

Abril de 2022



Perspetivas trimestrais

A economia global enfrenta um novo desafio inflacionista

A invasão da Ucrânia alterou o equilíbrio geopolítico e criou incertezas e perturbações significativas, a nível do comércio global, energia e nas frentes diplomáticas. A história tem demonstrado que os mercados reagem com resiliência a choques geopolíticos, a menos que a probabilidade de recessão aumente significativamente.

Este tipo de conjuntura está repleta de dilemas para a política monetária. Por um lado, o aumento das expectativas de inflação de longo prazo dá aos bancos centrais um maior incentivo para introduzirem rapidamente medidas restritivas. Por outro lado, as condições financeiras, cada vez mais restritivas, aumentam o risco de que as taxas de juros possam avançar de forma muito agressiva e possam empurrar a economia para a recessão. Os investidores devem pois considerar um contexto de aumento das taxas de juros e avaliar a duração do risco nas suas carteiras, à medida que os bancos centrais mudam o seu foco para o combate à inflação.

Os resultados positivos para as empresas, o crescimento acima da tendência e as condições financeiras que continuam a ser acomodáticas, sugerem que se mantenha um posicionamento em ativos de risco. No entanto, os riscos de um recessão aumentaram e os investidores devem prestar mais atenção e construir carteiras bem diversificadas e mais resilientes num cenário de inflação crescente. No atual contexto de elevada volatilidade, é importante manter a vigilância, com foco no médio e longo prazo, maximizar a diversificação das carteiras, e manter as carteiras alinhadas com o perfil de risco de cada investidor.

Principais Mensagens para o 2.º Trimestre de 2022

Os mercados começam a recuperar dos choques geopolíticos

A invasão da Ucrânia representa uma mudança geopolítica de enorme magnitude e gera inúmeras fontes de incerteza (guerra, energia, inflação, comércio, etc.). No entanto, a história mostra-nos que perante eventos de magnitude semelhante, os mercados financeiros têm conseguido recuperar rapidamente. As exceções a essa regra acontecem quando há uma mudança duma incerteza de natureza geopolítica para uma incerteza económica. Os investidores devem concentrar-se nos fundamentais económicos e não se deixarem distrair com o ruído do mercado.

Os Bancos Centrais voltam-se para medidas restritivas

O mercado de trabalho mais tenso e uma inflação crescente estão a forçar os bancos centrais dos países desenvolvidos a voltarem-se para uma política monetária mais restritiva. Esperamos que a Fed e o Banco de Inglaterra acelerem esse ciclo de aumentos (o Banco Central Europeu está atrasado) de modo a posicionar as taxas em território restritivo o mais cedo possível, para se poder reprimir a inflação persistente. Os ciclos de políticas restritivas tendem a ser favoráveis aos investidores em ações (e mais desafiantes para os investidores em obrigações), enquanto as condições monetárias ainda continuam acomodaticias e o crescimento económico se situa acima da tendência.

A cartilha de investimento de fim de ciclo económico exige foco na inflação

Os investidores não se devem focar no ruído geopolítico, devendo antes concentrar-se em avaliar se a deterioração dos principais indicadores e das condições financeiras permanecem em níveis moderados. Continuamos a reforçar a necessidade de aumentar a proteção contra a inflação nas carteiras de títulos. Deve ponderar-se aumentar a exposição a ativos reais e procurar estratégias alternativas ou soluções flexíveis de investimento em obrigações (de modo a diversificar do risco de duração). Os investidores devem aumentar a diversificação, focar-se em empresas com poder de fixação de preços e procurar oportunidades em geografias e setores através da gestão ativa.

01 Os mercados têm demonstrado ser resilientes aos choques geopolíticos, mas não às recessões

A invasão da Ucrânia é uma das mudanças geopolíticas mais significativas na ordem mundial desde o 11 de setembro. **Este conflito constitui um choque externo extremo que terá muitas ramificações geopolíticas e económicas nas próximas décadas.** Desde 1945 o mundo tem desenvolvido um trabalho excelente e notável para prevenir guerras entre grandes potências, e elevar para níveis extremamente altos os custos de uma agressão não provocada. Mas numa questão de dias, a Rússia deu cabo desse sistema. Uma série de países em todo o mundo, especialmente na Europa, estão já a repensar completamente as suas políticas externas, energéticas e comerciais, e isto constitui apenas o início. Os governos estão todos a observar atentamente o desenrolar do conflito na Ucrânia e se a resposta global à Rússia consegue impedir uma escalada ainda maior.

Como resposta, **a União Europeia, os EUA, o Canadá, o Japão e o Reino Unido impuseram sanções sem precedentes à Rússia** que paralisaram as suas instituições financeiras, mergulhando a economia russa e o rublo numa profunda crise. Tendo inclusive como alvo o próprio Putin em termos pessoais e alguns dos elementos do seu círculo íntimo. A reação dos governos ocidentais foi provavelmente uma surpresa ainda maior do que a eclosão da guerra tão próxima do coração da Europa. Ao não permitir que empresas ocidentais negociem com os grandes bancos russos (exceto no que toca ao comércio de energia) e ao expulsá-los do sistema global de pagamentos (SWIFT), o fluxo de dinheiro através das fronteiras está cada vez mais entropicado. As ações contra o banco central da Rússia significam que este não pode ter acesso a grande parte da sua vasta soma de 630 mil milhões de dólares em reservas externas. O rublo caiu mais de 50% este ano e o capital está a abandonar o país, ameaçando disparar a inflação. Os preços das ações caíram a pique e as multinacionais estão a abandonar o país. **O Ocidente mobilizou uma arma económica que era, até recentemente, totalmente impensável.**

O Índice de Risco Geopolítico (GPR) de Caldara e Lacoviello permite-nos avaliar a relevância deste evento comparando manchetes relacionadas com a tensões geopolíticas, guerras e atos de terrorismo. Como se pode ver através do índice GPR, **a invasão da Ucrânia constitui um evento maior em termos de risco, como resultado de diversos fatores geopolíticos**, com o envolvimento direto de uma superpotência, a dimensão e a posição geográfica da Ucrânia, a intensidade do conflito e o elevadíssimo número de refugiados; perdendo apenas para as duas guerras mundiais e com uma dimensão semelhante ao ataque do 11 de setembro.

De acordo com dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), em dezembro de 2021, a Rússia representava

A invasão da Ucrânia e as subsequentes sanções à Rússia criam uma enorme dose de incerteza e volatilidade para a tomada de decisões económicas, aumentando o nível de risco para as previsões globais

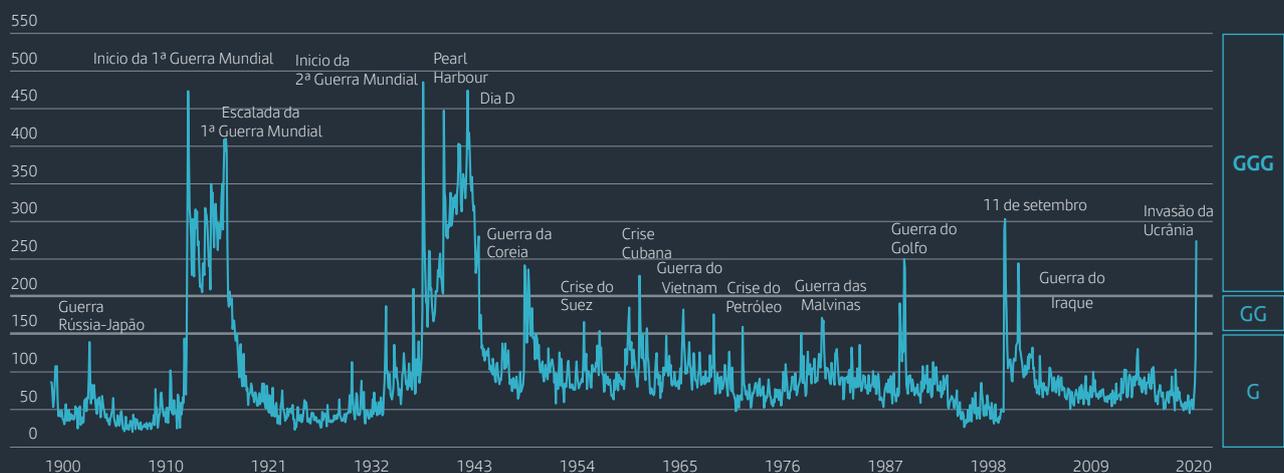
Excluir a Rússia do sistema económico terá repercussões internacionais e consequências importantes nos fluxos globais de comércio

A invasão da Ucrânia tem o potencial de se tornar uma mudança de paradigma à escala dos ataques do 11 de setembro

Índice de Risco Geopolítico (Geopolitical Risk — GPR)

Fonte: Dados obtidos de: <https://www.matteiacoviello.com/gpr.htm> on March 21, 2022

A invasão da Ucrânia é um evento com vastas repercussões geopolíticas



G - Evento geopolítico de reduzido impacto midiático
GG - Evento geopolítico com impacto midiático médio
GGG - Conflito de grande importância a nível geopolítico e com alto impacto midiático

apenas 2% da produção total mundial, apesar de suas enormes exportações de energia. A participação da Ucrânia no PIB global é ainda menos significativa, representando apenas 0.2%. A Rússia é um gigante transcontinental com uma população de 146 milhões e com um enorme arsenal nuclear, além de ser um importante fornecedor de petróleo, gás natural e matérias-primas, que mantêm as fábricas do mundo em funcionamento. No entanto, e ao contrário da China, que é uma potência a nível da indústria transformadora e está fortemente ligada a intrincadas cadeias de abastecimentos, a Rússia não faz parte das 10 maiores economias do mundo. A Itália, por exemplo, com metade da população e menos recursos naturais, tem uma economia duas vezes maior, e a Polónia exporta mais mercadorias para a União Europeia do que a Rússia. Por mais severos que sejam os efeitos das consequências económicas deste conflito, **o impacto imediato provavelmente não será tão devastador quanto as paralisações económicas repentinas causadas pela primeira vaga do coronavírus em 2020.**

O principal elo que liga a invasão russa e a economia mundial são os preços do petróleo, do gás natural e de outras commodities e produtos industriais. Um relatório* da Bain & Company demonstra o que a Rússia, a Ucrânia e, em alguns casos, a Bielorrússia exportam para o resto do mundo. Em conjunto estes três países representam 12% das exportações totais de petróleo, 25% das exportações de níquel, 28% das exportações de trigo, 28% das exportações de gás natural e cerca de 28% do potássio (usado para fertilizantes). Embora a Europa afirme há anos que tem de diminuir a dependência energética da Rússia, Moscovo continua a ser o maior fornecedor de petróleo e gás natural da UE. A Europa poderia sobreviver se a Rússia cortasse o seus fornecimentos, mas não ficaria barato, nem seria fácil.

A este respeito, temos visto como os Estados-Membros tiveram uma resposta única e coesa em termos de dependência energética e de transição para energias renováveis. No passado dia 8 de março, a Comissão Europeia lançou o programa RepowerEU que tem como objetivo, em primeiro lugar, diversificar o fornecimento de gás e acelerar a implementação de gases renováveis (biometano e hidrogénio verde), impulsionar a transição para a energia solar e eólica e substituir o gás na geração de energia e no aquecimento.

Como ficou claro com a pandemia, **pequenas interrupções numa determinada região podem gerar grandes perturbações em lugares distantes.** Situações de escassez isolada e aumentos de preços — seja de gás, trigo, alumínio ou níquel — podem transformar-se numa bola de neve num mundo que ainda se esforça arduamente para recuperar da pandemia. As tensões adicionais podem ser relativamente pequenas se consideradas isoladamente, mas estão a acumular-se em economias que ainda estão a recuperar dos fortes impactos económicos infligidos pela pandemia.

Os preços do petróleo, do gás natural e de outras commodities são o principal canal pelo qual a invasão da Ucrânia afeta a economia global

A capacidade da economia global conseguir absorver o choque da guerra na Ucrânia depende da oferta de matérias-primas

A reconfiguração da cadeia de abastecimento de energia é disruptiva e faz com que os preços spot do petróleo subam. No entanto, o mercado acredita que, uma vez feita essa transição, o deslocamento irá terminar e alcançar-se-á um novo equilíbrio

A importância da Rússia, Ucrânia e Bielorrússia nos mercados globais de commodities

Fonte: Bain & Company. Geopolitical shock/Ukraine-war: possible impacts on Wealth & Asset Management. Março de 2022

A Rússia e a Ucrânia são os principais exportadores globais de bens alimentares, industriais e de energia



* Geopolitical shock/Ukraine-war: possible impacts on Wealth & Asset Management. Março de 2022

Na próxima secção iremos analisar o impacto que este acontecimento com risco geopolítico irá ter nas principais variáveis económicas em termos de crescimento mais lento e inflação mais elevada. Iremos também analisar o impacto de acontecimentos históricos semelhantes nos mercados financeiros e, em particular, no mercado acionista. A tabela abaixo reflete o impacto inicial e subsequente (nos próximos 12 meses) sobre o índice de ações S&P 500 (como o índice de ações mais representativo e com a série histórica mais longa) durante certos eventos de elevado risco geopolítico. Ninguém sabe se as coisas irão escalar ou se isto se irá tornar num evento esporádico, no entanto **os investidores podem aprender com a forma como os mercados reagiram a eventos geopolíticos no passado**. A primeira observação ao analisar os dados disponíveis tem a ver com o impacto negativo inicial nos mercados bolsistas globais decorrente do aumento da incerteza associada a estes conflitos. A tabela abaixo mostra que, em média, o mercado de valores dos EUA registou uma correção de 16% durante este tipo de eventos (desde o início ao pico), confirmando a sensibilidade dos investidores a conflitos ou à insegurança.

Quando os ventos da guerra sopram sobre os mercados, os investidores tentam proteger-se dos aumentos nos prémios de risco. **O comportamento natural quando se dá a eclosão de um conflito de dimensões geopolíticas é um pico de volatilidade com venda agressiva dos ativos mais rentáveis e de maior risco**. A volatilidade aumenta significativamente nestes contextos e os traders nas bolsas de valores procuram abrigar-se nos chamados ativos "Refúgios Seguros" (safe-haven assets), ou seja, nos tipos de títulos que, mesmo em tempos de incerteza, tendem a manter a sua valorização. Exemplos disto são o ouro, os fundos obrigacionistas e moedas fortes que, durante eventos semelhantes, registam fortes subidas nos períodos em que as bolsas caíram. A reação dos investidores à invasão da Ucrânia seguiu este padrão (valorização do ouro e do dólar americano), com exceção das obrigações (afetadas pela subida da inflação).

No entanto, e com os números de que dispomos, parece que os mercados tendem a recuperar rapidamente após o choque inicial. Se analisarmos o desempenho do S&P 500 a 12 meses após o eclodir de um conflito, podemos ver que em média os mercados recuperaram e acumularam uma valorização média de 8%. Depois de bater no fundo, os índices não tardam muito a recuperar o seu vigor e, neste momento, os fatores estão dispostos para que a invasão da Ucrânia pela Rússia siga esta tendência. Embora, este ano o espectro da inflação continue a pairar sobre a economia e possa vir a dar origem a surpresas inesperadas.

Após um choque geopolítico, os investidores reduzem agressivamente as suas posições nos mercados de valores, causando correções médias da ordem dos 16%

Nesta fase inicial de volatilidade e incerteza, os ativos "Refúgios Seguros" (safe-haven assets) têm um desempenho positivo

No entanto, os mercados tendem a recuperar muito rapidamente (em média em cerca de 15 dias) para os níveis anteriores ao evento de risco geopolítico

O impacto dos riscos geopolíticos nos mercados

Fonte: Geopolitical Risk Index (GPR) e Santander. Março de 2022

O efeito duradouro dos choques geopolíticos sobre os mercados depende do impacto económico

		Pearl Harbour	Guerra da Coreia	Crise do Suez	Crise dos mísseis de Cuba	Guerra do Vietnam	Crise do petróleo	Crise do Irão	Guerra do Golfo	Ataques do 11 de setembro	Guerra do Iraque	11M Madrid	Síria / Coreia do Norte	Impacto médio
		1941	1950	1956	1962	1968	1973	1979	1990	2001	2003	2004	2017	
Gravidade do conflito	Geopolítico* (G)	GGG	GGG	GG	GGG	GG	GG	GG	GGG	GGG	GGG	G	G	
	Impacto económico (E)	E	E	EEE	E	E	EEE	EE	EE	EEE	E	E	E	
		<small>G - Evento geopolítico de reduzido impacto midiático GG - Evento geopolítico com impacto midiático médio GGG - Conflito de grande importância a nível geopolítico e com alto impacto midiático</small> <small>E - Conflitos com efeitos económicos de curto prazo EE - Eventos com impacto económico moderado EEE - Eventos com consequências económicas graves</small>												
Impacto sobre o mercado (S&P500)	Impacto inicial (drawdown)	-18%	-8%	-21%	-4%	-7%	-44%	-17%	-14%	-32%	-5%	-8%	-10%	-16%
	Impacto duradouro (variação de preços a 12 meses)	-0%	11%	-10%	30%	10%	-35%	26%	28%	-17%	27%	8%	14%	8%
				Crise energética		Crise energética		Crise das Ponto.com						
				-5%		-6%		-3%						
				Contração do PIB (diminuição homóloga)		Contração do PIB (diminuição homóloga)		Contração do PIB (diminuição homóloga)						

* Com base no índice de risco geopolítico (GPR), todos os acontecimentos acima de 200 são classificados como GGG, os que se situam entre 150 e 200 são GG e os demais são G (cf. gráfico da página 3). A classificação dos impactos económicos baseia-se no nível de confiança das empresas (ISM). (E) impacto ligeiro >50, (EE) impacto intermédio (entre 40 e 50) e impacto negativo (EEE) com o indicador a cair abaixo de 40 e acrescido de uma queda do PIB no ano seguinte ao evento.

Os ataques do 11 de setembro às Torres Gémeas, a Guerra da Coreia e a Crise dos Mísseis de Cuba são **exemplos de eventos geopolíticos extremamente graves dos quais os mercados recuperaram rapidamente depois do choque inicial**. No caso dos ataques do 11 de setembro, o impacto inicial foi de -32%. A Bolsa de Valores de Nova York foi fechada durante uma semana logo após os ataques. Ainda assim, foram precisas apenas 3 semanas para que o S&P 500 recuperasse para o nível anterior crise. A crise dos mísseis de Cuba pôs o mundo à beira de uma guerra nuclear em outubro de 1962. O impasse durou 13 dias. Durante esse período de duas semanas, o mercado de valores dos EUA manteve-se surpreendentemente calmo, perdendo apenas 4%. A Guerra da Coreia começou no verão de 1950 e terminou no verão de 1953. Nessa altura, o S&P 500 subiu 18% em termos anualizados, ou seja quase 65% em total.

No entanto, há **exceções em circunstâncias em que o risco geopolítico se mistura com outros fatores**, como por exemplo com choques de energia, durante a Crise do Canal de Suez em 1956 e a Crise do Petróleo de 1973, ou nas crises do mercado como a que ocorreu após o estouro da bolha das dotcom em 2000. Nesses eventos, o risco geopolítico interagiu com outros tipos de risco (de energia ou financeiro) e foi um dos catalisadores de grandes recessões económicas que afetaram fortemente as bolsas de valores. O melhor exemplo é a Guerra do Yom Kippur de 1973, na qual Israel e os países árabes entraram em confronto, gerando uma crise de petróleo no Ocidente, onde o índice do mercado de ações teve que esperar quatro anos para recuperar, devido à profunda recessão global que se instaurou.

No caso específico da invasão da Ucrânia, as bolsas de valores nos mercados desenvolvidos demoraram três semanas a recuperar os níveis anteriores a 24 de fevereiro, confirmando a regra geral de que as ações recuperam rapidamente no caso de conflitos militares ou terroristas. No entanto, temos que estar atentos para que não haja uma desaceleração económica mais vasta através da correia de transmissão do aumento da inflação. A nossa tese económica para este ano continua a ser de que as alavancas do consumo e do investimento serão capazes de contrariar os ventos contrários de natureza monetária e geopolítica. Portanto, o crescimento económico global, embora em desaceleração, deverá permanecer acima do potencial em 2022 como um todo.

A resiliência dos mercados financeiros a acontecimentos geopolíticos só se deteriora se houver um efeito de contágio sobre a confiança na continuidade do crescimento económico

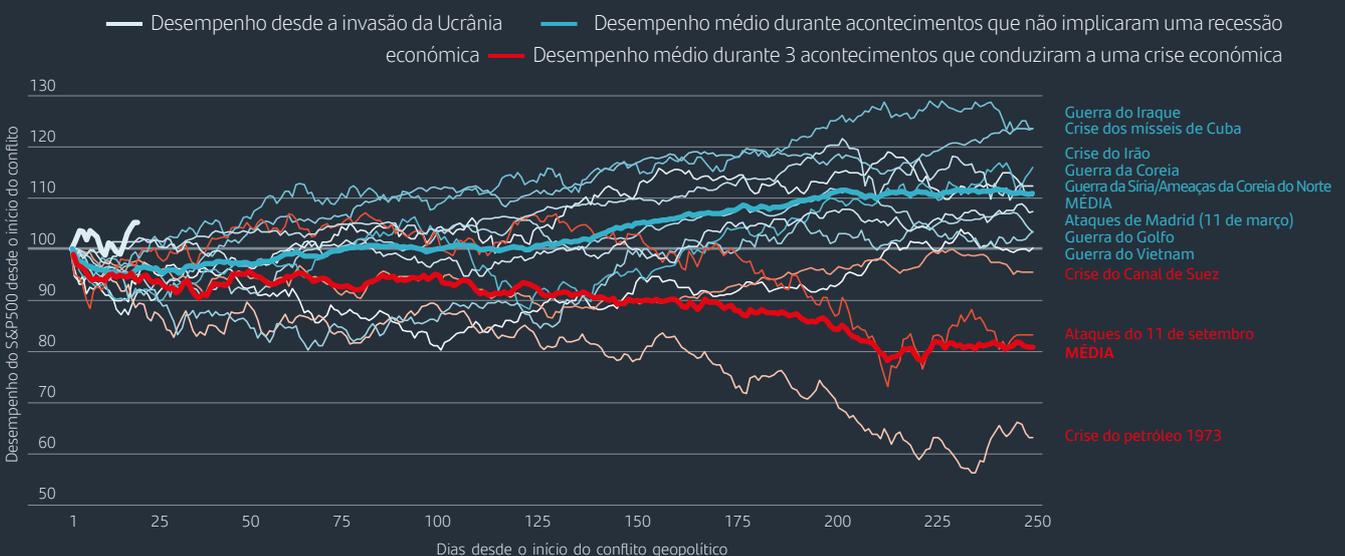
Parece mais difícil as bolsas suspirarem de alívio quando os problemas de fornecimento de matéria-prima entram em jogo

A conjuntura económica domina a resposta dos mercados aos choques geopolíticos

Desempenho histórico da bolsa de valores dos EUA durante eventos geopolíticos de grandes dimensões

Fonte: Bloomberg. Dados de 31.03.2022

O S&P 500 registou melhores resultados durante a invasão da Ucrânia, comparativamente com outros eventos geopolíticos no passado



02 Um novo choque inflacionista cria um dilema para os bancos centrais

Ao longo de 2021, começámos a ver níveis de inflação globalmente muito mais elevados do que os observados nos últimos anos, antes da pandemia. Grande parte dessa subida pode ser explicada pelo efeito de base (a comparação com a baixa taxa de inflação observada em 2020), e também pelo aumento de preços devido a uma série de desequilíbrios nas cadeias de abastecimentos. A oferta, que estava a operar em capacidade máxima, não conseguiu compensar os níveis de procura muito elevados gerados pela recuperação.

Mantendo-se tudo igual, as expectativas eram de que a inflação passasse a ser moderada a partir do início deste ano. A disseminação da variante Omicron na Ásia e na Oceania, que recentemente provocou severas restrições à mobilidade em diversas cidades chinesas, provocou um novo constrangimento nas cadeias de abastecimento nas últimas semanas, após vários meses de alguma flexibilização. Como resultado, a probabilidade de uma normalização da situação nas cadeias de produção durante o primeiro semestre do ano é relativamente reduzida com reflexos precisamente em termos de subidas nos preços. A invasão da Ucrânia veio agravar a situação, uma vez que as perturbações no fornecimento de commodities da Rússia, Ucrânia e Bielorrússia também estão a fazer subir os preços. **A magnitude da desaceleração económica daqui para a frente irá depender em grande parte da profundidade e da duração do choque sobre os preços das commodities e das perturbações na oferta. A variável mais sensível ao conflito é a inflação, e a multiplicidade de canais (fertilizantes, alimentos básicos, metais, combustíveis fósseis etc.) através dos quais as pressões inflacionistas se estão a espalhar é motivo de preocupação.** Os próximos meses serão particularmente tensos em termos da divulgação de dados de inflação e não descartamos leituras de dois dígitos com níveis muito elevados de volatilidade nas curvas de rendimentos.

No gráfico abaixo, podemos ver a **forte subida nos valores da inflação subjacente** (que exclui energia e alimentos) nos EUA, na Zona Euro e no Reino Unido. As surpresas causadas pela subida da inflação podem abrir as portas a um ritmo mais rápido de aumentos das taxas daquilo que os mercados já descontaram, especialmente se a inflação persistentemente alta começar a aumentar as expectativas de inflação de longo prazo. Apesar da subida

A taxa de inflação ano-a-ano atingiu níveis que não eram vistos há décadas e pressiona os bancos centrais a reforçarem as suas credenciais de estabilidade de preços

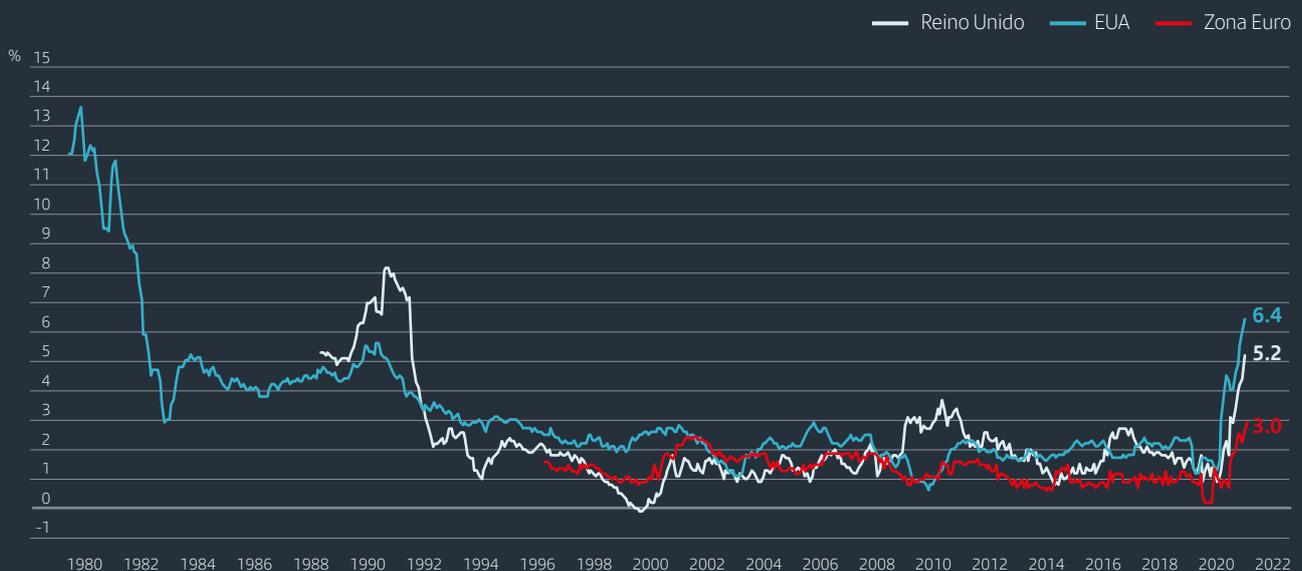
As pressões inflacionistas podem continuar devido às múltiplas interrupções a nível da energia, alimentos e metais industriais

Por enquanto, as expectativas quanto à inflação a longo prazo estão ancoradas, mas temos de estar muito atentos à forma como irão evoluir nos próximos meses

Inflação subjacente desde 1980

Fonte: Bloomberg. Dados de fevereiro de 2022 e dados preliminares de março na Zona Euro

Os níveis atuais da inflação são os mais elevados das últimas quatro décadas



recente, **por enquanto, as expectativas de longo prazo permanecem bem ancoradas**, enquanto a considerável almofada de poupança média das famílias as coloca em melhor posição para suportar o aumento dos preços. Esperamos que os valores da inflação continuem a subir nos próximos meses, mas estamos confiantes de que as expectativas sobre a inflação de longo prazo não se irão desviar significativamente da meta de 2% da Reserva Federal, do Banco Central Europeu e do Banco de Inglaterra. As projeções económicas em termos de crescimento e inflação em dezembro de 2021 foram feitas com base num cenário em que a dinâmica de crescimento económico, após um ano de recuperação muito forte em 2021, fez com que as projeções para 2022 ainda fossem em alta e que se esperava um ano relativamente calmo e de normalização. De igual modo, a inflação, que já se encontrava em níveis elevados no segundo semestre de 2021, iria provavelmente começar a diminuir ao longo do primeiro semestre de 2022. Volvidos três meses, encontramos-nos **perante uma realidade muito diferente e temos portanto de ajustar as nossas projeções para estimar os custos do conflito em termos de uma taxa de crescimento mais baixa e uma inflação mais elevada**. Para analisar o impacto da mudança de cenário sobre as variáveis macroeconómicas, partiremos da primeira revisão realizada pela Reserva Federal (Fed) e pelo Banco Central Europeu (BCE) (cf. gráfico abaixo). Se analisarmos, em primeiro lugar, o custo em termos de desaceleração económica, observamos que tanto a Fed como o BCE reviram apenas moderadamente o crescimento para 2022, mantendo o crescimento para 2023 praticamente inalterado. Embora seja verdade que a Zona Euro ainda não superou o diferencial negativo a nível do produto que resultou numa recessão causada pela pandemia e que ainda tenha algum caminho a percorrer, não deixa de chamar a atenção que o ajustamento da projeção seja relativamente pequeno, especialmente tendo em conta o impacto económico que este choque pode ter na região. **É provável que estas estimativas dos bancos centrais, de desaceleração do crescimento, sejam otimistas (especialmente para a Europa), mas ainda assim estamos a caminhar na direção de uma desaceleração e não tanto de uma recessão**.

Quanto à inflação, notamos que os bancos centrais fizeram uma revisão significativa em alta para 2022, com o BCE e a Fed a preverem um aumento semelhante, na ordem dos 2%. Olhando para 2022 e 2023, as autoridades monetárias ainda esperam uma moderação significativa da taxa da inflação. Este **cenário de subida transitória da inflação não está isento de grandes incertezas** decorrentes da situação do mercado de trabalho nos Estados Unidos (com níveis de desemprego muito baixos que aumentam o risco de tensão sobre os valores dos salários) e da fragilidade do mercado energético na Europa. **Não há dúvidas de que nos encontramos num contexto de extrema complexidade e incerteza para a tomada de decisões de política monetária por parte dos bancos centrais a nível global**.

O choque geopolítico invalidou os pressupostos subjacentes às previsões de crescimento e inflação para 2022

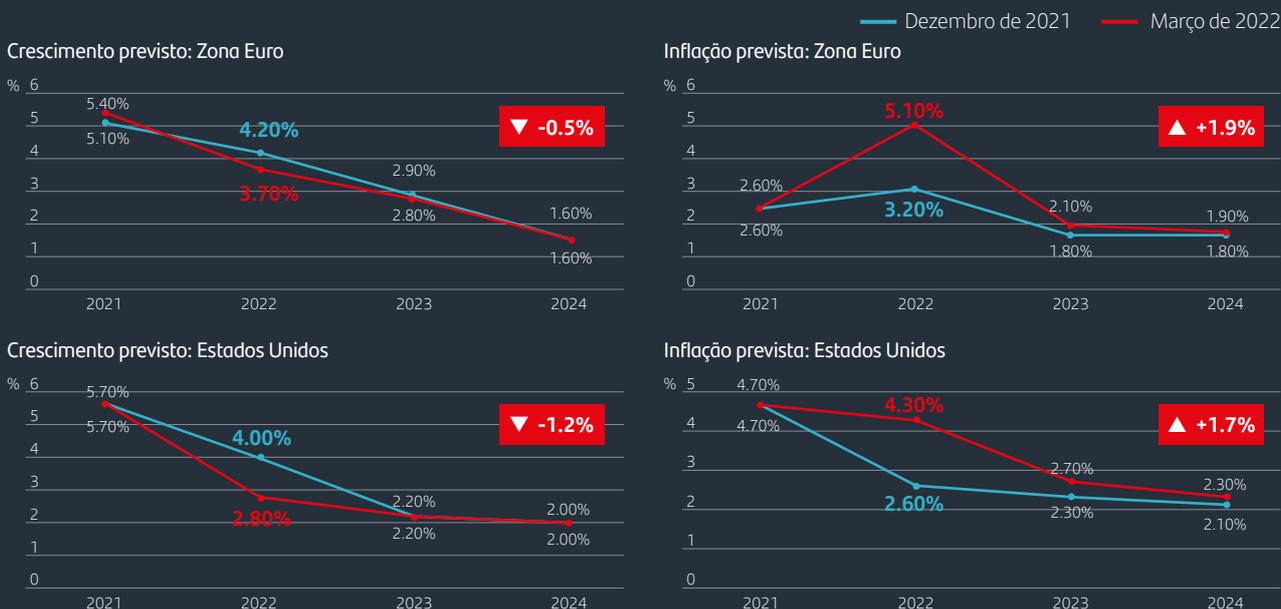
No contexto atual, podemos esperar revisões consideráveis em baixa em relação ao crescimento. Uma vez que as estimativas de crescimento iniciais para 2022 eram elevadas, é mais provável que haja um abrandamento do que uma recessão

A grande mudança no cenário macro está centrada numa elevada aceleração da inflação até 2022 e numa subsequente moderação em 2023

As previsões de crescimento para 2022 estão em queda, enquanto as previsões da taxa de inflação aumentam

Fonte: Projeções do Banco Central Europeu e da Reserva Federal em março de 2022

Apesar da possibilidade de novas revisões em baixa, o crescimento continua a situar-se acima da tendência



Um bom exemplo do **atual dilema que os bancos centrais estão a enfrentar** pode ser analisado com base nas últimas atas e decisões da Reserva Federal, cuja reação está a ser questionada. O sólido desempenho da economia norte-americana e o facto de esta ter atingido um deflador positivo do produto restringe a capacidade de ação da Fed, dado que o ponto de partida é uma política monetária excessivamente expansionista. De acordo com dados do Bureau of Labor Statistics (BLS), os mercados de trabalho estão fortes (taxa de desemprego de 3.8% e fortes níveis de criação de emprego). Com a economia dos EUA com uma taxa de desemprego baixa e a sofrer o aumento da inflação mais significativo das últimas quatro décadas, 3.6%, **os decisores políticos da Fed vêem-se obrigados a reforçar as suas credenciais de estabilidade de preços e a retirar rapidamente as medidas de estímulo monetário.**

A Fed sabe que não pode olhar para a recente subida de preços das commodities como teria feito no passado. Estas subidas de preços aumentaram os riscos associados a uma segunda vaga de efeitos mais fortes e mais rígidos. E esses efeitos estariam associados a uma desancoragem das expectativas inflacionistas, que, por sua vez, tornaria a inflação muito mais difícil de domar. Com efeito, as leituras das expectativas para a inflação implícita de longo prazo aumentaram nas últimas semanas e situam-se neste momento bastante acima dos 2% (cerca de 2.40%, o nível mais elevado desde 2014). De acordo com as Atas de março da Fed ("Dot Plot"), o número de aumentos de taxa esperado para este ano passou de 3 para 7. Mas esse enfiamento em termos de números de subidas foi posteriormente reforçado por **comentários mais radicais de Jerome Powell e de outros líderes da Fed, levando a uma aceleração das expectativas para 9 aumentos totais este ano e mais 3 em 2023.** Considerando que o Fed cortou a sua taxa neutra (a taxa em que a política monetária não é nem acomodatória nem restritiva) para 2.375%, isto significa que a economia poderá em breve ter de enfrentar condições monetárias restritivas.

O gráfico abaixo mostra como a Fed mudou as suas projeções das taxas de juros para um enviesamento muito mais radical. **A Fed encontra-se num percurso difícil, pois deve aumentar as taxas com rapidez suficiente para manter as expectativas de inflação de longo prazo ancoradas, mas, por outro lado, quer evitar acelerar o abrandamento.** Para a Fed, manter a sua credibilidade com uma longa sequência de aumentos das taxas que não quebre a economia, o setor imobiliário e as bolsas de valores constitui um grande desafio. Os bancos centrais encontram-se perante uma dicotomia em que, se não estiverem à altura das expectativas de aumento das taxas, perdem credibilidade, mas se forem excessivamente restritivos, podem ser responsabilizados por terem desencadeado uma recessão.

Baixos níveis de desemprego e leituras preocupantes de inflação em alta estão a forçar os bancos centrais a adotar um enviesamento radical nas suas tomadas de decisão

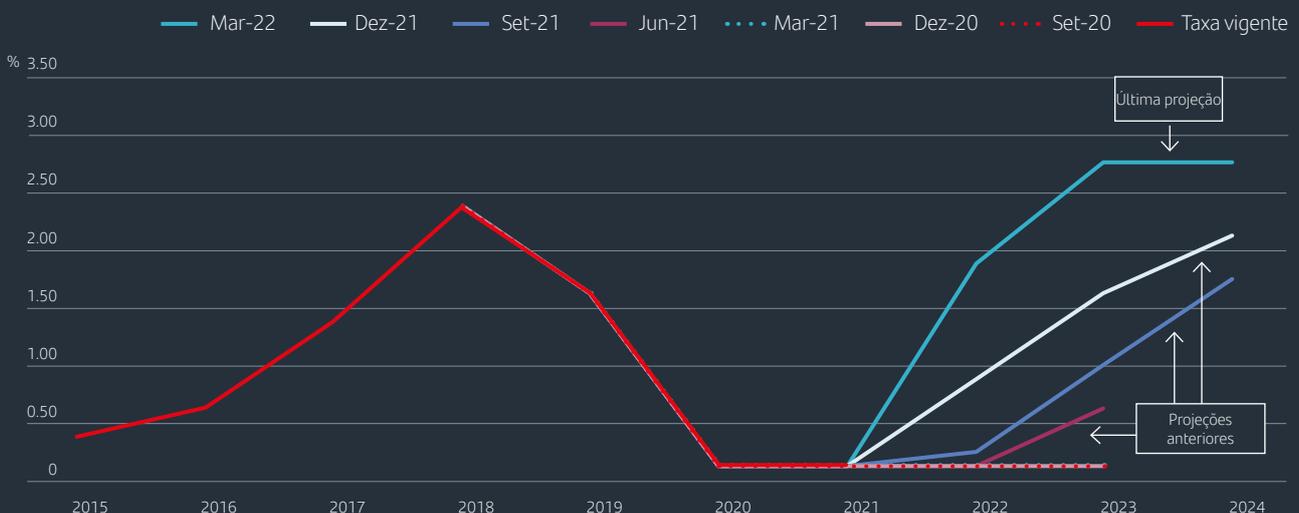
A Reserva Federal (Fed) iniciou o ciclo de subida das taxas e está a orientar os mercados para um nível de taxas acima da taxa neutra ao longo dos próximos 12 meses

As decisões de política monetária neste contexto de desaceleração económica e inflação em alta são extremamente complexas

Projeções da taxa de referência da Fed* (Fed Funds)

Fonte: Reserva Federal. Dados de 16.03.2022

Os membros do Federal Open Market Committee (FOMC) aumentaram a velocidade esperada deste ciclo de aumentos



*Mediana do ponto intermédio das projeções trimestrais do Federal Open Market Committee (FOMC).

Pela primeira vez desde os anos 1970 e início dos anos 1980, **desta vez os grandes bancos centrais dos países ocidentais, liderados pela Reserva Federal, provavelmente não virão socorrer a situação para evitar um maior abrandamento da economia, uma vez que este vem acompanhado por um choque inflacionista positivo**, o que aumenta o risco de um crescimento mais fraco ou até de uma recessão nas economias desenvolvidas e de danos nos mercados financeiros.

Os investidores estão nervosos com o processo atual de se estarem a iniciar políticas monetárias mais restritivas e com o impacto potencial que estas possam vir a ter nos mercados financeiros. Vamos analisar o **comportamento dos mercados em ciclos anteriores de subida das taxas** para tentar esclarecer que cenário poderá vir a ser o mais provável. Na tabela abaixo, resumimos os principais dados de ciclos restritivos anteriores e o desempenho dos dois principais mercados de obrigações e ações. Esta abordagem pressupõe que as circunstâncias atuais são semelhantes às de um ciclo normal, e esta suposição não é verdadeira em relação a **diversas variáveis que são muito diferentes das dos ciclos anteriores**. Em primeiro lugar, **a inflação atingiu valores máximos, que não se registavam há quatro décadas**, e foi causada por uma série de desequilíbrios exógenos ao ciclo económico, de modo que os aumentos das taxas de juros teriam uma função de reação um pouco diferente. Em segundo lugar, **as taxas de referência estão em níveis mínimos**, de modo que a quantidade de munições que a Reserva Federal pode acumular para reduzir as taxas num futuro abrandamento é mais limitada do que noutras alturas. Se compararmos o atual ciclo de aumento das taxas (com base nas estimativas de mercado) com a média dos ciclos anteriores, encontramos semelhanças em termos de intensidade (subida moderada de 2.75 pontos percentuais) e de duração do processo de subida (18 meses). Em comparação com o ciclo anterior (que começou em dezembro de 2015), o processo de reajustamento de taxas deve ser muito mais rápido, devido aos atuais níveis de inflação muito elevados que pressionam a Fed a colocar os níveis das taxas em zonas não expansionistas de forma anormalmente rápida. **Os investimentos na bolsa não parecem sofrer durante os ciclos ascendentes de subida das taxas de juro, uma vez que são justificados por uma situação positiva em termos de variáveis de crescimento**. Em média, o mercado de valores dos EUA subiu 4.8% nos três meses seguintes à primeira subida e 12.9% ao longo do ano desde essa altura, enquanto o desempenho dos índices das obrigações tem sido menos positivo com abundantes leituras negativas. **A história recente parece indicar que o investimento em ações tem um desempenho positivo nos estágios iniciais de aumentos das taxas de juros**.

O ponto de partida deste ciclo de subida dos juros é bastante diferente dos anteriores, pois a inflação nunca esteve tão alta, e com risco de subida, e as taxas tão baixas

As previsões do mercado nos EUA apontam para um ciclo de subida das taxas semelhante à média histórica em termos de intensidade e duração

Em ciclos normais de taxas de juros crescentes (não estagflacionárias), as ações comportam-se de forma muito mais favorável do que as obrigações

A Fed

Fonte: Bloomberg e Santander

As fases iniciais das políticas monetárias restritivas são negativas para as obrigações, mas positivas para as ações

Ciclos de aumentos da Fed	Início	Fim	Período (meses)	Taxa		Aumentos totais (bps)	Atividade Económica (ISM)	Inflação homóloga	Reação do mercado três meses após o primeiro aumento		Reação do mercado ao fim do ciclo de aumentos	
				inicial	Taxa final				Obrigações EUA*	S&P 500	Obrigações EUA*	S&P 500
1983-1984	Maio-83	Ago-84	15	9.63%	11.75%	212	56	3.5%	9.7%	1.7%	2.6%	8.0%
1986-1987	Dez-86	Set-87	9	6.00%	7.25%	125	51	1.1%	3.3%	0.3%	32.9%	-2.9%
1994-1995	Fev-94	Fev-95	12	3.25%	6.00%	275	57	2.5%	1.2%	0.1%	4.3%	1.8%
1999-2000	Jun-99	May-00	11	5.00%	6.50%	150	56	2.1%	6.7%	-0.9%	3.5%	2.4%
2004-2006	Jun-04	Jun-06	24	1.25%	5.25%	400	61	3.3%	1.3%	-2.4%	11.3%	5.9%
2015-2018	Dez-15	Dec-18	36	0.50%	2.50%	200	49	0.7%	6.5%	-0.6%	22.6%	6.3%
Média			18	4.27%	6.54%	227	55	2.2%	4.8%	-0.3%	12.9%	3.6%
2022-2023**	mar-22	?	?	0.25%	3.00%	275	59	7.90%				

*Bloomberg - Índice Agregado de Obrigações dos EUA.

** Sete subidas de taxas em 2022 e até quatro em 2023. Previsões divulgadas na última reunião do Federal Open Market Committee (FOMC), 16 de março de 2022.

03 Os investidores devem focar-se em aumentar a proteção contra a inflação

Nas secções anteriores, chegámos a duas conclusões: Em termos de geopolítica, **os investidores devem focar-se na evolução das variáveis económicas** e, em termos de política monetária, **os ciclos de subida das taxas de juro tendem a ser favoráveis aos investimentos em ações (e negativos para as obrigações), exceto em conjunturas estagflacionárias**. Nesta última seção, focamo-nos em quatro mensagens principais para orientar os investidores no curto e médio prazo neste contexto mais complexo em que coexistem estas duas fontes de incerteza (geopolítica e monetária).

1) Mantenha a calma e concentre-se na economia

O conflito da guerra conduziu a um aumento da incerteza em termos económicos. A probabilidade de uma recessão global num horizonte de 12 meses passou de muito baixa para algo significativa. As nossas perspectivas principais apontam para uma **provável desaceleração da economia global à volta de 1 ponto percentual e para um aumento da inflação de curto prazo acima dos 2%**, comparativamente com os pressupostos no início do ano. Esta mudança **não configura um cenário de estagflação porque as taxas de crescimento atuais estão acima dos níveis médios de crescimento da última década** (com exceção da China).

A proposta que fazemos aos investidores é que mantenham as suas carteiras alinhadas com os seus perfis de risco e que apenas reduzam o risco se os sinais de desaceleração económica atingirem níveis críticos

Um dos indicadores mais fiáveis para determinar a dinâmica do ciclo económico global são as **condições financeiras** (cf. gráfico abaixo). Podemos ver como **ainda se encontram longe dos níveis críticos que antecedem os períodos de recessão económica (marcados pela parte sombreada)** e têm registado uma melhoria nas suas leituras ao longo das últimas duas semanas. Neste momento, os investidores em obrigações de empresas estão com uma perspetiva positiva em relação ao ciclo económico e à capacidade das empresas gerarem fluxos de caixa para fazerem face aos vencimentos da dívida.

As expectativas de baixas taxas de crescimento e inflação mais elevada estão ainda longe dos parâmetros duma estagflação

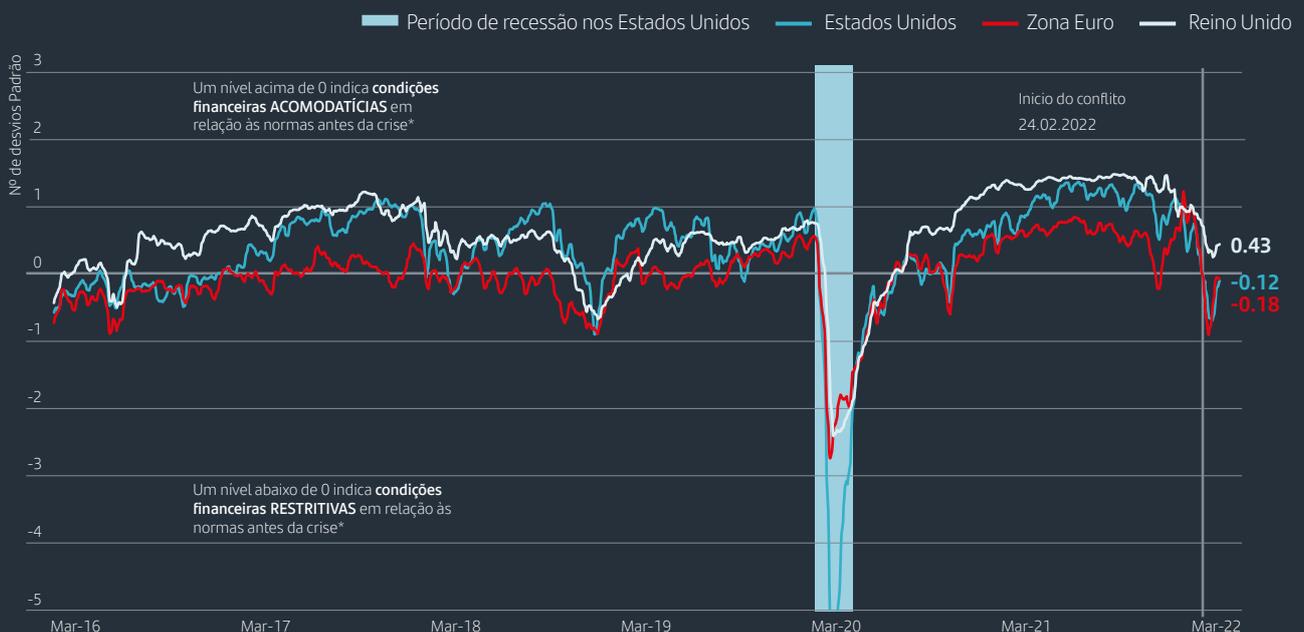
Recomendamos manter os níveis de exposição aos mercados de risco, desde que a probabilidade de um abrandamento exceda claramente a de uma recessão

Os principais indicadores continuam a apontar no sentido de um sólido crescimento a nível macroeconómico e dos lucros das empresas

Condições financeiras da Bloomberg

Fonte: Bloomberg e NBER para períodos de recessão. Dados em 31.3.2022

As condições financeiras podem ser um bom indicador de uma desaceleração económica



* Período anterior à crise de 1994 até 1 de julho de 2008.

O principal indicador que está a gerar mais controvérsia em termos da sua leitura negativa como preditor do aproximar de uma recessão decorre do **achatamento da curva de juros dos EUA**. Como resultado do aumento das taxas de juros de curto prazo, algumas maturidades curtas da curva têm taxas de juros mais altas do que as taxas de longo prazo. Normalmente, as curvas das taxas têm uma inclinação positiva (as taxas longas são mais elevadas do que as taxas curtas) e, quando estão invertidas, podem indicar a aproximação de uma possível recessão. A extremidade curta da curva é o resultado das ações da Fed (antecipando subidas agressivas de taxas nos próximos trimestres), enquanto a extremidade longa da curva se move mais em função das previsões de crescimento. De momento, as taxas curtas e longas estão a subir, mas manter-nos-emos atentos aos cenários em que a curva continue a inverter-se (especialmente se isto coincidir com uma tendência de queda nas taxas de longo prazo). Outro indicador ao qual daremos uma atenção especial são as **expectativas de inflação de longo prazo** (cf. gráfico abaixo) para monitorizar uma possível política monetária mais restritiva que forçaria um cenário de subida da taxa de juros. Acreditamos que o nível de subida das taxas implícito nas curvas do dólar, do euro e da libra esterlina não representa um perigo para o crescimento económico, mas está próximo dos níveis em que a política monetária se torna restritiva.

Por enquanto, os indicadores económicos como um todo mostram que estamos perante um processo de **desaceleração de magnitude ainda distante de uma recessão**. Neste contexto, o nosso cenário principal continua a ser a manutenção do ciclo de crescimento económico e um bom desempenho (ainda que com retornos decrescentes) dos ativos de maior risco (ações e crédito).

2) Aumentar o nível de proteção contra a inflação

A principal consequência do conflito na Ucrânia é um aumento muito elevado da inflação a curto prazo através de múltiplos canais (ou seja, do petróleo, eletricidade, alimentos e metais). As consequências a longo prazo do impacto das sanções são provavelmente custos mais altos a nível do preço da energia e de uma infinidade de bens e serviços. Neste contexto, detectamos **fatores que podem implicar um nível de inflação estruturalmente superior àquele de que temos desfrutado nas últimas décadas**.

Um desses fatores é a **desglobalização**, pois os governos e as empresas estão a incentivar a procura de alternativas para reforçar a segurança do abastecimento apesar dos custos mais elevados. Outro é a **descarbonização**, pois a transição para energias renováveis e uma economia baseada na electricidade,

O achatamento da curva das Obrigações do Tesouro dos EUA tem sido — no passado — um indicador de uma maior probabilidade de recessão, mas por enquanto trata-se mais de um aviso do que de um alarme

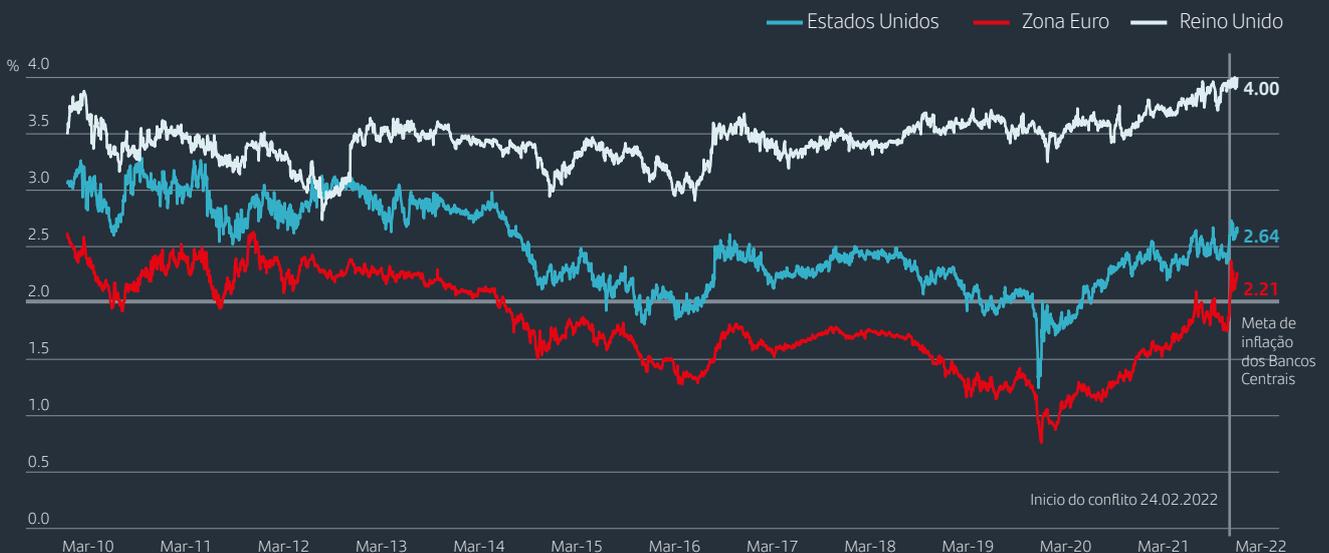
Devemos estar especialmente atentos à possibilidade de desancoragem das expectativas de inflação de longo prazo da meta dos 2%

Apesar dos crescentes riscos, o nosso cenário central continua a ser positivo, tanto em relação ao crédito como em relação a ações

Expectativas quanto à inflação de longo prazo*

Fonte: Bloomberg. Dados de 31.03.2022

As expectativas quanto à inflação de médio a longo prazo continuam a estar ancoradas



*Inflação swap 5Y5Y (inflação esperada): Trata-se da taxa de inflação média num período de 5 anos que começa daqui a 5 anos. Esta taxa é uma medida comum, usada por bancos centrais e dealers, para considerarem as expectativas de inflação futura do mercado.

embora necessária, é bastante onerosa a curto prazo. O que poderia gerar a chamada "Greenflation", ou "Inflação Verde", a nível dos materiais que desempenham um papel importante neste processo de redução de emissões.

Neste contexto, **os investidores poderiam incorporar um maior grau de proteção contra a inflação na composição das suas carteiras**, selecionando estratégias e ativos com diferentes características que implicam diferentes papéis numa carteira diversificada. Uma das opções mais interessantes no contexto atual são as commodities, que são altamente sensíveis à inflação e possuem elevada volatilidade, mas apresentam uma correlação relativamente baixa em relação às ações e obrigações. Além disso, oferecem o atrativo de servirem de proteção contra o ressurgimento de conflitos geopolíticos (como vimos no último trimestre) **Os investimentos em infraestruturas ou imóveis cotados** têm uma capacidade muito atrativa de ajustamento à inflação (embora haja o risco de uma elevada correlação com ações e elevados níveis de volatilidade). Outras opções dentro no grupo das obrigações são **os empréstimos com taxa flutuante** (com volatilidade moderada, mas maior risco de crédito em eventos extremos) ou **obrigações indexadas à inflação de curto prazo** para evitar o risco de sensibilidade a aumentos das taxas de juros.

Finalmente, a diversificação em ativos alternativos (private equity, imóveis, etc.) continua a ser uma fonte atrativa de retorno e diversificação no contexto atual.

3) Manter-se cauteloso em relação às obrigações de longa duração

Consideramos que é interessante manter a duração média das carteiras de obrigações a um nível baixo, uma vez que continuamos a prever o risco de que as expectativas de subida das taxas de juros aumentem e a inflação possa continuar a surpreender-nos em alta nos próximos trimestres.

O gráfico abaixo ilustra o atual contexto complexo para os investidores em títulos do tesouro (títulos com a melhor qualidade de crédito, mas com a maior sensibilidade aos movimentos das taxas de juros). **A redução gradual dos níveis de rendimento dos títulos limitou a capacidade dos preços dos títulos conseguirem absorver o impacto dos movimentos das taxas de juros.** É por isso que o índice de títulos do tesouro experimentou a maior queda da sua história, apesar do aperto da curva de rendimentos ter sido menor do que em episódios anteriores. As ações da política monetária (flexibilização quantitativa)

Os investidores questionam-se sobre o impacto futuro em termos de inflação devido a mudanças geopolíticas (perturbações das cadeias de abastecimento, desglobalização, segurança e transição energética...)

A grande mudança de paradigma para os investidores é focarem-se em retornos líquidos da inflação e na necessidade de diversificarem as suas carteiras com estratégias alternativas

Os investidores podem aumentar a exposição a ativos reais com capacidade de gerar retornos positivos num cenário de inflação crescente

Drawdown (DD) do Tesouro dos EUA* é o pior da história recente

Fonte: Bloomberg Índice do Tesouro dos EUA, (Índice LUATRRUU para cálculos de Drawdown (DD)). Dados de 31.03.2022

As obrigações foram duramente atingidas pelas recentes mexidas nas taxas de juros



* Um Drawdown é um declínio abrupto durante um período específico em relação a um investimento, conta de trading ou fundo.

com vista a reduzir o nível da taxa de juros ao longo da curva têm limitado os investidores conservadores a protegerem-se de contextos inflacionistas e de aumentos de taxas. Neste contexto, acreditamos ser interessante **optar por estratégias flexíveis de obrigações** que permitam uma menor dependência do risco de duração para gerar retornos positivos.

4) Procurar empresas com margens resilientes

A principal consequência deste choque geopolítico é um aumento significativo nos preços das commodities. **É, portanto, necessário diferenciar entre os setores e geografias que beneficiam os que sofrem com esta nova realidade.** As empresas fornecedoras de matérias-primas e de componentes (semicondutores) com desequilíbrios em termos de escassez de abastecimento, têm capacidade para repercutir qualquer pressão nas suas margens em aumentos de preços. O gráfico abaixo mostra, até este momento, **como não houve uma revisão significativa das expectativas de geração de lucro nas empresas do S&P 500.** Os analistas continuam a acreditar que é possível um crescimento dos resultados das empresas da ordem dos dois dígitos em 2022 e 2023 e, como mostra o gráfico abaixo, o nível de crescimento esperado do PIB de 2.8% para 2022 também justifica esse nível de geração de resultados. A crise atual dos preços da energia também reforça a tese que a solução a médio e longo prazo é avançar com a **transição energética**, acelerando a penetração das energias renováveis — que reduzirão a dependência dos combustíveis fósseis — e desenvolvendo redes energéticas inteligentes e resilientes. Tudo isto abre um vasto leque de oportunidades de investimento, que estão a ser aceleradas por programas governamentais, como os que foram anunciados recentemente pela União Europeia.

E continuamos a assistir a oportunidades atrativas no **setor financeiro** (que beneficia de ciclos de taxas de juros crescentes nas fases iniciais em que a procura por empréstimos ainda não sofreu) e nas **áreas geográficas que beneficiam com o aumento de preços das commodities** (especialmente a América Latina). Em termos de temas de inovação, vemos **perspectivas de crescimento favoráveis para empresas líderes em segurança cibernética, transição energética, robótica, economia circular, recursos escassos e tecnologia alimentar.**

As baixas taxas de juros deixaram os investidores em obrigações com muito pouca capacidade de absorver choques decorrentes da inflação e das taxas de juros em alta

Apesar da incerteza geopolítica, a nossa perspectiva de curto prazo para as ações é positiva devido ao desempenho ainda sólido dos resultados

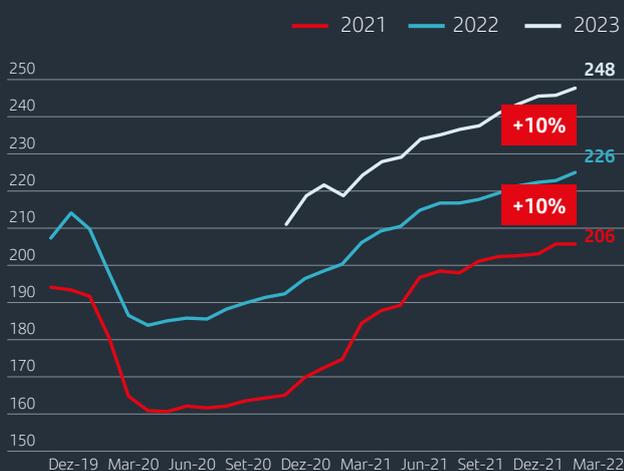
Vemos oportunidades de investimento na transição energética, em temas ligados à inovação (robótica, tecnologia alimentar, recursos escassos, ciber-segurança...) e em setores com capacidade de repercutir os custos crescentes sobre os clientes

Expectativas de crescimento económico e de resultados das empresas nos EUA

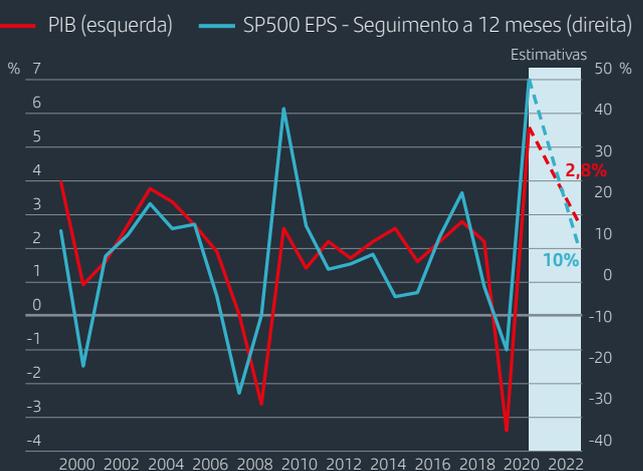
Fonte: Factset. Dados de 31.03.2022. Bloomberg. Previsões 2022: Fed para o PIB e consenso da Bloomberg para o S&P 500 EPS

O Fed espera que a economia cresça 2.8%, e os analistas esperam que os resultados cresçam cerca de 10%

Resultados esperados por ação (EPS) da evolução do S&P 500



Correlação entre crescimento económico e resultados das empresas



Anexo: Quadros

Retornos dos principais ativos nos últimos 10 anos.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 31/03/2022

	Retorno acumulado do ano							Retorno anualizado		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YtD	3 anos	5 anos	10 anos
Curto Prazo (USD) ⁽¹⁾	0.4%	1.0%	1.9%	2.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.7%	1.1%	0.6%
Curto Prazo (EUR) ⁽²⁾	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	-0.2%
Obrigações Global ⁽³⁾	2.1%	7.4%	-1.2%	6.8%	9.2%	-4.7%	-6.2%	0.7%	1.7%	1.0%
Obrigações (USD) ⁽⁴⁾	2.6%	3.5%	0.0%	8.7%	7.5%	-1.5%	-5.9%	1.7%	2.1%	2.2%
Soberano (USD) ⁽⁵⁾	1.1%	1.1%	1.4%	5.2%	5.8%	-1.7%	-4.2%	1.0%	1.3%	1.3%
Empresas (USD) ⁽⁶⁾	6.1%	6.4%	-2.5%	14.5%	9.9%	-1.0%	-7.7%	3.0%	3.3%	3.6%
Elevado Rendimento (USD) ⁽⁷⁾	17.1%	7.5%	-2.1%	14.3%	7.1%	5.3%	-4.8%	4.6%	4.7%	5.7%
Obrigações (EUR) ⁽⁸⁾	3.3%	0.7%	0.4%	6.0%	4.0%	-2.9%	-5.4%	-0.4%	0.7%	2.6%
Soberano (EUR) ⁽⁹⁾	3.2%	0.2%	1.0%	6.8%	5.0%	-3.5%	-5.3%	0.0%	1.0%	3.0%
Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	4.7%	2.4%	-1.3%	6.2%	2.8%	-1.0%	-5.0%	-0.1%	0.7%	2.6%
Elevado Rendimento (EUR) ⁽¹¹⁾	6.5%	6.2%	-3.6%	12.3%	1.8%	4.2%	-4.1%	2.6%	2.8%	5.6%
Obrigações Global Emergente (USD) ⁽¹²⁾	9.9%	8.2%	-2.5%	13.1%	6.5%	-1.7%	-9.2%	0.7%	1.9%	3.6%
LatAm (USD) ⁽¹³⁾	16.3%	10.6%	-4.9%	12.3%	4.5%	-2.5%	-5.4%	0.5%	1.8%	3.2%
MSCI Global (USD)	5.3%	20.1%	-10.4%	25.2%	14.1%	20.1%	-5.5%	13.1%	10.5%	8.8%
S&P 500 (USD)	9.5%	19.4%	-6.2%	28.9%	16.3%	26.9%	-4.9%	16.9%	13.9%	12.4%
MSCI Europa (EUR)	-0.5%	7.3%	-13.1%	22.2%	-5.4%	22.4%	-5.9%	6.0%	3.4%	5.3%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	8.6%	34.3%	-16.6%	15.4%	15.8%	-4.6%	-7.3%	2.6%	3.6%	0.9%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	6.8%	37.0%	-13.9%	19.2%	22.4%	-2.9%	-5.7%	6.2%	6.9%	5.8%
MSCI América Latina (USD)	27.9%	20.8%	-9.3%	13.7%	-16.0%	-13.1%	26.1%	-0.7%	0.6%	-4.2%

⁽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.

Dados de 31/03/2022		Último Preço	Variação		Últimos 10 anos			Retorno acumulado do ano			Retorno anualizado			
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	YtD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	
EUA	S&P 500	4,530		1,310		4,766	16.3%	26.9%	-4.9%	14.0%	16.5%	13.9%	12.4%	
	DOW JONES INDUS.	34,678		12,393		36,338	7.2%	18.7%	-4.6%	2.4%	9.7%	10.9%	10.1%	
	NASDAQ	14,221		2,827		15,645	43.6%	21.4%	-9.1%	1.8%	22.0%	19.2%	16.5%	
Europa	Stoxx 50	3,711		2,257		3,818	-8.7%	22.8%	-2.8%	9.7%	5.6%	3.3%	4.2%	
	Zona Euro (EuroStoxx)	3,903		2,119		4,298	-5.1%	21.0%	-9.2%	-1.8%	4.9%	2.2%	4.6%	
	Espanha (IBEX 35)	8,445		6,090		11,521	-15.5%	7.9%	-3.1%	-4.2%	-3.3%	-4.2%	0.5%	
	França (CAC 40)	6,660		3,017		7,153	-7.1%	28.9%	-6.9%	6.2%	7.2%	5.4%	6.9%	
	Alemanha (DAX)	14,415		6,264		15,885	3.5%	15.8%	-9.3%	-4.8%	7.3%	3.2%	7.6%	
	Reino Unido (FTSE 100)	7,516		5,321		7,749	-14.3%	14.3%	1.8%	7.8%	0.9%	0.5%	2.7%	
	Itália (MIB)	25,021		12,874		27,347	-5.4%	23.0%	-8.5%	3.6%	5.2%	4.1%	4.6%	
	Portugal (PSI 20)	6,037		3,945		7,608	-6.1%	13.7%	8.4%	19.5%	4.7%	3.8%	0.8%	
	Suíça (SMI)	12,162		5,850		12,876	0.8%	20.3%	-5.5%	10.3%	8.4%	7.0%	6.9%	
LatAm	México (MEXBOL)	56,537		34,555		56,537	1.2%	20.9%	6.1%	17.8%	9.0%	3.1%	3.6%	
	Brasil (IBOVESPA)	119,999		40,406		126,802	2.9%	-11.9%	14.5%	0.9%	7.7%	13.1%	6.4%	
	Argentina (MERVAL)	90,960		2,257		90,960	22.9%	63.0%	8.9%	85.4%	40.2%	35.0%	42.2%	
	Chile (IPSA)	4,937		3,439		5,855	-10.5%	3.1%	14.6%	10.4%	-2.1%	0.6%	0.6%	
Ásia	Japão (NIKKEI)	27,821		8,543		29,453	16.0%	4.9%	-3.4%	-3.4%	9.0%	8.0%	10.7%	
	Hong Kong (HANG SENG)	21,997		18,630		32,887	-3.4%	-14.1%	-6.0%	-23.4%	-9.4%	-1.8%	0.7%	
	Coreia do Sul (KOSPI)	2,758		1,755		3,297	30.8%	3.6%	-7.4%	-12.4%	8.3%	5.0%	3.2%	
	Índia (Sensex)	58,569		16,219		59,307	15.8%	22.0%	0.5%	20.1%	14.6%	14.6%	12.9%	
	China (CSI)	4,223		2,140		5,352	27.2%	-5.2%	-14.5%	-17.6%	2.0%	4.1%	5.6%	
Mundo	MSCI Global	3,053		1,178		3,232	14.1%	20.1%	-5.5%	3.9%	12.7%	10.5%	8.8%	

Ações por fator e por setor.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 31/03/2022	Variação	Retorno											Rácios			
		Último Preço	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	acumulado do ano			Retorno anualizado				Rácio PE (Cotação/Lucro)	Rendimento de Dividendos	
						2020	2021	YtD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos				
		MSCI Global	3,053		1,178		3,232	14.1%	20.1%	-5.5%	8.6%	12.7%	10.5%	8.8%	17.91	1.80
Factor		MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	1,438		810		1,447	-3.0%	12.6%	-0.6%	6.4%	5.5%	4.9%	4.9%	13.73	3.48
		MSCI - Dinâmica Global	3,689		1,000		3,978	28.3%	14.6%	-5.7%	7.6%	15.8%	16.0%	13.5%	18.72	1.23
		MSCI - Qualidade Global	3,713		1,000		4,058	22.2%	25.7%	-8.5%	11.8%	17.8%	16.1%	13.2%	21.68	1.52
		MSCI - Volatilidade Mínima Global	4,591		1,782		4,730	2.6%	14.3%	-2.9%	9.5%	8.1%	8.8%	9.5%	20.49	1.94
		MSCI - Valor Mundial	11,750		4,695		11,827	-1.2%	21.9%	-0.7%	10.6%	9.3%	7.9%	8.4%	13.46	2.75
		MSCI - Pequena Capitalização Global	650		224		705	16.0%	15.8%	-6.5%	-1.1%	11.2%	9.7%	10.1%	17.10	1.84
		MSCI - Crescimento Global	8,759		2,327		9,693	33.8%	21.2%	-9.6%	9.2%	19.1%	16.6%	13.1%	27.97	0.76
Sector		Energia	307		164		428	-31.5%	40.1%	30.6%	15.0%	-2.6%	-0.1%	-0.5%	9.09	3.62
		Materiais	574		229		590	19.9%	16.3%	2.6%	10.1%	14.7%	11.5%	6.6%	11.90	3.41
		Industriais	509		169		509	11.7%	16.6%	-6.2%	8.2%	12.7%	10.8%	10.5%	18.43	1.77
		Consumo Discrecional	595		137		595	36.6%	17.9%	-10.6%	13.9%	21.5%	17.3%	14.8%	22.85	0.90
		Bens de Primeira Necessidade	465		190		465	7.8%	13.1%	-3.6%	13.7%	10.2%	8.0%	8.9%	20.75	2.47
		Cuidados de Saúde	518		137		518	13.5%	19.8%	-3.4%	18.9%	15.6%	13.7%	13.7%	17.46	1.62
		Financeiros	257		89		263	-2.8%	27.9%	-1.5%	13.0%	12.1%	8.7%	9.5%	12.54	2.67
		Tecnologias de Informação	682		100		682	43.8%	29.8%	-10.2%	28.1%	31.5%	27.0%	19.8%	26.55	0.83
		Imobiliário	517		222		517	-5.0%	28.7%	-5.8%	21.4%	9.0%	9.2%	8.3%	29.03	2.75
		Serviços de Comunicações	204		78		220	23.0%	14.4%	-10.5%	7.0%	16.6%	11.0%	9.6%	18.46	1.29
		Água, Gás, Eletricidade	327		147		331	4.8%	9.8%	1.3%	9.3%	8.8%	8.9%	7.7%	19.64	3.22

Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg.

		10 anos										
		Taxa de juro			Varição	Últimos 10 anos			Variação nas taxas de juro (pb) 10 anos			Curva de rendimentos
País	Classificação (S&P)	Banco C.*	2 anos	10 anos	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevada	Mês	Acumulado do Ano	Y-o-Y	10-2 anos
		Desenvolvido										
EUA	AA+	0.50%	2.33%	2.34%		0.53%		3.14%	51	142	71	0.00
Alemanha	AAA	-0.50%	-0.07%	0.55%		-0.70%		1.93%	41	112	75	0.62
França	AA	-0.50%	-0.02%	0.98%		-0.40%		2.96%	38	132	82	1.00
Itália	BBB	-0.50%	0.28%	2.04%		0.54%		6.08%	33	150	114	1.76
Espanha	A	-0.50%	0.21%	1.44%		0.05%		6.86%	32	139	96	1.23
Reino Unido	AA	0.75%	1.35%	1.61%		0.10%		3.02%	20	141	77	0.26
Grécia	BB	-0.50%	n.d.	2.67%		0.61%		30.83%	15	205	168	n.d.
Portugal	BBB	-0.50%	-0.05%	1.35%		0.03%		12.03%	35	132	87	1.40
Suíça	AAA	-0.75%	-0.16%	0.57%		-1.05%		1.06%	34	115	80	0.73
Polónia	A-	3.50%	5.49%	5.19%		1.15%		5.44%	111	396	348	-0.30
Japão	A+	-0.10%	-0.03%	0.22%		-0.27%		0.90%	3	20	12	0.25
Mercados Emergentes												
Brasil	BB-	11.75%	12.16%	11.61%		6.49%		16.51%	5	470	249	-0.55
México	BBB	6.50%	8.31%	8.27%		4.49%		9.16%	33	273	136	-0.04
Chile	A	7.00%	n.d.	n.d.		2.19%		6.26%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC+	44.50%	n.d.	n.d.	n.d.	0.00%		0.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	5.00%	8.67%	9.73%		4.85%		9.73%	20	434	307	1.06
Turquia	B+	14.00%	23.58%	n.d.		6.21%		23.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rússia	CCu *-	20.00%	15.66%	n.d.		5.55%		15.99%	241	1117	995	n.d.
China	A+	2.84%	2.28%	2.78%		2.51%		4.58%	-1	-36	-37	0.50
Índia	BBB-	4.00%	5.00%	6.84%		5.84%		8.86%	7	97	81	1.84

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

Moedas.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 31/03/2022	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno acumulado do ano			Retorno anualizado			
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	YTD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	
EUR / USD	1.1067		1.05		1.39	-6.9%	-2.7%	-5.7%	-0.5%	0.7%	-1.9%	
EUR / GBP	0.84		0.70		0.92	-5.9%	0.2%	-0.9%	-0.7%	-0.3%	0.1%	
EUR / CHF	1.02		1.02		1.24	-4.0%	-1.4%	-7.6%	-2.9%	-0.9%	-1.6%	
EUR / JPY	135		96		148	3.7%	3.7%	4.6%	2.7%	2.4%	2.0%	
EUR / PLN	4.65		4.04		4.70	0.6%	1.2%	0.2%	2.6%	2.0%	1.1%	
GBP / USD	1.31		1.22		1.71	-1.0%	-3.0%	-4.8%	0.3%	1.1%	-2.0%	
USD / CHF	0.92		0.88		1.03	3.1%	1.2%	-2.1%	-2.5%	-1.6%	0.2%	
USD / JPY	122		78		124	11.5%	6.6%	10.8%	3.2%	1.7%	3.9%	
USD / MXN	19.87		12.13		24.17	3.1%	-3.2%	-2.7%	0.8%	1.2%	4.5%	
USD / ARS	111.01		4.42		111.01	22.1%	8.0%	20.7%	36.8%	48.4%	38.2%	
USD / CLP	786		471		855	19.7%	-7.7%	9.3%	5.0%	3.5%	4.9%	
USD / BRL	4.74		1.91		5.75	7.3%	-15.0%	-15.8%	6.5%	8.5%	10.0%	
USD / COP	3.771		1.763		4.080	19.0%	-7.6%	1.8%	5.8%	5.5%	7.8%	
USD / CNY	6.34		6.05		7.16	-2.6%	0.1%	-3.0%	-1.9%	-1.6%	0.1%	
EUR / SEK	10.40		8.34		10.93	2.4%	0.0%	0.8%	-0.1%	1.7%	1.7%	
EUR / NOK	9.73		7.29		11.48	-4.4%	0.0%	-3.2%	0.2%	1.3%	2.5%	

Commodities.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 31/03/2022	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno acumulado do ano			Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	YTD	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	106.6		21		120	-23.0%	51.4%	37.6%	16.4%	26.9%	-4.9%
Petróleo Bruto (W. Texas)	100.3		19		108	-20.5%	58.7%	30.3%	18.6%	25.8%	-0.9%
Ouro	1,949.2		1.060		1,971	24.4%	-3.5%	6.6%	14.7%	16.1%	5.3%
Cobre	10,375.0		4.561		10,375	25.8%	25.2%	6.7%	17.0%	20.3%	7.1%
Índice CRB	295.2		117		310	-9.7%	38.5%	27.0%	17.1%	16.7%	-1.5%
Rogers Internacional	4,056.9		1.560		4,057	-7.7%	41.1%	26.9%	19.1%	21.5%	2.1%
Gás Natural	126.0		4		126	71.9%	371.2%	40.0%	108.0%	102.4%	n.d.

"Tabela periódica" de rentabilidade dos ativos

Classe de Ativos	Índice de Referência	Retornos do Ano Civil											
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD	
Titulos dos EUA	S&P 500 TR	20.9% Titulos do Japão	54.4% Titulos do Japão	16.7% Governo de Espanha	12.1% Titulos do Japão	14.8% Elevado Rendimento Global	37.3% Titulos de Mercados Emergentes	2.6% Governo de Espanha	31.5% Titulos dos EUA	18.4% Titulos dos EUA	36.5% Commodities	27.1% Commodities	Retorno ↑ ↓
Titulos do Japão	Topix TR	19.3% Elevado Rendimento Global	32.4% Titulos dos EUA	13.7% Titulos dos EUA	6.4% Titulos da Europa	12.0% Titulos dos EUA	22.4% Titulos Globais	2.4% Governo da Zona Euro	28.2% Titulos da Europa	18.3% Titulos de Mercados Emergentes	28.7% Titulos dos EUA	-0.1% Liquidez	
Titulos de Espanha	Ibex35 TR	18.2% Titulos de Mercados Emergentes	27.8% Titulos de Espanha	10.3% Governo da Zona Euro	1.6% Governo de Espanha	11.2% Titulos de Mercados Emergentes	22.2% Titulos do Japão	-0.4% Liquidez	27.7% Titulos Globais	15.9% Titulos Globais	23.2% Titulos da Europa	-1.2% Titulos do Japão	
Titulos de Mercados Emergentes	MSCI ME TR	18.1% Titulos da Europa	26.7% Titulos Globais	10.3% Titulos do Japão	1.4% Titulos dos EUA	9.7% Commodities	21.8% Titulos dos EUA	-1.2% IG da Europa	18.4% Titulos de Mercados Emergentes	8.0% Elevado Rendimento Global	21.8% Titulos Globais	-2.6% Titulos de Espanha	
Titulos da Europa	Eurostoxx50 TR	16.0% Titulos dos EUA	21.5% Titulos da Europa	8.6% Titulos de Espanha	0.3% Governo da Zona Euro	7.5% Titulos Globais	11.3% Titulos de Espanha	-3.3% Elevado Rendimento Global	18.1% Titulos do Japão	7.4% Titulos do Japão	12.7% Titulos do Japão	-4.6% Titulos dos EUA	
Commodities	RBTR Commodities	15.8% Titulos Globais	11.0% Governo de Espanha	8.3% IG da Europa	-0.1% Liquidez	4.8% IG da Europa	10.2% Elevado Rendimento Global	-4.4% Titulos dos EUA	16.6% Titulos de Espanha	4.4% Governo de Espanha	10.8% Titulos de Espanha	-5.1% Governo da Zona Euro	
Titulos Globais	MSCI TR Global	13.2% IG da Europa	8.0% Elevado Rendimento Global	4.9% Titulos Globais	-0.5% IG da Europa	4.2% Governo de Espanha	9.2% Titulos da Europa	-8.7% Titulos Globais	13.7% Elevado Rendimento Global	3.0% Governo da Zona Euro	1.4% Elevado Rendimento Global	-5.2% Titulos Globais	
IG da Europa	TR ERL0	5.5% Governo de Espanha	2.3% IG da Europa	4.0% Titulos da Europa	-0.9% Titulos Globais	4.0% Governo da Zona Euro	2.5% IG da Europa	-10.7% Commodities	11.8% Commodities	2.7% IG da Europa	-0.5% Liquidez	-5.3% IG da Europa	
Liquidez EUR	TR Eonia	4.6% Governo da Zona Euro	0.1% Liquidez	0.1% Liquidez	-3.5% Titulos de Espanha	3.7% Titulos da Europa	1.7% Commodities	-11.5% Titulos de Espanha	8.6% Governo de Espanha	-0.5% Liquidez	-1.1% IG da Europa	-5.4% Governo de Espanha	
Elevado Rendimento Global	TR HW00	2.8% Titulos de Espanha	-2.3% Governo da Zona Euro	-0.1% Elevado Rendimento Global	-4.2% Elevado Rendimento Global	2.6% Titulos de Espanha	1.1% Governo de Espanha	-12.0% Titulos da Europa	6.3% IG da Europa	-3.2% Titulos da Europa	-2.5% Titulos de Mercados Emergentes	-6.0% Elevado Rendimento Global	
Governo de Espanha	ESPAÑA 10 ANOS	0.2% Liquidez	-2.6% Titulos de Mercados Emergentes	-2.2% Titulos de Mercados Emergentes	-14.9% Titulos de Mercados Emergentes	0.3% Titulos do Japão	-0.4% Liquidez	-14.6% Titulos de Mercados Emergentes	3.0% Governo da Zona Euro	-9.3% Commodities	-2.7% Governo da Zona Euro	-7.0% Titulos de Mercados Emergentes	
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-3.3% Commodities	-5.0% Commodities	-17.9% Commodities	-23.4% Commodities	-0.3% Liquidez	-1.4% Governo da Zona Euro	-16.0% Titulos do Japão	-0.4% Liquidez	-12.7% Titulos de Espanha	-3.1% Governo de Espanha	-9.0% Titulos da Europa	

* Dados de 31/03/2022

* 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.

Responsáveis pelo Investimento.

Santander Private Banking.



 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CEFA, CIIA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Rafael Arelios Neves

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs

 Duarte Nunes

 Carlos Mansur

 Ben Covey

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

Aviso Legal:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão de Gestão de Património e Seguros do Santander ("WMI"), uma unidade de negócios global do Banco Santander S. A. (A WMI, em conjunto com o Banco Santander, S. A. e as respetivas afiliadas, serão doravante denominados simplesmente como "Santander"). Este relatório contém previsões económicas e informações recolhidas de várias fontes, incluindo de terceiros. Embora todas essas fontes sejam consideradas dignas de crédito, a precisão, integridade ou atualização dessas informações não estão 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 com as opiniões expressas, verbalmente ou por escrito, com os conselhos ou as decisões de investimento de 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 foi publicado apenas com fins informativos e não constitui um conselho de investimento, uma oferta ou solicitação para se comprarem ou venderem ativos, serviços, contratos financeiros ou outro tipo de contratos, ou outros produtos de investimento seja de que tipo forem (coletivamente designados como os "Ativos Financeiros"), e não deve ser tido como a única base para avaliar ou apreciar os Ativos Financeiros. Da mesma forma, a distribuição deste relatório a um cliente, ou a um terceiro, não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimento.

O Santander não oferece quaisquer garantias 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 constituir 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 pela Federal Deposit Insurance Corporation. E

não constituem 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 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 consultores 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 quaisquer perdas ou danos relacionados com ou decorrentes do uso ou de se confiar na totalidade ou em qualquer parte do conteúdo deste relatório.

A qualquer momento, o Santander (ou os seus colaboradores) podem ter posições alinhadas ou contrárias ao que é declarado 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 para o emissor de Ativos Financeiros relevantes ou para uma empresa ligada a um emissor dos mesmos.

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

Santander Private Client™ é uma marca registada do Santander Bank, N. A. e pode ser usada pelas suas afiliadas. Produtos de valores mobiliários e seguros não são oferecidos pelo "Santander Private Client" ou pelo Santander Bank, N. A.

Quaisquer materiais de terceiros (nomeadamente, logotipos e marcas comerciais), sejam literários (artigos / estudos / relatórios / etc. ou trechos dos mesmos) ou artísticos (fotos / gráficos / desenhos / etc.) incluídos neste relatório estão registados em nome dos seus respetivos proprietários e apenas foram reproduzidos de acordo com práticas honestas em questões industriais ou comerciais.



Taking your wealth beyond

www.santanderprivatebanking.com

  @santanderpb