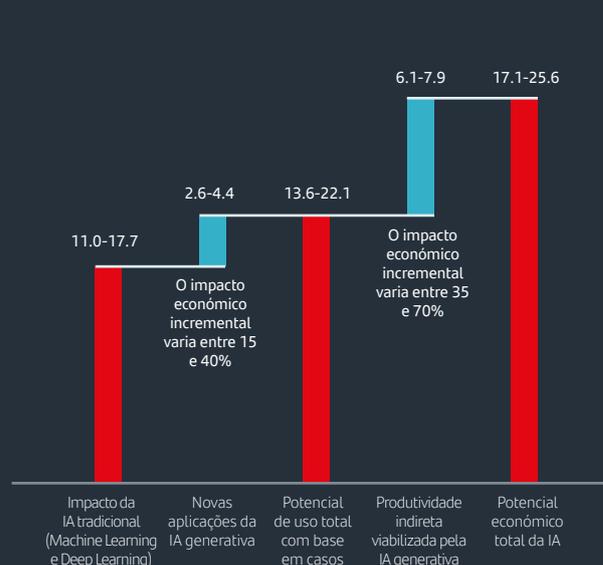
Fonte: McKinsey. *The economic potential of generative AI: The next productivity frontier* [O potencial económico da IA generativa: a próxima fronteira de produtividade]. 14 de junho de 2023

A IA poderia desbloquear biliões de dólares de valor em setores que vão desde o setor bancário às ciências da vida

Contribuição real para o crescimento do PIB de parte do emprego e produtividade, 1972-2022 (%)



Impacto potencial da IA na economia global (Mil milhões de USD)



adoção da automação. A McKinsey analisou diversos casos de utilização em funções de atividades nas quais a tecnologia pode abordar certos desafios em atividades específicas que produzem um ou mais resultados mensuráveis. **Os inúmeros aumentos de produtividade que provavelmente se irão materializar quando a tecnologia for aplicada em atividades dos trabalhadores do conhecimento poderão variar entre 6,1 mil milhões de dólares e 7,9 mil milhões de dólares anualmente**, que corresponde à ordem de grandeza do produto interno bruto do Reino Unido em 2021, de cerca de 3,1 biliões de dólares. A IA generativa é o desenvolvimento tecnológico mais importante das últimas décadas e os investidores não podem ignorar as suas implicações ao alargarem o seu horizonte de investimento.

3) As tensões geopolíticas e as implicações sobre o comércio global e os fluxos de investimento

A rivalidade latente entre os Estados Unidos e a China, exacerbada por disputas comerciais, concorrência tecnológica e diferenças ideológicas, criou um ambiente de incerteza e de risco para as empresas que operam à escala global. **As perturbações nas cadeias de abastecimento que se seguiram à pandemia evidenciaram as fragilidades da cadeia de abastecimento global.** A guerra na Ucrânia revelou a vulnerabilidade energética da Europa e a dependência excessiva do gás russo. Tudo isto está a conduzir a uma mudança gradual no modelo tradicional de hiperglobalização, caracterizado por uma profunda integração das redes de produção transfronteiriças, no sentido de **uma abordagem mais fragmentada e regionalizada do comércio e a um redirecionamento dos fluxos de capitais.**

Neste sentido, o *friendshoring* e o *nearshoring* surgiram como alternativas viáveis às estratégias tradicionais de *sourcing* a nível global. Por exemplo, os Estados Unidos promoveram ativamente uma estratégia de *friendshoring* com os seus aliados na região do Indo-Pacífico, como a Índia, o Vietname e o Japão, com o objectivo de **reduzirem a dependência da China em bens e serviços críticos.** Por outro lado, o *nearshoring* é atrativo para empresas que procuram reduzir as perturbações na cadeia de abastecimento e os custos de transporte e até de mão-de-obra, como é o caso da deslocalização da produção para o México de parte de empresas norte-americanas. Pode observar-se no gráfico à direita que **o México ultrapassou a China como a maior fonte de importações dos EUA** e que esta tendência parece destinada a continuar no futuro. Esta

A hiperglobalização está a ser posta em causa pela perda de confiança, disrupção dos fluxos comerciais e dependência excessiva

O *nearshoring* e o *reshoring* referem-se à regionalização ou redistribuição dos centros de produção

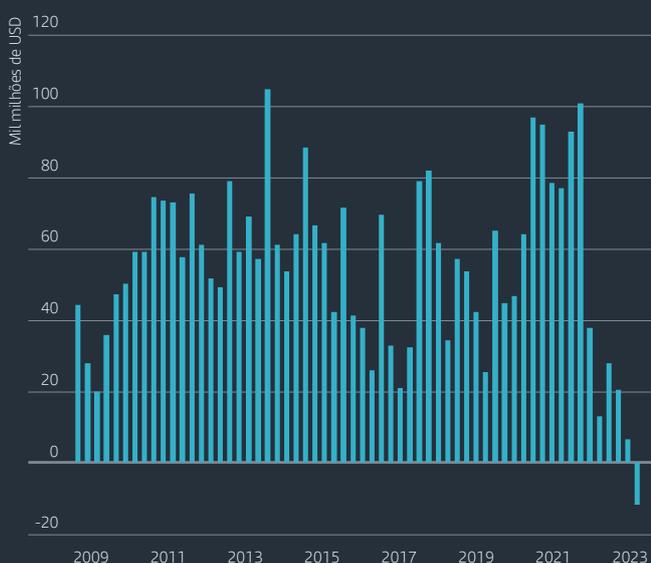
Os fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) mudaram nos últimos anos, com a China a tornar-se menos atrativa para o resto do mundo

Mudança no padrão do comércio global e dos fluxos de capital

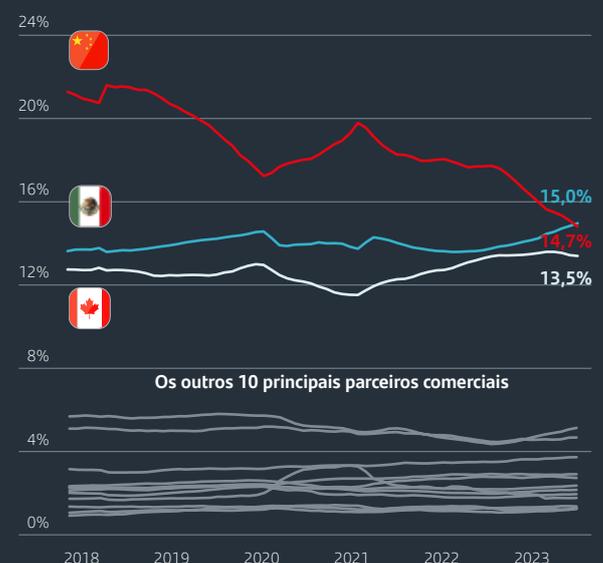
Fonte: World Economic Outlook do FMI, de abril de 2023, e US Census Bureau. Dados de agosto de 2023

A polarização geopolítica tem vencedores e perdedores

O IDE líquido da China é negativo pela primeira vez desde 1998



Origem das importações dos EUA segundo geografias (% , dados mensais)



mudança também é evidente na evolução dos fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE), como se pode ver na tabela abaixo à esquerda. Embora seja verdade que o IDE tenha diminuído em termos absolutos entre 2020 e 2022 comparativamente com o período de 2015 a 2020, há economias como a China que registaram uma queda ainda maior (foi canalizado menos investimento direto para a China de todas as regiões de origem).

4) Mercados financeiros em transição: o crescimento dos mercados privados

A quarta mudança de paradigma que queremos destacar é a mudança no acesso ao capital para financiar a inovação tecnológica, a transição energética e todos os projetos de reestruturação e crescimento que estão a criar valor na economia. Não são apenas a energia, o comércio e a tecnologia que enfrentam grandes mudanças: **os mercados financeiros também estão a entrar num momento de transição fundamental**. Historicamente, as bolsas de valores e as instituições financeiras foram os principais mecanismos de acesso a novas necessidades de financiamento, mas este papel está a ser partilhado a uma escala cada vez maior com os mercados privados. No panorama dinâmico das finanças globais, os mercados privados não cotados, que incluem a dívida privada, investimento em infra-estruturas, recursos naturais, o setor imobiliário e capitais privados, são *players* cada vez mais importantes no crescimento e inovação das empresas (ver gráfico abaixo).

A dívida privada, caracterizada por empréstimos e obrigações emitidos diretamente às empresas por investidores privados, tem estado em franca expansão devido à sua flexibilidade para responder às necessidades específicas das empresas em diferentes fases de desenvolvimento. Os fornecedores de dívida privada oferecem prazos de vencimento mais longos, cláusulas menos rigorosas e uma abordagem mais prática, incentivando parcerias de longo prazo com as empresas investidas. **Os capitais privados**, por outro lado, consistem em investir em empresas não cotadas, normalmente aquelas com elevado potencial de crescimento, mas com acesso limitado aos canais de financiamento tradicionais. As empresas de capitais privados oferecem não só capital, mas também conhecimento especializado, apoio operacional e uma rede de contactos industriais, e desempenham um papel crucial no sucesso das empresas do seu portfólio. Embora os mercados públicos continuem a ser essenciais para a economia global, hoje em dia muitas empresas cresceram e assumiram posições dominantes no mercado sem nunca terem recorrido ao financiamento público.

Uma grande parte da criação de valor nas novas empresas ocorre antes das suas ações serem cotadas em bolsa, razão pela qual se torna cada vez mais necessário alargar o âmbito do investimento aos mercados privados.

Os mercados privados saíram das margens e assumiram protagonismo em diversas indústrias e setores

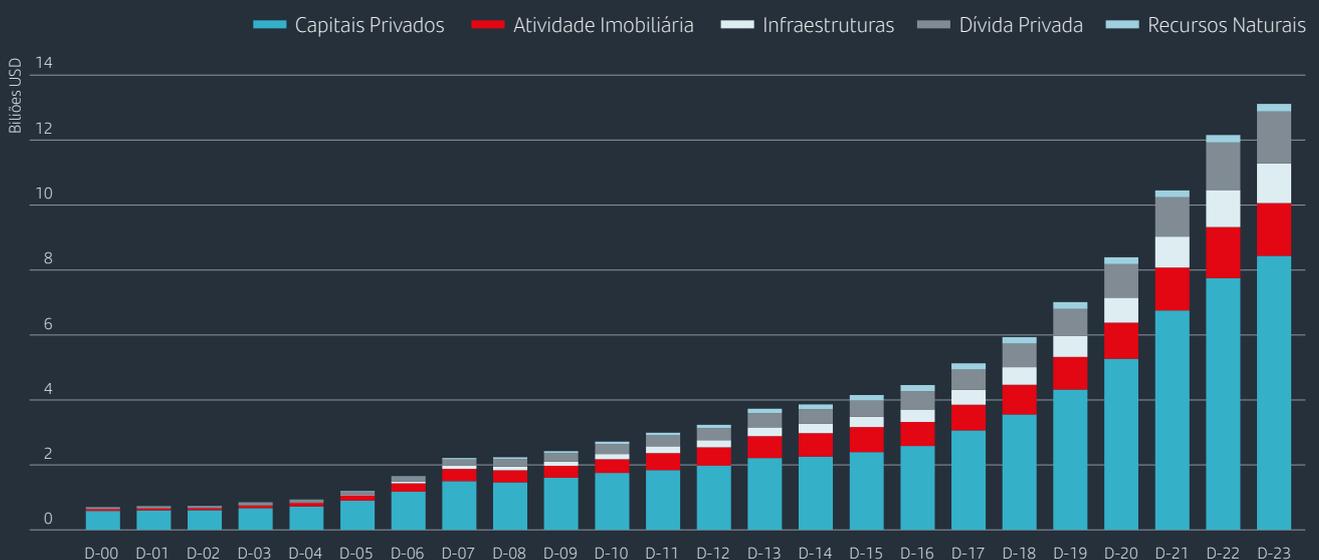
Os custos de oportunidade de ignorar o investimento em mercados privados estão a aumentar

Estes mercados estavam inicialmente limitados a investidores institucionais, mas o acesso aos mesmos está cada vez mais aberto a outros tipos de investidores

Ativos sob gestão nos mercados privados globais (Biliões de USD)

Fonte: Preqin. Dados de 22/11/2023

A dimensão dos mercados privados cresceu a uma taxa anual de 15% ao longo da última década





Em profundidade:

03 Investir para lá do curto prazo

Investir para lá do curto prazo...

Os investidores dispõem neste momento de um vasto leque de opções de investimento que oferecem retornos acima da média das últimas décadas. Mas nenhum se compara tão favoravelmente com os índices de referência históricos recentes como o retorno dos títulos da Dívida Pública de curto prazo. Esta combinação de máxima segurança e melhores retornos poderá levar muitos investidores a procurarem proteção excessiva no curto prazo. **Com base numa perspetiva de investimento mais ampla, acreditamos que faz sentido estar posicionado em carteiras mais diversificadas** que possam consolidar os atuais rendimentos elevados ao longo de horizontes mais prolongados.

... e posicionar as carteiras para o próximo ciclo

Nesta era de disrupção, faz sentido ampliar o horizonte de oportunidades para além dos ativos tradicionais e conservadores. Numa perspetiva de longo prazo, os investidores poderão querer considerar os efeitos combinados da inflação e da inovação, e explorar investimentos em ações e em mercados privados. As oportunidades de investimento estão a tornar-se cada vez menos um monopólio dos mercados cotados e é importante avaliar o posicionamento em fundos alternativos que investem em mercados privados para se ter acesso a um leque mais vasto de oportunidades. Deve-se estar pronto para capitalizar nas oportunidades decorrentes da mudança nos fluxos comerciais (posicionamento em países que beneficiam do *nearshoring*) e dos beneficiários da introdução de soluções de inteligência artificial e de energia mais eficiente.

Oportunidades para lá do curto prazo

A tentativa dos bancos centrais controlarem a elevada inflação através da normalização da política monetária poderá em breve chegar ao fim. No entanto, já causou danos significativos ao valor dos ativos em obrigações. Desde que as taxas de juro de referência começaram a subir, há cerca de dois anos (de 4,5% na Zona Euro a 13,75% no Brasil), os investidores têm sentido a pressão sobre a valorização de diversos ativos. Embora alguns bancos centrais estejam a começar a cortar nas taxas, a experiência recente tem sido negativa para investidores conservadores, que são os mais expostos às obrigações. **Os surtos de instabilidade e a variação negativa nos valores das obrigações têm afetado os investidores, especialmente aqueles com maior concentração em títulos de rendimento fixo.** Como resultado, é mais provável que invistam em ativos sem risco.

O recente aumento dos rendimentos dos investimentos de curto prazo deverá encorajar os investidores a darem prioridade à estabilidade em detrimento dos retornos potenciais. Os gráficos abaixo ilustram um aumento significativo nos rendimentos dos investimentos de curto prazo nas duas principais moedas de referência, tanto em termos nominais como reais. Esta mudança assinala o fim de um período difícil para os investidores avessos ao risco, que anteriormente enfrentavam perdas inclusive em conjunturas de baixo risco. Embora seja compreensível que se procure proteção de curto prazo após um período volátil, é fundamental evitar sacrificar oportunidades de longo prazo. Os rendimentos em numerário não proporcionam valor duradouro a longo prazo. A tendência dos investidores para basearem as previsões futuras em experiências recentes pode conduzir a decisões financeiras ineficazes. Esta secção descreve cinco estratégias que podem complementar o investimento de curto prazo e expandir as oportunidades num período de tempo mais longo. Ao combinar diferentes tipos de riscos, como por exemplo a sensibilidade às taxas de juro e a natureza cíclica dos retornos, os investidores podem conseguir uma carteira equilibrada com uma almofada de segurança proporcionada pelas taxas de curto prazo.

Um maior nível de certeza quanto às taxas máximas proporciona maior visibilidade na valorização dos ativos

Pela primeira vez em décadas, o ponto de partida para os investidores (a taxa de juros sem risco) oferece valor líquido de inflação

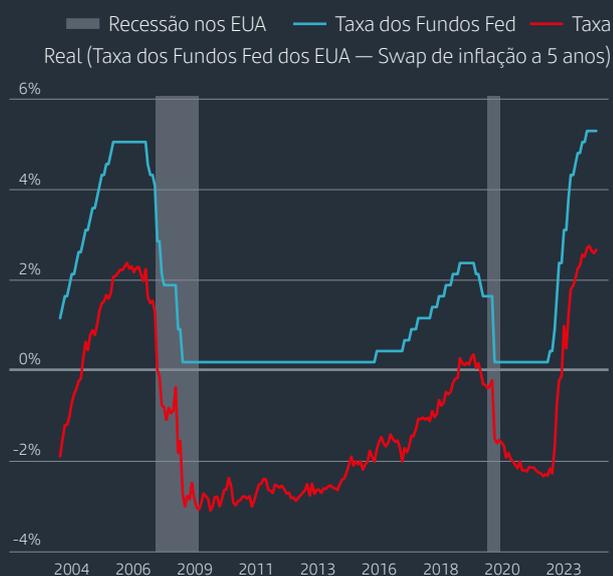
Contexto favorável para combinar posicionamento de curto prazo com estratégias que estendam a rentabilidade durante um período de tempo mais longo

Taxas de curto prazo em termos nominais e reais

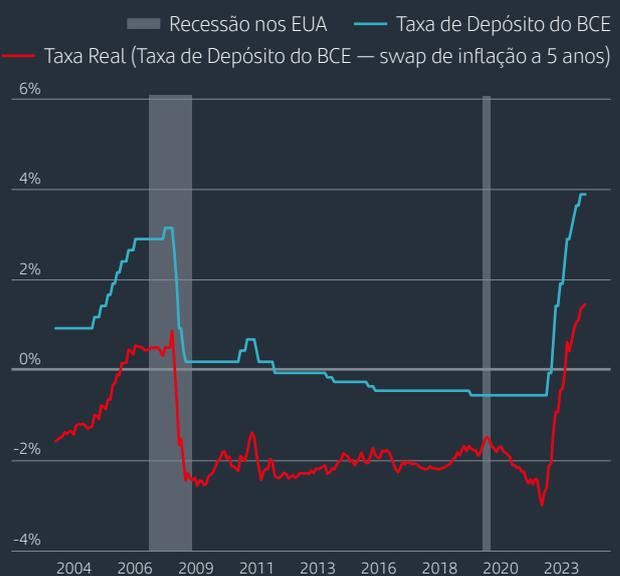
Fonte: Bloomberg. Dados de 22/11/2023

15 anos após a Grande Crise Financeira, as taxas de curto prazo estão finalmente a proporcionar valor

Estados Unidos



Zona Euro



1) Prolongar a duração das carteiras de obrigações

O recente aumento da inflação e as medidas dos bancos centrais para a conter desencadearam uma normalização das taxas de juro, conduzindo à maior correção nos mercados obrigacionistas globais desde que há registos (em termos nominais). Esta correção foi particularmente severa para as obrigações de prazo mais longo, que são mais sensíveis aos movimentos das taxas de juro. **Contudo, a atual tendência deflacionista e a probabilidade de um abrandamento nos indicadores económicos sugerem que a atratividade do posicionamento no extremo longo da curva possa estar a mudar.**

O gráfico abaixo mostra as vantagens de prolongar a duração das carteiras de obrigações quando os bancos centrais se estão a aproximar do fim das suas políticas monetárias restritivas. As caixas no gráfico representam o retorno dos investimentos de curto prazo (Fundos Fed) comparativamente com o retorno dos investimentos em obrigações de longo prazo (Títulos do Tesouro dos EUA a 10 anos) nos doze meses seguintes ao pico das subidas das taxas de juro. Como se pode ver, **a estratégia de mudar para o extremo longo da curva produziu diferenciais de retorno significativos.** Só quando a inflação dispara de forma acentuada, forçando os bancos centrais a adotarem uma política monetária restritiva de forma mais agressiva (como no início da era Volcker da década de 1980), é que se torna mais rentável permanecer no curto prazo.

Além disso, esta estratégia permite aumentar a natureza defensiva das carteiras de investimento porque as obrigações de longo prazo tendem a ter um bom desempenho em conjunturas de crescimento económico negativo. **A probabilidade de um encurtamento do período "altas durante mais tempo" nas taxas de juro está a aumentar, e acreditamos que a primeira estratégia que os investidores devem considerar é aumentar a duração das suas carteiras.** Acreditamos que as obrigações de maior duração proporcionam maior resiliência às carteiras, oferecendo hoje rendimentos atrativos que podem ser garantidos ao longo de um horizonte temporal mais longo e o benefício potencial da valorização dos preços numa recessão. Os títulos do tesouro de longo prazo oferecem atualmente um perfil assimétrico atraente, com potencial de valorização significativo e desvantagens limitadas.

As taxas de juro voltaram a estar atrativas e o foco deve agora passar a ser o prolongamento destas taxas de rendimento durante um horizonte temporal mais longo

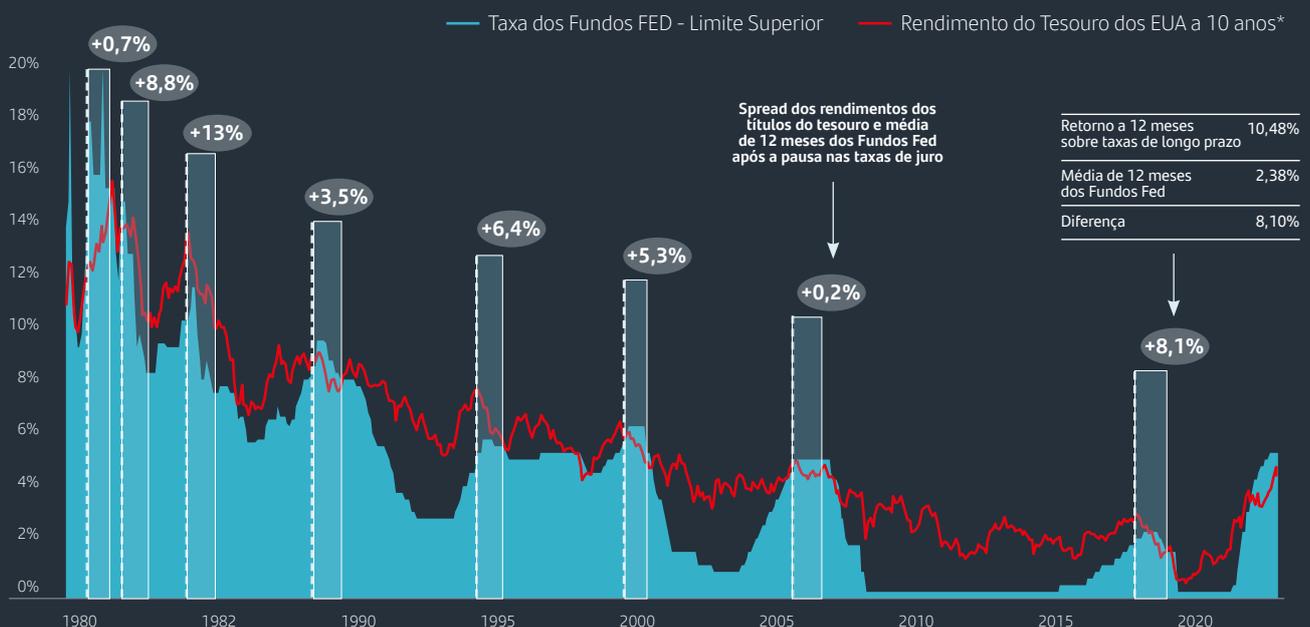
O manual de investimento tradicional recomendaria aumentar a maturidade dos investimentos em obrigações com o objetivo de consolidar os retornos perto do pico da taxa de juros deste ciclo

Prolongar a duração em obrigações melhora o perfil defensivo das carteiras de investimento perante a desaceleração económica

Rendimentos de Títulos do Tesouro dos EUA a 10 anos e taxas de curto prazo (Fundos Fed)

Fonte: Bloomberg e Santander. Dados de 14/11/2023

Aumentar a duração gerou valor no período após o pico dos aumentos das taxas



*Quando a TIR do título (a linha a tracejado) cai, o rendimento aumenta

2) Captar o prémio de risco de obrigações de empresas de elevada qualidade

Numa conjuntura de crescimento económico abaixo da média, é fundamental ser cauteloso ao seleccionar os emitentes nos quais investir, dando prioridade a empresas com forte solvabilidade. Nesta fase do ciclo económico, é aconselhável ponderar em excesso os títulos do tesouro em relação às obrigações de empresas para minimizar o risco de eventos de crédito negativos, como por exemplo reestruturações, falências e incumprimentos. Esta abordagem é apoiada pelas experiências negativas de ciclos anteriores. No entanto, tal como referimos na primeira parte, a dívida das empresas na conjuntura actual acarreta menos riscos de alavancagem do que no passado, o que **cria uma oportunidade para se gerarem retornos adicionais através do investimento em segmentos de obrigações de empresas de maior qualidade. As obrigações de empresas com grau de investimento** oferecem prémios de risco atractivos e competem favoravelmente com as ações numa base de rendimento, uma situação que não se via há muitos anos.

O período prolongado de taxas de juro baixas permitiu a muitas empresas prolongar os prazos do seu financiamento da dívida nos mercados de capitais. Uma análise das mudanças nos custos de financiamento das empresas cotadas na bolsa sugere que o impacto da política monetária restritiva sobre o setor empresarial não foi imediato. De igual modo, uma análise da estrutura de maturidade dos instrumentos obrigacionistas com grau de investimento e do cupão médio que as empresas efetivamente pagam indica que **uma parte significativa das empresas pode navegar nas atuais condições monetárias e de crédito restritivas sem sofrer pressões financeiras significativas.**

Os gráficos abaixo mostram a remuneração do risco comparativamente com os dados reais de falências no segmento de maior qualidade de crédito (grau de investimento). Podemos observar a sensibilidade das estatísticas de incumprimento da dívida e dos spreads de crédito em relação às crises económicas. No entanto, podemos perceber como a estratégia de captura de prémios de risco de crédito gera retornos adicionais, uma vez que é quase norma que as taxas de incumprimento fiquem abaixo do spread obtido pela assunção do risco de crédito. **Acreditamos que a incorporação de obrigações de empresas de elevada qualidade de crédito pode agregar valor às carteiras de investimento.**

A qualidade global dos balanços das empresas é superior à dos anteriores ciclos económicos

Em nossa opinião, o risco de crédito é hoje menor do que noutros ciclos, pois muitas empresas têm conseguido obter financiamento de longo prazo a taxas muito baixas

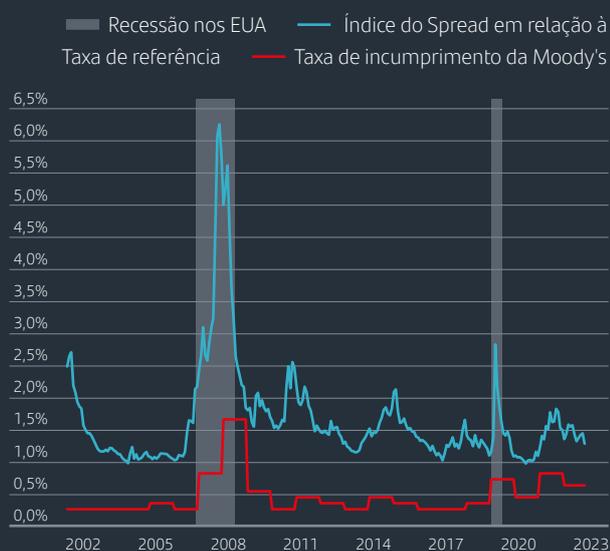
O valor atual da compensação recebida do prémio de risco supera a probabilidade de abrirem falência

Spread do risco de crédito em relação às taxas de incumprimento históricas e de referência em obrigações de empresas com grau de investimento

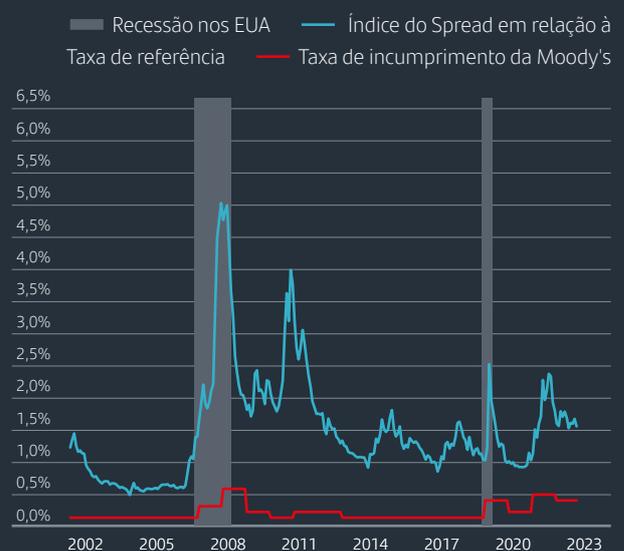
Fonte: Bloomberg e Moody's. Dados de 22/11/2023

Os prémios de risco de crédito são atractivos num cenário de desaceleração económica moderada

Estados Unidos



Zona Euro



3) Maximizar a diversificação em carteiras de obrigações

O fim da normalização da política monetária e a menor percepção de risco inflacionista criaram diversas oportunidades para agregar valor e diversificar as carteiras. Além das estratégias mencionadas anteriormente de prolongar as datas de vencimento e de captar prémios de risco em obrigações de empresas de elevada qualidade, podem empregar-se outras estratégias com níveis e tipos de risco diferenciados. Tal como se ilustra nos gráficos abaixo, a melhoria dos rendimentos tem sido generalizada em todos os segmentos do mercado obrigacionista. **Com a abundância que há de obrigações com rendimentos atrativos por onde escolher, este é o momento ideal para aumentar a diversificação das carteiras de obrigações.** A titularização de hipotecas é um segmento que consideramos particularmente apelativo dadas as especificidades do ciclo actual. Os padrões de subscrição de hipotecas foram substancialmente reforçados após a crise financeira devido ao aumento da regulamentação no setor bancário, o que resultou em taxas de incumprimento de hipotecas historicamente baixas.

Prolongar da duração das carteiras de obrigações com os rendimentos mais elevados que se obtém atualmente oferece uma margem de proteção que pode ser utilizada para adquirir uma exposição moderada a instrumentos de risco mais elevado. As obrigações de economias emergentes onde os bancos centrais já começaram a reduzir as taxas, de emitentes específicos de elevado rendimento, de instrumentos AT1 de instituições financeiras estáveis e obrigações com riscos idiossincráticos, como as obrigações de catástrofe, são tudo exemplos de estratégias que podem oferecer valor e diversificação. É pouco provável que o investimento nestes títulos, que rendem mais de 8%, resulte em retornos negativos num horizonte de um ano, a menos que haja um alargamento extremo dos spreads de crédito.

O principal desafio da introdução de novas combinações de instrumentos obrigacionistas é a dificuldade em avaliar se o resultado está alinhado com a tolerância ao risco de cada investidor. As soluções de investimento sob gestão, tais como os fundos multiestratégia ou as carteiras sob gestão, proporcionam acesso a estas oportunidades ao mesmo tempo que empregam controlos de risco apropriados, oferecendo a melhor abordagem para maximizar soluções de diversificação (fundos multiestratégia ou carteiras sob gestão) que proporcionam acesso a estas oportunidades com um adequado controlo de risco.

Rendimentos elevados oferecem resiliência contra riscos crescentes para a economia global e permitem que os investidores em ativos aumentem a diversificação

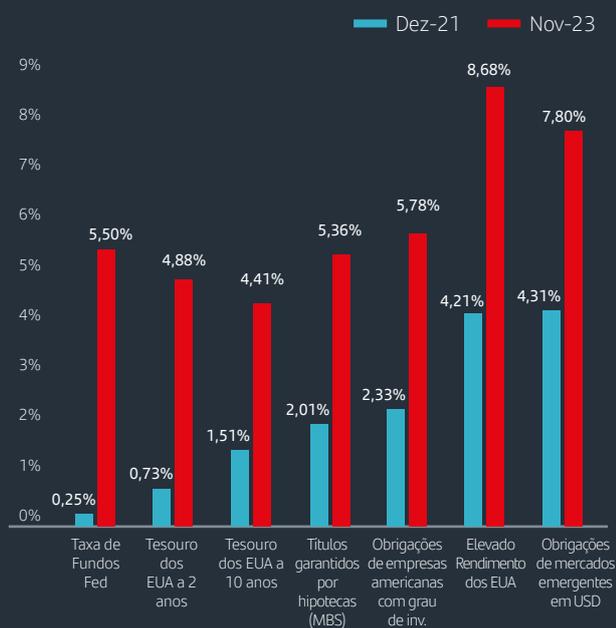
Os investidores podem aceder aos segmentos de maior rendimento dos mercados obrigacionistas através de soluções de investimento sob gestão (carteiras e fundos)

Vasta gama de oportunidades para obter retornos acima da inflação

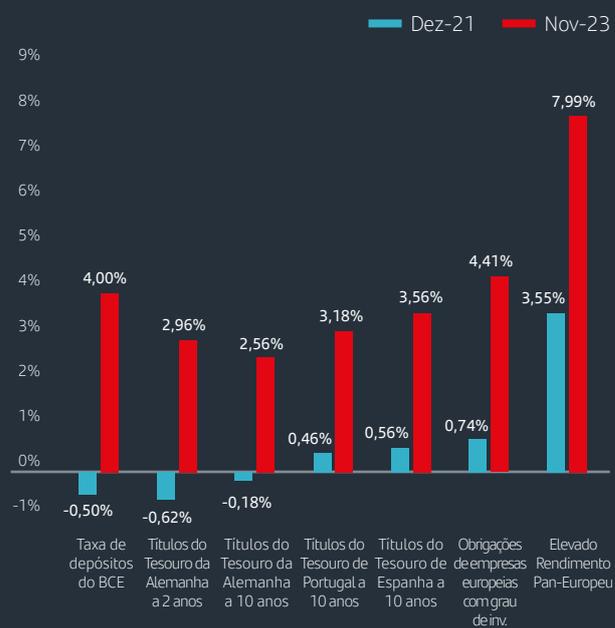
Fonte: Bloomberg. Dados de 14/11/2023

Momento ideal para diversificar a carteira através de uma combinação de diferentes prémios de risco

Estados Unidos



Zona Euro



4) Comprar opcionalidade de ações e procurar suporte de valorização

Quando as taxas de juro atingem o seu ponto máximo e as preocupações passam da ameaça de uma inflação elevada para o abrandamento da economia, as obrigações tornam-se uma opção mais apelativa do que as ações em termos de distribuição tática de ativos. No entanto, isto não implica a necessidade de uma postura excessivamente defensiva ou de uma posição excessivamente subponderada em ações, uma vez que continuam a ser o principal motor da geração de retornos que ultrapassam a taxa isenta de risco a longo prazo. À medida que o horizonte de investimento se amplia, a dinâmica cíclica da economia torna-se menos significativa e a capacidade das ações gerarem retornos reais ajustados à inflação torna-se cada vez mais importante.

Nas obrigações, o excesso de ponderação está ligado à visibilidade no pico do aumento das taxas de juro; nas ações, o ponto de viragem nas descidas das estimativas de ganhos é a chave para avançar para uma posição mais construtiva. Os resultados do terceiro trimestre foram mistos (positivos para o S&P 500, mas negativos para as ações europeias) e ainda estamos à espera de ver o ritmo do abrandamento económico nos próximos trimestres. A volatilidade nos mercados acionistas globais manteve-se moderada, proporcionando uma oportunidade de ganhar exposição a ações através de opções e produtos estruturados com diferentes graus de proteção de capital.

Os mercados acionistas europeus e norte-americanos continuam a ter dinâmicas diferentes em termos de timing de crescimento dos ganhos, mas também em termos de valorização, e isto é algo que se vê muito claramente nos gráficos abaixo. O eixo das ordenadas mede a valorização com base no múltiplo de ganhos futuros a 12 meses (Cotação/Ganho Futuro a 12M) e o eixo das abcissas mostra o nível dos títulos da dívida pública a 10 anos. Para as ações europeias, os atuais níveis de valorização baseados em múltiplos de ganhos estão em linha com a norma histórica neste contexto de taxas de juro. Em contrapartida, as valorizações do mercado acionista dos EUA são ampliadas em relação ao histórico, para níveis de taxas de juro semelhantes, conforme medido por múltiplos de ganhos futuros. No entanto, grande parte desta sobrevalorização é justificada pelo posicionamento estratégico em IA e pelo diferencial de crescimento das sete gigantes tecnológicas (Microsoft, Meta, Alphabet, Nvidia, Tesla, Amazon e Apple). Se analisarmos o S&P 500 sem estas sete empresas, chegamos a métricas de valorização mais alinhadas com as normas históricas. Grande parte da deslocação entre as valorizações atuais e o justo valor teórico, dados os rendimentos das obrigações, baseia-se, portanto, na percepção que o mercado tem destas sete empresas.

Ser cautelosos no posicionamento cíclico não deve levar-nos a ignorar a capacidade das ações poderem produzir retornos reais distintos a longo prazo

O fim das estimativas descendentes em termos de ganhos irá significar o retorno à sobreponderação das ações

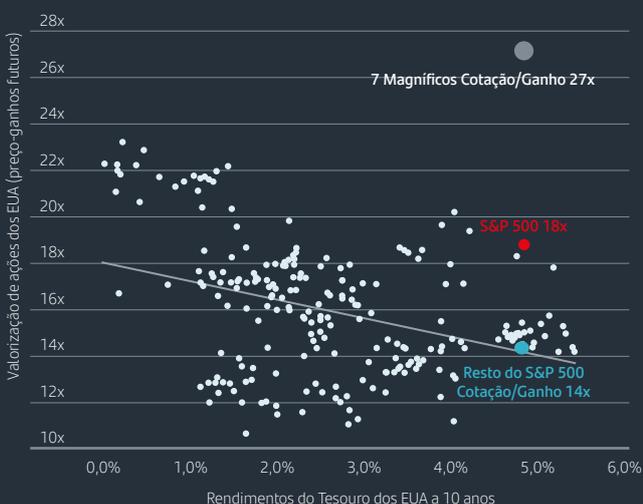
As ações europeias são negociadas a múltiplos mais reduzidos, mas têm um perfil de crescimento mais baixo à entrada em 2024 e menos representação de empresas líderes em inteligência artificial

Correlação entre múltiplos de avaliação do mercado bolsista e nível de taxas de juro de longo prazo (2005-2023)

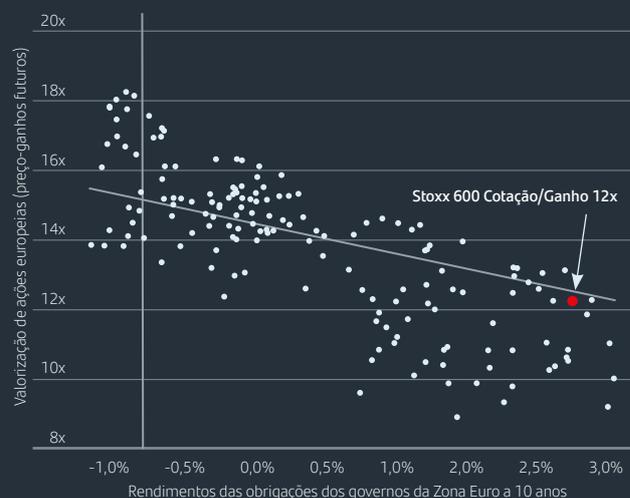
Fonte: Bloomberg. Dados de 20/11/2023

A sobrevalorização do S&P 500 é em grande parte explicada pela valorização dos "7 Magníficos"

Ações dos EUA (S&P 500)



Ações europeias (Stoxx 600)



5) Acesso a oportunidades crescentes nos mercados privados

Os mercados financeiros estão a sofrer uma mudança significativa em relação aos mercados públicos e sistemas financeiros tradicionais como único meio de financiamento de projetos empresariais. Tal como se sublinhou na secção sobre mudanças de paradigma, o crescimento dos mercados não cotados é uma tendência fundamental e o custo de não se considerar esta estratégia de investimento em carteiras de longo prazo está a aumentar. Embora os investimentos alternativos estivessem anteriormente limitados a investidores institucionais, **os bancos privados e os gestores de ativos estão agora a lançar veículos que proporcionem acesso a este tipo de investimento por parte dos seus clientes mais experientes.** Estes veículos permitem que os investidores sofisticados tenham acesso a novos segmentos de mercado e de ativos, como o leasing, infraestruturas, energias renováveis e capital de risco, além dos tradicionais capitais privados e dívida privada.

Os investimentos no mercado privado proporcionaram retornos impressionantes nas últimas décadas, como se mostra o gráfico abaixo. Estes investimentos não devem ser programados com base nos ciclos económicos devido a restrições de liquidez e aos perfis dos veículos de longo prazo. Embora os retornos dos fundos tradicionais possam sofrer com as elevadas taxas de juro e o abrandamento económico, este pode ser um momento adequado para se entrar nos mercados privados. **As safras de capitais privados com melhor desempenho são o resultado de investimentos em conjunturas económicas mais fracas, beneficiando de múltiplos de valorização mais baixos.** Os investimentos em mercados privados podem alargar o horizonte de investimento, aumentar a diversificação e captar prémios de risco de iliquidez.

Com liquidez limitada proveniente de novos financiamentos, ofertas públicas iniciais (OPIs) e alienações, os fundos secundários oferecem oportunidades atraentes devido a descontos de valorização e vencimentos mais curtos. As posições de dívida privada também se podem aumentar à medida que os credores ganham maior poder de negociação. No setor imobiliário, apostar na qualidade e na resiliência, privilegiando os setores da logística, multifamília e industrial.

Os mercados privados ampliam o conjunto de oportunidades com acesso a diferentes segmentos e setores da economia

Tanto os capitais privados como a dívida privada oferecem retornos diferenciais a longo prazo e diversificação no que diz respeito ao investimento em mercados cotados

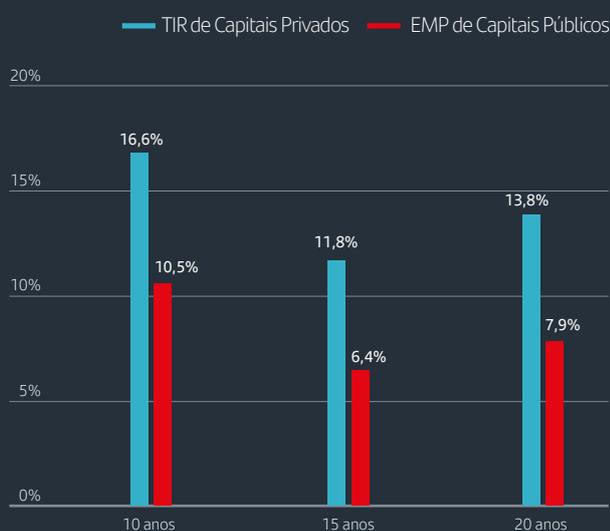
Um período de recessão económica e de diminuição da liquidez pode apresentar oportunidades favoráveis para aumentar a aposta em ativos alternativos e para participar em transações no mercado secundário.

Retorno do investimento a longo prazo nos mercados privados versus mercados públicos

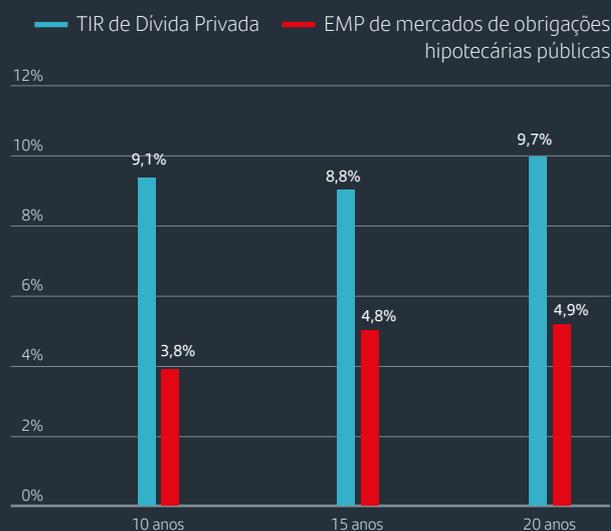
Fonte: Cambridge Associates. Dados de março de 2023

Alargar o horizonte de investimento aos mercados privados tem gerado retornos elevados

Retornos de mercados privados (TIR) / Equivalente de mercados públicos (PME)



Retorno de mercados privados (TIR) / Equivalente de mercados públicos (EMP)



6) Posicionamento para mudanças de paradigma

Para alargar o horizonte de investimento, os investidores podem querer avançar para as quatro grandes transições descritas na Parte 2. A inteligência artificial (IA) é a força disruptiva mais proeminente e com imenso potencial para gerar valor a nível global. **A IA promete aumentar a produtividade, impulsionar o crescimento económico e melhorar a qualidade de vida em todo o mundo.** As estratégias de investimento de longo prazo devem incorporar um posicionamento que capitalize nos novos modelos de negócio viabilizados por estes avanços tecnológicos.

A mudança no mix energético está na vanguarda dos desafios da descarbonização, com prioridade para as fontes de energia renováveis e a eletrificação. A tabela abaixo destaca a escala sem precedentes de investimento necessários para transformar as infraestruturas de produção e consumo de energia até 2050. Esta transformação representa o maior investimento que a humanidade alguma vez empreendeu. As empresas que lideram esta mudança de paradigma têm um imenso potencial de criação de valor, como é exemplificado pelo sucesso da Tesla no setor automóvel. No entanto, esta transformação não está isenta de volatilidade, impulsionada pelas incertezas que rodeiam a eficiência das novas tecnologias, a evolução dos contextos regulamentares e outros fatores. Portanto, é crucial uma abordagem diversificada que abranja vários segmentos da cadeia de valor, incluindo minerais críticos, armazenamento de energia e infraestruturas de rede.

As oportunidades de negócio decorrentes de mudanças nos fluxos comerciais e de investimento para reduzir a vulnerabilidade da cadeia de abastecimento às perturbações geopolíticas são igualmente significativas. **Identificamos oportunidades de investimento significativas em regiões como o México, a Indonésia e a Coreia do Sul, que estão preparadas para beneficiar das tendências de *nearshoring*.**

A maior oportunidade para a criação de valor à escala global reside na utilização de soluções de inteligência artificial em todos os setores

Investimentos significativos em projetos de descarbonização deverão traduzir-se num elevado potencial de crescimento para fornecedores de soluções nesse espaço

A procura por segurança nas cadeias de abastecimento (*nearshoring*) tem um enorme potencial de criação de valor em algumas geografias

Impactos a longo prazo das principais mudanças de paradigma que enfrenta a economia global

Fonte: IEA, McKinsey, Moody's e Preqin

Oportunidades significativas de crescimento e de criação de valor nestas quatro transições

Transição global em ENERGIA

55 Biliões de USD 

A AIE estima que o custo total da descarbonização da produção de energia será de cerca de 55 biliões de dólares nas próximas três décadas.

Transição global em TECNOLOGIA

16 Biliões de USD 

Um estudo da McKinsey & Companhia estima que a IA poderá aumentar o PIB global em até 15,7 biliões de dólares até 2030, com os ganhos de produtividade a representarem até 5,6 biliões desse total.

Transição global no COMÉRCIO

26 Biliões de USD 

De acordo com um relatório de 2022 da Moody's Analytics, o *nearshoring* poderia potencialmente ter um impacto até 20% do comércio global (25,5 biliões de USD), sendo o impacto esperado mais significativo nas indústrias transformadoras.

Transição global nos MERCADOS

23 Biliões de USD 

A Preqin estima que os ativos sob gestão alternativos a nível global deverão ultrapassar os 23,3 biliões de dólares até ao final de 2027, acima dos 13,7 biliões de dólares registados no final de 2021.

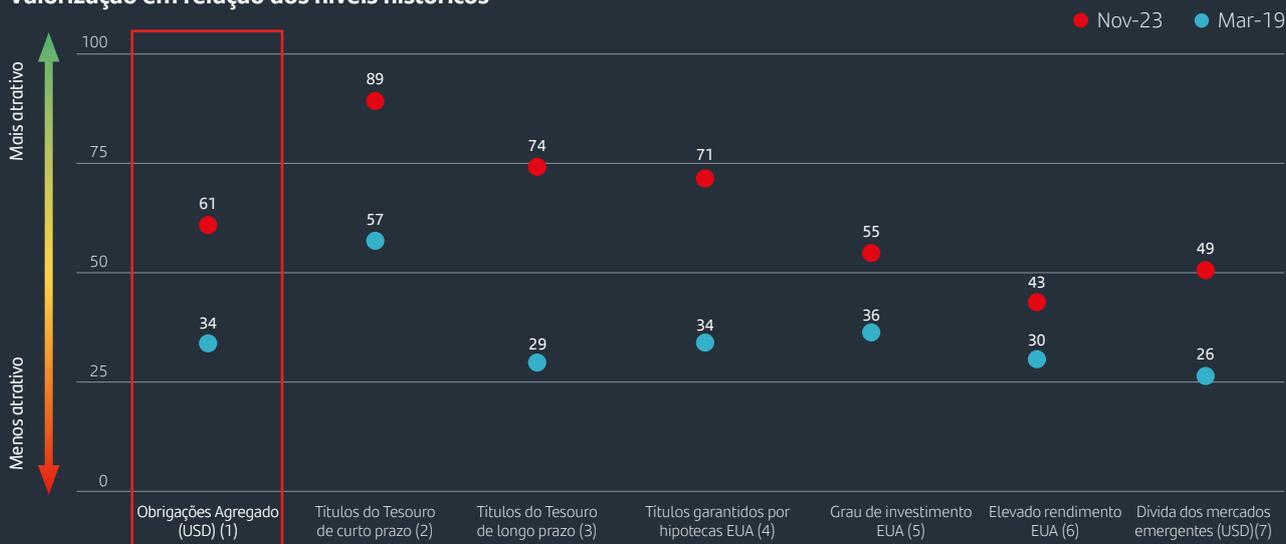
Anexos

Infográfico nº 1: Valorização dos mercados obrigacionistas em relação à média histórica

Os mercados obrigacionistas estão devidamente valorizados?

A valorização de um ativo em percentis baseia-se nos respetivos níveis históricos de 25 anos. Para as obrigações são considerados os níveis nominais e reais das taxas de juro e o spread contra o ativo livre de risco. Quanto mais próximo o percentil estiver de 0, menos atrativo será o ativo. Pelo contrário, quanto mais próximo o percentil estiver de 100, mais atrativo é o ativo.

A) Valorização das obrigações em USD Valorização em relação aos níveis históricos



(1) Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD (2) US 2Y Treasury (3) US 10Y Treasury (4) Bloomberg US MBS Index Total Return Value Unhedged USD (5) Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD (6) Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD (7) Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged

Obrigações Agregado dos EUA - Rendimento histórico

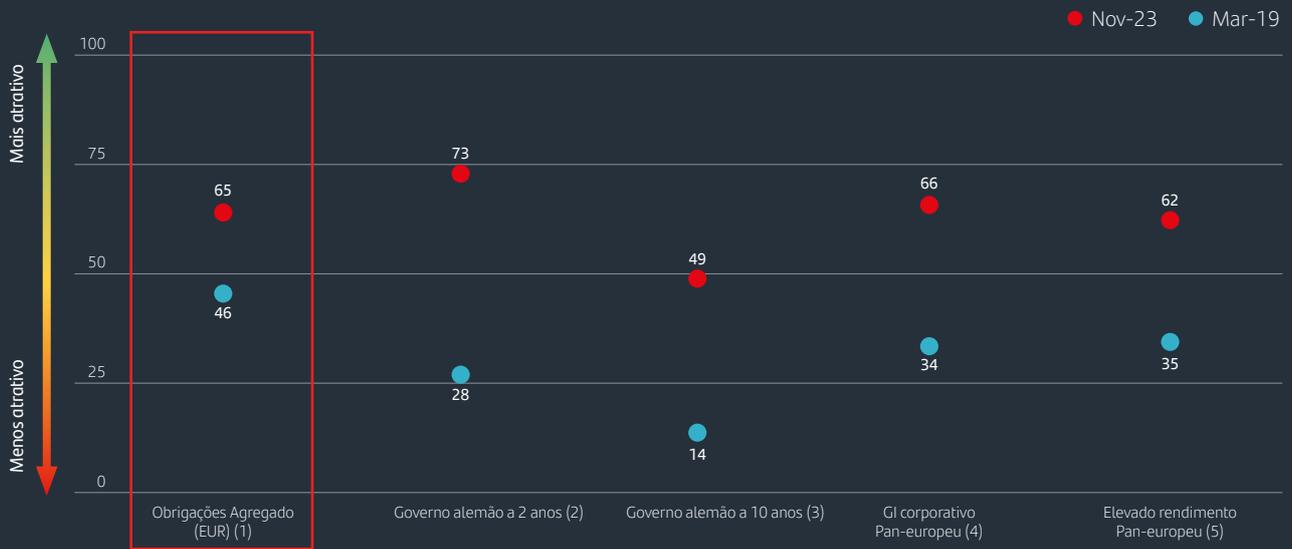


Índice agregado de obrigações dos EUA - Percentis de valorização em relação à média histórica



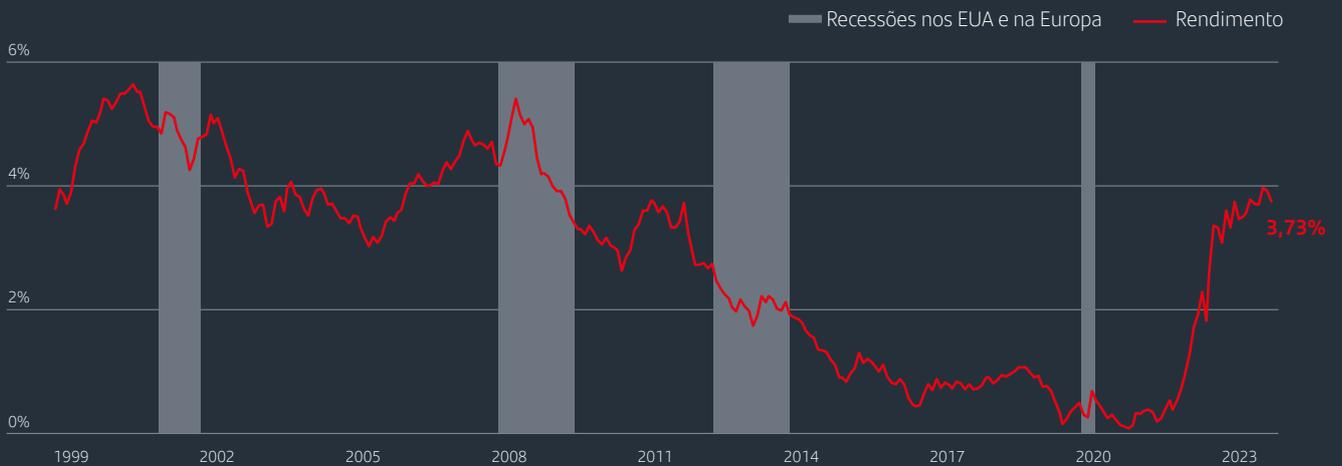
B) Valorização das obrigações em EUR

Valorização em relação aos níveis históricos



(1) Bloomberg Pan-European Aggregate Total Return Index (2) GERMANY GOVT BND 2 YR (3) GERMANY GOVT BND 10 YR (4) Bloomberg Pan European Aggregate Corporate TR Index (5) Bloomberg Pan-European High Yield Total Return Index

Obrigações Agregado em EUR Rendimento histórico

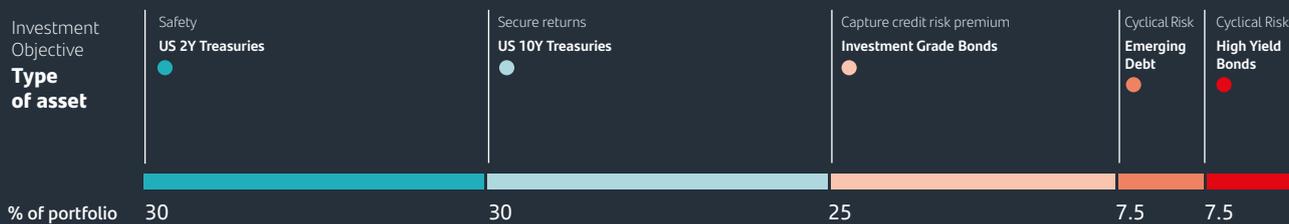


Índice agregado pan-europeu de obrigações - Percentis de valorização em relação à média histórica



Infográfico nº 2: Rendimentos de carteiras de obrigações diversificadas

Carteira de obrigações de risco moderado (USD)



Rendimento até ao vencimento em termos nominais

Yield to maturity (%)

4.9% 4.4% 5.7% 7.8% 8.6%

Weighted contribution (%)

1.5% 1.3% 1.4% 0.6% 0.6%

Total 5.45%

Rendimento até ao vencimento em termos reais*

Yield to maturity (%)

1.46% 1.32% 1.43% 0.58% 0.65%

Weighted contribution (%)

0.56% 0.42% 0.68% 0.36% 0.42%

Total 2.45%

* Rendimentos reais = Rendimentos nominais – expectativas de inflação de 5 a 10 anos

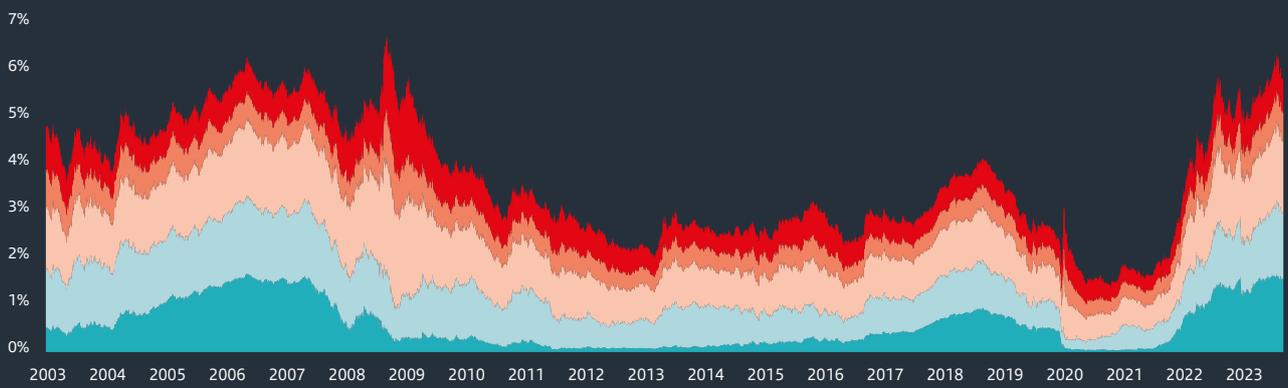
Contribuição para retornos reais por tipo de ativo

Weighted contribution (%)

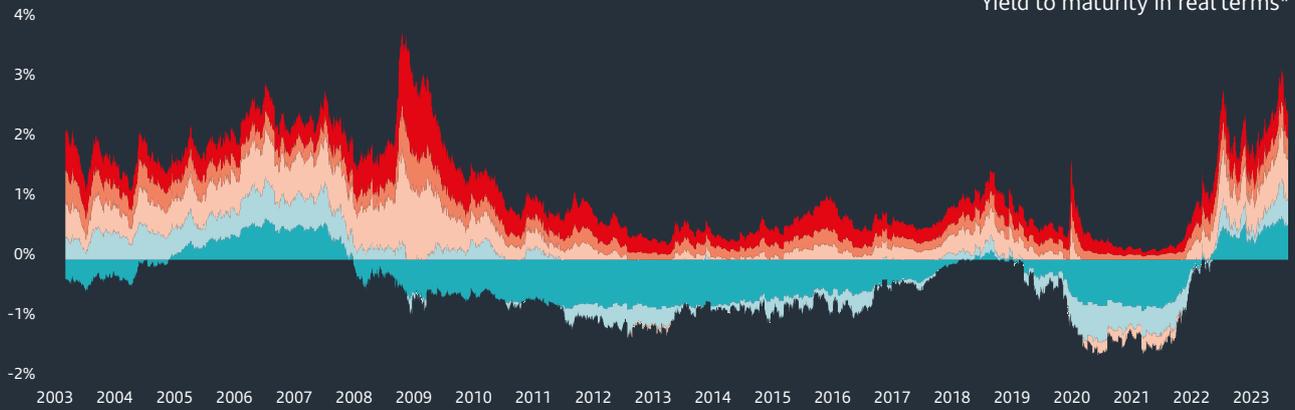
23% 17% 28% 15% 17%

- Euro Sovereign 1-3 Years
- Euro Sovereign 7-10 years
- Bloomberg Pan European Aggregate Corporate IG
- Bloomberg EM Pan Euro
- Bloomberg Pan European High Yield

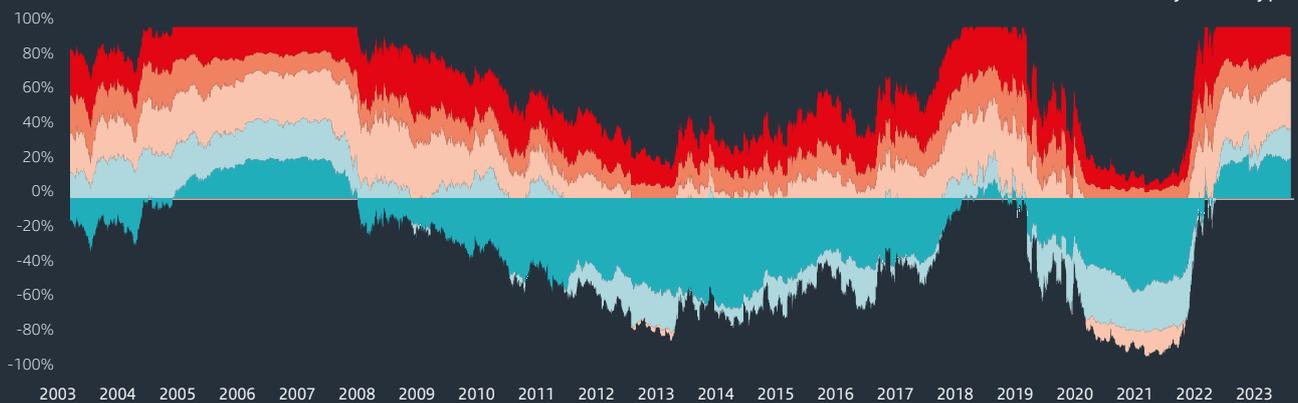
Yield to maturity in nominal terms



Yield to maturity in real terms*

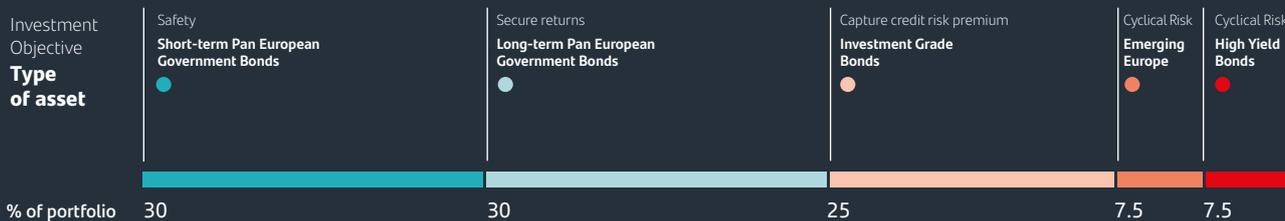


Contribution to real returns by asset type



Infográfico nº 2: Rendimentos de carteiras de obrigações diversificadas

Carteira de obrigações de risco moderado (EUR)



Rendimento até ao vencimento em termos nominais

Yield to maturity (%)

3.52% 3.43% 4.47% 9.11% 8.41%

Weighted contribution (%)

1.1% 1.0% 1.1% 0.7% 0.6%

Total 4.52%

Rendimento até ao vencimento em termos reais*

Yield to maturity (%)

1.0% 0.9% 2.0% 6.6% 5.9%

Weighted contribution (%)

0.3% 0.3% 0.5% 0.5% 0.4%

Total 2.01%

* Rendimentos reais = Rendimentos nominais – expectativas de inflação de 5 a 10 anos

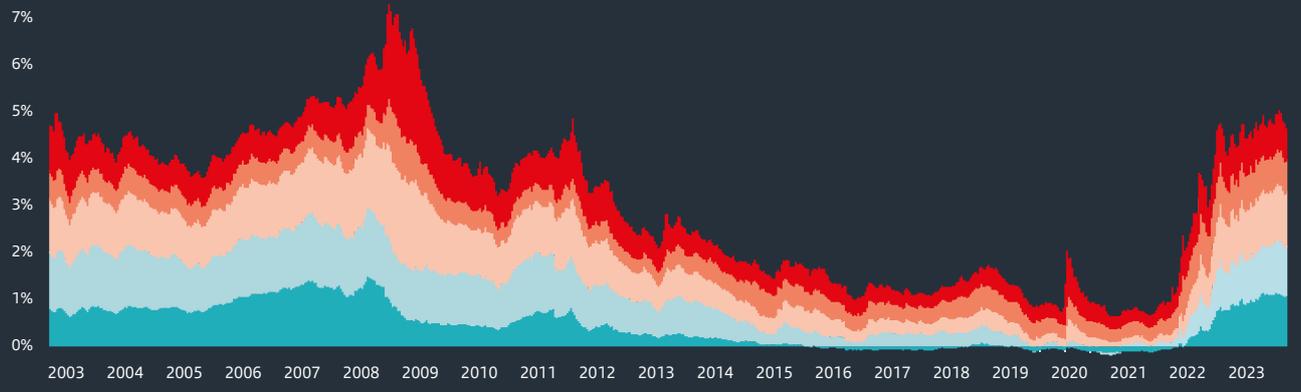
Contribuição para retornos reais por tipo de ativo

Weighted contribution (%)

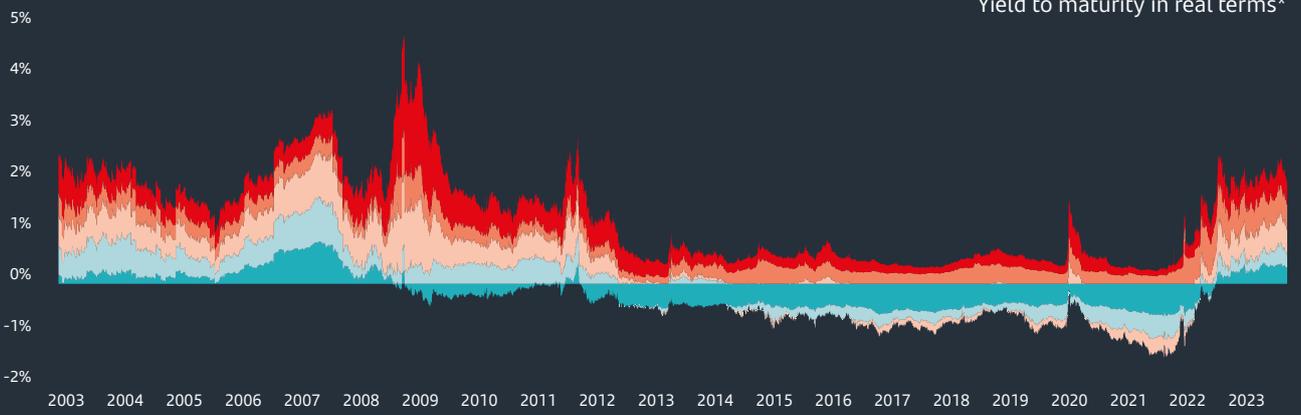
15% 14% 24% 25% 22%

- Euro Sovereign 1-3 Years
- Euro Sovereign 7-10 years
- Bloomberg Pan European Aggregate Corporate IG
- Bloomberg EM Pan Euro
- Bloomberg Pan European High Yield

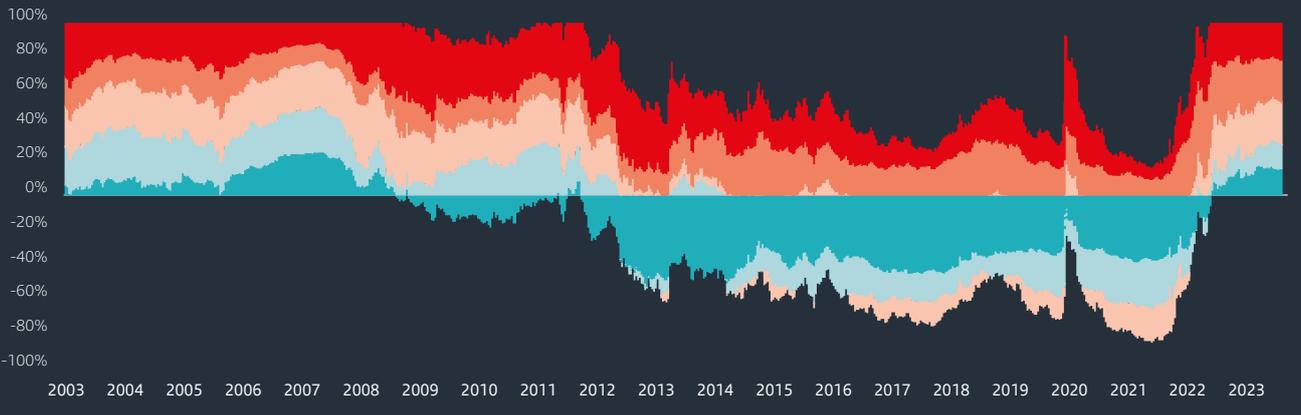
Yield to maturity in nominal terms



Yield to maturity in real terms*

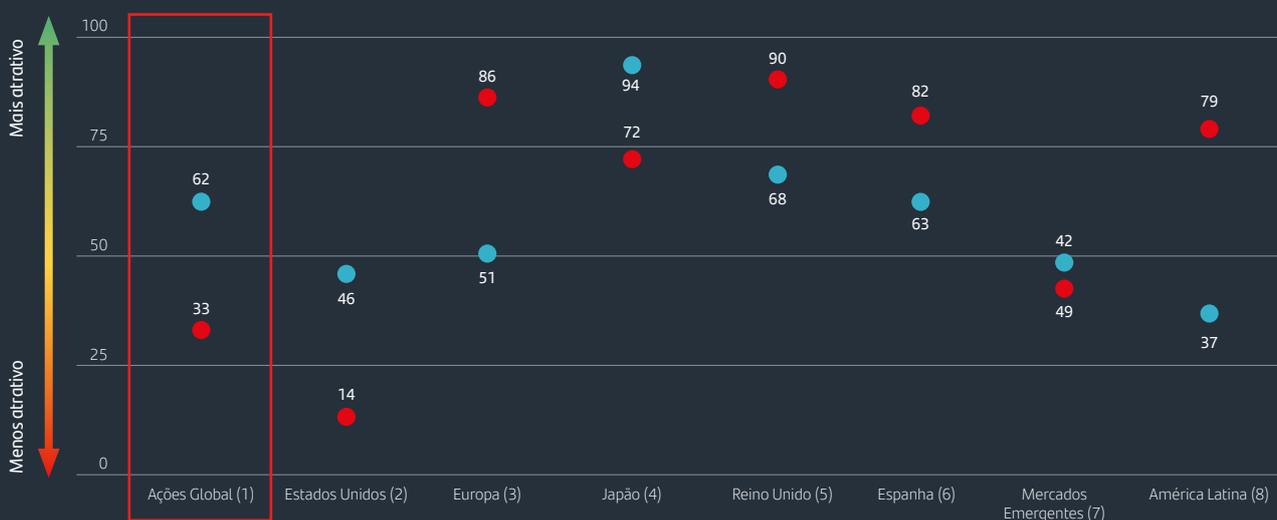


Contribution to real returns by asset type



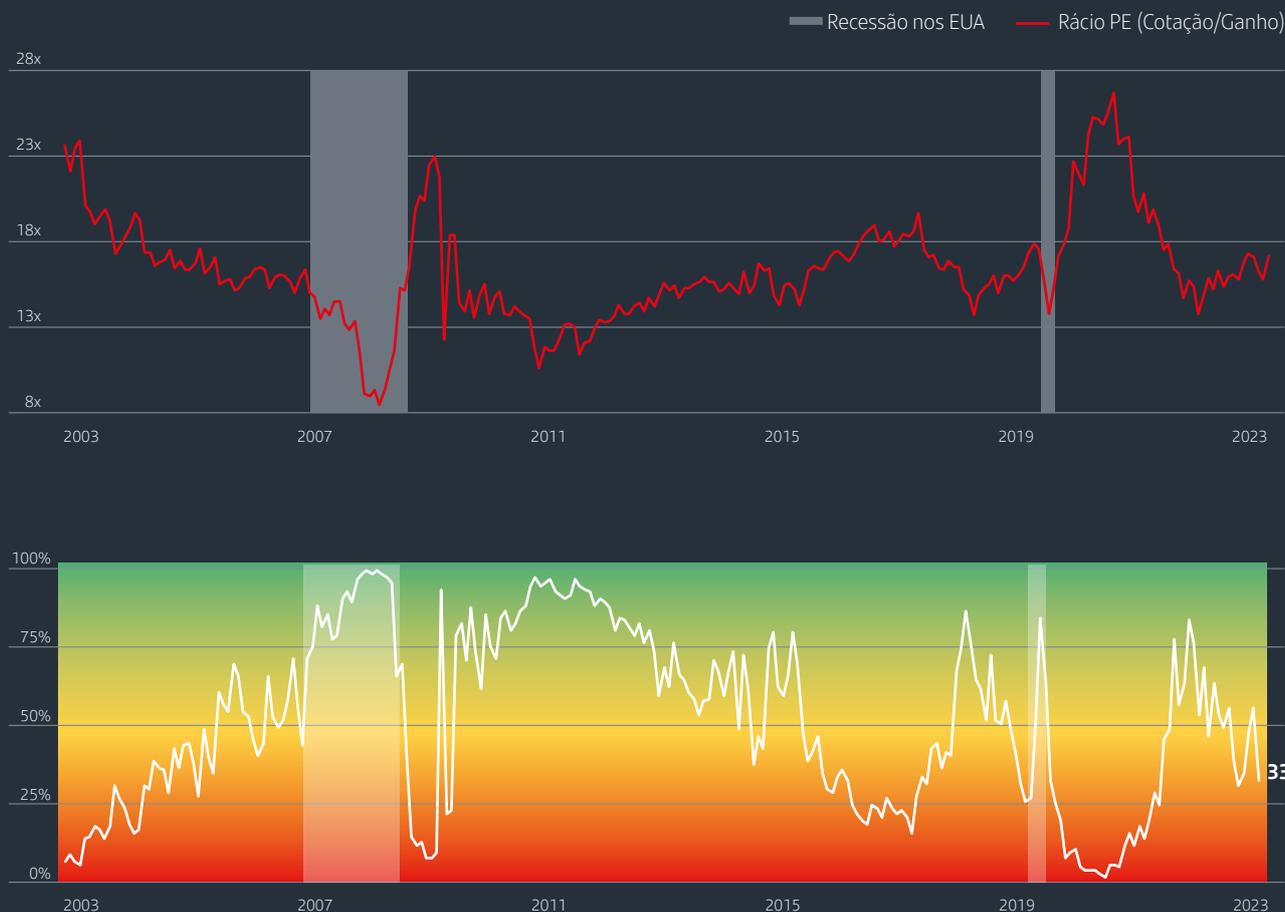
Infográfico nº 3: Valorização dos mercados acionistas em relação à média histórica

Valorização* das ações em relação aos níveis históricos



* A avaliação de cada ativo baseia-se nos respetivos níveis históricos de Cotação/Ganho
 (1) MSCI ACWI (2) S&P500 (3) Stoxx 600 Europa (4) Nikkei (5) FTSE 100 (6) IBEX 35 (7) MSCI EM (8) MSCI América Latina.

Rácio PE (Cotação/Ganho) histórico da Global Equity (MSCI ACWI)



Anexo: Quadros

Retornos históricos das principais classes de ativos.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 24/11/2023

	Retorno						Retorno anualizado		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	3 anos	5 anos	10 anos
Curto Prazo (USD) ⁽¹⁾	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	4,7%	2,1%	1,8%	1,2%
Curto Prazo (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,0%	0,8%	0,3%	0,1%
Obrigações - Global ⁽³⁾	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	0,6%	-6,5%	-0,9%	-0,2%
Obrigações (USD) ⁽⁴⁾	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	0,9%	-4,7%	0,6%	1,3%
Soberano (USD) ⁽⁵⁾	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	1,6%	-2,7%	0,8%	0,9%
Empresas (USD) ⁽⁶⁾	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	3,0%	-4,7%	1,8%	2,4%
Elevado Rendimento (USD) ⁽⁷⁾	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	8,3%	1,2%	4,0%	4,2%
Obrigações (EUR) ⁽⁸⁾	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	2,7%	-6,1%	-1,7%	0,6%
Soberano (EUR) ⁽⁹⁾	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	2,3%	-6,9%	-1,7%	0,8%
Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	4,2%	-3,7%	-0,5%	1,0%
Elevado Rendimento (EUR) ⁽¹¹⁾	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	8,6%	0,6%	2,6%	3,4%
Obrigações Global Emergente (USD) ⁽¹²⁾	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	3,6%	-4,2%	1,1%	2,5%
LatAm (USD) ⁽¹³⁾	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	4,4%	-3,1%	1,0%	2,4%
MSCI Global (USD)	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-19,5%	15,6%	5,7%	8,8%	6,4%
S&P 500 (USD)	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-19,4%	18,7%	8,4%	11,6%	9,7%
MSCI Europa (EUR)	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-11,9%	8,0%	6,1%	5,1%	3,4%
MSCI - Mercados Emergentes (USD)	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-22,4%	3,3%	-6,8%	0,4%	-0,2%
MSCI - Ásia Pac. ex-Japão (USD)	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	2,8%	-4,6%	3,6%	3,5%
MSCI - América Latina (USD)	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-0,1%	16,2%	4,4%	-0,7%	-2,9%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD; ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁵⁾ Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged USD; ⁽⁶⁾ Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁷⁾ Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁸⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽⁹⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽¹⁰⁾ Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽¹¹⁾ Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged EUR; ⁽¹²⁾ Bloomberg Barclays EM Aggregate Total Return Value Unhedged USD; ⁽¹³⁾ Bloomberg Barclays Emerging Markets LatAm Total Return Value Unhedged USD

Índices de ações.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 24/11/2023

		Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	2022	2023	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	4,556		1,783		4,766	26,9%	-19,4%	18,7%	8,4%	11,6%	9,7%
	DOW JONES INDUS.	35,384		15,699		36,338	18,7%	-8,8%	6,7%	6,1%	7,8%	8,2%
	NASDAQ	14,231		4,104		15,645	21,4%	-33,1%	36,0%	6,2%	15,4%	13,6%
Europa	Stoxx 50	3,981		2,701		4,054	22,8%	-4,4%	9,0%	9,2%	6,6%	3,3%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4,373		2,787		4,471	21,0%	-11,7%	15,3%	8,1%	6,9%	3,6%
	Espanha (IBEX 35)	9,954		6,452		11,521	7,9%	-5,6%	21,0%	7,6%	2,2%	0,3%
	França (CAC 40)	7,295		4,166		7,498	28,9%	-9,5%	12,7%	9,9%	8,1%	5,5%
	Alemanha (DAX)	16,031		9,306		16,447	15,8%	-12,3%	15,1%	6,9%	7,5%	5,7%
	Reino Unido (FTSE 100)	7,483		5,577		7,876	14,3%	0,9%	0,4%	5,7%	1,5%	1,2%
	Itália (MIB)	29,427		16,198		29,645	23,0%	-13,3%	24,1%	10,7%	9,5%	4,6%
	Portugal (PSI 20)	6,338		3,945		7,608	13,7%	2,8%	10,7%	12,5%	5,7%	0,0%
	Suíça (SMI)	10,878		7,808		12,876	20,3%	-16,7%	1,4%	1,3%	4,2%	2,8%
América Latina	México (MEXBOL)	52,836		34,555		56,537	20,9%	-9,0%	9,0%	7,7%	5,1%	2,5%
	Brasil (IBOVESPA)	126,035		40,406		126,802	-11,9%	4,7%	14,9%	5,5%	7,9%	9,1%
	Argentina (MERVAL)	911,420		5,391		911,460	63,0%	142,0%	351,0%	160,6%	97,0%	66,6%
	Chile (IPSA)	5,803		3,439		6,394	3,1%	22,1%	10,3%	12,0%	2,5%	4,5%
Ásia	Japão (NIKKEI)	33,626		14,304		33,626	4,9%	-9,4%	28,9%	9,6%	9,2%	8,1%
	Hong Kong (HANG SENG)	17,559		14,687		32,887	-14,1%	-15,5%	-11,2%	-12,8%	-7,5%	-3,0%
	Coreia do Sul (KOSPI)	2,497		1,755		3,297	3,6%	-24,9%	11,6%	-1,4%	3,9%	2,2%
	Índia (Sensex)	65,970		20,514		66,528	22,0%	4,4%	8,4%	14,4%	13,5%	12,6%
	China (CSI)	3,538		2,146		5,352	-5,2%	-21,6%	-8,6%	-10,9%	2,4%	4,0%
Mundo	MSCI Global	3,009		1,547		3,232	20,1%	-19,5%	15,6%	5,7%	8,8%	6,4%

Ações por estilo e por setor.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 24/11/2023

	Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado			Rácios	
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	2022	2023	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Cotação/Ganho)	Rendim. Dividendos
MSCI Global	3,009		1,547		3,232	20,1%	-19,5%	15,6%	5,7%	8,8%	6,4%	17.40	2.12
Estilo													
MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	1,352		978		1,447	12,6%	-7,4%	0,9%	2,8%	3,1%	2,3%	12.91	3.92
MSCI - Dinâmica Global	3,463		1,366		3,978	14,6%	-17,8%	7,7%	2,9%	10,2%	9,8%	18.37	1.73
MSCI - Qualidade Global	3,998		1,327		4,058	25,7%	-22,2%	26,7%	9,2%	14,7%	11,5%	21.71	1.70
MSCI - Volatilidade Mínima Global	4,433		2,202		4,730	14,3%	-9,8%	3,9%	3,2%	5,6%	7,0%	17.10	2.61
MSCI - Valor Mundial	11,571		6,429		11,937	21,9%	-6,5%	4,7%	7,5%	6,3%	5,4%	12.67	3.45
MSCI - Pequena Capitalização Global	591		318		705	15,8%	-18,8%	4,6%	2,0%	6,0%	6,0%	16.85	2.33
MSCI - Crescimento Global	8,998		3,205		9,693	21,2%	-29,2%	31,1%	6,5%	14,2%	10,8%	26.51	0.90
Setor													
Energia	459		164		479	40,1%	46,0%	2,3%	27,6%	7,7%	1,9%	9.51	4.30
Materiais	544		229		590	16,3%	-10,7%	6,1%	3,9%	8,2%	5,2%	15.91	3.13
Industriais	501		238		520	16,6%	-13,2%	13,4%	1,2%	6,4%	5,9%	19.13	2.03
Consumo Discrecional	506		210		595	17,9%	-33,4%	27,7%	-5,5%	5,6%	6,4%	20.24	1.41
Bens de Primeira Necessidade	432		241		470	13,1%	-6,1%	-0,9%	3,1%	5,8%	5,6%	18.88	2.81
Cuidados de Saúde	485		215		518	19,8%	-5,4%	-1,1%	5,9%	8,8%	8,8%	20.10	1.85
Financeiros	249		125		263	27,9%	-10,2%	7,9%	6,7%	5,4%	5,0%	11.94	3.01
Tecnologias de Informação	692		132		692	29,8%	-30,8%	46,6%	-0,7%	13,1%	13,9%	31.50	0.78
Imobiliário	351		269		517	28,7%	-25,1%	-9,5%	-0,6%	1,6%	3,6%	23.13	#N/A N/A
Serviços de Comunicações	183		106		220	14,4%	-36,9%	41,9%	-8,6%	1,8%	1,6%	20.08	1.17
Água, Gás, Eletricidade	301		175		331	9,8%	-4,7%	-3,5%	2,1%	6,0%	5,9%	14.49	4.04

Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 24/11/2023

	Classificação (S&P)	Taxa de juros			Variação 12 meses	Últimos 10 anos			Variação nas taxas de juro (pb) 10 anos			Inclinação da curva de rendimento 10-2 anos
		Banco C.*	2 anos	10 anos		Baixo	Intervalo	Elevada	Acumulado Em termos			
									Mês	do Ano	anuais	
Desenvolvido												
EUA	AA+	5,50%	4,95%	4,48%		0,53%		4,93%	-45	297	87	-0.47
Alemanha	AAA	4,00%	3,07%	2,65%		-0,70%		2,84%	-16	283	72	-0.42
França	AA	4,00%	3,40%	3,21%		-0,40%		3,43%	-22	301	80	-0.19
Itália	BBB	4,00%	3,66%	4,39%		0,54%		4,78%	-34	322	51	0.73
Espanha	A	4,00%	3,52%	3,64%		0,05%		4,15%	-25	307	69	0.12
Reino Unido	AA	5,25%	4,74%	4,31%		0,10%		4,51%	-20	334	115	-0.43
Grécia	BBB-	4,00%	n.d.	3,83%		0,61%		15,42%	-34	250	-32	n.d.
Portugal	BBB+	4,00%	3,17%	3,30%		0,03%		6,13%	-22	284	43	0.14
Suíça	AAA	1,75%	1,36%	0,99%		-1,05%		1,58%	-10	115	-9	-0.37
Polónia	A-	5,75%	5,39%	5,63%		1,15%		8,34%	-3	198	-96	0.24
Japão	A+	-0,10%	0,06%	0,78%		-0,27%		0,95%	-17	71	52	0.71
Mercados Emergentes												
Brasil	BB-	12,75%	10,36%	11,09%		6,49%		16,51%	-77	26	-165	0.74
México	BBB	11,25%	10,46%	9,63%		5,24%		10,20%	-57	206	40	-0.82
Chile	A	9,00%	6,63%	5,85%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC-	133,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	13,25%	9,77%	10,74%		5,39%		13,79%	-102	254	n.d.	0.97
Turquia	B	35,00%	37,53%	n.d.		6,98%		26,62%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rússia	A-	5,75%	5,42%	5,64%		1,16%		8,37%	-3	197	-96	0.22
China	A+	2,39%	2,43%	2,70%		2,51%		4,58%	1	-7	-22	0.27
Índia	BBB-	6,50%	n.d.	7,27%		5,84%		8,86%	-8	82	-1	n.d.

* Linha de crédito do Banco Central, exceto nos países da Zona Euro, onde é usada a linha de depósito marginal.

Moedas.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 24/11/2023

	Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno anualizado			
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2023	3 anos	5 anos	10 anos
EUR / USD	1.0939		0.98		1.39	2,2%	-2,6%	-0,7%	-2,1%
EUR / GBP	0.87		0.70		0.92	2,0%	-0,8%	-0,4%	0,4%
EUR / CHF	0.96		0.96		1.23	2,6%	3,8%	3,2%	2,5%
EUR / JPY	164		114		164	16,5%	-8,9%	-4,8%	-1,7%
EUR / PLN	4.37		4.04		4.86	7,2%	0,8%	-0,4%	-0,4%
GBP / USD	1.26		1.12		1.71	4,3%	-1,8%	-0,3%	-2,5%
USD / CHF	0.88		0.87		1.03	4,8%	1,2%	2,5%	0,3%
USD / JPY	150		101		152	-12,3%	-11,3%	-5,5%	-3,8%
USD / MXN	17.12		12.86		24.17	13,9%	5,6%	3,6%	-2,7%
USD / ARS	357.52		6.52		357.52	-50,5%	-39,2%	-36,3%	-33,5%
USD / CLP	872		529		969	-2,4%	-4,0%	-5,0%	-5,0%
USD / BRL	4.89		2.21		5.75	7,9%	3,6%	-4,8%	-7,4%
USD / COP	4.039		1.877		4.940	20,2%	-3,4%	-4,4%	-7,2%
USD / CNY	7.15		6.05		7.32	-3,5%	-2,7%	-0,6%	-1,6%
EUR / SEK	11.44		8.83		11.88	-2,4%	-3,7%	-2,1%	-2,5%
EUR / NOK	11.71		8.12		11.85	-10,3%	-3,0%	-3,6%	-3,5%

Commodities.

Fonte: Bloomberg e Santander.

	Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	2022	2023	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	81.0		18		124	49,2%	5,5%	-0,5%	21,2%	12,0%	-9,3%
Petróleo Bruto (W. Texas)	76.8		19		115	58,7%	4,2%	-4,4%	21,4%	15,2%	-6,7%
Ouro	2,001.1		1,060		2,001	-3,5%	-0,1%	9,6%	2,9%	17,8%	17,2%
Cobre	8,409.5		4,561		10,375	25,2%	-13,9%	0,4%	5,4%	10,7%	5,8%
Índice CRB	275.1		117		317	38,5%	19,5%	-1,0%	20,5%	15,3%	0,0%
Gás Natural (EUA)	2.8		3		6	31,4%	38,8%	-42,0%	0,8%	-0,3%	-19,7%
Gás Natural (Europa)	47.4		15		177	119,7%	144,3%	-43,7%	44,9%	36,5%	n.d.

"Tabela periódica" de retorno sobre ativos

Classe de Ativos	Índice de Referência	Retornos do Ano Civil										Acumulado do Ano de 2023
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Ações dos EUA	S&P 500 RT	54,4% Ações do Japão	16,7% Governo de Espanha	12,1% Ações do Japão	14,8% Elevado Rendimento Global	37,3% Ações de Mercados Emergentes	2,6% Governo de Espanha	31,5% Ações dos EUA	18,4% Ações dos EUA	38,5% Commodities	22,0% Commodities	29,4% Ações do Japão
Ações do Japão	Topix RT	32,4% Ações dos EUA	13,7% Ações dos EUA	6,4% Ações da Europa	12,0% Ações dos EUA	22,4% Ações Globais	2,4% Governo da Zona Euro	28,2% Ações da Europa	18,3% Ações de Mercados Emergentes	28,7% Ações dos EUA	0,1% Liquidez EUR	25,6% Ações de Espanha
Ações de Espanha	Ibex35 RT	27,8% Ações de Espanha	10,3% Governo da Zona Euro	1,6% Governo de Espanha	11,2% Ações de Mercados Emergentes	22,2% Ações do Japão	-0,4% Liquidez EUR	27,7% Ações Globais	15,9% Ações Globais	23,2% Ações da Europa	-2,0% Ações de Espanha	20,4% Ações dos EUA
Títulos de Mercados Emergentes	MSCI ME RT	26,7% Ações Globais	10,3% Ações do Japão	1,4% Ações dos EUA	9,7% Commodities	21,8% Ações dos EUA	-1,2% GI da Europa	18,4% Ações de Mercados Emergentes	8,0% Elevado Rendimento Global	21,8% Ações Globais	-2,5% Ações do Japão	18,0% Ações da Europa
Ações da Europa	Eurostoxx50 RT	21,5% Ações da Europa	8,6% Ações de Espanha	0,3% Governo da Zona Euro	7,5% Ações Globais	11,3% Ações de Espanha	-3,3% Elevado Rendimento Global	18,1% Ações do Japão	7,4% Ações do Japão	12,7% Ações do Japão	-9,5% Ações da Europa	17,4% Ações Globais
Commodities	Índice de Retorno Total RJ/CRB	11,0% Governo de Espanha	8,3% GI da Europa	-0,1% Liquidez	4,8% GI da Europa	10,2% Elevado Rendimento Global	-4,4% Ações dos EUA	16,6% Ações de Espanha	4,4% Governo de Espanha	10,8% Ações de Espanha	-13,2% Elevado Rendimento Global	8,2% Elevado Rendimento Global
Títulos Globais	MSCI Global RT	8,0% Elevado Rendimento Global	4,9% Ações Globais	-0,5% GI da Europa	4,2% Governo de Espanha	9,2% Ações da Europa	-8,7% Ações Globais	13,7% Elevado Rendimento Global	3,0% Governo da Zona Euro	1,4% Elevado Rendimento Global	14% GI da Europa	5,8% Ações de Mercados Emergentes
GI da Europa	ERLO RT	2,3% GI da Europa	4,0% Ações da Europa	-0,9% Ações Globais	4,0% Governo da Zona Euro	2,5% GI da Europa	-10,7% Commodities	11,8% Commodities	2,7% GI da Europa	-0,5% Liquidez	-17,7% Governo de Espanha	4,0% GI da Europa
Liquidez EUR	Eonia RT	0,1% Liquidez EUR	0,1% Liquidez EUR	-3,5% Ações de Espanha	3,7% Ações da Europa	1,7% Commodities	-11,5% Ações de Espanha	8,6% Governo de Espanha	-0,5% Liquidez	-1,1% GI da Europa	-17,8% Governo da Zona Euro	3,7% Commodities
Elevado Rendimento Global	HW00 RT	-2,3% Governo da Zona Euro	-0,1% Elevado Rendimento Global	-4,2% Elevado Rendimento Global	2,6% Ações de Espanha	1,1% Governo de Espanha	-12,0% Ações da Europa	6,3% GI da Europa	-3,2% Ações da Europa	-2,50% Ações de Mercados Emergentes	-18,1% Ações dos EUA	3,0% Liquidez EUR
Governo de Espanha	ESPAÑHA 10 ANOS	-2,6% Ações de Mercados Emergentes	-2,2% Ações de Mercados Emergentes	-14,9% Ações de Mercados Emergentes	0,3% Ações do Japão	-0,4% Liquidez EUR	-14,6% Ações de Mercados Emergentes	3,0% Governo da Zona Euro	-9,3% Commodities	-2,7% Governo da Zona Euro	-18,1% Ações Globais	2,2% Governo de Espanha
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-5,0% Commodities	-17,9% Commodities	-23,4% Commodities	-0,3% Liquidez	-1,4% Governo da Zona Euro	-16,0% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	-12,7% Ações de Espanha	-3,1% Governo de Espanha	-20,1% Ações de Mercados Emergentes	1,0% Governo da Zona Euro

* Dados de 24/11/2023

Os índices de retorno total registam tanto os ganhos de capital como quaisquer distribuições de liquidez, como dividendos ou juros, atribuídos aos componentes do índice.



Equipa Global

Especialização em investimentos no Santander Gestão de Património e Seguros



 Jacobo Ortega

 Mario Felisberto

 Rafael Buerba

 Szymon Borawski-Reks

 Diego Ceballos

 Cristian Brau

 José Mazoy

 Luiz Felix Fortes

 Delfina Pérez, CIAA

 Agustín Carles, CFA



 Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIAA, CESGA®, CEFA

 Felipe Arrizubieta

 Kevin Esteban Iglesias

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 Jorge Suárez, CFA

 Michelle Chan

 Olivia Estrugo

 Priscila Deliberalli

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Piotr Tukendorf

 Carlos Mansur

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

Aviso Legal Importante:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão de Gestão de Patrimônio e Seguros do Santander, uma unidade de negócios global do Banco Santander S. A. (a divisão "WMI", em conjunto com o Banco Santander, S. A. e as respectivas afiliadas, será doravante denominado como "Santander"). Este relatório contém previsões econômicas e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste relatório também podem ter sido obtidas de terceiros. Todas estas fontes são por nós consideradas dignas de crédito, embora a precisão, integridade ou atualização dessas informações não sejam garantidas, seja implícita ou explicitamente, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Quaisquer opiniões contidas neste relatório não podem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir ou ser, de alguma forma, inconsistentes ou contrárias às opiniões expressas, seja verbalmente ou por escrito, ou aos conselhos ou às decisões de investimento tomadas por outras áreas do Santander.

Este relatório não se destina a ser e não deve ser interpretado em relação a um objetivo de investimento específico. Este relatório é publicado apenas com fins informativos. Este relatório não constitui um conselho de investimento, uma oferta ou solicitação para comprar ou vender ativos, serviços, contratos financeiros ou outro tipo de contratos, ou outros produtos de investimento de qualquer tipo (coletivamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser tido como a única base para avaliar ou apreciar Ativos Financeiros. De igual modo, a distribuição deste relatório a clientes ou a terceiros não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimento.

O Santander não oferece qualquer garantia em relação a quaisquer previsões ou opiniões de mercado, ou em relação aos Ativos Financeiros mencionados neste relatório, inclusive no que diz respeito ao seu desempenho atual ou futuro. O desempenho passado ou presente de quaisquer mercados ou Ativos Financeiros pode não ser um indicador do desempenho futuro de tais mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste relatório podem não ser elegíveis para venda ou distribuição em certas jurisdições ou a certas categorias ou tipos de investidores.

Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de um Ativo Financeiro específico, os Ativos Financeiros não são, e não serão, assegurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo a Federal Deposit Insurance Corporation. Os Ativos Financeiros não são uma obrigação ou garantia do Santander e podem estar sujeitos a riscos de investimento, incluindo, entre outros, a riscos de mercado e de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e de contraparte, riscos de liquidez e possível perda do capital investido. Em relação aos Ativos Financeiros, recomenda-se aos investidores que consultem os seus consultores financeiros, jurídicos, fiscais e outros que considerem necessários para determinar se os Ativos Financeiros são adequados com base nas circunstâncias particulares e na situação financeira de tais investidores. O Santander, os seus respetivos diretores, executivos, advogados, colaboradores ou agentes não assumem qualquer responsabilidade de qualquer tipo por qualquer perda ou dano relacionado com ou decorrente do uso ou de se confiar na totalidade ou em qualquer parte deste relatório.

A qualquer momento, o Santander (ou os seus colaboradores) podem ter posições alinhadas ou contrárias ao que se afirma neste documento em relação aos Ativos Financeiros, ou negociar como mandante ou mandatário em relação aos Ativos Financeiros relevantes ou fornecer consultoria ou outros serviços ao emissor de Ativos Financeiros relevantes ou a uma empresa ligada a um emissor dos mesmos.

As informações contidas nesta apresentação são confidenciais e pertencem ao Santander. Este relatório não pode ser reproduzido, seja na totalidade ou parcialmente, ou posteriormente distribuído, publicado ou referido de qualquer forma a qualquer pessoa, nem as informações ou opiniões nele contidas podem ser referidas sem, em cada caso, o consentimento prévio por escrito da WMI.

Qualquer material de terceiros (incluindo logotipos e marcas comerciais), seja literário (artigos / estudos / relatórios / etc. ou trechos dos mesmos) ou artístico (fotos / gráficos / desenhos / etc.) incluído neste relatório / publicação, está registado em nome dos seus respetivos proprietários e é apenas reproduzido de acordo com práticas honestas em matérias industriais ou comerciais.



Em colaboração com

