



Investir num
mundo em
transição

Perspetivas
para 2022

Índice

	Página
Principais Mensagens e Oportunidades de Investimento para 2022	4

01

O ciclo continua após a recuperação	8
-------------------------------------	---

1.1 Recuperação económica	9
1.2 Recuperação da atividade	10
1.3 Recuperação dos mercados	11

02

A perspetiva macroeconómica positiva enfrenta mudanças de paradigma	12
---	----

2.1 SUSTENTABILIDADE: A sociedade exige uma transição para novos paradigmas	16
2.2 EUA: A economia tem de se adaptar a menos estímulos orçamentais no futuro	18
2.3 CHINA: o foco do governo vira-se para a estabilidade financeira	20
2.4 EUROPA: A oportunidade para as políticas se focarem no longo prazo	22

03

Oportunidades de investimento para mercados em transição	4
--	---

3.1 OBRIGAÇÕES: Quem investe em obrigações vê-se sem rumo com o aumento das taxas de juro	28
3.2 AÇÕES: As ações enfrentam a transição para um crescimento mais baixo	30
3.3 ALTERNATIVOS: Os investidores continuam a fazer a transição para mercados privados	32
3.4 ESG: Os investidores abraçam a oportunidade da sustentabilidade	34

Investir num mundo em transição

À medida que nos aproximamos do final de 2021, as condições financeiras continuam a ser favoráveis. A economia global está a recuperar, com uma taxa de crescimento das mais elevadas nos últimos quase 50 anos. Os mercados de ações têm estado pujantes, proporcionando fortes retornos com base nos ganhos excecionais das empresas. Os spreads de crédito continuam a estar reduzidos e há fluxos líquidos robustos tanto para os mercados públicos e privados que são apoiados pela falta de alternativas em termos de taxas de juro sem risco.

Olhando para a frente, para 2022, a nossa perspetiva macroeconómica é positiva. No entanto, os riscos para os prognósticos económicos estão a aumentar, **à medida que os trade-offs entre políticas se tornam mais complexos.** Os investidores e decisores políticos terão de lidar com um **ambiente macro que está a passar duma situação de ventos positivos proporcionados por um forte apoio regulamentar e dos governos,** para um cenário mais incerto de dinâmicas complexas, tanto para o crescimento como para a inflação.

As nossas previsões não estão imunes a choques negativos. As notícias recentes sobre uma nova variante emergente da Covid (Omicron) recorda-nos que não devemos descartar cenários negativos. Embora esperemos que os mercados continuem a demonstrar um comportamento volátil à medida que vão surgindo mais informações sobre a variante Omicron e até que ponto é resistente às vacinas, acreditamos que a ciência e a engenhosidade humana rapidamente apareçam com uma maneira inovadora de superar as ameaças da pandemia.

Um dos desafios mais urgentes é como cumprir as metas estabelecidas no Acordo de Paris sobre alterações climáticas. **Alcançar emissões líquidas zero a nível global significa acelerar a transição para energias limpas,** o que cria oportunidades reais de investimento, apesar do potencial de interrupções no fornecimento e picos nos preços da energia. As mudanças que estão a ocorrer para se atingirem emissões líquidas zero até 2050 representam **a maior oportunidade de investimento que podemos perspetivar.** A transição não será tranquila, e criará vencedores e vencidos, mas a comunidade de investidores tem de trabalhar em conjunto para garantir que o mundo avança em direção a um cenário de emissões líquidas zero.

A gestão ativa do investimento é fundamental. O difícil cenário macro pode proporcionar boas oportunidades, mesmo que os retornos do mercado de capitais sejam provavelmente mais voláteis. As carteiras têm de se dinamizar, à medida que as economias e os mercados fazem a transição para novos paradigmas. **Esperam-se oportunidades de investimento atrativas em inovação, sustentabilidade e mercados privados.**

Continuamos focados em oferecer aos nossos clientes os melhores conselhos e experiência. **Os nossos consultores e gestores private estão à vossa disposição para explicar as formas mais eficientes de ajustar as carteiras nestes tempos de transição.**

Agradecemos-vos mais uma vez pela vossa confiança e por nos permitirem satisfazer as vossas necessidades de investimento, financiamento e planeamento do património.

Atenciosamente,



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

Principais Mensagens para 2022

O ciclo continua após a recuperação

A resiliência da recuperação económica global sobre a qual construímos o nosso cenário de base para 2021 foi sustentada por um cenário de crescimento sólido que nos coloca a pequena distância dos níveis anteriores à crise. **O mundo está a aproximar-se firmemente da normalidade, à medida que os indicadores de atividade continuam a melhorar e estão apenas desfasados em países onde a taxa de imunização é baixa.** A eficácia das vacinas foi fundamental nesta recuperação, que começou com grande vigor na indústria transformadora e está agora em transição para o sector dos serviços. **A recuperação tem sido tão robusta que 2021 termina com grandes problemas de excesso de procura que estão a causar uma pressão sem precedentes nas cadeias de abastecimento globais.** No entanto, a propagação duma nova variante do vírus (Omicron), com um elevado número de mutações, pode ter um efeito negativo na dinâmica de recuperação acima descrita.

A recuperação nos mercados financeiros tem sido ainda mais notável do que a recuperação económica e é difícil encontrar um ativo financeiro que não tenha excedido em muito os níveis de preços antes da pandemia. Em alguns casos, como por exemplo as commodities ou ações, a reavaliação tem sido verdadeiramente espetacular, beneficiando tanto do ambiente favorável em termos de taxas de juro como da força da recuperação económica. **As economias e os investidores estão já a olhar para lá da recuperação e a questionar-se sobre a sustentabilidade do ciclo e as variáveis que estão a experimentar um maior grau de incerteza (com foco especial na capacidade de resistência à vacina da nova variante da Covid).**

A perspetiva macroeconómica positiva enfrenta mudanças de paradigma

Mantemos um cenário macroeconómico positivo para 2022 com base num ajustamento gradual nas cadeias de abastecimento globais, num declínio lento nas pressões inflacionistas e na continuação das taxas de crescimento acima das médias anteriores à Covid. No entanto, este processo de normalização implica grandes desafios para os principais blocos económicos, pois envolve importantes mudanças de paradigma.

Nos **Estados Unidos**, a despesa orçamental deve passar o testemunho do impulso do crescimento para um sector privado, apoiado em fortes taxas de poupança e num mercado de trabalho favorável. Na **China**, as autoridades estão a tentar dinamizar uma transição para um modelo menos dependente do sector imobiliário e mais equilibrado (Prosperidade Comum). E na **Europa**, a transição energética e as incertezas pós-Brexit podem comprometer a continuidade das condições monetárias favoráveis que têm sido vitais para a recuperação.

A dinâmica do ciclo económico permanece positiva, mas temos de estar atentos aos difíceis equilíbrios políticos implícitos nestas mudanças no modelo de crescimento. O principal risco para o nosso cenário de base positivo (além das mutações do vírus) reside num ambiente de inflação não transitório que torna as taxas de juro globais mais restritivas. Esperamos que as taxas de juro subam lentamente, ficando atrás do crescimento nominal e proporcionando retornos reais negativos tanto para a liquidez como para as obrigações com grau de investimento.

Oportunidades de investimento para mercados em transição

A comunidade de investidores tem usufruído dos retornos dos ativos de risco nos últimos 18 meses, mas continua preocupada com os retornos dos ativos sem risco, com o aumento da inflação e com o abrandamento do crescimento. A mudança de paradigmas económicos e de mercado está a forçar os investidores a procurarem soluções de investimento para enfrentar os desafios das transições em que estão imersos os principais ativos financeiros.

Os investidores focados na proteção do capital e do rendimento adicionaram recentemente mais uma preocupação à escassez de retornos em mercados de obrigações: a possibilidade de que o pico da inflação seja menos transitório do que se pensava inicialmente. Neste contexto, continuamos a enfatizar **a necessidade de se remodelarem as carteiras de investimento, que se diversifiquem para além do mercado de obrigações tradicional e que passem a incluir um componente de gestão mais ativa.**

Para **mandatos de investimento com maior tolerância ao risco**, a preocupação centra-se nos elevados níveis de valorização e alavancagem, associados ao abrandamento do crescimento das empresas e dos resultados. Neste contexto, é absolutamente essencial uma **abordagem geográfica global e uma maior diversificação com exposição a mercados privados** e a ativos alternativos. A **transição para a sustentabilidade** também implica oportunidades de investimento significativas, bem como **inovação** favorecida pelo ambiente continuamente disruptivo das novas tecnologias.

Principais oportunidades: investir em mercados em transição

Permanecer investido enquanto o crescimento estiver acima da tendência

O ímpeto económico está a desacelerar, mas as nossas projeções ainda apontam para **um crescimento do PIB significativamente acima da média**. Os ativos de risco (crédito e ações) são muito sensíveis à atividade económica e devem continuar a superar outras alternativas mais seguras (liquidez e obrigações da dívida pública). A recuperação está incompleta e **ainda é precoce em termos da evolução do ciclo para se eliminar desde já o risco das carteiras**, mas ao mesmo tempo a **fase mais gratificante do ciclo económico para os mercados já terminou**. O mundo ultrapassou o pico do crescimento económico e dos lucros, e o pico do apoio de parte das políticas, e, portanto, é demasiado tarde para aumentar o risco. Os investidores devem concentrar-se na transição para posições defensivas no futuro (que devem ser reforçadas no caso dum retrocesso imunitológico).

Aumentar a proteção das carteiras contra a inflação

As economias não vão voltar aos anos 70 e não acreditamos que o mundo esteja a caminhar para a estagflação. No entanto, esperamos que a inflação seja **significativamente mais alta do que no passado recente**. As expectativas quanto à inflação implícita para a próxima década estão acima das metas dos bancos centrais e as taxas reais devem permanecer negativas todos os anos durante o mesmo período. **Os investidores devem concentrar-se em retornos reais** e explorar ativos reais e a diversificação dos investimentos para se protegerem contra a inflação.

Procura por soluções flexíveis nas obrigações

Estar preparado para a **volatilidade** nos mercados de obrigações à medida que as políticas monetárias fazem a transição para uma fase menos acomodaticia. Mantemos a nossa preferência pelo **risco de crédito** (espera-se que o incumprimento das empresas permaneça bastante baixo), mas prevemos a necessidade de **mudar para outros tipos de riscos** à medida que o ciclo avança e os spreads se tornam mais apertados (os prémios de risco de elevado rendimento já são baixos). A procura por rendimento e a gestão de mercados de obrigações complexos exigem muita experiência, portanto, consideramos **soluções de obrigações flexíveis** que podem lucrar com o potencial aumento da volatilidade.

Considerar as empresas com poder de fixação de preços

O aumento não tão temporário da inflação está a criar vencedores e vencidos em termos da **capacidade para defenderem as margens de lucro recordes**. Recomendamos uma sobreponderação em sectores como o **financeiro**, que se beneficiam da tendência de aumento das taxas e favorecem as empresas que têm **poder de fixação de preços**, baseado na capacidade de transferir os custos dos inputs para o consumidor. **As empresas inovadoras** enfrentam menos concorrência e a rutura tecnológica está a abrir muitas oportunidades interessantes para o crescimento das receitas. Investir na **transição energética e na sustentabilidade** pode oferecer um grande potencial para capturar algum crescimento na mudança para um ambiente de menor crescimento.

Foco na sustentabilidade como uma oportunidade

A regulamentação e a sociedade estão a exigir grandes compromissos para se atingirem as metas de Zero Emissões Líquidas. A sustentabilidade é provavelmente a **grande tendência e a oportunidade mais importante que perspetivamos**, uma vez que os fluxos de investimento dos sectores público e privado irão ser significativamente afetados por fatores ambientais e considerações sociais. É uma oportunidade para um maior foco nas empresas que criam soluções e que adaptam os seus modelos de negócios à nova conjuntura.

Incluir investimentos alternativos

Os investidores estão a fazer a transição para mercados privados para poderem **ampliar o conjunto de oportunidades e capturar o prémio de iliquidez**. Os fluxos financeiros, oportunidades e retornos mantêm-se robustos. Os gestores de carteiras de fundos de capital privado e de dívida privada têm a flexibilidade e podem ajudar a explorar múltiplas oportunidades no contexto de mercados e economias em transição que prevemos para os próximos anos. **A escassez de rendimentos dos títulos cotados em bolsa está a forçar os investidores a olharem para além das classes de ativos tradicionais** e dos mercados cotados/organizados.



01 O ciclo continua após a recuperação

A recuperação da economia global sobre a qual construímos o nosso cenário de base para 2021 foi confirmada por uma estrutura de crescimento sólido que nos aproxima dos níveis anteriores à crise em várias geografias e sectores. A nossa perspetiva de curto prazo baseia-se em três fatores principais:

- **O ciclo económico mantém um crescimento acima da tendência**

Os níveis de atividade e mobilidade continuam a melhorar e só se mantêm desfasados nos países onde a imunização continua incompleta. A eficácia das vacinas foi e continua a ser a chave desta recuperação, que começou com grande vigor na indústria transformadora e depois foi transferida para o sector dos serviços.

- **Os mercados podem experimentar alguma volatilidade à medida que o apoio das políticas se vai atenuando**

A recuperação tem sido extraordinariamente apoiada por políticas ultra-expansionistas que já não se justificam e que começam a ser descontinuadas. O crescimento económico passará a depender menos de estímulos e deverá ser orgânico, e com uma maior participação do sector privado. Esperamos níveis mais elevados de volatilidade perante dados macroeconómicos potencialmente negativos, uma vez que não podemos contar com o apoio incondicional das políticas orçamental e monetária.

- **A subida de preços é temporária, mas a inflação continua a ser elevada**

A recuperação foi tão forte que 2021 termina com problemas significativos de excesso de procura, que estão a causar uma pressão sem precedentes nas cadeias de abastecimento globais e níveis recordes de inflação nas últimas décadas. Vemos esta subida da inflação como algo temporário, mas ao mesmo tempo acreditamos que a economia global entrou num ciclo de níveis de inflação mais elevados do que na última década.

A resiliência da economia global sobre a qual baseámos o nosso cenário base para 2021 foi confirmada por uma **estrutura de crescimento sólida que nos aproxima dos níveis anteriores à crise em várias geografias e sectores**. Os dados agregados da Bloomberg Economics (Gráfico 1.1) mostram que no 2.º trimestre de 2021, o crescimento global ficou apenas 2% abaixo do nível que a economia teria atingido se a pandemia não tivesse quebrado a tendência de crescimento dos anos anteriores.

O vasto apoio orçamental e monetário, o apoio à preservação de empregos em muitos países e os fundos de recuperação implementados em 2020 ofereceram uma base suficiente para que as economias voltassem a crescer por si próprias. Em termos de procura, podemos falar duma recuperação em duas partes. **Inicialmente houve um aumento da procura por bens e, posteriormente, a recuperação do sector dos serviços, diretamente relacionado com o aumento da mobilidade**. O Gráfico 1.2 mostra como a confiança da indústria transformadora caiu significativamente menos e recuperou mais rapidamente do que o sector dos serviços. De acordo com o World Economic Outlook do Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgado em outubro de 2021, **o crescimento global para 2021 deve atingir os 5,9% e em 2022, 4,9%**.

A súbita **desaceleração económica a nível global teve consequências importantes para o comércio mundial**. O equilíbrio tácito que se construiu ao longo dos anos nas cadeias logísticas foi quebrado, uma vez que o forte aumento da procura tem sido muito mais rápido do que a capacidade do aparelho produtivo poder satisfazer essas necessidades. Que, juntamente com os estrangulamentos nos transportes marítimos devido à incapacidade de superar a rápida recuperação, o fecho dos portos asiáticos causados pelos novos confinamentos durante o ano, ou a falta de mão de obra em alguns portos dos Estados Unidos, estão entre os diversos problemas que ainda estão a ser corrigidos. Ainda assim, como se pode ver no Gráfico 1.3, o comércio mundial recuperou o seu nível pré-pandemia no início de 2021.

O equilíbrio que, entretanto, se quebrou entre a procura e a oferta atingiu a produção industrial, o que por sua vez afetou os preços - inflação - em todo o mundo (cf. Gráfico 1.4). Temos vindo a testemunhar um forte aumento na procura de eletricidade à medida que as fábricas aumentam a sua capacidade para satisfazerem a procura, e há uma escassez de muitos componentes e de bens intermédios, que criam uma pressão ainda maior nos preços.

O nosso cenário base para 2021 foi confirmado uma vez que as economias têm recuperado rapidamente para os níveis anteriores à crise

Esperamos que a mudança nas despesas com bens, para despesas em serviços continue em 2022, à medida que a mobilidade continua a melhorar

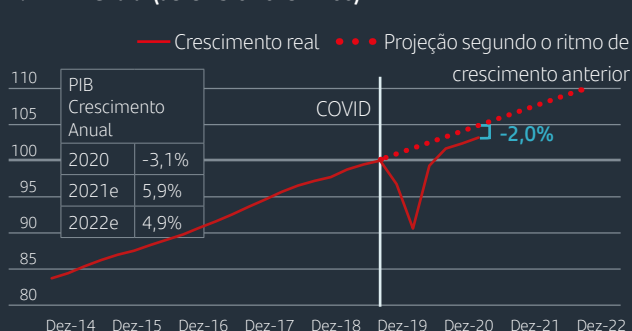
As restrições e os estrangulamentos criaram atritos sem precedentes nas cadeias de abastecimento e picos inflacionistas

A recuperação económica global está quase concluída

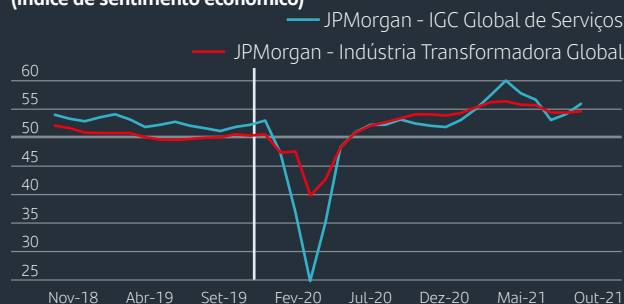
Fonte: Bloomberg, OMC e Santander. Dados de 15/11/2021

Uma recuperação em forma de V em relação ao PIB, à confiança empresarial, ao comércio e à inflação

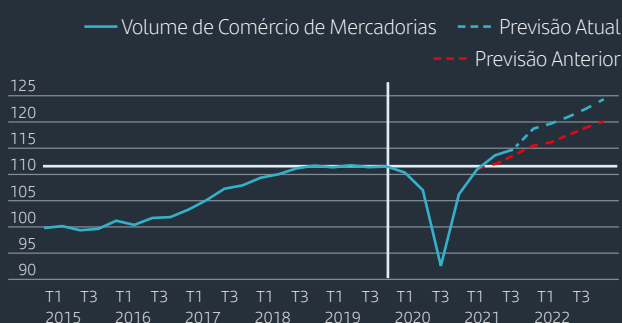
1.1 PIB mundial (dezembro 2019 = 100)



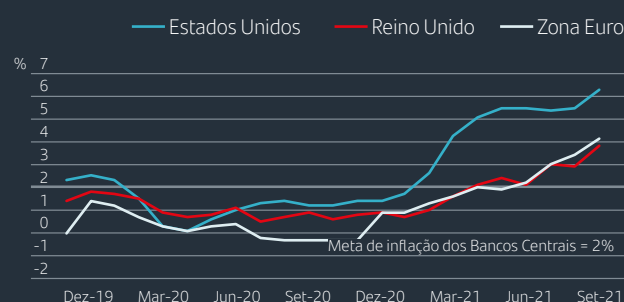
1.2 Índice de Gestores de Compras (IGC) Global (Índice de sentimento económico)



1.3 Volume de comércio mundial de mercadorias, 2015-2022



1.4 Inflação global nos países desenvolvidos



Em 2021, assistimos a uma campanha massiva de vacinação em todo o mundo, com o objetivo de combater a pandemia da melhor maneira possível. Os países desenvolvidos foram os primeiros a ter acesso ao maior número de vacinas no primeiro trimestre do ano e, depois, os países em desenvolvimento começaram a receber algum fornecimento. Países como Israel e Chile destacaram-se pela rapidez com que a população em idade de vacinação foi inoculada. **Os países europeus e os Estados Unidos atingiram níveis de vacinação superiores a 70%, comparativamente com cerca de 45% a nível mundial** (Gráfico 1.5), o que se explica principalmente pelas baixas taxas de vacinação em África. Ainda assim, demonstrou-se que a eficácia das vacinas diminui com o tempo e foi necessária uma terceira dose, uma dose de reforço, para manter o controlo sobre a COVID-19. Além disso, a ideia de atingir a "imunidade de grupo" quando 70% da população estiver inoculada já não parece que seja o caso. **Entretanto, diversos países começaram também a vacinar as crianças** (dos 5 aos 11 anos) e é mais correto pensar que é necessário atingir uma faixa de 80 a 100% como meta para se chegar a uma imunização eficaz.

A vacina não evitou novas infeções, mas o que conseguiu foi que o número de mortes não seja tão alto como era em 2020. O Gráfico 1.6 mostra como as novas vagas de infeção têm vindo a acontecer em cada país, com a última vaga a aumentar atualmente. Como há uma maior percentagem da população já vacinada e se têm observado menores números de infeções, **as restrições à mobilidade foram levantadas na grande maioria dos países** e o sector dos serviços, especialmente o sector da hotelaria, pôde voltar a funcionar em condições quase normais. As viagens foram também retomadas, primeiro as viagens intrarregionais e depois as viagens de longo curso. A pandemia está claramente melhor do que no final de 2020 porque há um maior conhecimento do vírus, há uma maior imunização e a ordem existente antes da crise foi praticamente restabelecida. A luta pela erradicação global da pandemia apresenta um saldo positivo no final de 2021 (eficácia das vacinas, avanços nos tratamentos, etc.) mas também há motivos para continuar alerta (resistência de um segmento da população às vacinas, falta de acesso a vacinas em países menos desenvolvidos e o surgimento de novas variantes). Os mercados deverão permanecer atentos aos desenvolvimentos epidemiológicos até ao início de 2022.

A vacinação mudou o cenário da pandemia em 2021. No entanto, serão necessárias vacinas de reforço, como com a gripe sazonal, e o estado da COVID-19 passará de pandémico a endémico

As atividades como viagens e lazer estão novamente quase normalizadas na maioria dos países, embora se estejam a implementar algumas novas restrições à medida que esta nova vaga de infeções se está a desenvolver

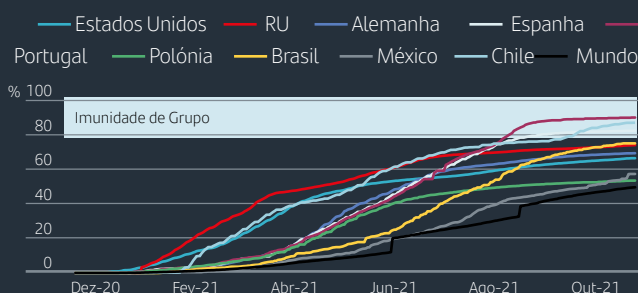
A variante Omicron aumenta novamente a incerteza sobre a reabertura

Há vida depois da COVID-19

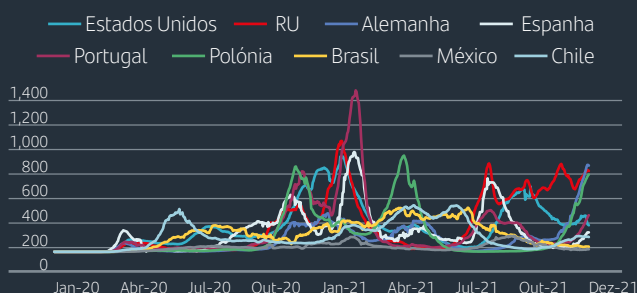
Fonte: Hannah Ritchie, Edouard Mathieu, Lucas Rodés-Guirao, Cameron Appel, Charlie Giattino, Esteban Ortiz-Ospina, Joe Hasell, Bobbie Macdonald, Diana Beltekian e Max Roser (2020) - "Coronavirus Pandemic (COVID-19)". Publicado online em OurWorldInData.org. Consultado em: <https://ourworldindata.org/coronavirus> [Recurso Online]. Dados de 28/11/2021

As taxas de vacinação estão a atingir níveis mais elevados, mas continuarão a surgir novas vagas de contágio de vez em quando

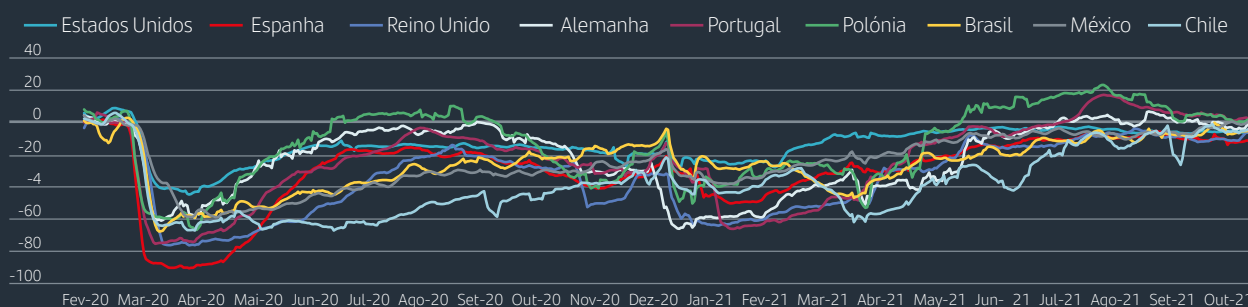
1.5 Vacinação em percentagem da população



1.6 Casos de COVID por milhão por país



1.7 Mobilidade do Google



Para os mercados financeiros e de commodities, o ano de 2021 foi a continuação da recuperação iniciada em 2020. A força desta recuperação tem sido notável, especialmente para os mercados de ações. Olhando o Gráfico 1.8, é notável que já em junho de 2020 o índice S&P 500 tinha recuperado os níveis de dezembro de 2019, e em agosto de 2020 ultrapassou os máximos observados em fevereiro, pouco antes do início da pandemia. Em 2021 continua a atingir novos máximos. As ações globais têm-se comportado de maneira bastante semelhante às ações dos Estados Unidos. Na Europa, a recuperação demorou um pouco mais, pois os níveis de dezembro de 2019 só foram atingidos no início de 2021, mas os retornos este ano têm sido tão altos como os dos índices norte americanos. Os mercados emergentes, por outro lado, embora também tenham recuperado os níveis pré-pandemia por volta de agosto de 2020, foram fortemente afetados em 2021 pelo fraco desempenho dos mercados acionistas da China e da Coreia, afetados pelos problemas de crédito das empresas imobiliárias.

Em relação aos **mercados de commodities**, como se pode ver no Gráfico 1.9, foi um **ano de fortes aumentos de preços, especialmente para os combustíveis fósseis, o que resultou numa alta generalizada dos preços da eletricidade em todo o mundo.** As chamadas "commodities leves", como o algodão ou o café, também sofreram aumentos significativos. O índice de commodities CRB, que caiu quase 10% em 2020, teve um aumento de mais de 30% em 2021.

Os rendimentos das obrigações soberanas dos países desenvolvidos, depois de terem permanecido em níveis muito baixos durante uma boa parte do ano de 2020, têm vindo a aumentar à medida que a economia tem estado a consolidar a sua recuperação. Apenas no caso dos títulos norte-americanos a 10 anos, como se pode ver no Gráfico 1.10, os rendimentos ainda não atingiram o nível em que se encontravam no final de 2019.

A recuperação em termos de mercados de crédito está concluída uma vez que os spreads das obrigações das empresas também voltaram aos níveis anteriores à crise.

A recuperação dos mercados tem sido mais rápida e mais forte que a da economia

A conjuntura favorável de taxas de juro baixas, juntamente com a recuperação económica, beneficiaram particularmente os mercados acionistas

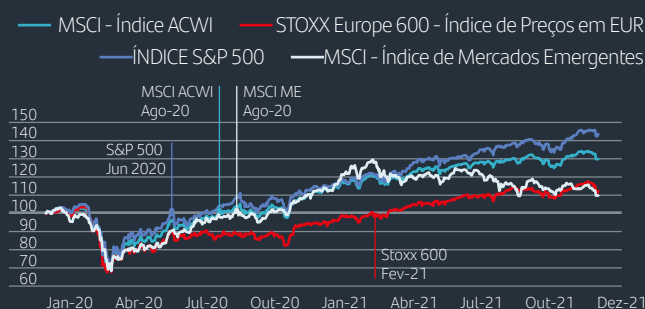
Os spreads de crédito voltaram aos níveis mínimos do período anterior à pandemia

Desempenho dos mercados financeiros nos últimos dois anos

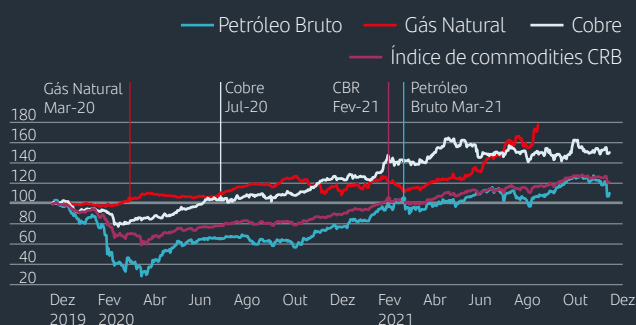
Fonte: Bloomberg e elaboração própria. Dados de 28/11/2021

Os mercados anteciparam a recuperação graças a estímulos generosos

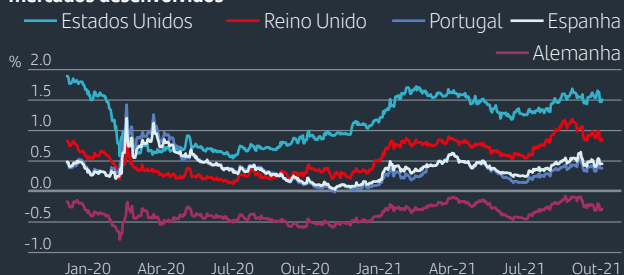
1.8 Evolução dos mercados de ações (dezembro de 2019 = 100)



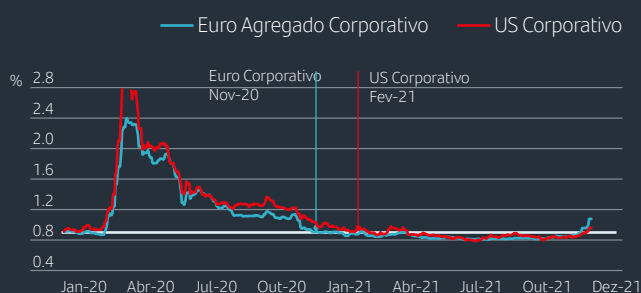
1.9 Mercados de commodities selecionados (dezembro de 2019 = 100)



1.10 Rentabilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos nos mercados desenvolvidos



1.11 Spreads corporativos com grau de investimento





02 A perspetiva macroeconómica positiva enfrenta mudanças de paradigma

Mantemos um cenário macroeconómico positivo para 2022 com base num ajustamento gradual das cadeias de abastecimento globais, um declínio gradual nas pressões inflacionistas e a manutenção das taxas de crescimento acima das médias anteriores à Covid. Este processo de normalização acarreta grandes desafios para os principais blocos económicos, pois implica importantes mudanças de paradigma. Em particular, iremos monitorizar as seguintes transições a nível macroeconómico:

- **Mudança nas políticas monetárias: início do ciclo de subida das taxas**

Os investidores em rendimentos fixos terão de enfrentar a gradual normalização das taxas de juro que já está a acontecer nas economias emergentes e que se irá estender gradualmente às economias desenvolvidas até 2022, com exceção da Zona Euro e do Japão.

- **Os governos dão maior prioridade à sustentabilidade nas suas políticas**

As despesas orçamentais continuam elevadas na Europa e nos Estados Unidos, mas com um ênfase especial na transição energética e nas alterações climáticas. Na China, assiste-se também a uma transição para um crescimento menos dependente da alavancagem do sector imobiliário e com maior foco na estabilidade social e financeira.

- **Mudança para taxas de crescimento mais baixas**

O crescimento económico enfrenta uma desaceleração inevitável e há grandes mudanças nos diversos sectores da economia e em termos de composição geográfica. A dinâmica do ciclo económico continua a ser positiva, mas temos que estar atentos aos difíceis trade-offs políticos implícitos nestas mudanças de modelo de crescimento. O principal risco para as nossas previsões de crescimento reside num contexto de inflação não transitória que poderá forçar os bancos centrais a adotar medidas mais agressivas de aumento para as taxas de juro globais.

- **A nova variante Omicron representa um outro risco para o nosso cenário de base**

A perspetiva macroeconómica positiva enfrenta mudanças de paradigma

O nosso cenário económico central baseia-se no crescimento global para nos continuarmos a aproximar-se dos níveis pré-pandemia, embora o ressurgimento de casos de Covid em várias regiões possa criar alguns ventos contrários nos próximos meses. **O crescimento do PIB deverá ser superior a 5% nas principais economias desenvolvidas em 2021, e superior a 4% em 2022.** Em tempos normais, isto indicaria situações de expansão insustentáveis. Mas, nas atuais circunstâncias, estas taxas de crescimento representam a reativação da economia e a recuperação pós-COVID. **Projetamos uma desaceleração, mas ainda acima da tendência de crescimento global para 2022,** com o crescimento trimestral do PIB a convergir para o ritmo da tendência nos finais do próximo ano. As desacelerações trazem sempre alguma preocupação para os mercados financeiros - será que significam que a próxima recessão se está a aproximar? É provável que haja outra paralisação ou recessão? Acreditamos que a resposta a ambas as perguntas seja "não". Pelo contrário, este padrão de forte crescimento, embora lento, é simplesmente um reflexo da dinâmica pós-COVID. A economia global está num ponto de inflexão em termos de ritmo de crescimento, mas deve-se manter acima da tendência - e certamente não se trata duma grande retração cíclica. Há **quatro fatores principais por trás de nossa visão otimista sobre o crescimento económico** para os próximos trimestres:

1) Uma forte procura e mercado de trabalho em recuperação.

Ao contrário da Crise Financeira Global - quando as preocupações com perigos morais complicaram os esforços para resgatar os proprietários de casas e os bancos - os sectores económicos mais afetados pela pandemia suscitaram simpatia. Como resultado, os governos das economias desenvolvidas implementaram uma série de medidas para apoiar os trabalhadores e as empresas. Graças às generosas transferências orçamentais, **as famílias acumularam poupanças significativas** (especialmente nos EUA) e, ao mesmo tempo, as obrigações relacionadas com dívidas pessoais como percentagem do rendimento disponível estão perto dos níveis mais baixos desde que há registos, graças a taxas de juro ultrabaixas. Mas o fator mais importante que sustenta a procura estável do sector privado é o potencial para um crescimento continuado do emprego. Apesar da rápida recuperação económica, o emprego nos Estados Unidos permanece 4 milhões abaixo do pico que atingiu antes da pandemia e a taxa de participação do trabalho continua deprimida (ver Gráfico abaixo). Tanto a taxa de despedimentos como a de vagas abertas estão bastante acima dos níveis anteriores à pandemia e ainda há espaço para crescimento do mercado de trabalho. **A recuperação global do emprego soma-se ao aumento da confiança dos consumidores e à normalização do sector de serviços para se traçar um quadro favorável para a economia nos próximos 12 meses.**

A economia global encontra-se num ponto de inflexão em termos do ritmo de crescimento, mas deve permanecer acima da tendência

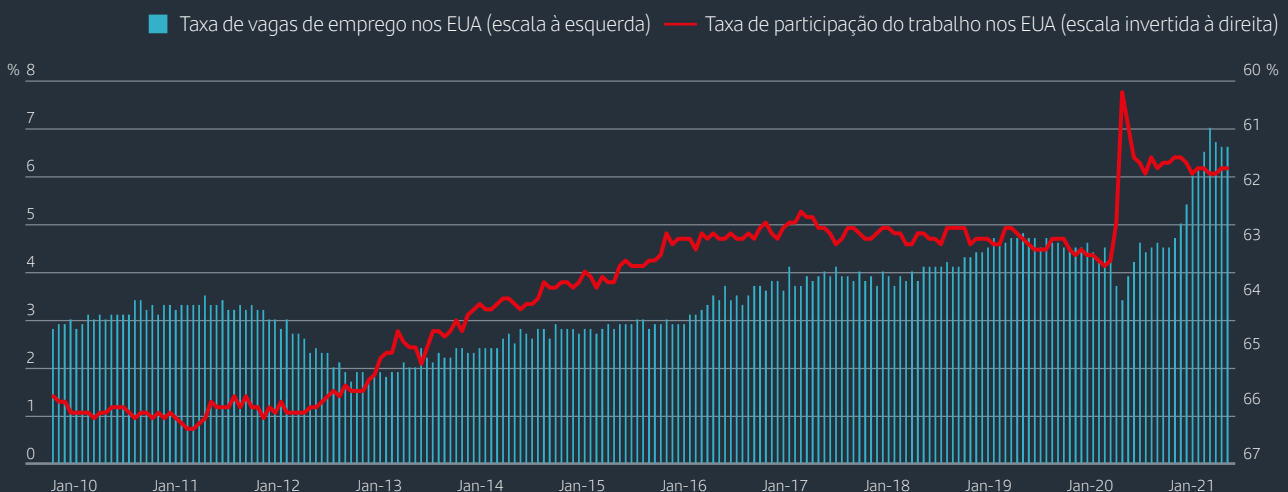
As fortes despesas das famílias, a criação de stocks e o crescimento das despesas de capital devem apoiar a atividade económica global

Há espaço para melhorias no mercado de trabalho em todo o mundo, e as empresas estão ansiosas para contratar trabalhadores e têm muitas vagas disponíveis

2.0.1 O consumo é sustentado por uma forte recuperação do mercado de trabalho

Fonte: Bloomberg e Gabinete de Estatísticas do Trabalho dos EUA. Dados de 31/10/2021

Ainda há folga no mercado de trabalho e espaço para recuperação nos próximos 12 meses



2) Uma lenta recuperação dos estrangulamentos do lado da oferta

A cadeia de abastecimento global não estava preparada para lidar com os abalos causados pela pandemia. A combinação de sistemas de stocks just-in-time e redes de fornecedores distantes garantiu que os estrangulamentos numa parte da economia global rapidamente se infiltrassem para outras partes da economia. **Os stocks das empresas estão perto de mínimos históricos, implicando uma necessidade substancial de reabastecimento**, desde que as empresas possam obter os produtos de que precisam a tempo. Os comentários dos especialistas nos sectores de semicondutores e despachantes alfandegários sugerem que a escassez e os estrangulamentos possam vir a diminuir nos próximos meses (Cf. o Gráfico que mostra os pontos de inflexão nos custos de envios e nos preços de chips de memória). Como sinal auspicioso, as vendas de automóveis nos EUA deram um salto de 12,3 milhões em setembro para 13,1 milhões em outubro. **Espera-se que estas disparidades entre oferta e procura diminuam ao longo do ano de 2022**, à medida que os padrões de consumo normalizem, os stocks sejam repostos e os estrangulamentos comerciais, em particular o fornecimento de contentores de navio, sejam resolvidos.

3) Menor pressão sobre as taxas de inflação globais.

No nosso cenário base, acreditamos que grande parte do recente aumento da inflação será transitório e diminuirá em 2022, à medida que as economias se reabrem plenamente. Os problemas duradouros de oferta relacionados com commodities, inputs industriais e mão de obra irão provavelmente manter a inflação em alta durante o primeiro semestre de 2022. No entanto, **esperamos que os efeitos de base sejam revertidos e o impacto dos aumentos de preços pontuais suscitados pelas pressões de reabertura possam enfraquecer ao longo de 2022**. Os Bancos Centrais na maioria dos mercados desenvolvidos, partilham esta visão e utilizam-na para justificar a manutenção da sua abordagem não-restritiva em relação à política monetária. As mudanças recentes nos seus mandatos de inflação e estruturas operacionais fizeram com que isto seja mais fácil e implicam que irão permitir a inflação. Ainda assim, podem não ser capazes de ignorar completamente as tendências de inflação mais recentes, especialmente se os mercados financeiros se começarem a preocupar mais com essas tendências ou se estas se tornarem mais plenamente refletidas em medidas de expectativas de inflação. Acreditamos que a maioria dos principais bancos centrais do G-20 irão administrar o próximo período de dois a três anos de forma flexível para garantir que o crescimento seja sustentado e a inflação não acelere, mesmo que em média se situe um pouco acima das metas do banco central durante algum tempo. Mas a probabilidade de erros de política continua elevada, e **os investidores têm de estar cientes do risco principal para o nosso cenário-base ser uma inflação mais elevada e mais persistente nos próximos 12 meses**.

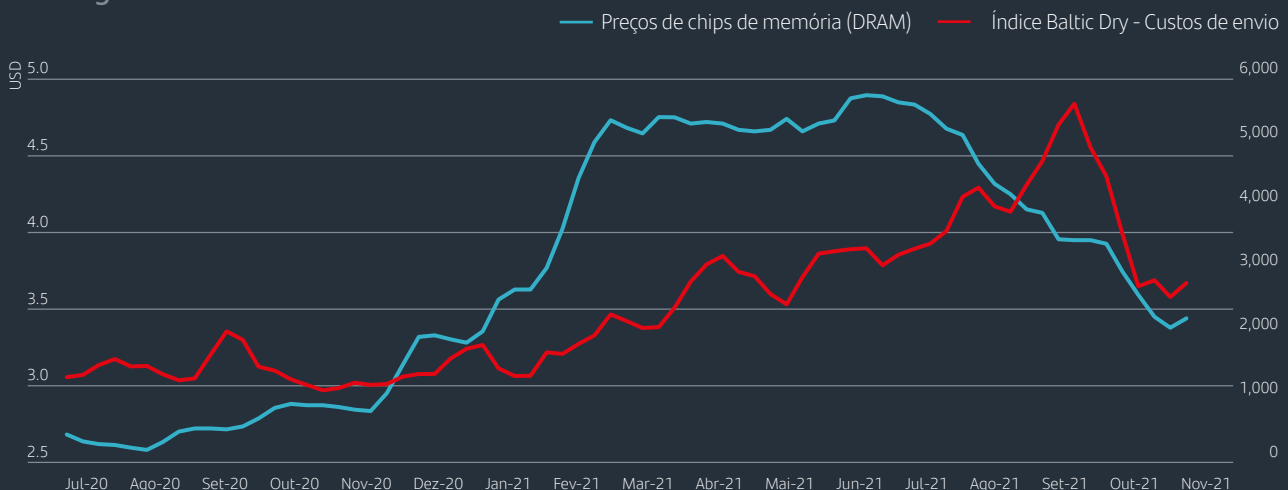
As pressões do lado da oferta devem diminuir nos próximos meses, à medida que a disponibilidade de semicondutores melhora, os estrangulamentos de transporte e preços de energia recuam, e a escassez no mercado de trabalho diminui

Os receios dos investidores mudaram de riscos causados pela pandemia para receios relacionados com a inflação (do PIB para o IPC), mas esperamos que ocorra um pico nos preços no primeiro trimestre de 2022

2.0.2 Estrangulamentos na cadeia de abastecimentos: Será que o pior já passou?

Fonte: Bloomberg. Dados de 28/11/2021

Uma recente queda nos custos de envio e nos preços de semicondutores sugere que os estrangulamentos estão a diminuir



4) Redução moderada das condições orçamentais e monetárias.

Os decisores políticos têm de caminhar sobre uma corda bamba entre agir com paciência para apoiar a recuperação económica e, ao mesmo tempo, prepararem-se para agir rapidamente se as expectativas de inflação mostrarem sinais de aceleração. **Os bancos centrais estão a olhar para além das pressões inflacionistas temporárias e estão a tentar evitar aplicar políticas restritivas de forma prematura até que haja uma maior clareza quanto à dinâmica de preços subjacentes.** O abismo monetário não parece particularmente acentuado de acordo com as curvas futuras das taxas de juro nos países do G7, mas agora é algo que paira sobre a economia. A próxima questão após o "tapering" é saber quando é que o Fed vai aumentar as taxas de juro? Esperamos que isso aconteça no segundo semestre de 2022, à medida que o mercado de trabalho se aproxima da recuperação total. As condições monetárias e financeiras tornar-se-ão mais restritivas à medida que os bancos centrais forem adotando uma postura neutra, e procurarem remover a liquidez da era da pandemia e o apoio às taxas de juro. **Se as restrições forem graduais e bem comunicadas - evitando surpresas no mercado financeiro - não esperamos que atrapalhem o crescimento.** As políticas orçamentais nas economias desenvolvidas estão a começar a aderir a estruturas sustentáveis de médio prazo e, embora o atual nível de déficits orçamentais seja insustentável, a **redução nas despesas é moderada e as economias irão provavelmente evitar um abismo orçamental em 2022.** As políticas orçamentais e monetárias devem ajustar-se à medida que o crescimento se estabiliza. As economias em recuperação terão menos necessidade de políticas acomodaticias. Nos próximos dois anos, o foco da política orçamental passará das metas de estabilização ao fortalecimento do potencial de crescimento de longo prazo e sustentabilidade da dívida.

Em suma, **acreditamos que as perspetivas económicas globais permaneçam positivas. O que irá permitir que o crescimento económico se situe acima da média da última década.** A redução muito moderada dos estímulos monetários e orçamentais, e a saudável situação financeira do sector privado permitirão aos Estados Unidos e à Europa sustentar o crescimento global e compensar a desaceleração na China. **Esta dinâmica positiva nos próximos trimestres não estará livre de episódios de dúvida e incerteza, uma vez que estão a acontecer profundas mudanças do modelo em diversas geografias.** O equilíbrio macroeconómico pode vir a ser questionado pelos mercados à medida que ocorrem as transições de um paradigma de crescimento para outro. Nos capítulos seguintes, as nossas equipas de análise debruçar-se-ão em maior profundidade sobre as consequências de uma reversão dos estímulos ao crédito, monetário, fiscal e comercial que permitiram uma recuperação económica tão rápida e eficaz. A economia global aproxima-se duma plena recuperação da crise causada pela pandemia e mantém o ritmo de crescimento até 2022, mas temos de estar atentos às fontes de tensão nas várias áreas onde está a acontecer a transição no modelo de crescimento.

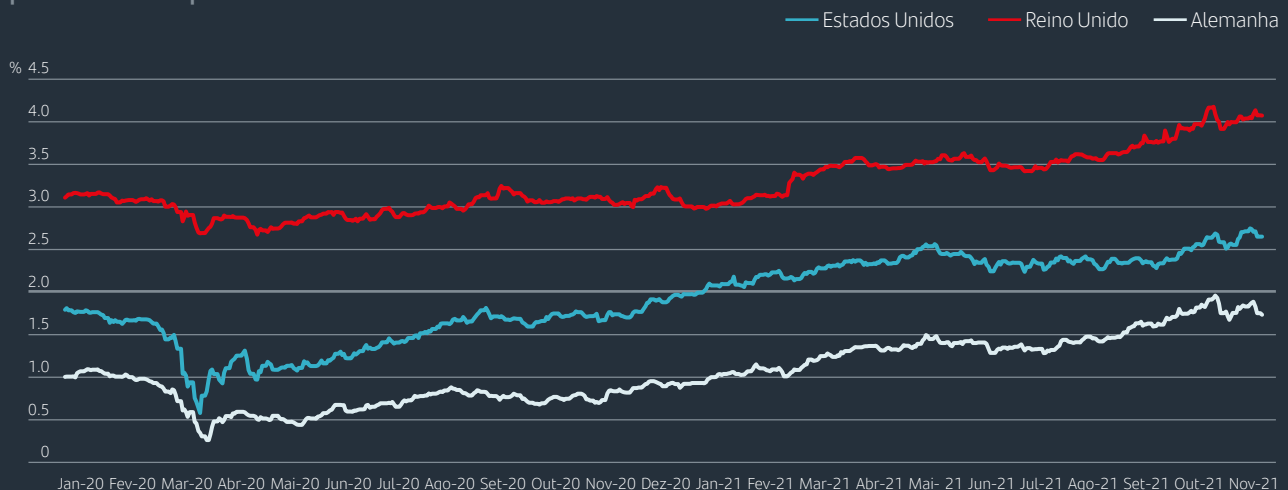
A política monetária e orçamental excessivamente permissiva fez o que se pretendia e as condições continuam a ser favoráveis ao crescimento

As preocupações do mercado em relação à estagflação irão provavelmente atingir o seu pico nos próximos meses, mas os investidores terão de lidar com uma conjuntura macro radicalmente diferente, com menos apoio em termos de políticas e maior incerteza em relação ao crescimento e às perspetivas de inflação

2.0.3 Os pontos de equilíbrio da inflação a 10 anos aumentaram em linha com as expectativas de inflação

Fonte: Bloomberg e Santander. Dados de 22/11/2021

As obrigações estão a reagir negativamente à subida da inflação, uma vez que corrói o poder de compra



SUSTENTABILIDADE: A sociedade exige uma transição para novos paradigmas



José Mazoy
CIO Global da SAM

Os investimentos sustentáveis deixaram de ser uma área de nicho e estão a tornar-se mainstream. Os ativos em estratégias de investimento sustentável dedicadas são um dos segmentos de maior crescimento na indústria de gestão de patrimónios. Esta procura parece prestes a acelerar - impulsionada por mudanças sociais e demográficas, por uma maior regulamentação e foco governamental, e maior convicção no investimento. Para se atingirem os **objetivos do Acordo Climático de Paris** e restringir o aumento das temperaturas médias globais bastante abaixo de 2°C, a sociedade humana tem de atingir emissões líquidas zero de gases com efeito de estufa de longa duração até meados do século. Esta grande transformação só será possível se substituirmos, em grande escala, a base de ativos produtivos da economia global por tecnologias não poluentes.

Mais de 190 nações chegaram a um acordo na cimeira das Nações Unidas em Glasgow tendo em vista acelerar a redução das emissões de gases com efeito de estufa em todo o mundo e reduzir o uso de combustíveis fósseis (embora apenas concordassem com a necessidade de "reduzir gradualmente" em vez de "eliminar gradualmente" o carvão). A Cimeira conseguiu chegar a acordo sobre questões relacionadas com a forma como os países reportam as suas emissões e as regras para os mercados globais de carbono. O acordo estabelece novas regras para o comércio de créditos de carbono entre países, permitindo que os governos atinjam as suas metas de emissões ao financiar projetos de redução de gases com efeito de estufa noutro país. As autoridades esperam que as regras estabeleçam as bases para um mercado internacional de carbono.

O número de países que se comprometeram a atingir emissões líquidas zero cresceu rapidamente no último ano e abrange atualmente mais de 80% das emissões globais de CO₂ (ver Gráfico 2.1.1). Em 2018

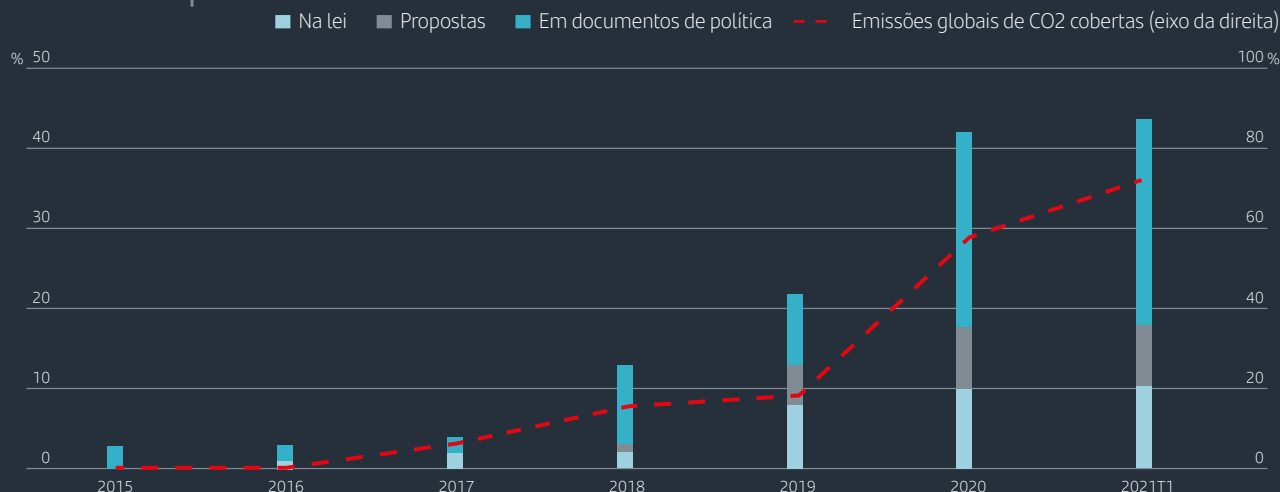
O risco climático é um risco de investimento, e a janela cada vez menor para os governos alcançarem metas de emissões líquidas zero significa que os investidores têm de começar já hoje a adaptar as suas carteiras

Existe uma vontade comum de abordar a descarbonização. O mundo está à procura de soluções de financiamento e de investimento para a realizar

2.1.1 Número de promessas a nível nacional relacionadas com emissões líquidas zero e partilha das emissões globais de CO₂ cobertas

Fonte: Agência Internacional de Energia

Os governos dos diversos países do mundo estão a comprometer-se cada vez mais em fortalecer as promessas relacionadas com emissões



esse número era de apenas 15%. Os governos estão finalmente a levar a sério o ESG e estão a começar a pôr em prática o que dizem. E embora o trabalho pesado tenha de ser feito pelo sector privado, **tanto a lei bipartidária de infraestruturas dos EUA, como o fundo Próxima Geração da UE (Next Generation EU) irão apoiar a transição com montantes de investimento consideráveis** em infraestruturas "verdes" nos próximos cinco anos (Tabela 2.1.2).

O recente quadro apresentado pela Casa Branca através da Lei **Build Back Better**(BBB) [Reconstruir Melhor], ainda à espera de aprovação pela Câmara de Representantes e pelo Senado, inclui 555 mil milhões de dólares para investimentos em energia limpa e combate às alterações climáticas. 57% desses recursos serão destinados a créditos fiscais em diferentes sectores da indústria, principalmente de transportes e residencial. Outra parte significativa do projeto de lei será direcionada para tecnologias de energia limpa e compras federais de energia limpa.

A estrutura do BBB significa uma atribuição maciça de fundos para esta transição, como veículos elétricos, produção de hidrogénio, energias alternativas ou captura de carbono. E isto também significa uma grande oportunidade para o sector financeiro como impulsionador da mudança.

Juntamente com a já aprovada Lei das Infraestruturas, que se concentra principalmente em iniciativas de transição energética, o quadro de energia limpa da administração Biden representa uma ambição, mas também um compromisso. Nos próximos cinco a dez anos, o mundo não se concentrará apenas em promessas, mas, mais importante ainda, em prestação de contas e cumprimento.

O mesmo se aplica ao **Mecanismo de Recuperação e Resiliência da UE**, o principal instrumento do Programa **Next Generation EU** [Próxima Geração da UE] para ajudar a UE a emergir mais forte e mais resiliente da crise atual e tornar as economias europeias mais sustentáveis, resilientes e mais preparadas para os desafios e oportunidades da transição verde e digital — as denominadas "Transições Gêmeas: Verde e Digital". Cada plano nacional deverá incluir um mínimo de 37% de despesas dedicadas à ação climática e às reformas ambientais.

A oportunidade é agora e é global. O papel do sector financeiro nesta transição é fundamental, canalizando o dinheiro dos investidores para as empresas que realizam uma transição sustentável bem sucedida e para as economias mais comprometidas com a mesma. **A transição ESG, não apenas verde, mas também social, é a maior oportunidade que perspectivamos em termos de investimento e é o tema para a próxima década.**

As promessas dos governos por si só não são suficientes para cumprir as metas de energia limpa até 2050. O sector privado tem de se juntar e tem de acelerar esta transição

As mudanças que se estão a desenvolver enquanto falamos, para enfrentar os desafios de um mundo de emissões líquidas zero até 2050 representam a maior oportunidade que perspectivamos em termos de investimento

2.1.2 Os planos de investimento dos Estados Unidos e da União Europeia atribuem uma quantidade significativa de fundos para a transição verde

Fonte: Casa Branca, Bloomberg NEF, Bruegel e Santander

O plano Reconstruir Melhor (Build Back Better) inclui muitas iniciativas climáticas

	Estados Unidos (Milhares de milhões de USD)		União Europeia (Milhares de milhões de USD)	
	Lei das Infraestruturas (Aprovada)	Reconstruir Melhor (aguarda aprovação)	Mecanismo de Recuperação e Resiliência da UE*	Total (Milhares de milhões de USD)
Transição Verde	77	555	250	882
Infraestruturas Tecno.	65		112	177
Social	1	955	62	1.018
Infraestruturas Físicas	341	150	0	491
Outros	64	90	118	272
Total	548	1,750	542	2.840

* Total a partir dos planos nacionais já apresentados e aprovados. Valor em USD. EUR/USD = 1,126
O mecanismo pode ir até ao máx. de 723 milhões de euros

EUA: A economia tem de se adaptar a menos estímulos orçamentais no futuro



Michelle Chan
SPB USA - Estrategia Macro

A crise do coronavírus causou um aumento muito maior nos estímulos orçamentais do que a crise financeira global. Foi crucial proteger as famílias e empresas da Covid-19, e acelerar a recuperação. No entanto, o apoio orçamental foi desigual entre países, com quase 90 por cento do apoio orçamental ativo a ser proporcionado pelas **economias avançadas e pela China. Como resultado, as economias avançadas conseguiram recuperar-se a um ritmo muito mais rápido do que as economias emergentes, que têm menos apoio da política orçamental**, além da implementação da vacinação ser mais lenta.

Contrariamente à resposta orçamental da Grande Recessão de 2007 a 2009, que terminou prematuramente e foi insuficiente para promover uma recuperação estável, durante esta crise pandémica, **o governo dos EUA gastou mais de 25% do PIB até agora em estímulos fiscais diretos, muito acima de outros países.** Por exemplo, na Zona Euro, os oito maiores países gastaram em média 9%. **O enorme estímulo orçamental resultou numa recuperação económica mais rápida nos Estados Unidos comparativamente com os outros países.**

Além disso, desta vez, a maior parte do estímulo orçamental dos EUA concentrou-se em transferências orçamentais para as famílias de baixos rendimentos, que são as que têm maior propensão a consumir. O excesso de poupança juntou-se ao estímulo orçamental massivo e isto está a apoiar o consumo, apesar de terem terminado os subsídios de desemprego prolongados. **A transição de despesa do sector público para investimento e consumo do sector privado está a acontecer lentamente.** Além disso, o património líquido das famílias, que é o valor de todos os ativos não financeiros e financeiros pertencentes às famílias menos o valor de todos os passivos pendentes, está ao nível mais alto desde 1980. Mercados de trabalho fortes, taxas de poupança elevadas e aumentos da riqueza das famílias tudo isto apoia o consumo do sector privado nos próximos trimestres (Gráfico 2.2.1).

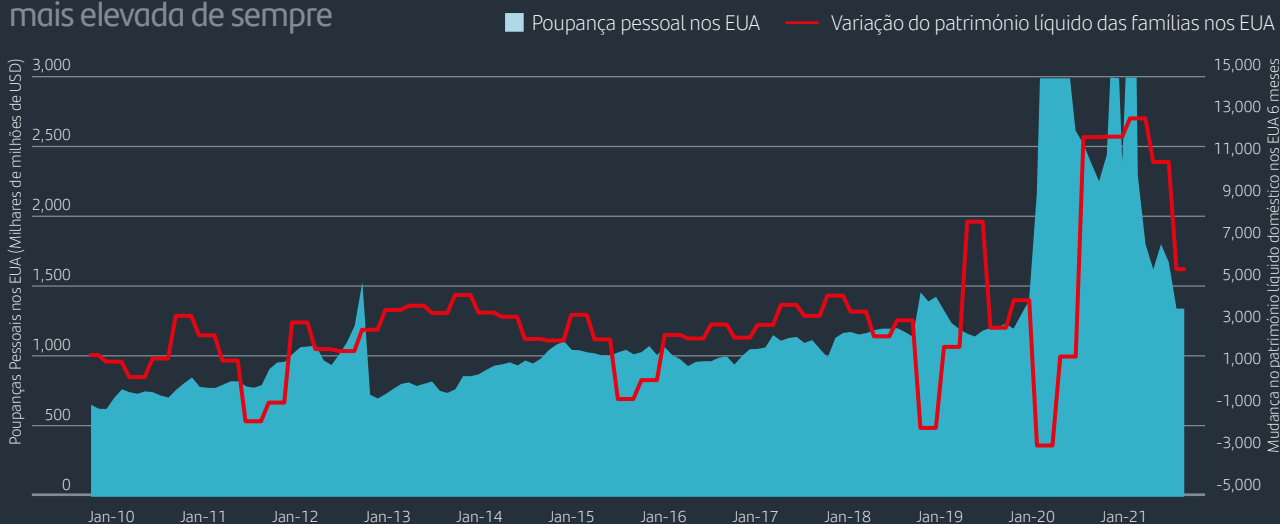
A 5 de novembro, a Câmara dos Representantes aprovou uma lei de 1 trilião de dólares para reparar e atualizar a infraestrutura obsoleta dos Estados Unidos da América

Uma lei de 1,75 triliões de dólares dedicados a prioridades sociais e climáticas, como por exemplo creches para todos e subsídios para energia limpa, pode também ser aprovada e reduzir / equilibrar o agravamento orçamental

2.2.1 O crescimento económico nos EUA é fortemente apoiado por aspetos fundamentais e muito favoráveis a nível do consumo

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/10/2021

O património líquido doméstico e as poupanças pessoais aumentaram recentemente à taxa mais elevada de sempre



Na verdade, **as despesas de consumo pessoal (PCE) são o motor do crescimento nos EUA, representando cerca de 70% da atividade económica.** A maior parte das despesas de consumo pessoal são o consumo de serviços, que representa 60%, enquanto o consumo de bens representa os 40% restantes. O consumo nos Estados Unidos teve uma recuperação em forma de V e já se encontra acima do nível pré-pandemia, mas tem sido desigual. A recuperação foi impulsionada pelo consumo de bens, principalmente bens duradouros que aumentaram +17,7% em relação aos níveis pré-pandemia, enquanto os bens não duradouros aumentaram +13,9% em relação aos níveis pré-crise. Por outro lado, o consumo de serviços tem vindo a recuperar a um ritmo mais lento e ainda está -1,8% abaixo dos níveis pré-crise.

Como se pode ver no Gráfico 2.2.2, **o forte estímulo orçamental teve um papel relevante na rápida recuperação em forma de V dos EUA. Além disso, o estímulo orçamental nos EUA ainda não acabou: depois de aprovar uma lei de infraestruturas de 550 mil milhões de dólares em novembro, o governo tenta aprovar um pacote de estímulo social de quase 2 triliões de dólares**, ou seja, 8% do PIB. Embora os programas orçamentais não tenham acabado, o pico da acomodação orçamental parece ter passado. Mesmo que o Presidente Biden consiga aprovar a maior parte do seu plano social adicional, os economistas estimam um agravamento orçamental à volta de -3% no próximo ano. No entanto, a curto prazo, ainda existem alguns ventos favoráveis importantes para o crescimento. Em primeiro lugar, a diminuição dos casos da variante Delta, bem como outras melhorias a nível médico. O aumento da vacinação a nível global e o novo medicamento antiviral da Pfizer, devem resultar em menos hospitalizações e menos mortes. Estas melhorias a nível clínico devem apoiar uma maior recuperação em sectores como viagens, entretenimento e consumo de serviços, que foram gravemente afetados pela pandemia. Em segundo lugar, como mencionado antes, os balanços das famílias continuam robustos. Em terceiro lugar, as empresas têm de reconstruir os seus stocks que estão esgotados e têm de aumentar o capex a partir de níveis historicamente baixos. Este último deve sustentar o crescimento, mesmo com uma diminuição da procura. Estes ventos favoráveis devem ajudar a contrabalançar o agravamento orçamental esperado para o próximo ano.

Tendo tudo isto em mente, **de acordo com o Bloomberg News Survey de novembro, os economistas esperam que o crescimento dos EUA diminua de 5,5% em 2021, para 3,9% em 2022, o que ainda assim é um crescimento robusto tendo em conta que o potencial de crescimento dos EUA é de cerca de 2%.** O crescimento deve ser mais forte no primeiro semestre do ano, à medida que a reabertura, a poupança reprimida e a dinâmica do ciclo de stocks desempenham um maior papel vis-à-vis o agravamento orçamental. No segundo semestre, à medida que os ventos favoráveis diminuem e o agravamento orçamental aumenta, o crescimento dos EUA deve desacelerar.

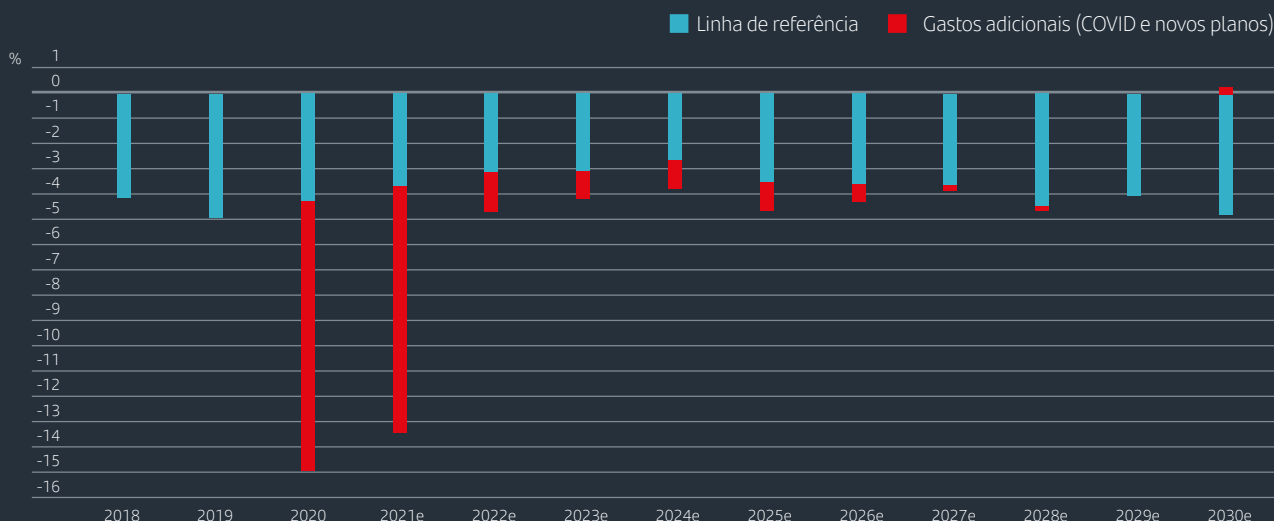
O consumo é sustentado pela forte procura, pelo apoio orçamental contínuo e pelos aumentos de riqueza suscitados pelos mercados de ações e imobiliário em alta

A mudança em direção a uma política orçamental mais rígida provavelmente será lenta e mitigada por um forte consumo privado, suportado por uma dinâmica muito favorável ao nível laboral e de riqueza acumulada

2.2.2 Os programas orçamentais agressivos de alívio da pandemia permitiram que a economia dos EUA se recuperasse a um ritmo recorde

Fonte: Gabinete do Orçamento do Congresso (CBO) e Santander. Dados de 22/11/2021

O pico do estímulo orçamental acabou, mas os deficits orçamentais devem continuar elevados



China: O foco do governo volta-se para a estabilidade financeira



Agustín Carles, CFA

SAM - Responsável pela Investigação Macro

Desde o início da pandemia, a evolução da economia chinesa tem sido bastante diferente daquilo que se tem visto na maioria das demais economias do mundo. Não só porque foi a primeira a entrar em recessão (1T2020), mas porque voltou ao nível anterior à crise no trimestre seguinte. E de forma ainda mais surpreendente, porque foi o único país do mundo que no final de 2020 já tinha recuperado o nível do PIB que existiria se não houvesse crise. O rápido e rígido controlo dos contágios logo na altura da eclosão da crise, bem como a implementação de medidas orçamentais, monetárias e de crédito extraordinariamente expansionistas explicam muito dessa evolução.

No entanto, desde o início de 2021, assim que a economia estava plenamente normalizada, o ritmo de crescimento desacelerou claramente e a **economia retomou a tendência de desaceleração gradual de 10 anos**. Assim, de 10,7% em 2010, o PIB reduziu gradualmente a sua taxa de crescimento para 6% em 2019.

O que é que está por trás desta desaceleração do crescimento que aconteceu ao longo dos últimos 10 anos antes da pandemia e agora parece ter sido retomado? O crescimento de dois dígitos após a Grande Crise Financeira (GFC) deveu-se à **forte expansão do investimento**, com o consequente aumento da dívida corporativa que serviu para financiar esse investimento. Como resultado desse padrão de crescimento, o investimento passou a ter um peso de cerca de 45% no PIB, enquanto a **dívida corporativa atingiu o patamar de 160% do PIB**. Esses números tão elevados não constituem apenas recordes para a China, mas são também muito elevados em termos de padrões internacionais (Gráfico 2.3.1), não só nos dias de hoje, mas também ao longo dos últimos 50 anos.

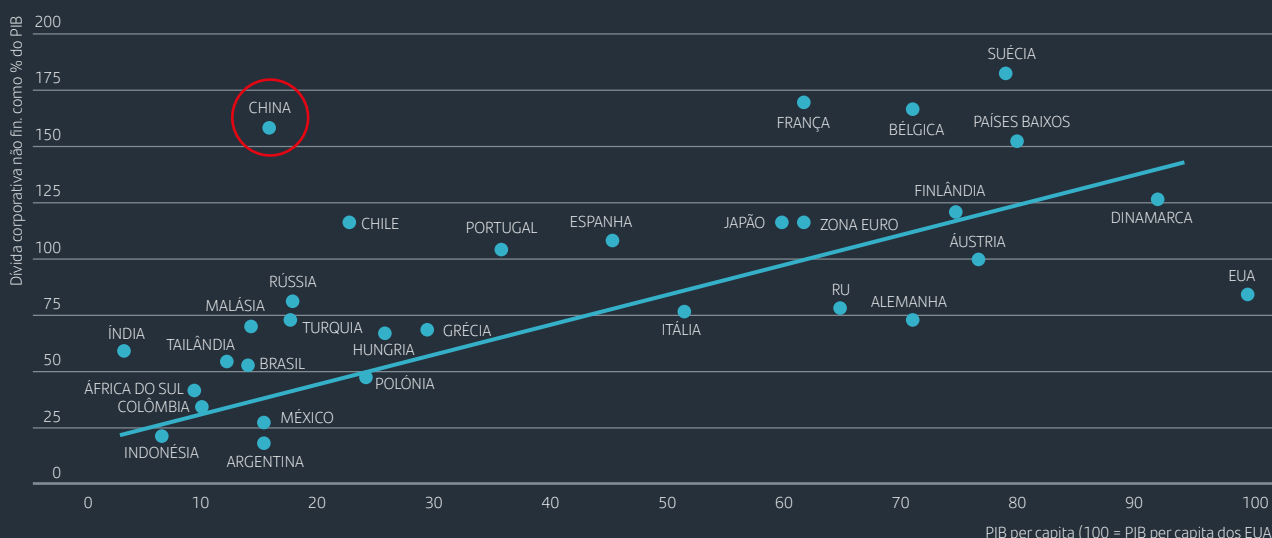
A economia chinesa teve uma rápida recuperação em forma de V, mas a recuperação foi desigual

A China está a concentrar-se numa "estratégia de dupla circulação", permanecendo como parte da "circulação internacional" do comércio global, mas enfatizando a "circulação doméstica" (construção de uma economia doméstica vibrante, enquanto reduz a dependência a outras economias)

2.3.1 Dívida corporativa não financeira como % do PIB e PIB per capita 2021

Fonte: FMI e Gestão de Ativos do Santander

O principal ponto fraco da economia chinesa é o excessivo endividamento corporativo não financeiro



*O PIB per capita neste gráfico assume que o PIB per capita dos Estados Unidos = 100. Como exemplo, o PIB per capita da China é de 15% em relação ao dos Estados Unidos.

Porisso, face à **falta de sustentabilidade deste modelo de crescimento**, as autoridades económicas procuraram reduzir estes desequilíbrios através de uma moderação gradual do crescimento do crédito, especialmente para as empresas. A crise da COVID-19 abalou este processo de desaceleração do crédito. No entanto, assim que a economia voltou à tendência pré-pandemia, esse processo foi retomado e não será revertido, dado que os níveis de investimento e de endividamento das empresas ainda estão muito elevados.

Entre as medidas tomadas pelo governo, especificamente para o sector imobiliário, a China implementou uma campanha de desalavancagem denominada "três linhas vermelhas" onde a) o passivo das empresas do sector imobiliário não deveria ultrapassar 70% dos ativos, b) a dívida líquida não deveria exceder o património líquido e, c) a liquidez deve ser pelo menos igual aos empréstimos de curto prazo. Este ano, **a Evergrande, uma das maiores empresas de empreendimentos imobiliários - e a mais endividada - não conseguiu mais empréstimos e não cumpriu com as suas obrigações**. A crise foi evitada, mas a estabilidade financeira é mais importante do que nunca para a China.

Então, será que a economia chinesa está a ficar sem alavancas de crescimento? Em primeiro lugar, é preciso ter em conta que os investimentos só conseguiram atingir este peso em proporção do PIB porque a poupança interna tem sido muito elevada (visto que foi esta que financiou a primeira). O reverso desta elevada poupança tem sido um nível de consumo muito baixo (Gráfico 2.3.2), e que deve aumentar o seu atual peso de 40% do PIB para níveis mais em linha com os padrões internacionais (acima de 50%). As políticas de crédito das autoridades visam justamente alterar este mix de crescimento, deixando de estar baseado tanto no investimento, mas mais no consumo. Assim, enquanto o endividamento das empresas se encontra atualmente em patamares semelhante ao de 2017, o endividamento das famílias, embora ainda bastante reduzido, aumentou de 40% para 65% nesse período.

Por este motivo, embora os **ajustamentos necessários tanto na dívida corporativa quanto nos investimentos tornem inevitável que a taxa de crescimento da China continue a ser moderada** nos próximos anos, acreditamos que o consumo compensará, pelo menos em parte, o menor peso do investimento. Os riscos de uma "aterragem forçada" com esta mudança no crescimento não estão fora de questão, mas são muito improváveis. Em primeiro lugar, porque até ao momento **as autoridades têm dado sinais claros de manobrar eficazmente a atividade** através das suas políticas económicas. E em segundo lugar, porque, apesar do desequilíbrio, não vemos como provável um ajustamento descontrolado no investimento. E, ao contrário de outras economias no passado, é a poupança interna e não a externa que está por trás desse desequilíbrio.

Os decisores políticos parecem atribuir um peso crescente a outros objetivos que não o crescimento do PIB a curto prazo, nomeadamente na distribuição de rendimento, estabilidade financeira e descarbonização

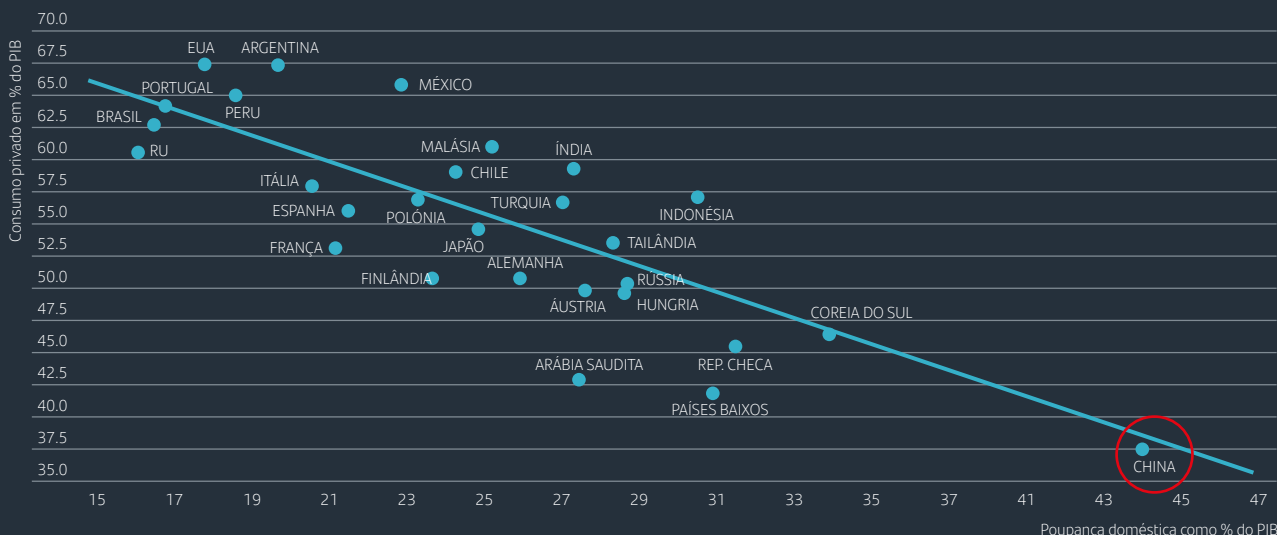
O sector da indústria transformadora da China tem avançado, mas as despesas dos consumidores têm ficado para trás, contribuindo para a debilidade crónica do consumo privado

A China procura uma maior autossuficiência promovendo o consumo, a produção local e investindo em tecnologias que aumentem as cadeias de abastecimento nacionais

2.3.2 Consumo privado e poupança doméstica como % do PIB em 2020

Fonte: FMI e Gestão de Ativos do Santander

A China tem uma dependência histórica de elevadas poupanças para financiar as fortes necessidades de investimento



Europa: A oportunidade das políticas se concentrarem no longo prazo



Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA
SPB Espanha - Responsável pela Estratégia de Investimento

Até este momento no Século XXI, a atuação das autoridades da União Europeia e da Zona Euro, nomeadamente em matéria orçamental e monetária, tem-se caracterizado pela reatividade e pelo curto prazo e não tanto pela pró-atividade e perspetiva. Alguns exemplos de ações com sentido de urgência e não tanto de vocação para deixar um legado, de boas e más decisões, são (i) a alta de 25 pb da taxa de juro (para 4,25%) realizada pelo Banco Central Europeu em julho de 2008, pouco mais de dois meses antes do agravamento da Grande Crise Financeira (GCF); (ii) a força com que Bruxelas exortou os estados membros da periferia a concentrarem-se na austeridade fiscal em 2011-2013, quando a ortodoxia económica contra cíclica recomendava o oposto, ou (iii) a implementação de estímulos através de numerosos recursos de vários tipos para aliviar o profundo abalo económico causado pela COVID-19.

À medida que nos aproximamos de 2022, acreditamos que a Europa se encontra numa encruzilhada marcada pela implementação dos Fundos de Recuperação (Next Generation EU) e pelo novo normal pós-pandemia. Trata-se de uma oportunidade considerável - e um desafio - para as instituições europeias fazerem bom uso desses fundos e tirarem partido da transição verde em curso para assumir a liderança da mudança para a sustentabilidade.

O primeiro desafio é elevar o potencial de crescimento da região (ver Gráfico 2.4.1), um aspeto chave para se aumentar o bem-estar e reduzir a desigualdade, cuja trajetória dececionante desde 2007 - no período que antecedeu a Grande Crise Financeira (GCF) - mostra que está atualmente abaixo

Os decisores políticos europeus no passado sofreram de um foco excessivo na solução imediata de problemas e de uma falta de estratégias com visão de longo prazo

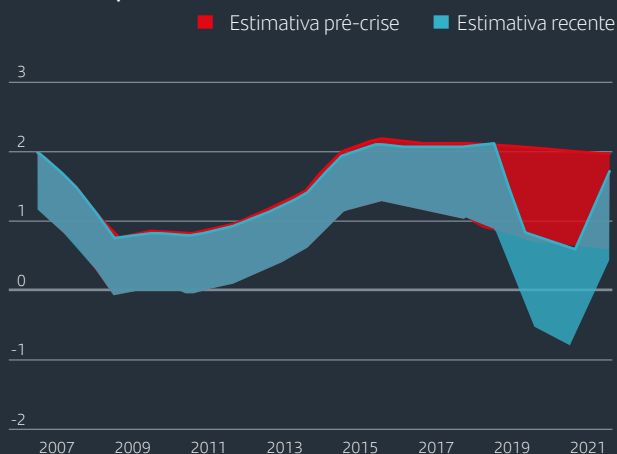
O plano de recuperação da UE pode transformar o imenso desafio de apoiar a recuperação, numa oportunidade para investir no futuro e promover a inovação

2.4.1 Aumentar o crescimento potencial como aspeto fundamental para uma maior prosperidade

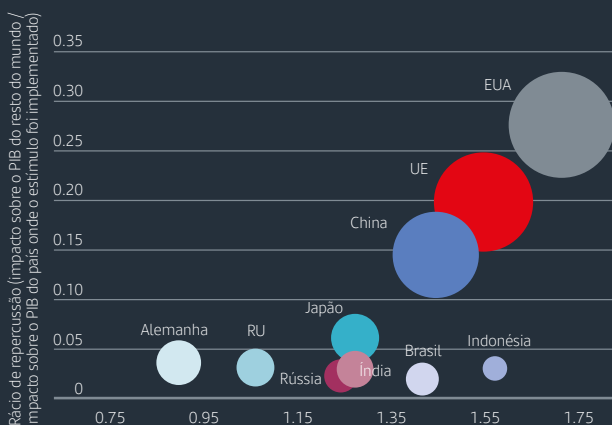
Fonte: BCE e Oxford Economics

O elevado multiplicador orçamental na Europa constitui uma oportunidade para otimizar a eficácia dos Fundos de Recuperação

Zona Euro - Intervalo de crescimento potencial (% de variação média anual)



Multiplicador orçamental* e efeitos indiretos



* O multiplicador orçamental representa em quantas unidades o PIB aumenta, quando há uma expansão orçamental de uma unidade).
Tamanho da bolha = tamanho da economia em dólares atuais.

de 2% e abaixo dos níveis de há 15 anos. Das suas três variáveis explicativas, melhorar a **dinâmica demográfica** dentro de um horizonte de tempo razoável parece algo utópico, mas encontramos motivos para nos sentirmos otimistas nos fatores de produtividade e no stock de capital. Depois de um período de quase estagnação na última década, o salto da **produtividade**, o principal termómetro da prosperidade, que resultaria a partir de agora do fato de ter se ultrapassado o limiar de adaptação (cerca de sete anos) desde o último salto tecnológico, poderia ser significativo. Em relação ao **investimento em capital**, a mobilização de fundos da Próxima Geração da UE, com foco prioritário no investimento (transição energética, digital e gestão do envelhecimento / da dependência), e o baixo nível de crescimento do investimento pós GCF, poderia ter um efeito multiplicador significativo sobre o crescimento. Em suma, **há argumentos para prever que na próxima década iremos assistir a um aumento no potencial de crescimento.**

O **segundo desafio que a Europa enfrenta é colmatar o fosso de desempenho tecnológico com os EUA**, um fosso que o mercado tem refletido num claro desempenho superior por parte das empresas norte-americanas ao longo das últimas duas décadas. **Não é algo utópico.** Devemos ter em mente que o novo salto tecnológico em que estamos imersos repousa na inteligência artificial e na robótica, com foco na digitalização de processos industriais. E na indústria transformadora, o software é uma condição necessária, mas não suficiente, para resolver a equação da digitalização. Além disso, uma vasta experiência no sector de hardware e o estabelecimento de relações duradouras com os clientes são necessários como base para um conhecimento profundo do negócio, algo em que muitas empresas europeias possuem vantagens competitivas. A diferença entre o salto tecnológico atual e o anterior é que o primeiro (no início do Século XXI) foi mais voltado para o consumidor através da internet.

Os números mostram que **a Europa está de facto a liderar o "capitalismo responsável"**. Na lista das 100 empresas que melhor cumpriram os critérios ESG em 2021, mais da metade do total e três das cinco primeiras eram europeias. **A sustentabilidade é um objetivo prioritário da União Europeia.** O "Green Deal" ["Acordo Verde"] da UE envolve a mobilização de 1 trilhão de euros com o objetivo de ser o primeiro continente neutro em carbono até 2050. Como a presidente da Comissão Europeia, a senhora Von der Leyen, sublinhou na altura, trata-se de algo "equivalente à chegada do homem à lua". E, neste campo, a Europa também tem várias empresas líderes no campo da transição energética.

A Europa tem uma oportunidade única para aumentar o nível de investimento que, com o tempo, expandiria o volume de capital de I&D da Europa

Os planos nacionais de investimento têm de destinar pelo menos 37% das suas despesas a objetivos relacionados com o clima e outros 20% a iniciativas digitais

A Europa enfrenta a oportunidade de liderar o futuro em termos de transição energética

2.4.2 Mais de 800 mil milhões de euros para forjar uma nova Europa

Fonte: Conselho Europeu / Conselho da União Europeia

Alinhamento com as prioridades da UE, abordar os desafios específicos de cada país, apoiar a transição ecológica e promover a transformação digital constituem as principais linhas de ação



03

Oportunidades de investimento em mercados em transição

Os investidores estão satisfeitos com os retornos obtidos pelos ativos de risco durante a recuperação, mas estão preocupados com os rendimentos dos ativos sem risco, com o aumento da inflação e com a desaceleração do crescimento.

A mudança de paradigma está a forçar os investidores a olharem com atenção para os seus investimentos para combater os desafios das transições nas quais os principais ativos financeiros estão imersos. Vemos as seguintes como áreas principais onde focar o investimento nos próximos trimestres:

- **Continuar a investir com um enviesamento mais defensivo**
A fase mais favorável do ciclo para os mercados (picos de crescimento e apoio dados por estímulos diversos) já passou.
- **Necessidade de incorporar uma gestão ativa**
O ciclo continua, mas enfrenta uma fase de maior volatilidade, onde a gestão ativa do risco e dar prioridade à diversificação serão fundamentais.
- **Maximizar a flexibilidade em obrigações**
Os duplos desafios de taxas baixas e inflação implicam a necessidade de redesenhar as carteiras de investimento e diversificar para além do mercado de obrigações tradicional.
- **Incorporar um foco na sustentabilidade**
Num ambiente de baixo crescimento, a transição para um mundo de emissões zero representa uma enorme oportunidade.
- **Selecionar empresas com poder de fixação de preços**
Focar em empresas inovadoras e com poder de fixação de preços para compensar o efeito do aumento dos custos dos inputs sobre as margens.
- **Diversificar em ativos alternativos**
O investimento em mercados privados tem gerado retornos muito elevados e permite a diversificação em diferentes sectores da economia.

Olhando para lá da recuperação, os investidores têm de prestar atenção às mudanças nas dinâmicas macro e procurar oportunidades nas diferentes transições do mercado. A mudança mais importante no atual paradigma de investimento é a transição para uma maior incerteza em termos do enquadramento da política monetária. À medida que as pressões inflacionistas começam a aumentar e as economias recuperam totalmente, os bancos centrais estão a ficar sem justificações para manter as taxas a níveis tão baixos e os mercados precisam de assumir um contexto de aumento das taxas no futuro. O contexto do investimento em 2022 será diferente em vários aspetos importantes comparativamente com os últimos dois anos, e a elevada probabilidade do Fed aumentar as taxas é talvez o mais importante desses aspetos. **Os mercados obrigacionistas começaram a sentir o stress desta acumulação de tensões monetárias**, mas, dadas as circunstâncias, eles têm permanecido relativamente controlados.

Esperamos um regime de inflação mais elevado a médio prazo, embora vejamos os EUA a normalizarem as taxas no final de 2022 e na Europa a ficarem inalteradas durante mais algum tempo. Tendo em conta a forma como a inflação empurrou a taxa de juro real profundamente para baixo, **os investidores vêem-se forçados a aumentar o nível de proteção contra a inflação nas suas carteiras e a promover a diversificação na procura de rendimentos e retornos reais**. Os próximos meses serão um ato de equilíbrio difícil para os bancos centrais e proporcionarão um ambiente volátil para os investidores em títulos. Dada a complexidade da conjuntura e a necessidade de investir em instrumentos menos convencionais, **ponderaríamos investir em obrigações através de fundos flexíveis** e em veículos de investimento que possam gerir a volatilidade para otimizar os retornos das carteiras.

Os especialistas em investimentos procurarão desconstruir as estruturas tradicionais de diversificação de obrigações, dada uma avaliação realista do intervalo de retornos que as obrigações de elevada cotação podem oferecer. **As obrigações corporativas no espectro de elevado rendimento proporcionaram uma fonte de retornos positivos, mas os spreads diminuíram para níveis abaixo dos níveis anteriores à crise**. Continuamos a recomendar estratégias de curta duração, mas, à medida que os mercados começam a ter em conta o início duma política mais restritiva nos EUA, podem surgir algumas oportunidades se a inclinação da curva se acentuar. **À medida que o ciclo económico avança, os investidores devem começar a reduzir a ponderação excessiva no risco de crédito para instrumentos menos sensíveis do ponto de vista económico**. Nos próximos trimestres, podemos explorar oportunidades seletivas em mercados emergentes, visto que o perfil de risco-retorno melhorou significativamente e o risco de uma política monetária mais restritiva está mais descontado do que nos mercados desenvolvidos. Os produtos estruturados (que oferecem diferentes graus de proteção de capital) e as obrigações de mercados emergentes (que estão à frente em termos de taxas mais restritivas) podem oferecer alguns benefícios em termos de diversificação à medida que fazemos a transição para um ambiente de taxas crescentes e inflação anormal.

Os investidores devem estar preparados para navegar em terrenos desconhecidos, uma vez que tanto os mercados como a paisagem macro passam por transformações profundas

À medida que o apoio à política orçamental e monetária sem precedentes se desvanece, favorecemos uma postura de duração defensiva em obrigações

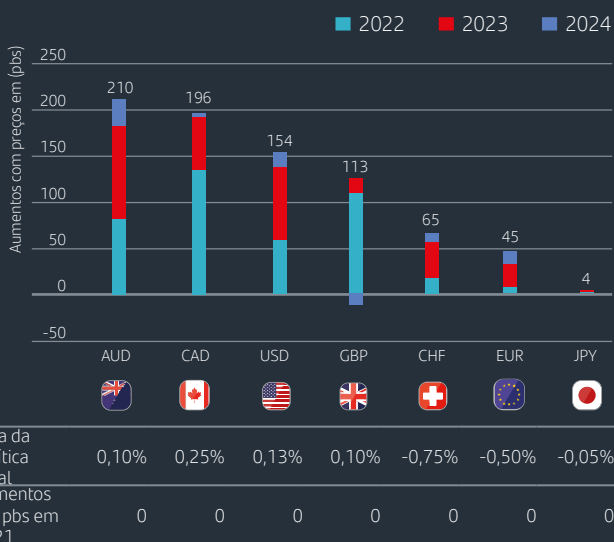
Os rendimentos reais são negativos nos mercados dos países desenvolvidos, implicando retornos insignificantes para as carteiras "core" de obrigações

3.0.1 Aumentos implícitos nos mercados das taxas de juro nos próximos três anos

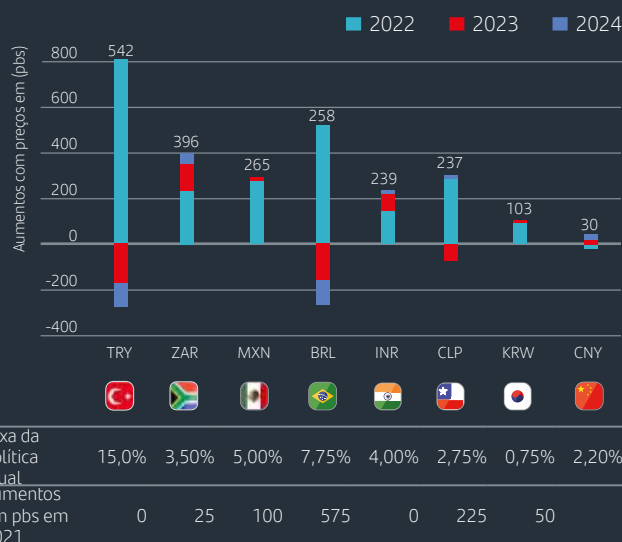
Fonte: Bloomberg. Dados de 24/11/2021

Os investidores enfrentam a transição para um cenário menos benigno em termos de taxas de juro

Mercados desenvolvidos



Mercados emergentes



A boa notícia para 2022 é que o crescimento deve ser sólido e proporcionar suporte para os resultados e risco de crédito. A má notícia é que a política está-se a tornar mais restritiva e muitos prémios de risco estão comprimidos relativamente a períodos comparáveis. Numa conjuntura de crescimento económico contínuo e de rendimentos reais negativos ou baixos, continuamos a ser construtivos quanto às ações nas nossas carteiras de ativos. **Além da fraca concorrência de alternativas nas obrigações, os mercados de ações têm desfrutado do apoio de relatórios de lucros trimestrais melhores do que o esperado.** Para ser justo, a recente temporada de resultados também mostrou que quase todos os sectores estão a ser afetados pelos atuais problemas da cadeia de abastecimento. O aumento da procura por parte dos consumidores, um mercado de trabalho mais restritivo e as restrições relacionadas com a COVID-19, exerceram uma forte pressão sobre as cadeias de abastecimento globais e aumentaram significativamente os preços dos inputs. Mas a resiliência das empresas em termos das suas margens de lucro tem surpreendido os participantes do mercado.

Mantemos uma perspetiva positiva sobre os resultados das empresas para os próximos trimestres. De acordo com a nossa avaliação, os investidores estão a subestimar a força dos fundamentos económicos, que sustentam o maior crescimento do PIB nominal neste ciclo. Os balanços patrimoniais das famílias e das empresas começaram a expansão numa posição de força graças ao estímulo económico generoso, o agravamento orçamental não deve ser um obstáculo tão violento como em 2022 e uma escassez significativa está a aumentar os incentivos para as empresas investirem em capex. **Apesar da inflação, há razões convincentes pelas quais os mercados de ações estão a demonstrar ser tão resistentes e a negociar perto de máximos históricos.** Os lucros no terceiro trimestre surpreenderam pela positiva, as pressões da cadeia de abastecimentos global parecem melhorar lentamente e os onerosos aumentos de impostos sobre as empresas foram adiados. A perspetiva em relação às ações permanece construtiva, uma vez que a atividade económica permanece muito elevada, as intenções em relação ao capex ainda são otimistas e os fluxos para os mercados de ações globais permanecem fortes.

Os grandes impulsionadores do aumento das margens de lucro nos últimos anos - custos de inputs e de mão de obra estagnados, despesas decrescentes com juros e taxas de impostos historicamente baixas - parecem estar em risco de sofrer uma reversão no futuro, mas a deterioração em 2022 parece moderada. **Numa abordagem estratégica, mantemos a nossa preferência por ações entre as principais classes de ativos, pois consideramos as avaliações como razoáveis depois de considerarmos a trajetória esperada das taxas de juro.** O Gráfico abaixo ilustra como as ações continuam a desfrutar de um prémio de risco razoável comparativamente com as obrigações, tanto na Europa como nos EUA. Mas acreditamos que um cenário de crescentes pressões de custos torna a **diferenciação entre regiões, sectores e empresas fundamental.** Selecionar ações com **poder de fixação de preços no cenário atual de incertezas em relação à inflação será fundamental** para se obterem retornos positivos.

As ações transitam para um ambiente de menor crescimento e custos de inputs mais elevados, mas ainda assim esperamos um crescimento positivo dos lucros à medida que as empresas absorvem a primeira vaga de compressão das margens

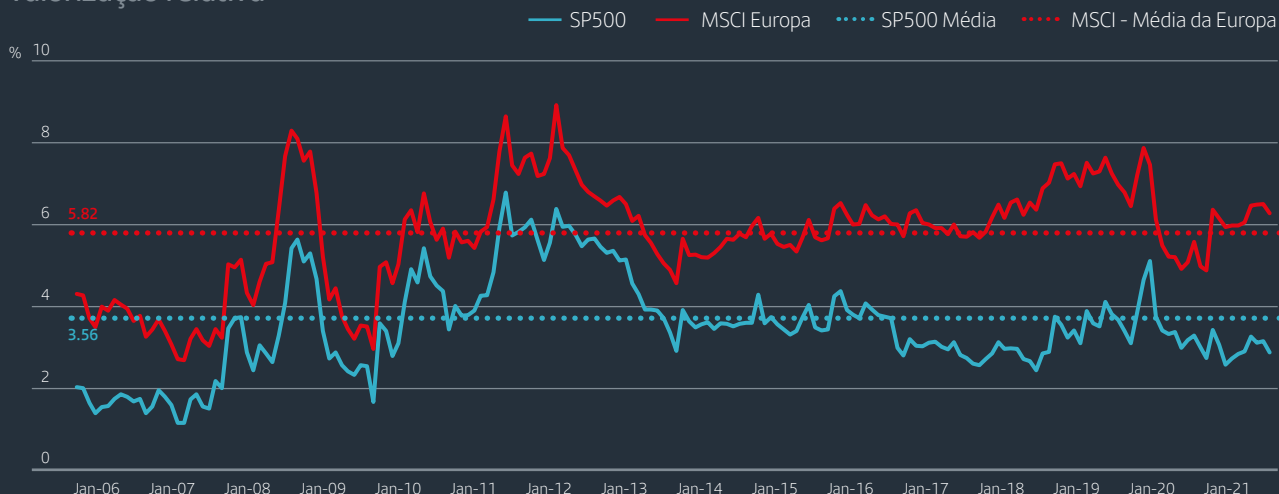
O conjunto de oportunidades e as vantagens para as ações são menos atrativas como resultado da valorização do mercado, mas as valorizações ainda se mantêm numa base relativa

Os investidores podem considerar adiar a decisão de reduzir o risco das suas carteiras, desde que as condições monetárias sejam favoráveis e as expectativas de crescimento se mantenham acima do normal

3.0.2 Prémio de risco das ações (1 / PER (ratio - cotação/lucros por ação) - Rendimento de obrigações a 10 anos)

Fonte: Bloomberg e Santander. Dados de 31/10/2021

Graças ao sólido crescimento dos lucros das empresas, as ações ainda oferecem uma base de valorização relativa



Num ambiente de economias em transição, onde as taxas de juro reais e nominais irão provavelmente permanecer ancoradas em níveis baixos, achamos que faz sentido procurar maximizar as oportunidades em estratégias tradicionais de obrigações com mandatos flexíveis que visam tirar partido de todo o conjunto de oportunidades globais. Também faria sentido, a nosso ver, procurar alternativas além do mercado obrigacionista, como por exemplo o crédito privado e ativos reais. Os investidores podem procurar estratégias alternativas de investimento que sejam adequadas à sua tolerância ao risco e que complementem a sua carteira atual. As alternativas podem ajudar os investidores a construir carteiras com maiores retornos ajustados ao risco ao longo do ciclo económico. As estratégias alternativas de investimento são concebidas para explorar elementos que impulsionem um retorno idiossincrático e podem ajudar os investidores a gerir o risco da carteira através de benefícios de diversificação, aumentar o retorno geral da carteira, ou ambos. Os ativos tangíveis (imóveis privados, ouro e commodities diversas) têm demonstrado, em média, ser resilientes (gerando retornos reais positivos) durante os períodos de subida da inflação e nos 12 meses seguintes a períodos inflacionistas elevados. Volumes de negócios recordes, taxas de juro historicamente baixas e grandes quantidades de liquidez constituem uma combinação para um crescimento forte da indústria de ativos alternativos. Consideraríamos uma oportunidade para os clientes sofisticados direcionarem parte das suas carteiras para mercados privados a fim de capitalizarem o prémio de iliquidez e um conjunto de oportunidades mais alargado.

Acreditamos que a sustentabilidade é um impulsionador da prosperidade, pois é a base de um melhor envolvimento do consumidor, de retenção de talento, oportunidades em mercado consideráveis e de maior acesso ao capital. As empresas não podem ignorar a sustentabilidade na forma como criam valor, uma vez que os investidores estão a tomar decisões em conformidade, e os governos estão e deverão pressionar por regulamentação, que favoreça esses investimentos. A oportunidade económica da sustentabilidade está a ser aproveitada pelos investidores em todo o mundo e atualizámos a nossa oferta de produtos com uma vasta gama de soluções ESG.

A inovação é também um fator chave de crescimento e retorno, à medida que os sectores económicos e as sociedades continuam a ter que lidar com uma grande disrupção como resultado de mudanças tecnológicas e sociodemográficas. Continuamos a recomendar um posicionamento de sobreposição em investimentos temáticos, enfatizando as oportunidades existentes na transição energética, na inteligência artificial (semicondutores), na ciber segurança e na inovação em saúde. À medida que as economias e os mercados fazem a transição para novos paradigmas, os investidores podem considerar opções de investimento em inovação, sustentabilidade, diversificação e gestão ativa, e evitar a armadilha de taxas de juro reais negativas.

Acreditamos que o crescimento e a inflação (ainda mais) podem aquecer neste ciclo, e portanto os investidores devem aumentar a proteção contra a inflação nas suas carteiras

Explorar as oportunidades oferecidas pela inovação e a transição do fóssil para o verde (sustentabilidade)

Os investidores podem considerar opções no espaço dos alternativos, a fim de tirarem partido do prémio de iliquidez

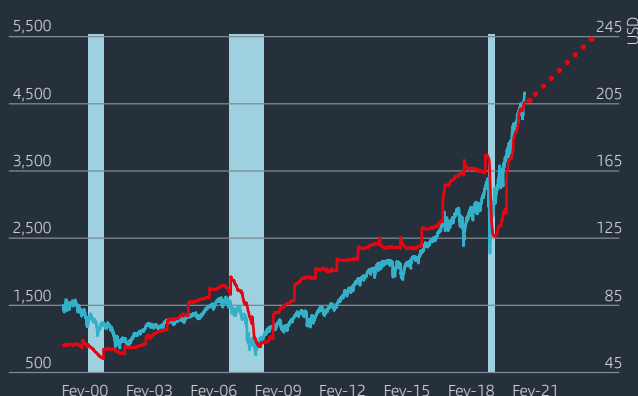
3.0.3 Correlação de longo prazo entre os retornos das ações e o crescimento dos lucros das empresas

Fonte: Bloomberg e Factset. Dados de 09/11/2021

O desempenho superior dos mercados de ações dos EUA em relação à Europa foi impulsionado por um crescimento superior dos lucros

Mercado de ações dos EUA (S&P 500)

— Desempenho do índice (lhs) — Lucro por ação (rhs)
 Previsão dos lucros por ação (EPS) (rhs) ■ Recessão



Mercado de ações da Europa (Stoxx 600)

— Desempenho do Índice (lhs) — Resultados por ação (rhs)
 Previsão dos lucros por ação (EPS) (rhs)



OBRIGAÇÕES: Quem investe em obrigações vê-se sem rumo com o aumento das taxas de juro



José Rodriguez, CFA
SPB Estratega de Obrigações

Os mercados de obrigações estão atualmente a avaliar vários picos potenciais - pico de crescimento, pico de inflação e pico de apoio de políticas. Estes potenciais desenvolvimentos macro podem ter implicações diferentes para os mercados obrigacionistas. Por outro lado, e em sentido contrário, os ajustamentos em relação às projeções da inflação têm sido menos favoráveis às obrigações. Embora se espere que a inflação continue a ser transitória e, como tal, continue a constituir o nosso cenário-base, os elevados preços da energia e os estrangulamentos nos fornecimentos podem manter a inflação persistente durante mais tempo. Por mais preocupantes que sejam os dados sobre a inflação, o mercado continuará a obter algum conforto das evidências mais limitadas de que a inflação se esteja acomodada em parte das expectativas.

Os mercados estão a começar a descontar os primeiros aumentos nas taxas de juro nos EUA até ao final de 2022, mas os investidores estão a presumir apenas um pouco mais do que seis aumentos nas taxas de juro durante todo o ciclo de aumento das taxas. No passado, o Fed realizou cerca de dez a doze aumentos nas taxas de juro ao longo de um ciclo. Portanto, a expectativa do mercado é de que o banco central terá que atuar de forma menos restritiva do que no passado para atingir as suas metas de política monetária, mas este cenário pode vir a ser contestado no futuro. A confirmação de Jerome Powell como presidente do Fed reforça a visão consensual de pelo menos dois aumentos das taxas em 2022. **Preveremos turbulências no mercado, uma vez que as atuais taxas negativas baixas (ver gráfico abaixo) implicam perdas de poder de compra significativas para os investidores mais conservadores.** As curvas de rendimento podem sofrer oscilações impulsionadas por mudanças nos prémios de prazo e pelo impacto de uma trajetória mais agressiva pelo FED no aumento das taxas de juro.

No caso dos títulos da dívida pública europeus, dadas as suas atuais avaliações completas, esperamos uma **possível reavaliação dos preços dos títulos em euros, mas uma oferta governamental líquida negativa deverá limitar qualquer declínio do Bund.** O posicionamento em títulos da periferia continua a parecer uma oportunidade razoável, dado que a política monetária e orçamental permanece muito acomodatória (Espanha e Itália irão receber grandes fatias dos fundos Next Generation da UE (NGEU) até 2026).

A grande maioria de todas as obrigações com grau de investimento estão a ser negociados abaixo das expectativas do mercado para a inflação nos próximos 10 anos

A continuação da normalização do mercado de trabalho nos próximos 6 a 12 meses constitui um argumento a favor de aumentos das taxas do Fed no próximo ano

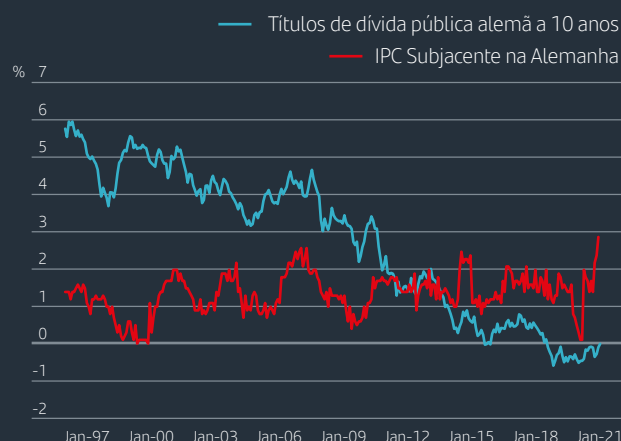
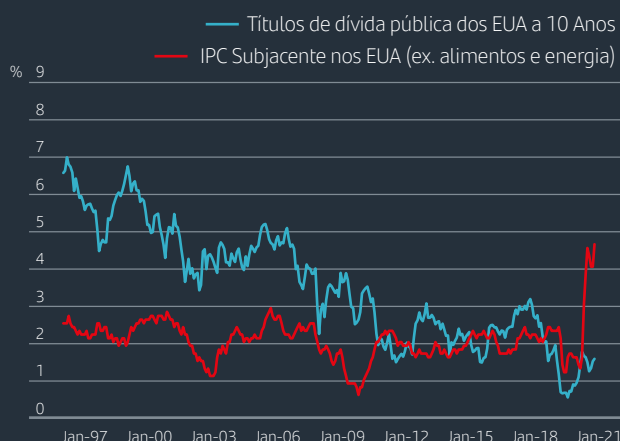
Não há muitas oportunidades de rendimento real positivo na maior parte do mercado obrigacionista, exacerbando o desafio de gerar rendimentos na nossa atual conjuntura de taxas baixas, mas com tendência crescente

3.1.1 Os rendimentos das obrigações da dívida pública são muito baixos em relação à inflação

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/10/2021

Os investidores enfrentam retornos reais negativos devido ao atual aumento da inflação

Rendimentos de Títulos do Tesouro dos EUA a 10 anos vs. inflação subjacente Rendimentos do Bund alemão a 10 anos vs. inflação subjacente



A maioria dos cenários implícitos num ambiente de aumento das taxas geram retornos esperados negativos para a maior parte das maturidades. Como consequência, **faz sentido manter a duração da carteira baixa, uma elevada diversificação em alternativos com "carry" positivo e preferência por gestores ativos que possam agregar valor em períodos de volatilidade.** As políticas monetárias mais restritivas irão pressionar em alta os rendimentos das obrigações globais nos próximos 6 a 12 meses, mas não de forma igual. Permanecerá subponderado nos países onde o "tapering" e a subida das taxas são mais prováveis (EUA, Reino Unido, Canadá, Nova Zelândia) em relação aos países onde os decisores políticos se moverão de forma muito mais lenta (Zona Euro, Austrália, Japão).

A exposição ao crédito em carteiras de obrigações continua a ser crítica, dado o baixo retorno dos títulos da dívida pública e a elevada probabilidade de incumprimento global permanecer em geral abaixo das médias históricas, assumindo que a recuperação económica continua, bem como condições de financiamento relativamente benignas. A pandemia da COVID-19 deixou um legado de elevado endividamento governamental e corporativo, que irá criar riscos de reembolso quando o crescimento e as perspetivas de lucro enfraquecerem ou a liquidez diminuir. Dados os **atuais spreads baixos em obrigações de grau de investimento**, estamos a tornar-nos mais cautelosos quanto à exposição a esse segmento do mercado de crédito, **à medida que a era da melhoria do balanço patrimonial chega ao fim.** Somos a favor de se investir em ativos reais que poderiam beneficiar de expectativas de inflação crescente mas transitória, especialmente TIPS (títulos da dívida pública norte-americana indexados à inflação) de curto prazo.

Continuamos a manter uma sobreponderação em emissores de elevado rendimento com base no nosso cenário central de crescimento económico acima da média e a continuidade dos programas de compra de ativos pelo Fed e pelo BCE durante a maior parte dos próximos quatro trimestres. Neste cenário, há uma elevada probabilidade de continuidade da contração do spread e de um desempenho superior dos títulos de elevado rendimento em relação aos títulos de grau de investimento. **Para o segundo semestre do ano, poderíamos contemplar uma oportunidade de direcionar a sobreponderação em crédito de elevado rendimento para o grau de investimento e começar a reduzir a subponderação na duração.**

As curvas de dívida dos mercados emergentes são muito inclinadas, portanto, têm em conta um elevado grau de restrições, uma vez que os seus bancos centrais parecem estar a olhar mais à frente da curva. Contrariamente às economias desenvolvidas, os bancos centrais de alguns países emergentes não conseguiram tratar a inflação como transitória. Com os preços no consumidor muito acima das metas dos bancos centrais, a maioria dos decisores políticos dos mercados emergentes responderam aumentando as suas taxas oficiais este ano. Há indícios **de que as pressões sobre os preços nos mercados emergentes possam estar a começar a diminuir, o que pode desencadear uma oportunidade de posicionar carteiras para emissores neste espaço de maior rendimento.**

Mantemos o nosso ênfase em encontrar rendimento com risco da taxa de juro limitado, com foco no crédito

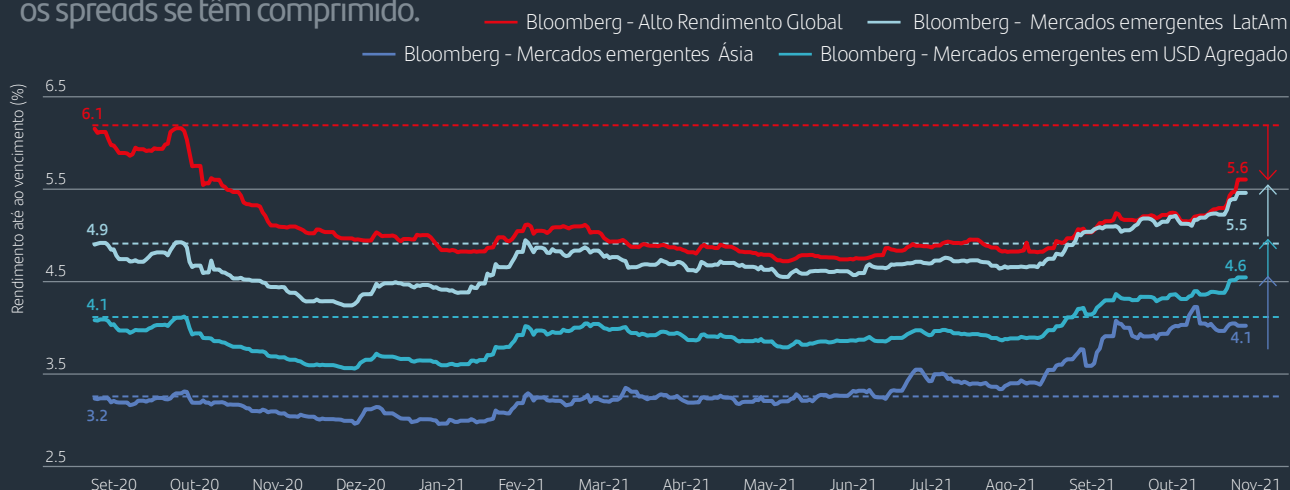
Manter a calma e manter o "carry" nas obrigações de Elevados Rendimentos, mas estar pronto para mudar para grau de investimento quando os riscos da taxa de juro começarem a diminuir

As oportunidades estão a começar a aparecer nos mercados emergentes, embora o risco económico descendente vinculado à inflação e os riscos políticos permaneçam

3.1.2 Evolução do rendimento até ao vencimento das obrigações de elevado rendimento global vs. obrigações dos mercados emergentes nos últimos 12 meses

Fonte: Bloomberg. Dados de 28/11/2021

Os investidores de elevado rendimento têm desfrutado de fortes retornos em 2021, uma vez que os spreads se têm comprimido.



AÇÕES: As ações enfrentam a transição para um ambiente de menor crescimento



Carlos Shteremberg, CFA
SPB Estrategia de Ações

Os próximos 12 meses serão definidos por um período de transição duma fase de elevado crescimento dos lucros para uma fase de crescimento mais baixo dos lucros, e de um crescimento impulsionado por políticas para um crescimento orgânico. Embora as políticas orçamentais e monetárias de apoio tenham sido o principal fator por trás das ações em 2021, esse apoio fluiu para **expectativas de lucros crescentes, que foram inteiramente responsáveis pelo desempenho positivo deste ano**. Como mostram os gráficos abaixo, não houve expansão dos múltiplos este ano. Embora seja verdade que os mercados de ações continuam a estar caros, comparativamente com o passado, as suas valorizações são bastante razoáveis quando comparadas com os rendimentos das obrigações. A valorização dos spreads entre as duas classes de ativos está em linha com as médias de longo prazo. Acreditamos que, embora as taxas vão aumentar nos próximos 12 meses, irão continuar baixas. A combinação de taxas baixas e crescentes continuará **a forçar os investidores, que de outro modo seriam conservadores, a assumirem riscos adicionais e a direcionarem fluxos para ações**, o que deve apoiar as valorizações pelo menos até ao final de 2022.

Dadas as expectativas de resultados robustos e as elevadas correlações positivas entre lucros e índice de preços, **2022 abre boas perspectivas para os investidores em ações, se estas estimativas de crescimento se mantiverem**. Embora existam motivos para acreditar que sim (poupança acumulada elevada, procura por serviços reprimida e política ainda acomodatória), estas estimativas dependem de a inflação ser transitória, como argumentam os bancos centrais. O desempenho relativo das ações após um aumento da inflação depende em parte do ponto de partida. As ações tendem a superar outras classes de ativos quando a inflação sobe a partir de um nível inicial baixo (IPC abaixo de 2%). No entanto, se o aumento da inflação começar de um ponto de partida onde a inflação já está acima da mediana histórica, o desempenho das ações tende a ser prejudicado. **À exceção de um cenário de desaceleração do crescimento combinado com uma inflação muito elevada e em alta, as ações devem apresentar desempenho superior, enquanto o crescimento económico e dos lucros permanecer forte.**

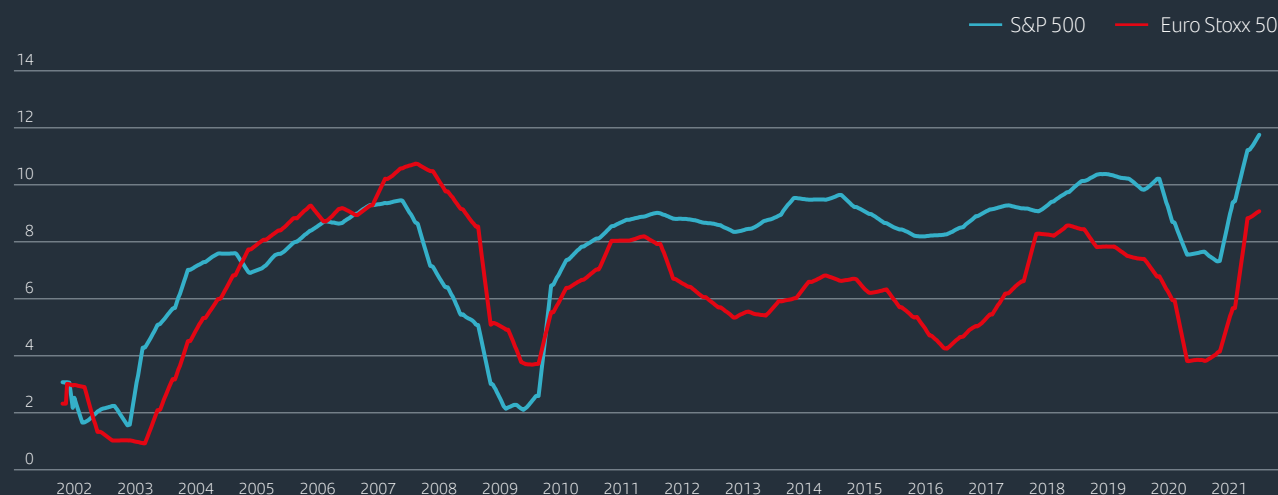
O crescimento dos lucros pode reduzir-se para um ritmo mais sustentável no próximo ano, mas o nível deve permanecer robusto

Embora seja verdade que os mercados de ações permanecem caros em comparação com valores históricos, as suas valorizações são bastante razoáveis quando comparadas com os rendimentos das obrigações

3.2.1 As empresas dos EUA desfrutaram de margens mais altas do que os seus pares europeus

Fonte: Bloomberg e Santander. Dados de 22/11/2021

As margens da "nova economia" (inovação, poder de fixação de preços e qualidade) nos EUA superaram as da "velha economia" (finanças, água, luz e gás) na Europa



Até agora, as ações têm ignorado em grande parte o agravamento do percurso dos mercados obrigacionistas, à medida que resultados robustos e a falta de alternativas de investimento noutras classes de ativos continuam a promover o apetite pelo risco. É provável que as ações gerem retornos medianos na casa de um dígito no próximo ano, o que ainda assim irá continuar a superar os retornos oferecidos pelas obrigações e pela liquidez. Mas as ações irão gerar retornos muito mais baixos comparativamente com os que foram obtidos pelos investidores ao longo do ano passado. A era da liquidez abundante está a chegar ao fim e os mercados de ações a negociarem em níveis recordes terão de contar com o crescimento dos lucros para continuarem a ter um bom desempenho.

Embora as estimativas de crescimento dos lucros permaneçam robustas, é muito natural que desacelerem em relação aos níveis astronomicamente elevados observados no terceiro trimestre. O que não deve necessariamente assustar os investidores, pois historicamente, durante os períodos de desaceleração do crescimento dos lucros, conseguiram-se obter retornos positivos. Ainda assim, os períodos de desaceleração do crescimento dos lucros têm sido historicamente acompanhados por maior volatilidade e maior dispersão sectorial. À medida que esta dinâmica se concretiza, os investidores podem beneficiar de uma gestão ativa, uma vez que uma maré que sobe mais lentamente já não consegue levantar todos os barcos. Além disso, à medida que os resultados desaceleram, os sectores de crescimento devem tornar-se mais atrativos, enquanto o valor irá perder o seu brilho. No entanto, temos uma visão positiva sobre o sector financeiro e, em particular sobre os bancos, uma vez que estão bem posicionados para tirarem partido do aumento das taxas. De igual modo, temos uma visão positiva sobre a dinâmica de sustentabilidade, crescimento e inovação das margens no sector da saúde.

A nível micro, conseguir identificar empresas com poder de fixação de preços é fundamental para os investidores, pois as margens das empresas podem começar a sentir a pressão do aumento dos preços das commodities e da energia, e das dificuldades na contratação e retenção de talentos a nível da força de trabalho à medida que os mercados de trabalho se tornam cada vez mais restritivos. Se a inflação se tornar menos temporária do que o mercado espera, as empresas com modelos de negócios digitais e menor dependência das cadeias de abastecimento físicas podem ter um desempenho melhor. Além disso, como a escassez é onipresente, mantemos uma preferência por sectores que estejam posicionados a montante da cadeia de abastecimento. Também continuamos a ponderar a exposição a temas que estão a alavancar a inovação e a desfrutar de taxas de crescimento excecionais, como a cibersegurança, a transição energética, a inteligência artificial e a internet das coisas.

Embora o destino do Grupo Evergrande, o segundo maior promotor imobiliário da China, continue incerto, a nossa visão é de que o governo irá elaborar um plano de reestruturação. Recentemente, melhorámos a nossa perspetiva sobre as ações chinesas.

Apesar da inflação empurrar os custos para cima, as margens de lucro das empresas atingiram máximos não vistos ao longo de vários anos no terceiro trimestre

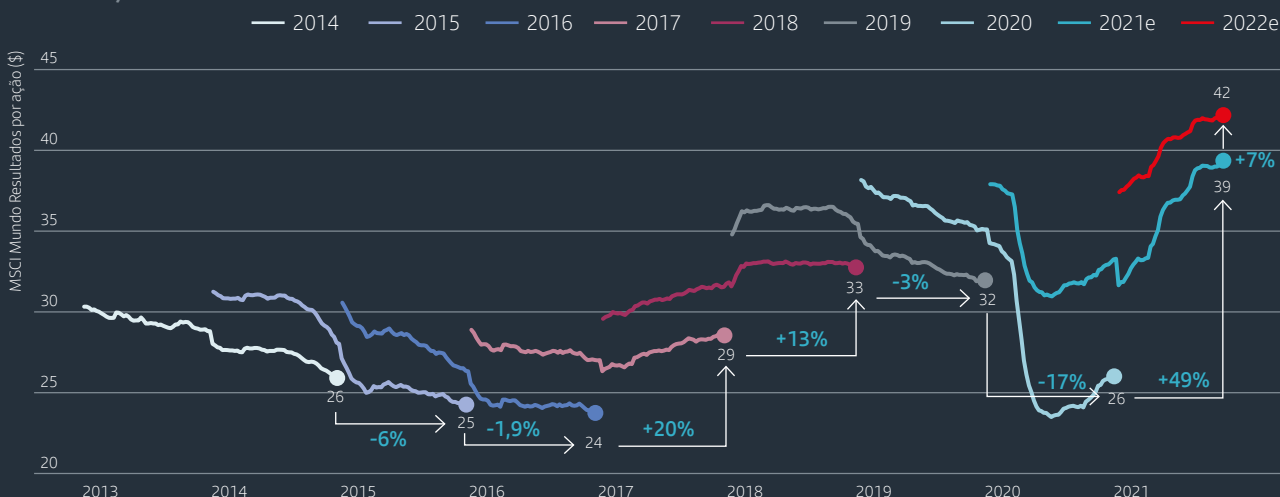
A era de liquidez abundante está a chegar ao fim e os mercados de ações a negociarem em níveis recordes terão de contar com o crescimento contínuo dos lucros

As nossas sobre-exposições sectoriais são uma mistura de valor (finanças) e crescimento (cuidados de saúde / serviços de comunicações nos EUA)

3.2.2 A subida do mercado de ações em 2021 foi impulsionada pela recuperação recorde dos lucros

Fonte: Bloomberg e Factset. Dados de 10/11/2021

As expectativas de crescimento de ganhos para 2022 são de 7% globalmente (6% na Europa e 8% nos EUA).



O gráfico representa as estimativas de resultados por ação (EPS) dos analistas ao longo do tempo. As estimativas para 2020, por exemplo, começaram em meados de 2019. O ponto representa os resultados por ação finais para aquele ano, 26 neste caso. Comparando isto com os resultados por ação de fecho esperados para 2021, que é 39, implica um crescimento de 49% nos resultados por ação. Para 2022, as estimativas atuais pressupõem um crescimento de 7% comparativamente com 2021.

ALTERNATIVOS: Os investidores continuam a transitar para mercados privados



Borja Díaz-Llanos
SAM Responsável de
Alternativos



Isidro Fernandez
SPB Responsável de
Alternativos

Num contexto de mercado onde as valorizações das ações continuam a disparar para máximos históricos e as taxas de juro permanecem em níveis extremamente baixos, a importância de adicionar investimentos alternativos a uma carteira diversificada de ativos torna-se uma necessidade. **A crescente procura por alternativas após o início da pandemia reflete o desejo dos investidores procurarem fontes diferenciadas e melhores de retorno e de rendimento.** No ano seguinte à pandemia, a arrecadação de fundos de dívida privada teve uma tendência contínua de crescimento, com entradas de capital para o sector em 2021 a situarem-se nos 130 mil milhões de dólares, a caminho de ultrapassar o total atingido em 2020 de 153 mil milhões de dólares. Ao analisar os retornos históricos da dívida privada, vemos que o desempenho continua a ser competitivo com o dos mercados organizados nos últimos 20 anos, produzindo desempenho superior significativo, ao mesmo tempo que reduzem a volatilidade.

As ações recentes dos fundos de capitais privados produziram excelentes retornos (Gráfico 3.3.1), pois os gestores beneficiaram do deslocamento de curta duração causado pela pandemia para implementar níveis recordes de liquidez e também beneficiaram da rápida recuperação para se tornarem grandes vendedores de empresas das suas carteiras com valorizações atrativas. A flexibilidade dos gestores de capitais privados para utilizar capital, bem como desinvestir participações num momento ideal sem se preocupar com a liquidez, dá aos gestores alternativos uma vantagem sobre os investimentos tradicionais.

As afetações dos investidores institucionais em alternativos aumentaram de forma transversal, tendo mais do que duplicado nos últimos 10 anos. De acordo com Preqin, os investimentos globais em capitais privados e em dívida privada irão duplicar até 2025, a uma taxa composta de crescimento anual (CAGR) de 15%, em todas as classes alternativas de ativos (Gráfico 3.3.2). Espera-se que uma grande parte deste crescimento venha de clientes de private banking, à medida que a classe de ativos se expande para além do cenário de investidores institucionais e se torna mais acessível e transparente.

Os ativos alternativos têm vindo a ganhar espaço nos últimos anos, à medida que investidores procuram novas formas de obter retorno

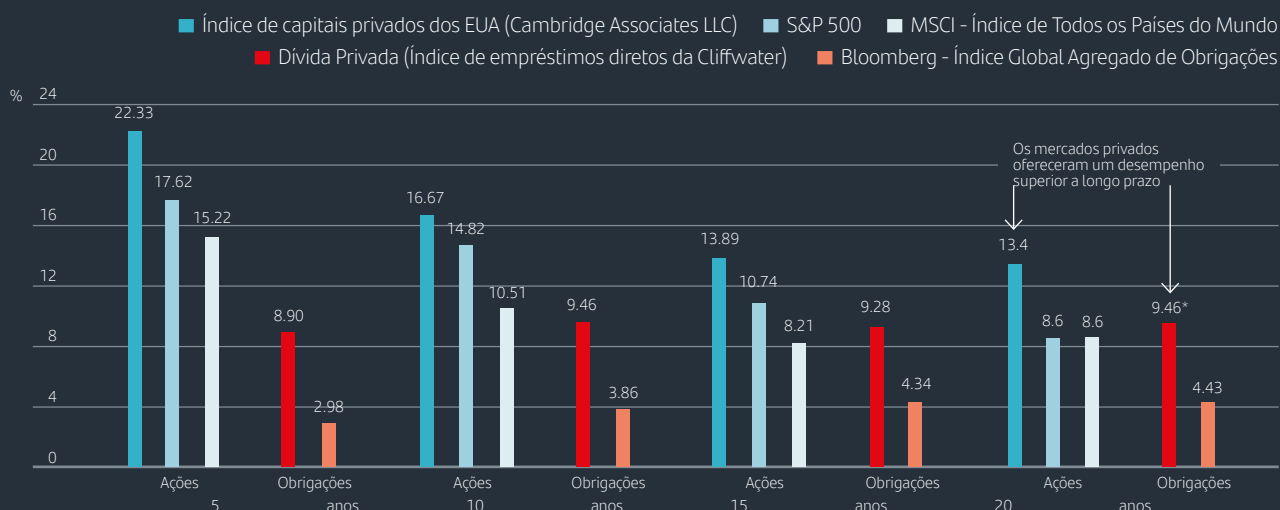
As classes de ativos do mercado privado podem desempenhar um papel cada vez mais importante com o potencial que têm para aumentar os retornos e ajudar a mitigar o risco através da diversificação

Os capitais privados têm tido um desempenho superior durante longos períodos de tempo e podem oferecer benefícios de diversificação de risco e resiliência da carteira ao longo dos ciclos de mercado

3.3.1 Desempenho de mercados privados vs. classes de ativos tradicionais

Fonte: Cambridge Associates, Cliffwater, Bloomberg e Santander. Dados de 30/06/2021.

Os mercados privados continuaram a apresentar um forte desempenho, tanto absoluto como relativo



Os alternativos estão a crescer, não só em tamanho, mas também em termos de amplitude de estratégias, proporcionando aos investidores muitas opções para otimizarem as carteiras tradicionais. Por exemplo, no âmbito da dívida privada, há muitas subclasses, como empréstimos com garantias privilegiadas, empréstimos diretos, situações especiais, mezaninos, etc, e muitos subsectores de especialização, incluindo os mais comuns de dívida imobiliária e de infraestruturas, mas também leasing de equipamentos industriais, financiamentos ao comércio, para citar apenas alguns. Esta diversificação permite aos investidores procurarem não só determinados períodos de vencimento ou janelas de liquidez, mas também determinados retornos pretendidos, rendimentos em liquidez, diversificação geográfica e, em muitos casos, com baixa correlação com os mercados organizados, pois evitam a volatilidade do mercado. **E também permitem uma exposição que não está disponível nos mercados tradicionais.** A amplitude e a profundidade dos mercados privados oferecem muitos elementos diferenciadores que podem ser conjugados para fazer face a diversos objetivos ou restrições.

À medida que os clientes procuram soluções estruturais diversificadas no espaço dos mercados privados, a introdução de fundos multi-gestores semilíquidos tornou-se predominante. Depois de ter sido evitado durante muito tempo no espaço do capital privado, o Fundo de Fundos (FoF) atraiu um capital significativo entre os clientes de private banking. Para apoiar ainda mais a tese de investimento, é importante notar que o retorno a um ano dos FoF até ao primeiro trimestre de 2021 de 35,1% está à frente do retorno de 33,3% do capital privado como um todo. **Um aumento nos mandatos dos multi-gestores permitiu aos investidores construir as suas carteiras de forma mais eficiente através duma melhor diversificação da carteira e duma melhor gestão do risco.** Por gerirem melhor o risco da carteira através da diversificação, os investidores podem suavizar os seus fluxos de rendimento e retorno entre diversas classes alternativas de ativos, conseguindo um perfil de risco-retorno mais atrativo.

Os investidores também podem melhorar as suas oportunidades na transição para a sustentabilidade com estratégias nos sectores de capital de risco e energia renovável. Não devemos esquecer que muitas das estratégias alternativas têm no seu cerne a transformação da economia, das fintech às ciências da vida. Provavelmente, este aspeto é muito bem exemplificado pelo capital de risco e, em particular, pelas estratégias de capital de risco que ajudam a descarbonizar a economia com novas tecnologias, e que são fundamentais para a transição energética e para que se possa alcançar a meta de emissões líquidas zero até 2050.

Enfrentando valorizações exageradas em mercados tradicionais, benefícios de correlação limitados entre obrigações e ações, e rendimentos de obrigações persistentemente baixos com risco assimétrico, **os investidores decidiram recorrer a alternativas.** A implementação duma carteira de mercados privados requer maior supervisão, com particular atenção ao perfil de liquidez dos investimentos, aos seus fluxos de caixa e um ritmo de investimento consistente com a estratégia de diversificação.

O crescimento nos mercados privados tem apoiado o crescimento do número de produtos disponíveis, proporcionando aos investidores uma diversificação importante

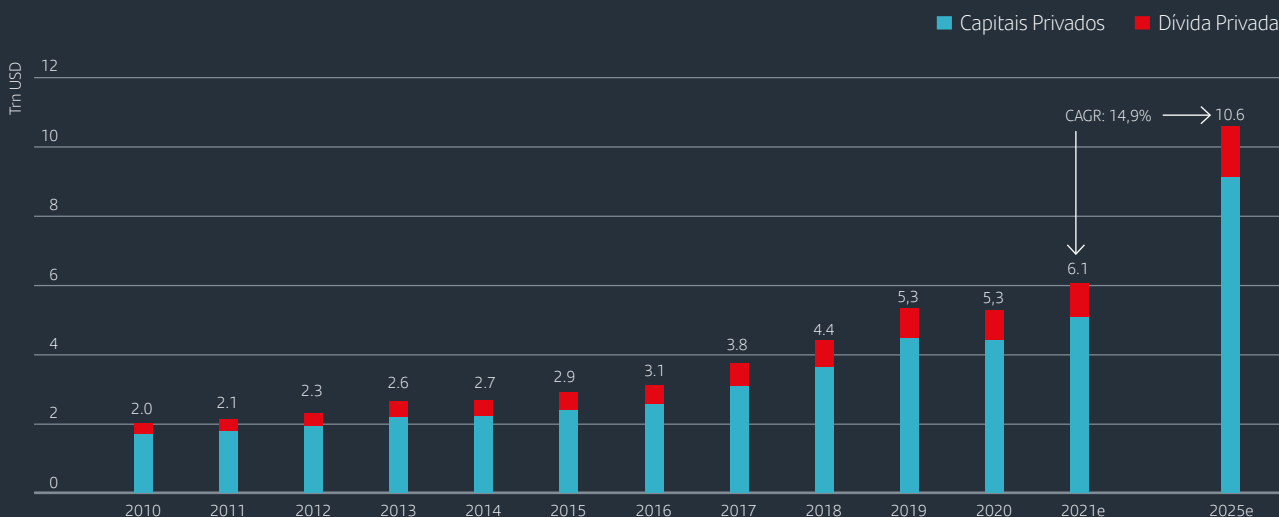
Os investidores dispostos a expandir os seus conjuntos de oportunidades, aproveitam novas fontes de prémios de risco e abraçam algum grau de investimento ativo que pode gerar retornos mais elevados e construir carteiras eficientes

Os mercados privados podem oferecer uma forma de elevada qualidade de aceder a temas sustentáveis e de investir em oportunidades de longo prazo na transição para emissões líquidas zero

3.3.2 As alternativas devem crescer a uma taxa anual de 15%

Fonte: Preqin. Dados de 30/06/2021

Os ativos sob gestão duplicaram na última década



ESG: Os investidores abraçam a oportunidade da sustentabilidade



Ana Rivero, CESGA®, CIIA
SAM - Responsável Global de ESG

A sustentabilidade e as oportunidades de negócios estão a unir-se para transformar a maneira como as empresas elaboram estratégias, impulsionam o desempenho e reportam resultados. **Há evidências crescentes de que o desempenho numa empresa em relação a fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) contribui para o sucesso do negócio.** Os investimentos em ESG estão a ser cada vez mais vistos como uma pré-condição para a criação de valor a longo prazo.

Ha um número crescente de investidores a concentrar-se no ESG, não só devido ao seu alinhamento com o investimento de longo prazo, mas também por causa do bônus de impacto adicional de criar externalidades positivas. Os fundos focados em questões ambientais, sociais e de governança (ESG) viram os seus ativos combinados subirem para um valor de 3,9 trilhões de dólares no final de setembro. O número de fundos sustentáveis capturados no universo sustentável global da Morningstar cresceu mais de 51% no terceiro trimestre, atingindo 7.486 fundos no final de setembro.

Um grande passo na transição para um maior ênfase na sustentabilidade é **a necessidade de se criarem padrões e uma linguagem comuns sobre as métricas ESG** para evitar o greenwashing, e a Europa está a liderar este processo com o Regulamento de Divulgação de Informações Financeiras sobre Sustentabilidade (SFDR). O SFDR exige que os gestores de ativos incluam riscos de sustentabilidade (relacionados com o ESG) nas suas decisões de investimento e pede que os fundos sejam claramente categorizados quanto à sua "ecologia", ao mesmo tempo que também documentam os seus objetivos, políticas e metodologias em prospectos, sites e relatórios periódicos. Uma segunda medida significativa tem sido a necessidade dos gestores de ativos quantificarem os seus impactos adversos numa base de "cumprir ou explicar" os seus investimentos, tanto a nível da empresa quanto a nível do fundo, através dum conjunto prescrito de 18 indicadores ESG obrigatórios.

Melhores dados e percepções mais afinadas permitem criar carteiras sustentáveis sem comprometer as metas financeiras

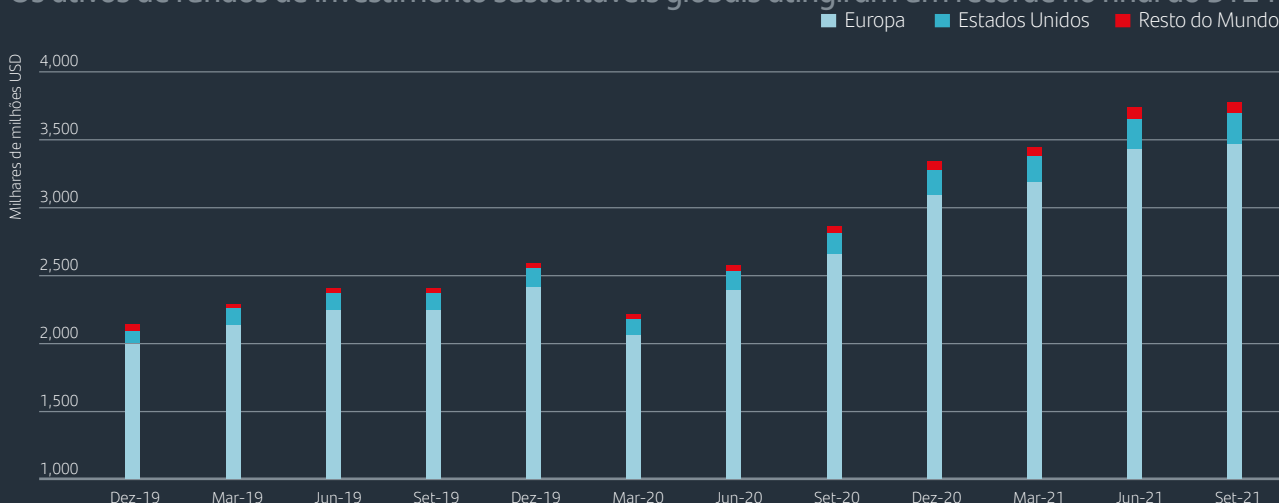
Os fluxos de capital e os reguladores estão a forçar cada vez mais as empresas, não só a publicarem os seus próprios relatórios de sustentabilidade, mas a incluírem métricas ESG nas suas demonstrações financeiras

Os investidores estão a começar a aplicar uma lente de sustentabilidade aos investimentos atuais e futuros. O ESG é importante e é o principal impulsionador do desempenho futuro

3.4.1 Os investidores estão a focar cada vez mais a sua atenção no ESG e a fazerem a transição para investimentos em sustentabilidade

Fonte: Morningstar. Dados de 30/09/2021

Os ativos de fundos de investimento sustentáveis globais atingiram um recorde no final do 3T21



De acordo com o SFDR, as empresas, incluindo as sociedades de gestão de ativos, seguradoras e fundos de pensões que fornecem produtos ou serviços financeiros na União Europeia, terão de começar a divulgar o quão sustentáveis realmente são.

A transição do fóssil para o verde, a adoção mais rápida de novas tecnologias e as mudanças pós-pandemia nas cadeias de abastecimento e preferências irão igualmente criar uma gama de vencedores e vencidos, e irão reforçar a importância da gestão ativa na seleção de empresas tanto em mandatos de obrigações como de ações. Os líderes da comunidade de investimentos precisam de envolver e educar os nossos clientes sobre as implicações transformacionais do investimento em ESG em termos de obtenção de melhores retornos ajustados ao risco de longo prazo. **O ESG não é só mais uma caixinha regulamentar para ser assinalada com uma cruz, antes pelo contrário, representa uma oportunidade de libertar as empresas das restrições do curto prazo e aumentar os retornos potenciais dos nossos clientes.**

O principal impulsionador do aumento dos investimentos sustentáveis desde 2015 tem sido a definição dos **Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU no marco do Acordo de Paris**, já na COP21, e que se tornou uma referência mundial. Os investidores institucionais começaram a adaptar os seus investimentos em ESG tradicionais às metas climáticas, principalmente a exigirem contributos para a descarbonização da economia. A adaptação progressiva da oferta de produtos de gestores de ativos para atender a essas necessidades, juntamente com a implementação do SFDR e de alguns outros regulamentos, como a taxonomia climática da UE, resultou num **boom de novos fundos de investimento relacionados com o clima, aumentando o âmbito de possibilidades de investimento sustentável também para pequenos investidores.**

O desafio agora é **educar os investidores para que tomem decisões informadas sobre o impacto que o seu dinheiro pode ter, além do retorno financeiro que esperam obter.** A boa notícia é que qualquer investidor, do tipo conservador ao mais agressivo, pode optar por investir de forma responsável e sustentável por meio de um vasto universo de fundos de investimento em todas as classes de ativos ou estratégias. Ações, obrigações, afetação de ativos, alternativas, qualquer estratégia que satisfaça os interesses do investidor pode ser executada de forma sustentável com uma inclinação ou filtro ESG. E a verdade é que a vinda de fluxos em massa para este tipo de ativos estão a compensar. Peguemos no exemplo da estratégia dos "títulos gémeos" alemães: desde o início, o título verde gémeo ganhou sistematicamente um prémio sobre o Bund tradicional.

Há um novo mundo a formar-se diante dos nossos olhos. As novas oportunidades de investimento irão desaparecer se não forem sustentáveis e, portanto, atraentes para o capital institucional. Vamos aproveitar esta oportunidade e investir de forma inteligente.

O ESG não é uma moda regulamentar ou de marketing, trata-se de investimento inteligente

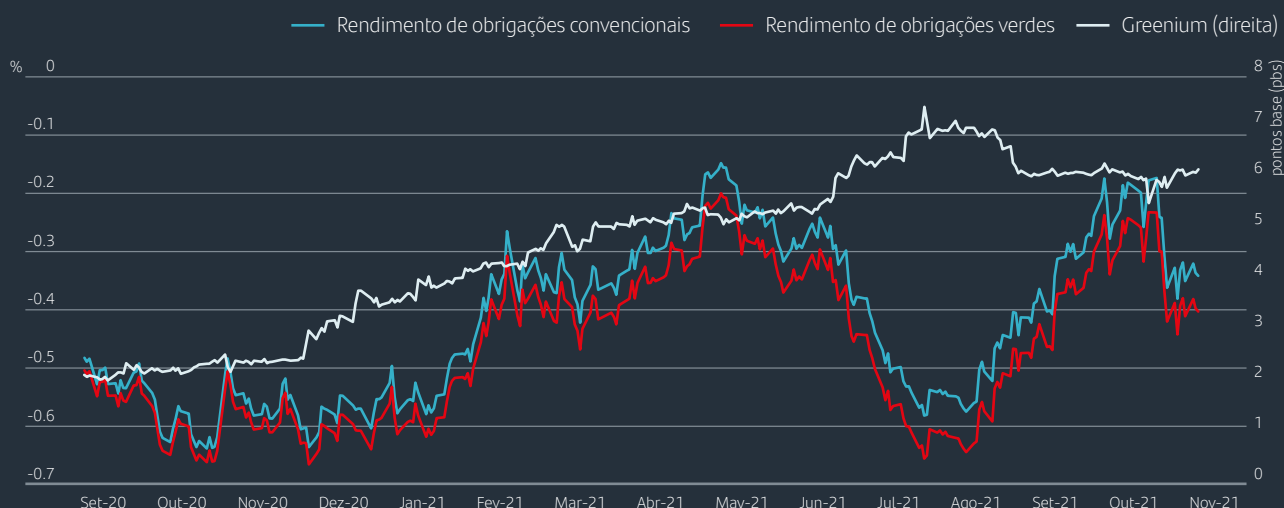
O investimento sustentável é adequado ao perfil de risco e objetivo financeiro de cada cliente

Os fluxos de dinheiro para uma transição sustentável oferecem uma grande oportunidade para os fundos de investimento investirem

3.4.2 Oportunidades para criação de valor em obrigações - Títulos Verdes

Fonte: Bloomberg e Santander Gestão de Ativos. Dados de 16/11/2021

"Greenium" - Os emissores premium desfrutam graças às obrigações verdes



Anexo: Quadros

Retornos dos principais ativos nos últimos 10 anos.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 22/11/2021

	Retorno							Retorno anualizado		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	3 anos	5 anos	10 anos
Curto Prazo (USD) ⁽¹⁾	0,1%	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,0%	1,1%	0,6%
Curto Prazo (EUR) ⁽²⁾	-0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,2%
Obrigações Global ⁽³⁾	-3,2%	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,5%	4,3%	3,2%	1,8%
Obrigações (USD) ⁽⁴⁾	0,5%	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,6%	5,5%	3,6%	3,0%
Soberano (USD) ⁽⁵⁾	1,2%	1,1%	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	3,6%	2,3%	1,7%
Empresas (USD) ⁽⁶⁾	-0,7%	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,2%	8,0%	5,4%	4,8%
Elevado Rendimento (USD) ⁽⁷⁾	-4,5%	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	4,3%	7,8%	6,6%	7,1%
Obrigações (EUR) ⁽⁸⁾	1,0%	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-1,5%	3,2%	2,0%	4,0%
Soberano (EUR) ⁽⁹⁾	1,6%	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-1,8%	3,8%	2,3%	4,5%
Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	-0,6%	4,7%	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-0,3%	3,0%	2,0%	3,9%
Elevado Rendimento (EUR) ⁽¹¹⁾	2,9%	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	5,7%	4,5%	7,5%
Obrigações Global Emergente (USD) ⁽¹²⁾	1,3%	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,6%	6,4%	4,8%	5,3%
LatAm (USD) ⁽¹³⁾	-5,1%	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-3,0%	4,9%	4,2%	4,4%
MSCI Global (USD)	-2,7%	5,3%	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	19,7%	17,5%	13,5%	11,1%
S&P 500 (USD)	-0,7%	9,5%	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	25,1%	21,0%	16,4%	14,7%
MSCI Europa (EUR)	5,5%	-0,5%	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	21,8%	10,5%	6,9%	7,6%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	-17,0%	8,6%	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-1,7%	9,2%	8,2%	3,4%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	-9,4%	6,8%	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-0,2%	13,1%	11,4%	8,1%
MSCI América Latina (USD)	-32,9%	27,9%	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-14,7%	-6,9%	-2,2%	-5,2%

⁽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 e Santander.

Dados de 22/11/2021

		Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2019	2020	2021	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	4,698		1,258		4,698	28,9%	16,3%	26,0%	21,0%	16,4%	14,7%
	DOW JONES INDUS.	35,602		12,218		35,820	22,3%	7,2%	17,2%	13,3%	13,4%	12,0%
	NASDAQ	16,057		2,605		16,057	35,2%	43,6%	24,8%	32,1%	24,5%	20,3%
Europa	Stoxx 50	3,769		2,257		3,769	23,3%	-8,7%	21,7%	9,3%	5,9%	5,8%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4,347		2,119		4,347	24,8%	-5,1%	22,7%	11,6%	7,4%	7,4%
	Espanha (IBEX 35)	8,765		6,090		11,521	11,8%	-15,5%	9,5%	-0,6%	0,3%	1,0%
	França (CAC 40)	7,104		3,017		7,104	26,4%	-7,1%	28,5%	12,8%	9,4%	9,5%
	Alemanha (DAX)	16,142		5,898		16,142	25,5%	3,5%	17,8%	13,1%	8,6%	11,3%
	Reino Unido (FTSE 100)	7,223		5,321		7,749	12,1%	-14,3%	12,6%	1,2%	1,3%	3,3%
	Itália (MIB)	27,270		12,874		27,272	28,3%	-5,4%	23,4%	13,6%	10,8%	6,7%
	Portugal (PSI 20)	5,539		3,945		7,608	10,2%	-6,1%	13,1%	4,6%	4,5%	0,5%
	Suíça (SMI)	12,511		5,850		12,511	26,0%	0,8%	17,2%	12,5%	9,7%	8,7%
LatAm	México (MEXBOL)	50,811		34,555		53,305	4,6%	1,2%	15,1%	7,2%	2,8%	3,5%
	Brasil (IBOVESPA)	103,035		40,406		126,802	31,6%	2,9%	-12,2%	5,9%	11,2%	6,4%
	Argentina (MERVAL)	85,695		2,257		85,695	37,6%	22,9%	67,3%	41,5%	38,5%	42,5%
	Chile (IPSA)	4,712		3,439		5,855	-8,5%	-10,5%	13,1%	-2,9%	2,0%	1,3%
Ásia	Japão (NIKKEI)	29,774		8,455		29,774	18,2%	16,0%	8,5%	11,2%	10,5%	13,6%
	Hong Kong (HANG SENG)	24,951		18,434		32,887	9,1%	-3,4%	-8,4%	-1,4%	2,2%	3,2%
	Coreia do Sul (KOSPI)	3,013		1,755		3,297	7,7%	30,8%	4,9%	13,3%	8,9%	5,1%
	Índia (Sensex)	58,466		15,455		59,307	14,4%	15,8%	22,4%	18,7%	17,8%	13,8%
	China (CSI)	4,912		2,140		5,352	36,1%	27,2%	-5,7%	15,2%	7,4%	6,5%
Mundo	MSCI Global	3,220		1,178		3,220	25,2%	14,1%	19,7%	17,5%	13,5%	11,1%

Ações por estilo e por sector.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 22/11/2021

		Variação		Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado			Rátios	
		Último Preço	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2019	2020	2021	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Co-taçaõ de Lucro)	Rendimento de Dividendos
	MSCI Global	3,220		1,178		3,220	25,2%	14,1%	19,7%	17,5%	13,5%	11,1%	20.27	1.67
Estilo	MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	1,390		810		1,422	19,3%	-3,0%	8,2%	6,1%	5,8%	5,7%	13.83	3.65
	MSCI - Dinâmica Global	3,987		950		3,987	27,7%	28,3%	16,8%	23,0%	20,1%	16,0%	17.37	1.41
	MSCI - Qualidade Global	4,047		966		4,047	36,1%	22,2%	25,3%	26,0%	20,3%	16,0%	25.30	1.32
	MSCI - Volatilidade Mínima Global	4,608		1,767		4,635	23,2%	2,6%	11,3%	10,9%	10,5%	10,6%	20.66	1.97
	MSCI - Valor Mundial	11,497		4,695		11,534	21,7%	-1,2%	18,6%	10,4%	9,2%	9,9%	14.19	2.73
	MSCI - Pequena Capitalização Global	710		218		710	26,2%	16,0%	18,2%	17,1%	13,4%	13,0%	20.79	1.55
	MSCI - Crescimento Global	9,869		2,262		9,869	33,7%	33,8%	23,4%	28,4%	21,6%	16,3%	32.74	0.73
	MSCI - Crescimento Global	9,869		2,262		9,869	33,7%	33,8%	23,4%	28,4%	21,6%	16,3%	32.74	0.73
Sector	Energia	301		164		428	11,5%	-31,5%	37,4%	-2,0%	-0,5%	0,2%	12.02	4.30
	Materiais	557		229		573	23,3%	19,9%	12,8%	16,9%	12,9%	7,6%	12.25	3.24
	Industriais	510		168		510	27,8%	11,7%	16,7%	16,2%	12,6%	12,4%	22.87	1.57
	Consumo Discricionário	620		127		620	26,6%	36,6%	23,1%	27,1%	20,4%	17,6%	29.96	0.83
	Bens de Consumo	443		183		443	22,8%	7,8%	7,8%	10,6%	9,0%	9,7%	21.42	2.71
	Cuidados de Saúde	498		134		507	23,2%	13,5%	15,1%	15,8%	14,6%	14,9%	18.98	1.58
	Financeiros	256		88		263	25,5%	-2,8%	27,6%	13,0%	10,7%	12,0%	12.07	2.52
	Tecnologias de Informação	683		93		683	47,6%	43,8%	30,1%	38,6%	30,1%	22,3%	31.13	0.73
	Imobiliário	492		206		495	23,0%	-5,0%	22,4%	11,2%	9,8%	9,5%	30.80	2.63
	Serviços de Comunicações	211		78		220	27,4%	23,0%	18,1%	21,3%	13,6%	10,5%	20.00	1.14
	Água, Gás, Eletricidade	308		147		316	22,5%	4,8%	3,4%	9,6%	10,1%	7,7%	18.84	3.45

Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados de 22/11/2021

Dados de 22/11/2021

		10 anos										Inclinação da curva de rendimento
	Classificação (S&P)	Taxa de juro			Variação	Últimos 10 anos			Variação nas taxas de juro (pb) 10 anos			
		Banco C.*	2 anos	10 anos		Baixo	Intervalo	Elevada	Mês	YtD	YoY	
Desenvolvido												
EUA	AA+	0,25%	0,54%	1,58%		0,53%		3,14%	3	67	74	104
Alemanha	AAA	-0,50%	-0,76%	-0,33%		-0,70%		1,93%	-21	25	26	44
França	AA	-0,50%	-0,80%	0,02%		-0,40%		3,15%	-24	37	36	82
Itália	BBB	-0,50%	-0,33%	0,88%		0,54%		7,11%	-28	35	26	122
Espanha	A	-0,50%	-0,67%	0,40%		0,05%		6,86%	-21	35	32	107
Reino Unido	AA	0,10%	0,51%	0,90%		0,10%		3,02%	-11	73	62	39
Grécia	BB	-0,50%	n.d.	1,18%		0,61%		34,96%	-14	56	55	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	-0,80%	0,32%		0,03%		16,40%	-20	29	29	112
Suíça	AAA	-0,75%	-0,79%	-0,22%		-1,05%		1,06%	-16	36	33	57
Polónia	A-	1,25%	2,92%	3,28%		1,15%		5,88%	47	206	206	35
Japão	A+	-0,10%	-0,13%	0,08%		-0,27%		0,99%	-2	5	4	20
Mercados Emergentes												
Brasil	BB-	7,75%	12,09%	11,78%		6,49%		16,51%	-46	485	380	-32
México	BBB	5,00%	6,81%	7,49%		4,49%		9,16%	1	197	172	69
Chile	A	2,75%	5,69%	5,87%		2,19%		6,26%	-39	322	307	18
Argentina	CCC+	38,00%										
Colômbia	BB+	2,50%	n.d.	8,06%		4,85%		8,98%	2	267	255	n.d.
Turquia	B+	15,00%	18,21%	19,38%		6,21%		20,69%	34	691	749	117
Rússia	BBB-	7,50%	8,76%	8,54%		5,55%		12,98%	41	431	426	-22
China	A+	2,89%	2,49%	2,91%		2,51%		4,58%	-5	-23	-36	42
Índia	BBB-	4,00%	4,55%	6,35%		5,84%		8,86%	-4	48	44	180

* 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 22/11/2021

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2019	2020	2021	3 anos	5 anos	10 anos
EUR/USD	1.1274		1.05		1.39	-2,2%	-8,2%	-7,8%	-0,4%	1,2%	-1,8%
EUR/GBP	0.84		0.70		0.92	-5,9%	-5,3%	-6,0%	-1,8%	-0,3%	-0,3%
EUR/CHF	1.05		1.03		1.24	-3,5%	0,4%	-3,0%	-2,7%	-0,5%	-1,6%
EUR/JPY	129		96		148	-3,2%	-3,5%	2,4%	0,0%	1,8%	2,2%
EUR/PLN	4.69		4.04		4.69	-0,8%	-6,7%	3,1%	2,9%	1,1%	0,5%
GBP/USD	1.34		1.22		1.71	3,9%	-3,0%	-1,9%	1,4%	1,5%	-1,5%
USD/CHF	0.93		0.88		1.03	-1,6%	9,2%	5,2%	-2,3%	-1,7%	0,2%
USD/JPY	114		76		124	-1,0%	5,2%	11,1%	0,4%	0,6%	4,0%
USD/MXN	20.91		12.13		24.17	-3,7%	-5,0%	5,3%	1,0%	0,4%	4,1%
USD/ARS	100.45		4.30		100.45	58.9%	-28.8%	19,4%	40.2%	45.5%	37.2%
USD/CLP	807		471		855	8.4%	5.6%	13.9%	6,5%	3,7%	4,9%
USD/BRL	5.60		1.72		5.75	4,0%	-22.5%	7,2%	13,6%	10,7%	11,9%
USD/COP	3.915		1.763		4.056	0,8%	-4.4%	14,3%	7,0%	4,4%	7,4%
USD/CNY	6.38		6.05		7.16	1,2%	6,7%	-2,2%	-2,7%	-1,5%	0,0%
EUR/SEK	10.13		8.34		10.93	3,4%	4,5%	0,5%	-0,6%	0,7%	0,9%
EUR/NOK	10.06		7.29		11.48	-0,6%	-6,1%	-4.4%	1,1%	2,1%	2,6%

Commodities.

Fonte: Bloomberg e Santander.

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2019	2020	2021	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	78.6		21		124	24.9%	-23.0%	55.5%	8.3%	17.9%	-10.1%
Petróleo Bruto (W. Texas)	76.1		19		108	34.5%	-20.5%	58.5%	11.8%	17.0%	-8.0%
Ouro	1,842.3		1,060		1,971	18.9%	24.4%	-3.8%	14,4%	15,0%	2,6%
Cobre	9,646.5		4,561		10,258	3,5%	25.8%	24.2%	15.5%	20.2%	9,6%
Índice CRB	235.0		117		322	9,4%	-9.7%	40.1%	8.3%	7.9%	-8.9%
Rogers Internacional	3,206.8		1,560		3,915	11.9%	-7.7%	42.7%	10,5%	13,1%	-4.2%
Feijão de soja	501.5		334		697	6,8%	37.2%	-3,6%	12.7%	7,4%	3,1%

"Tabela periódica" de retorno sobre ativos

		Retornos do Ano Civil											
Classe de Ativos	Índice de Referência	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Titulos dos EUA	S&P 500 TR	9,6% Governo da Zona Euro	20,9% Titulos do Japão	54,4% Titulos do Japão	16,7% Titulos de Espanha	12,1% Titulos do Japão	14,8% Elevado Rendimento Global	37,3% Titulos de Mercados Emergentes	2,6% Titulos de Espanha	31,5% Titulos dos EUA	18,4% Titulos dos EUA	30,7% Commodities	+ ↑
Titulos do Japão	Topix TR	7,4% Titulos de Espanha	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	23,2% Titulos dos EUA	
Titulos de Espanha	Ibex35 TR	2,6% Elevado Rendimento Global	18,22% Titulos de Mercados Emergentes	27,8% Titulos de Espanha	10,3% Governo da Zona Euro	1,6% Titulos de Espanha	11,2% Titulos de Mercados Emergentes	22,2% Titulos do Japão	-0,4% Liquidez	27,7% Titulos Globais	15,9% Titulos Globais	16,8% Titulos Globais	
Titulos de Mercados Emergentes	MSCI ME TR	2,1% Titulos dos EUA	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	16,6% Titulos da Europa	
Titulos da Europa	Eurostoxx50 TR	2,0% IG da Europa	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	07,4% Titulos do Japão	9,0% Titulos do Japão	
Commodities	RB TR Commodities	0,9% Liquidez	15,8% Titulos Globais	11,0% Titulos 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% Titulos de Espanha	5,3% Titulos de Espanha	
Titulos Globais	MSCI TR Global	-5,5% Titulos Globais	13,2% IG da Europa	8,0% Elevado Rendimento Global	4,9% Titulos Globais	-0,5% IG da Europa	4,2% Titulos de Espanha	9,2% Titulos da Europa	-8,7% Titulos Globais	13,7% Elevado Rendimento Global	3,0% Governo da Zona Euro	-0,3% Elevado Rendimento Global	
IG da Europa	TR ERL0	-7,7% Titulos de Espanha	5,5% Titulos 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	-0,4% Liquidez	
Liquidez EUR	TR Eonia	-8,2% Commodities	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% Titulos de Espanha	-0,5% Liquidez	-0,9% IG da Europa	
Elevado Rendimento Global	TR HW00	-14,1% Titulos da Europa	2,8% Titulos Espanha	-2,3% Governo da Zona Euro	-0,1% Elevado Rendimento Global	-4,2% Elevado Rendimento Global	2,6% Titulos de Espanha	1,1% Titulos de Espanha	-12,0% Titulos da Europa	6,3% IG da Europa	-3,2% Titulos da Europa	-1,0% Governo da Zona Euro	
Governo de Espanha	ESPAÑHA 10 ANOS	-17,0% Titulos do Japão	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	-1,7% Titulos de Espanha	
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-18,4% Titulos de Mercados Emergentes	-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	-4,34% Titulos de Mercados Emergentes	- ↓

* Dados de 30/11/2021

* Os indices 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
 Cristina Rodríguez Iza, CFA
 Francisco Simón, CFA

 Mario Felisberto

 Kent Peterson, CFA, FSA
 David Sterland
 Haydn Davies
 Stefano Amato

 Alfredo Sordo
 Javier Concha

 Diego Ceballos

 Nicolás Guaia

 José Mazoy
 Borja Diaz-Llanos
 Ana Rivero, CESGA®, CIAA
 Agustín Carles, CFA



 Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA
 Alfonso García Yubero, CIAA, CESGA®, CEFA
 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro
 Isidro Fernandez
 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA
 Carlos Shteremberg, CFA
 José Rodríguez, CFA
 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann
 Christiano Clemente
 Priscila Deliberalli

 Christian Pieck
 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante
 Eduardo Gibbs, CFA, CAIA

 Paulo Jorge Sa Luis

 Carlos Mansur

 Dolores Ybarra
 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA
 Cristina González Iregui
 Mafalda da Gama, CFA
 Aralar Pérez Azpiroz

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. ("WMI", em conjunto com o Banco Santander, S. A. e as suas afiliadas, será doravante denominado como "Santander"). Este relatório contém previsões econômicas e informações recolhidas de várias fontes. As informações contidas neste relatório também podem ter sido obtidas de terceiros. Todas essas fontes são consideradas fiáveis, 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, verbalmente ou por escrito, 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 para 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, os "Ativos Financeiros"), e não deve ser tida como a única base para avaliar ou apreciar 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 nenhuma 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. Eles 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 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 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 nesta apresentação são confidenciais e pertencem ao Santander. Este relatório não pode ser reproduzido 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 questões industriais ou comerciais.



Em colaboração com

