



Relatório trimestral

Outubro de 2023

O difícil equilíbrio entre crescimento e inflação

Depois do maior aumento das taxas de juro registado nas últimas décadas, os bancos centrais e os mercados estão a mudar o foco da inflação para o crescimento. Esta dinâmica tem velocidades diferentes, estando as economias emergentes na liderança deste processo de mudança de foco da contenção da inflação para o abrandamento económico. Em geral, o efeito da política monetária restritiva sobre a actividade económica está a ocorrer de forma mais lenta do que em ciclos anteriores e isto pode levar a um período de taxas de juro mais elevadas durante um período mais longo. Graças à força do mercado de trabalho e aos estímulos orçamentais, este ciclo económico tem sido mais resiliente do que os períodos de ajustamento anteriores.

Os investidores em geral, e os investidores mais conservadores em particular, poderão beneficiar do reaparecimento das obrigações como alternativa de investimento. **As taxas de juro atingiram muito provavelmente o seu nível terminal, o que favorece a atratividade de um aumento de exposição e de duração nas carteiras de obrigações.** A exposição a acções deve manter-se em níveis moderados, enquanto persistir o risco de novos ajustamentos nas estimativas de lucros. O rendimento agregado de uma carteira diversificada de obrigações e acções com perfil de risco equilibrado (60% Obrigações/40% Acções) é muito atrativo comparativamente com os **últimos quinze anos.**

O difícil equilíbrio entre crescimento e inflação

01 Na Europa e nos Estados Unidos o foco é a inflação

O mercado começa atribuir uma elevada probabilidade a que tanto a FED como o BCE tenham concluído o processo de aumento de taxas de juro. Contudo, acreditamos que o foco irá continuar no controlo da inflação durante mais algum tempo e excluimos quaisquer cortes nas taxas de juro a curto prazo. Os riscos de deterioração dos fundamentos do crescimento económico permanecem elevados nos próximos trimestres. A nossa convicção é que o crescimento irá diminuir apenas moderadamente devido ao suporte proporcionado pelo mercado de trabalho e à ausência de desequilíbrios acentuados no sector privado, embora a magnitude do ajustamento seja incerta. As taxas deverão permanecer elevadas durante mais tempo, o que irá implicar turbulências em termos de crescimento.

02 Nos mercados emergentes o foco é o crescimento

A China não conseguiu cumprir as expectativas de retoma do crescimento após a reabertura. Há preocupações com a situação do setor imobiliário estando novamente a China a exportar deflação para o resto do mundo. Há dúvidas sobre a eficácia das medidas do governo chinês para apoiar o crescimento. Noutras economias emergentes, os bancos centrais fizeram progressos significativos no sentido de alcançarem o objectivo de controlarem a inflação com medidas atempadas e decisivas, e consequentemente, já mudaram o foco para o crescimento e iniciaram a fase de redução das taxas de juro. É o caso do Chile, Brasil, Peru e Uruguai, bem como da Polónia, embora esta última esteja focada no crescimento apesar da elevada inflação.

03 Chegou a altura de travar as taxas de juro elevadas

A política monetária restritiva elevou as taxas de juros para os níveis mais altos das últimas décadas. As taxas de juro atingiram muito provavelmente o seu nível terminal, o que favorece a atratividade de se aumentar a exposição e a duração nas carteiras de obrigações. Os investidores podem também querer manter a exposição a acções em níveis moderados, enquanto persistir o risco de novos ajustamentos nas estimativas de lucros das empresas. O rendimento agregado de uma carteira diversificada de obrigações e ações com perfil de risco equilibrado (60% Obrigações/40% Ações) é muito atractivo comparativamente com o rendimento dos últimos quinze anos.

01 EUA: um ajustamento mais prolongado

Os participantes no mercado interrogam-se cada vez mais sobre se chegou o momento dos bancos centrais interromperem o processo de aumento das taxas de juro (o mais rápido e mais agressivo desde a década de 1980). Tudo irá depender do **grau relativo de preocupação sobre as duas fontes do desequilíbrio: a inflação e o crescimento**. Nos Estados Unidos, a Reserva Federal (Fed) vê com bons olhos uma moderação significativa nas pressões dos preços sobre a inflação em termos homólogos que — segundo dados do Bureau of Labor Statistics (BLS) dos EUA — caiu de um pico de 9,1% em junho de 2022, para 3,7% em agosto de 2023. No entanto, **a Fed ainda não pode considerar que a batalha terminou**, uma vez que a queda da inflação subjacente é muito mais incipiente e a resistência à descida nos salários é superior, como se pode ver no gráfico da direita. Se esta tendência persistir, o objectivo de trazer a inflação de volta para os 2% estará em risco, dada a importância dos salários sobre a inflação nos serviços.

O **ajustamento desfasado da subida dos salários deve-se a um mercado de trabalho robusto** que continua a situar-se em níveis de pleno emprego porque, como se pode ver no gráfico da esquerda, a **economia norte americana continua a mostrar sinais de força graças ao crescimento estável do consumo**. A resistência do consumo tem sido apoiada por dois fatores principais: as poupanças acumuladas durante a pandemia e a confiança proporcionada por um mercado de trabalho robusto. As previsões da Fed assumiram um custo em termos de destruição de emprego e de abrandamento económico como resultado das políticas monetárias restritivas, que ainda não se materializou, como contrapartida para alcançar o equilíbrio de preços. Como resultado, no seu Resumo das Projeções Económicas de setembro passado, a Fed reviu em alta o crescimento para 2023 e 2024, e também reviu em baixa a taxa de desemprego para ambos os períodos.

É provável que surjam novos sinais de abrandamento económico nos próximos trimestres. Em qualquer caso, **as preocupações com o crescimento económico são baixas, razão pela qual acreditamos que o momento para o primeiro corte nas taxas de juro por parte da Fed ainda está muito distante**. O balanço financeiro das famílias e das empresas como um todo é bastante saudável e isto significaria que o processo de ajustamento do crescimento deste ciclo de políticas monetárias restritivas seria particularmente moderado.

As componentes mais resilientes da inflação mostram sinais de recuperação

Um mercado de trabalho surpreendentemente forte favorece maiores gastos por parte dos consumidores (e alimenta a inflação)

O excesso de poupança está-se a esgotar e os consumidores estão a substituí-la pelo crédito, que começa a mostrar sinais de deterioração

O trade-off entre controlo da inflação e abrandamento económico está a equilibrar-se é favorável a uma pausa monetária

O FOCO DA FED

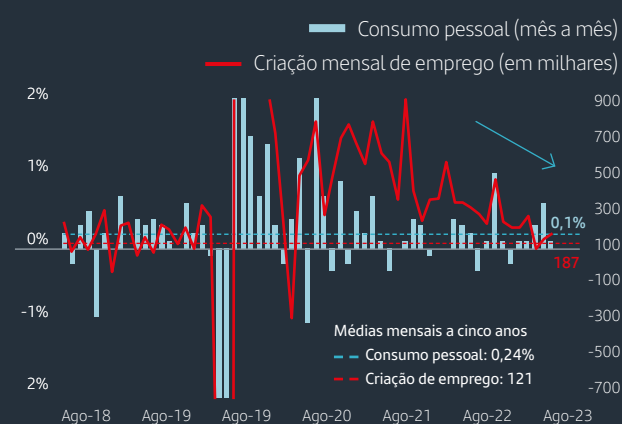
A criação de emprego está a tornar-se mais moderada, mas continua robusta e apoia o consumo

Crescimento

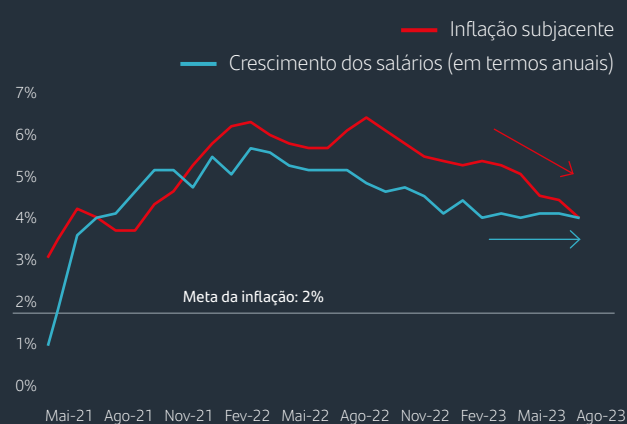


Inflação

A pressão salarial levanta dúvidas sobre a meta da inflação nos 2%



Fonte: Bloomberg. Dados do final de agosto de 2023.



Fonte: Bloomberg. Dados do final de agosto de 2023.

A Reserva Federal enfrenta um cenário em que a economia continua a demonstrar sinais de força apesar das elevadas taxas de juro.

01 Zona Euro: A inflação mantém-se rígida

O Banco Central Europeu (BCE) enfrenta uma preocupação maior do que os Estados Unidos no que se refere à inflação e à dinâmica de preços na Zona Euro. O gráfico da direita mostra um desfasamento significativo nas tendências deflacionárias, com especial preocupação na Alemanha. É por este motivo que o BCE aumentou a sua taxa de depósitos para um máximo histórico de 4% na reunião de Setembro de 2023, apesar dos sinais de que a política monetária restritiva esteja a afectar significativamente as condições financeiras. O BCE sinalizou que as taxas de juro atingiram um nível que, se for sustentado durante um período de tempo suficientemente longo, ajudará a inflação a regressar ao objectivo de 2% a médio prazo. O mercado mostra uma elevada probabilidade de que o aumento da taxa de juros de setembro possa ter sido o último deste ciclo e que o foco está agora na duração do período durante o qual as taxas directoras se irão manter elevadas.

A preocupação adicional do BCE é que a economia já está a apresentar sinais de abrandamento, como se pode ver no gráfico da esquerda. A maior procura por serviços versus bens (como resultado da dinâmica de normalização pós-pandemia) está a afetar negativamente a economia europeia devido à sua maior exposição ao setor da indústria transformadora. Isto é particularmente significativo no caso da economia alemã, que também está a sofrer com a menor dinâmica das exportações para a China. Os países do sul da Europa, onde o setor dos serviços tem maior peso, apresentam uma menor deterioração da atividade mas, de acordo com estimativas consensuais da Bloomberg, o crescimento na Zona Euro como um todo será extremamente baixo em 2023.

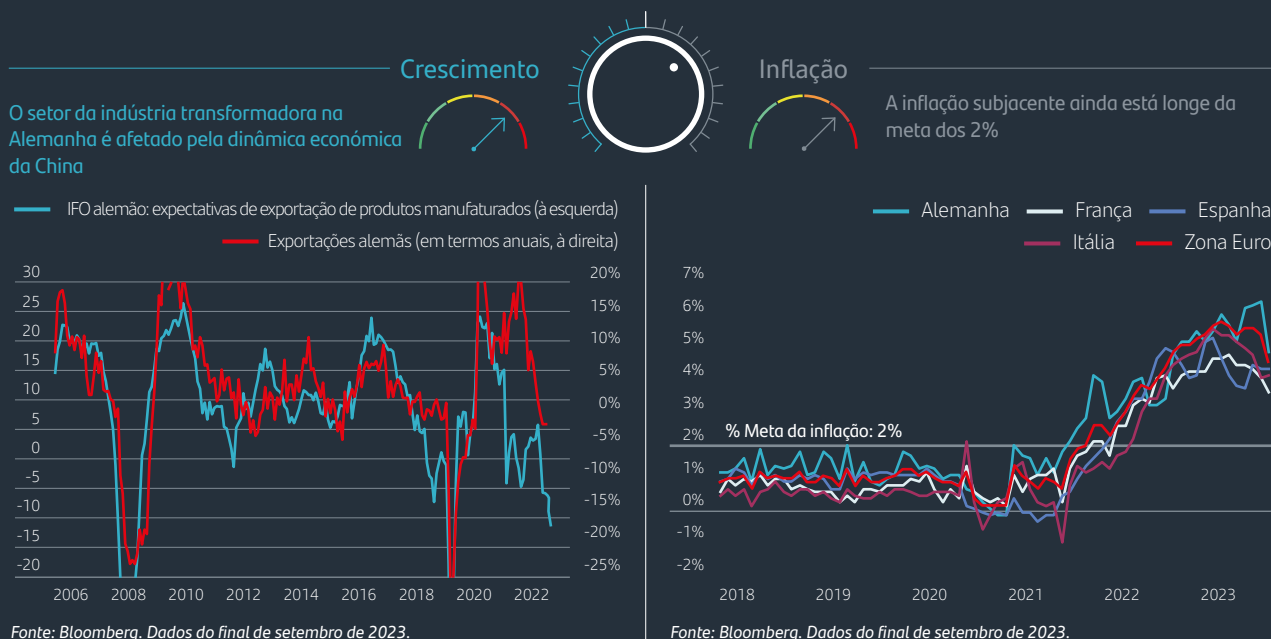
O BCE enfrenta um desafio particularmente difícil porque os aumentos das taxas tiveram um impacto sobre o crédito e sobre a actividade económica, mas até agora não conseguiram ter um efeito significativo sobre a inflação subjacente. Tanto a inflação como o crescimento são preocupantes e isto complica a política monetária. O foco tem de se manter na inflação, e os investidores e os agentes económicos estão a perceber as novas perspectivas monetárias em que cortes nas taxas são algo altamente improvável a curto prazo.

A inflação está a regressar ao seu objetivo mais lentamente do que nos EUA devido à guerra na Ucrânia e devido ao atraso com que o aumento das taxas se iniciou

A Alemanha, o principal motor da economia europeia, está a enfrentar dificuldades devido à dinâmica de crescimento mais lenta da China

O BCE enfrenta uma desaceleração económica e uma inflação que ainda não abrandou tanto quanto é desejável

O FOCO DO BANCO CENTRAL EUROPEU



O BCE provavelmente activou a pausa nos aumentos das taxas, mas a inflação não lhe permitirá considerar a redução das taxas a curto prazo, apesar do abrandamento da economia.

02 China: Dúvidas sobre o modelo económico

Ao contrário dos Estados Unidos, a China não cumpriu as expectativas em termos de crescimento em 2023. O anúncio do **fim da política de Covid-zero despertou grandes expectativas quanto ao ressurgimento do consumo, que acabou por não se concretizar**. A economia cresceu a uma taxa anualizada de apenas 3,2% no segundo trimestre (a meta do governo é de 5%), os preços da habitação enfraqueceram ainda mais e os promotores imobiliários continuam a ter sérios problemas financeiros devido ao excessivo endividamento. O governo chinês anunciou uma série de medidas de estímulo económico, mas que até agora não conseguiram surtir o efeito desejado. Além disso, as despesas dos consumidores, o investimento empresarial e as exportações estagnaram. **E por fim, enquanto uma grande parte do mundo se debate com taxas de inflação elevadas, a China está à beira da deflação.**

Alguns analistas sugerem que a China poderá entrar numa armadilha deflacionista tal como o Japão na década de 1990, e a sustentabilidade futura do modelo de crescimento impulsionado pelo investimento está a ser posta em causa. **A China deverá crescer perto de 5% este ano, mas o sentimento do mercado é de menor confiança na capacidade do governo conseguir redireccionar esse crescimento dependente do investimento** para um modelo baseado no consumo. A necessidade é clara porque, tal como se mostra no gráfico da esquerda, a dependência do investimento, especialmente no sector imobiliário, está a travar o crescimento.

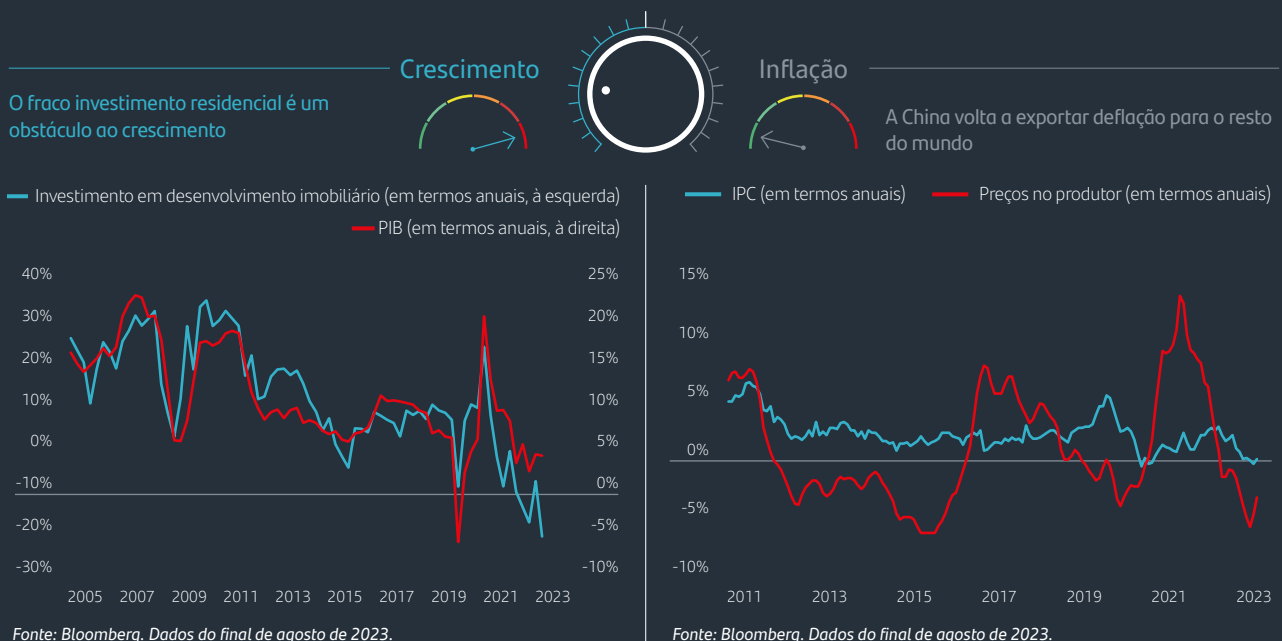
Os indicadores sublinham a necessidade do foco se centrar no crescimento, mas **até à data as medidas anunciadas não foram suficientemente fortes para travar a tendência negativa** e o mercado espera por um programa de estímulo orçamental mais ambicioso. O governo de Xi Jinping deu prioridade a outros objectivos (corrupção, igualdade, estabilidade financeira, geopolítica...) em detrimento do crescimento a curto prazo. Após três décadas de gestão bem sucedida do quadro macroeconómico, **as autoridades chinesas começam a mostrar dificuldades em adaptar o modelo de crescimento aos novos desafios e às novas realidades.**

Dúvidas sobre a eficácia das medidas do governo chinês para relançar o crescimento

O elevado endividamento das empresas e das autoridades a nível local dificulta a implementação de um estímulo massivo

O mercado continua a ter esperança de que ainda virá a ser aprovado um plano completo de estímulo económico

O FOCO DO BANCO POPULAR DA CHINA



O modelo de crescimento com base no investimento residencial está a perder dinamismo e os consumidores não investem devido a preocupações, entre outros factores, com as avaliações imobiliárias.

02 Economias emergentes, com exclusão da China: ciclo monetário maduro

Os países do bloco emergente, excluindo a China (e em particular os países latino-americanos), estão à frente das economias desenvolvidas no que diz respeito ao ciclo de política monetária. Por exemplo, o Banco Central do Brasil começou a aumentar as taxas em março de 2021, um ano antes do primeiro aumento das taxas de juro por parte da Reserva Federal dos Estados Unidos, e fê-lo de forma muito agressiva. Como se pode ver no gráfico da direita, ações como esta permitiram que **as taxas de juro reais passassem para terrenos muito restritivos** (com exceção da Polónia) e reduziram significativamente os níveis de inflação. No caso do México, a inflação passou para um valor moderado de 4,6% em agosto de 2023, quando estava em 9,1% em setembro de 2022, com uma taxa de juro oficial que se manteve nos 11,25% durante mais de seis meses. Isto representa um juro real (deduzida a inflação) de 6,6%, o que aguçou o apetite dos investidores estrangeiros e levou a uma **valorização de 10% do peso mexicano nos primeiros nove meses de 2023**.

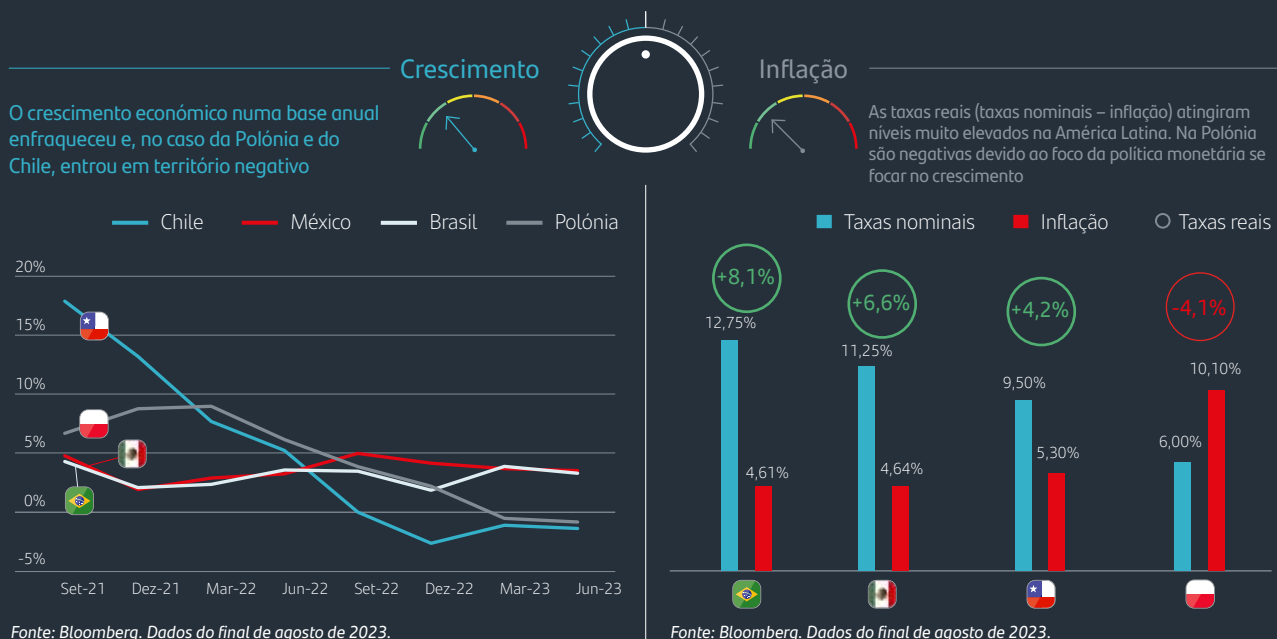
Este processo agressivo de subida das taxas está a prejudicar o crescimento, como se pode ver no gráfico do lado esquerdo. O controlo da inflação foi alcançado graças à intensidade e duração da política monetária restritiva, e **permitiu que as autoridades monetárias se concentrassem no crescimento**. No final de setembro, o Chile e o Brasil tinham reduzido as taxas em 100 e 175 pontos base, respectivamente. O Banco Nacional da Polónia (BNP) surpreendeu o mercado com um corte de 75 pontos base na taxa de juros, apesar dos poucos progressos no controlo da inflação (que se situa atualmente em 10,1% em termos anuais). A volatilidade do **złóti polaco** aumentou e a moeda desvalorizou-se, uma vez que o mercado interpretou que a autoridade monetária estaria a dar prioridade ao crescimento económico, e a ser mais permissiva e mais branda em relação à meta da inflação (2,5%). **A fraca dinâmica de crescimento dos principais parceiros comerciais (China e Alemanha) está a agravar os efeitos negativos da política monetária sobre o crescimento**. Os países onde os bancos centrais agiram com disciplina e reforçaram a sua credibilidade anti-inflacionista poderão beneficiar mais rapidamente de taxas de juro mais baixas e aliviar as pressões sobre o crescimento económico.

O Chile, o Brasil e, de forma surpreendente, a Polónia, já iniciaram o seu ciclo de redução das taxas de juro

As taxas de juros reais nas maiores economias latino-americanas estão em níveis elevados

O dinamismo económico mais lento de parceiros comerciais como a China e a Alemanha pode afectar o crescimento de outros mercados emergentes

O FOCO DOS BANCOS CENTRAIS DE OUTRAS ECONOMIAS EMERGENTES



Uma acção atempada para controlar a inflação através de subidas das taxas permite que estas economias emergentes mudem o seu foco para o crescimento.

03 Chegou a altura de travar as taxas de juro elevadas

O foco das preocupações acabará por mudar, numa sequência lógica, da inflação para o crescimento económico. Há muitas nuances, dependendo da área geográfica e da maturidade do processo de ajustamento das taxas, embora **globalmente observemos um maior risco de descida nas estimativas de crescimento do que nas projeções relacionadas com a inflação e as taxas de juro**. Mantemo-nos, portanto, cautelosos na repartição de recursos entre activos mais conservadores (muito sensíveis às taxas de juro) e activos de maior risco (mais sensíveis ao crescimento). Contrariamente ao contexto dos últimos anos, em que o investimento sem risco foi muito penalizado pelas baixas taxas de juro, **o trade-off risco/retorno neste momento favorece precisamente as opções de investimento de menor risco**. Os investidores já não são forçados a aumentarem o risco para obterem retornos reais positivos.

O nosso cenário central implica **condições monetárias e financeiras adversas para a dinâmica de crescimento, devido ao efeito retardado do aumento das taxas**. O debate centra-se no tipo de ajustamento do crescimento: uma "aterragem suave" (baixo crescimento sem recessão pronunciada e baixo desemprego), uma "aterragem dura" (recessão com desemprego crescente) ou "sem qualquer aterragem" (sem necessidade de ajustamento). O **cenário que consideramos mais provável é o de uma "aterragem longa", ou seja, de um período prolongado de crescimento abaixo do normal**, que garantiria o regresso da inflação a níveis à volta da meta dos 2%. Embora o abrandamento da economia esteja a ocorrer a velocidades diferentes em todo o mundo, a hipótese de um ajustamento económico moderado é apoiada pelo facto de os Estados Unidos estarem a demonstrar uma resiliência fora do comum em termos do crescimento.

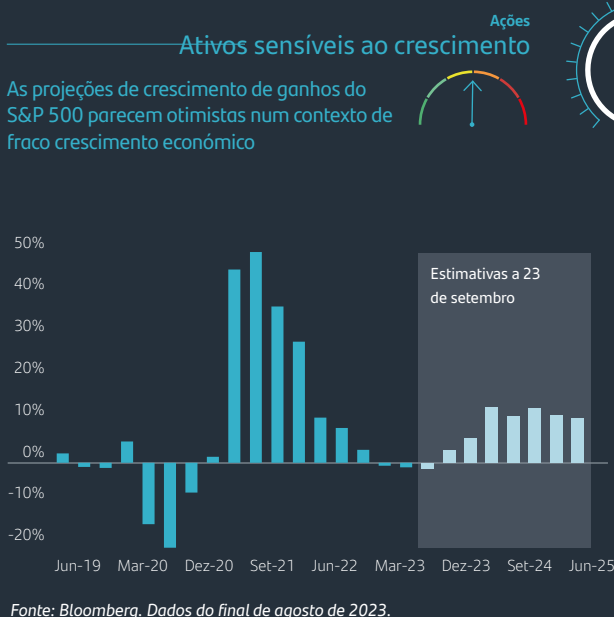
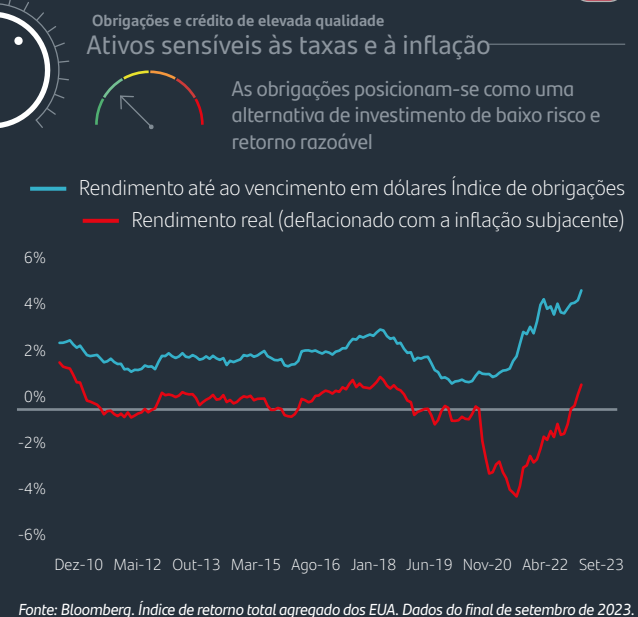
Tendo em conta o exposto, se analisarmos as **alternativas de investimento para um cliente com um perfil em dólares norte americanos**, podemos verificar no gráfico da esquerda que a atual conjuntura económica condiciona um **certo grau de cautela em relação a ativos com maior sensibilidade ao ciclo económico**. A projeção de crescimento dos ganhos do S&P 500 parece não considerar que o pior já passou e transmite um certo grau de otimismo, mas o mercado assume uma recuperação rápida que pode não acontecer dado o contexto de baixo crescimento que consideramos mais provável. O gráfico do lado direito mostra como o

O retorno dos ativos de baixo risco já não é penalizado por retornos reais negativos

O risco de um abrandamento diminuiu, mas não desapareceu, por isso continuamos a ser cautelosos no orçamento de risco

Quando se trata da distribuição de ativos, vemos maiores riscos nas expectativas de ativos sensíveis ao crescimento

DISTRIBUIÇÃO DE ATIVOS EM DÓLARES NORTE AMERICANOS



A resiliência fora do comum da economia dos Estados Unidos deve ser vista com cautela ao investir. Preferência por ativos de menor risco

rendimento até ao vencimento do índice de obrigações em dólares oferece rendimentos nominais (acima de 5%) nunca vistos nos últimos quinze anos. Além disso, a tendência descendente da inflação também permitiu que estes **rendimentos de obrigações** em termos reais (deduzida a inflação) **regressassem a terrenos positivos e voltassem a ser um investimento com um perfil de risco-retorno atractivo.**

Os gráficos abaixo ilustram um dilema semelhante para um investidor em **euros** em termos de distribuição de activos, com duas particularidades: **menor optimismo nas expectativas de crescimento e atraso na recuperação dos rendimentos reais positivos das obrigações devido à inflação persistente.** A otimização do trade-off risco-retorno para um investidor com os seus ativos em euros também favorece o **investimento em obrigações devido ao fraco crescimento esperado dos ganhos** e à elevada probabilidade de já termos assistido ao último aumento de taxas pelo BCE neste ciclo.

O actual contexto é de visibilidade limitada no que diz respeito à inflação e ao crescimento económico, mas ao mesmo tempo existem alternativas atrativas disponíveis para que os investidores obtenham rendimentos elevados e possam construir carteiras bastante diversificadas. **A preferência por obrigações num contexto global de baixo crescimento e de taxas de juro elevadas não deve levar os investidores a desviarem-se excessivamente do seu posicionamento estratégico em termos de investimento.** Os mercados financeiros emergentes e europeus podem não ser apoiados por um forte ambiente de crescimento dos ganhos, mas estão a negociar a níveis de avaliação abaixo das respetivas médias históricas. Quanto aos Estados Unidos, a sobrevalorização e o optimismo centram-se em algumas empresas com um denominador comum: exposição ao crescimento na inteligência artificial e liderança em plataformas tecnológicas globais. Os rendimentos elevados das obrigações também ajudam a mitigar o impacto da volatilidade da exposição aos mercados financeiros em carteiras diversificadas. **Acreditamos que existem oportunidades muito atrativas para otimizar o equilíbrio entre retorno e risco nas carteiras, diversificando em temas de inovação, produtos estruturados, investimentos alternativos e estilos de investimento.**

A mudança de níveis nas taxas de juro pode ser usada para aumentar a duração em posições obrigacionistas

As avaliações excessivas estão concentradas em algumas empresas que também são líderes globais em tecnologia

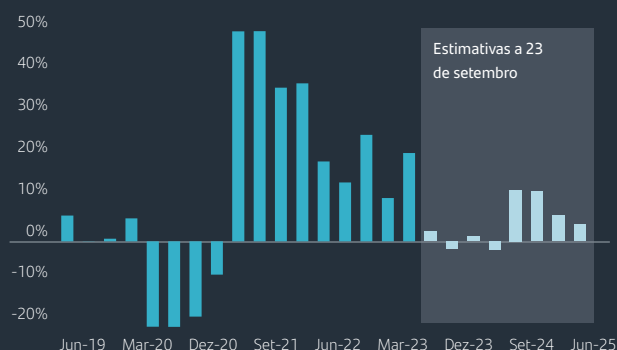
Os investidores têm acesso a um vasto leque de opções para construir carteiras diversificadas e equilibradas em termos de risco-retorno

DISTRIBUIÇÃO DE ATIVOS EM EUROS



Ativos sensíveis ao crescimento

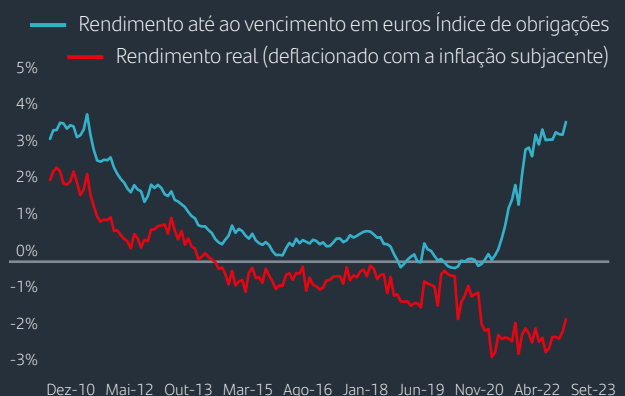
O perfil do crescimento esperado dos ganhos no mercado de ações europeu é menos otimista, assim como as expectativas de crescimento



Fonte: Bloomberg. Dados do final de agosto de 2023.

Obrigações e crédito de elevada qualidade Ativos sensíveis às taxas e à inflação

Contrariamente aos EUA, os rendimentos reais ainda não recuperaram



Fonte: Bloomberg. Índice de retorno total agregado em euros. Dados do final de setembro de 2023.

Preferência por investimentos em obrigações dada a fraca visibilidade em termos de crescimento versus inflação

Anexo: Quadros

Retornos dos principais ativos nos últimos 10 anos.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/09/2023

	Retorno							Retorno anualizado		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Acumula- do do Ano	3 anos	5 anos	10 anos
Curto Prazo (USD) ⁽¹⁾	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	3,8%	1,9%	1,7%	1,2%
Curto Prazo (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	2,3%	0,6%	0,2%	0,0%
Obrigações — Global ⁽³⁾	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	-2,2%	-6,9%	-1,6%	-0,4%
Obrigações (USD) ⁽⁴⁾	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	-1,2%	-5,3%	0,1%	1,1%
Soberano (USD) ⁽⁵⁾	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	0,3%	-3,2%	0,7%	0,8%
Empresas (USD) ⁽⁶⁾	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	0,0%	-5,0%	0,9%	2,2%
Elevado Rendimento (USD) ⁽⁷⁾	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	5,9%	1,9%	3,0%	4,2%
Obrigações (EUR) ⁽⁸⁾	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	0,6%	-6,5%	-2,1%	0,6%
Soberano (EUR) ⁽⁹⁾	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	-0,1%	-7,4%	-2,2%	0,7%
Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	2,5%	-3,7%	-1,0%	1,0%
Elevado Rendimento (EUR) ⁽¹¹⁾	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	6,8%	1,4%	1,7%	3,5%
Obrigações - Global Emergente (USD) ⁽¹²⁾	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	0,9%	-4,2%	0,2%	2,3%
LatAm (USD) ⁽¹³⁾	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	0,9%	-2,9%	-0,2%	2,0%
MSCI Global (USD)	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-19,5%	9,6%	6,5%	5,5%	6,3%
S&P 500 (USD)	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-19,4%	11,7%	8,7%	8,0%	9,7%
MSCI Europa (EUR)	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-11,9%	6,2%	8,1%	3,2%	3,6%
MSCI - Mercados Emergentes (USD)	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-22,4%	-0,4%	-3,8%	-1,9%	-0,5%
MSCI - Ásia Pac. ex-Japão (USD)	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	-0,4%	-1,4%	1,2%	3,3%
MSCI - América Latina (USD)	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-0,1%	8,1%	8,5%	-2,2%	-3,6%

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

Índices de ações.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/09/2023

		Variação			Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado			
		Último Preço	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	2022	Acumulado do Ano		1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	4.288		1.757		4.766	26,9%	-19,4%	11,7%		19,6%	8,7%	8,0%	9,8%
	DOW JONES INDUS.	33.508		15.546		36.338	18,7%	-8,8%	1,1%		16,6%	6,9%	4,8%	8,3%
	NASDAQ	13.219		3.920		15.645	21,4%	-33,1%	26,3%		25,0%	6,0%	10,4%	13,4%
Europa	Stoxx 50	3.920		2.701		4.054	22,8%	-4,4%	7,3%		17,6%	10,3%	5,0%	3,5%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.175		2.787		4.471	21,0%	-11,7%	10,0%		25,8%	9,1%	4,2%	3,7%
	Espanha (IBEX 35)	9.428		6.452		11.521	7,9%	-5,6%	14,6%		28,0%	12,0%	0,1%	0,3%
	França (CAC 40)	7.135		4.166		7.498	28,9%	-9,5%	10,2%		23,8%	13,9%	5,4%	5,6%
	Alemanha (DAX)	15.387		9.034		16.447	15,8%	-12,3%	10,5%		27,0%	6,3%	4,7%	6,0%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.608		5.577		7.876	14,3%	0,9%	2,1%		10,4%	8,9%	0,3%	1,6%
	Itália (MIB)	28.243		16.198		29.645	23,0%	-13,3%	19,1%		36,8%	14,0%	6,4%	4,9%
	Portugal (PSI 20)	6.090		3.945		7.608	13,7%	2,8%	6,4%		14,9%	14,7%	2,6%	0,2%
	Suíça (SMI)	10.964		7.808		12.876	20,3%	-16,7%	2,2%		6,8%	2,3%	3,8%	3,2%
América Latina	México (MEXBOL)	50.875		34.555		56.537	20,9%	-9,0%	5,0%		14,0%	11,1%	0,5%	2,4%
	Brasil (IBOVESPA)	116.565		40.406		126.802	-11,9%	4,7%	6,2%		5,9%	7,6%	8,0%	8,3%
	Argentina (MERVAL)	562.569		5.165		653.603	63,0%	142,0%	178,4%		304,4%	137,1%	75,8%	61,1%
	Chile (IPSA)	5.833		3.439		6.394	3,1%	22,1%	10,9%		14,1%	17,9%	2,0%	4,3%
Ásia	Japão (NIKKEI)	31.858		14.304		33.189	4,9%	-9,4%	22,1%		22,8%	10,6%	5,7%	8,2%
	Hong Kong (HANG SENG)	17.810		14.687		32.887	-14,1%	-15,5%	-10,0%		3,4%	-8,5%	-8,5%	-2,5%
	Coreia do Sul (KOSPI)	2.465		1.755		3.297	3,6%	-24,9%	10,2%		14,4%	1,9%	1,0%	2,1%
	Índia (Sensex)	65.828		20.514		66.528	22,0%	4,4%	8,2%		14,6%	20,1%	12,7%	13,0%
	China (CSI)	3.690		2.146		5.352	-5,2%	-21,6%	-4,7%		-3,0%	-7,0%	1,4%	4,4%
Mundo	MSCI Global	2.853		1.547		3.232	20,1%	-19,5%	9,6%		20,0%	6,5%	5,5%	6,3%

Ações por fator e por setor.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/09/2023

Dados de 30/09/2023		Variação		Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado				Rácios	
	Último Preço	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	2022	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Co-taço de Divi-Lucro)	Rend-mento de Divi-dendos	
Fator	MSCI Global	2.853		1.547		3.232	20,1%	-19,5%	9,6%	20,0%	6,5%	5,5%	6,3%	17,42	2,10
	MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	1.334		978		1.447	12,6%	-7,4%	-0,4%	13,4%	5,0%	1,8%	2,6%	13,15	3,73
	MSCI - Dinâmica Global	3.207		1.336		3.978	14,6%	-17,8%	-0,3%	12,6%	1,5%	5,4%	9,5%	18,38	1,71
	MSCI - Qualidade Global	3.716		1.314		4.058	25,7%	-22,2%	17,7%	29,7%	8,5%	10,6%	11,4%	22,08	1,64
	MSCI - Volatilidade Mínima Global	4.296		2.202		4.730	14,3%	-9,8%	0,7%	10,7%	3,3%	4,0%	7,0%	17,01	2,66
	MSCI — Valor Mundial	11.279		6.429		11.937	21,9%	-6,5%	2,0%	17,1%	10,5%	4,4%	5,8%	12,85	3,37
	MSCI — Pequena Capitalização Global	582		318		705	15,8%	-18,8%	2,9%	14,0%	6,3%	3,1%	6,3%	17,44	2,33
	MSCI — Crescimento Global	8.294		3.189		9.693	21,2%	-29,2%	20,9%	26,6%	5,4%	9,4%	10,4%	26,11	0,92
Setor	Energia	479		164		479	40,1%	46,0%	6,9%	27,8%	37,1%	4,1%	2,4%	10,21	4,05
	Materiais	522		229		590	16,3%	-10,7%	1,9%	17,3%	6,3%	5,7%	5,4%	15,10	3,19
	Industriais	479		238		520	16,6%	-13,2%	8,2%	17,9%	5,1%	3,9%	6,5%	18,27	2,04
	Consumo Discrecional	481		210		595	17,9%	-33,4%	21,5%	-2,4%	-2,9%	3,0%	6,9%	19,87	1,41
	Bens de Primeira Necessidade	424		241		470	13,1%	-6,1%	-2,8%	11,7%	4,3%	5,5%	6,2%	18,65	2,87
	Cuidados de Saúde	480		205		518	19,8%	-5,4%	-2,0%	13,1%	6,9%	7,5%	9,5%	18,98	1,82
	Financeiros	237		125		263	27,9%	-10,2%	2,6%	15,9%	12,7%	3,8%	5,6%	11,40	3,08
	Tecnologias de Informação	616		126		682	29,8%	-30,8%	30,4%	5,1%	0,7%	9,4%	14,6%	28,48	0,88
	Imobiliário	363		269		517	28,7%	-25,1%	-6,2%	5,6%	1,6%	1,4%	3,5%	23,97	3,98
	Serviços de Comunicações	169		106		220	14,4%	-36,9%	31,4%	0,4%	-5,8%	1,0%	2,3%	18,54	1,24
	Água, Gás, Eletricidade	283		175		331	9,8%	-4,7%	-9,3%	11,0%	4,7%	6,2%	6,1%	13,84	4,20

Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/09/2023

Dados de 30/09/2023

		10 anos										Curva de rendimen- tos
		Taxa de juro			Variação	Últimos 10 anos						
Classi- ficação (S&P)	Banco C.*	2 anos	10 anos	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevada	Mês	Acu- mula- do do Ano anuais	Em ter- mos 10-2 anos		
Desenvolvido												
EUA	AA+	5,50%	5,04%	4,57%		0,53%		4,67%	0	306	52	-0,47
Alemanha	AAA	4,00%	3,20%	2,84%		-0,70%		2,90%	0	302	70	-0,36
França	AA	4,00%	3,51%	3,40%		-0,40%		3,46%	0	320	72	-0,11
Itália	BBB	4,00%	4,02%	4,78%		0,54%		4,80%	0	361	48	0,77
Espanha	A	4,00%	3,61%	3,93%		0,05%		4,15%	0	337	71	0,33
Reino Unido	AA	5,25%	4,90%	4,44%		0,10%		4,52%	0	347	92	-0,47
Grécia	BB+	4,00%	n.d.	4,36%		0,61%		15,42%	0	302	-26	n.d.
Portugal	BBB+	4,00%	3,24%	3,60%		0,03%		6,13%	0	314	46	0,36
Suíça	AAA	1,75%	1,20%	1,06%		-1,05%		1,58%	0	121	-6	-0,14
Japão	A+	-0,10%	0,05%	0,77%		-0,27%		0,77%	0	69	52	0,72
Mercados Emergentes												
Brasil	BB-	12,75%	10,64%	11,65%		6,49%		16,51%	0	81	-22	1,01
México	BBB	11,25%	10,64%	9,88%		5,24%		9,94%	0	231	3	-0,76
Chile	A	9,50%	6,74%	6,34%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC-	118,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	13,25%	10,52%	11,78%		5,39%		13,79%	0	359	n.d.	1,26
Turquia	B	30,00%	27,81%	n.d.		6,98%		25,52%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Polónia	A-	6,00%	5,02%	5,91%		1,16%		8,37%	0	224	-245	0,90
China	A+	2,46%	2,22%	2,67%		2,51%		4,58%	0	-10	3	0,45
Índia	BBB-	6,50%	7,14%	7,21%		5,84%		8,86%	0	76	-23	0,07

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

Moedas.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/09/2023

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno	Retorno anualizado			
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUR / USD	1,0573		0,98		1,39	-1,2%	7,9%	-3,4%	-1,8%	-2,4%
EUR / GBP	0,87		0,70		0,92	2,2%	-1,2%	-1,7%	-0,5%	0,4%
EUR / CHF	0,97		0,96		1,23	2,3%	0,0%	3,7%	3,3%	2,4%
EUR / JPY	158		114		158	12,5%	-10,2%	-7,7%	-3,5%	-1,7%
EUR / PLN	4,62		4,04		4,86	1,3%	5,0%	-0,7%	-1,5%	-0,9%
GBP / USD	1,22		1,12		1,71	1,0%	9,2%	-1,8%	-1,3%	-2,8%
USD / CHF	0,92		0,87		1,03	1,0%	7,8%	0,2%	1,4%	-0,1%
USD / JPY	149		98		149	-12,2%	-3,1%	-10,9%	-5,3%	-4,1%
USD / MXN	17,42		12,86		24,17	11,9%	15,6%	8,8%	1,4%	-2,8%
USD / ARS	350,00		5,91		350,01	-49,4%	-57,9%	-39,9%	-34,8%	-33,6%
USD / CLP	892		507		969	-4,5%	8,7%	-4,1%	-5,9%	-5,5%
USD / BRL	5,03		2,21		5,75	4,9%	7,6%	3,8%	-4,3%	-7,9%
USD / COP	4,068		1,877		4,940	19,3%	13,3%	-1,5%	-6,1%	-7,3%
USD / CNY	7,30		6,05		7,31	-5,5%	-2,5%	-2,3%	-1,2%	-1,7%
EUR / SEK	11,55		8,81		11,88	-3,4%	-5,9%	-3,0%	-2,2%	-2,8%
EUR / NOK	11,32		8,07		11,85	-7,2%	-5,7%	-0,8%	-3,5%	-3,2%

Commodities.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/09/2023

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno		Acumulado do Ano	Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	2022		3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	96,3		18		124	49,2%	5,5%	18,4%	32,7%	5,6%	-3,2%
Petróleo Bruto (W. Texas)	90,8		19		115	58,7%	4,2%	13,1%	32,2%	7,4%	-3,9%
Ouro	1.848,1		1,060		1,999	-3,5%	-0,1%	1,2%	-0,8%	15,8%	11,7%
Cobre	8.270,5		4,561		10.375	25,2%	-13,9%	-1,2%	7,9%	9,7%	4,2%
Índice CRB	284,5		117		317	38,5%	19,5%	2,4%	24,7%	13,4%	-0,1%
Gás Natural (EUA)	2,9		2		6	34,1%	36,0%	-34,7%	5,9%	3,1%	-21,4%
Gás Natural (Europa)	41,9		15		176	119,7%	144,3%	-49,9%	38,1%	29,6%	n.d.

"Tabela periódica" de rentabilidade dos ativos.

		Retornos do Ano Civil											
Classe de Ativos	Índice de Referência	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	
Ações dos EUA	S&P 500 TR	54,4% Ações do Japão	71,3% Governo da Zona Euro	12,1% Ações do Japão	14,8% Elevado Rendimento Global	37,3% Ações de Mercados Emergentes	3,3% Governo de Espanha	0,3% Ações dos EUA	18,4% Ações dos EUA	38,5% Commodities	22,0% Commodities	25,7% Ações do Japão	
Ações do Japão	TR Topix	32,4% Ações dos EUA	61,3% Governo de Espanha	6,4% Ações da Europa	12,0% Ações dos EUA	22,4% Ações Globais	0,1% Governo da Zona Euro	0,3% Ações da Europa	18,3% Ações de Mercados Emergentes	28,7% Ações dos EUA	0,1% Liquidez	18,3% Ações de Espanha	
Ações de Espanha	TR Ibex35	27,8% Ações de Espanha	13,7% Ações dos EUA	1,4% Ações dos EUA	11,2% Ações de Mercados Emergentes	22,2% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	0,3% Ações Globais	0,2% Ações Globais	23,2% Ações da Europa	-2,0% Ações de Espanha	13,1% Ações dos EUA	
Titulos de Mercados Emergentes	MSCI ME TR	26,7% Ações Globais	10,3% Ações do Japão	-0,1% Liquidez	9,7% Commodities	21,8% Ações dos EUA	-1,2% GI da Europa	0,2% Ações de Mercados Emergentes	8,0% Elevado Rendimento Global	21,8% Ações Globais	-2,5% Ações do Japão	12,8% Ações da Europa	
Ações da Europa	TR Eurostoxx50	21,5% Ações da Europa	8,6% Ações de Espanha	-0,5% GI da Europa	7,5% Ações Globais	11,3% Ações de Espanha	-3,3% Elevado Rendimento Global	0,2% Ações do Japão	0,1% Ações do Japão	12,7% Ações do Japão	-9,5% Ações da Europa	11,1% Ações Globais	
Commodities	RB TR Commodities	21,1% Governo de Espanha	8,3% GI da Europa	-0,8% Ações Globais	6,6% Governo da Zona Euro	10,2% Elevado Rendimento Global	-4,4% Ações dos EUA	0,2% Ações de Espanha	6,4% Governo da Zona Euro	10,8% Ações de Espanha	-13,2% Elevado Rendimento Global	6,4% Commodities	
Titulos Globais	MSCI TR Global	8,0% Elevado Rendimento Global	4,9% Ações Globais	-3,6% Ações de Espanha	5,7% Governo de Espanha	9,2% Ações da Europa	-8,7% Ações Globais	0,1% Elevado Rendimento Global	4,4% Governo de Espanha	1,4% Elevado Rendimento Global	-14,4% GI da Europa	5,4% Elevado Rendimento Global	
GI da Europa	TR ERL0	2,4% GI da Europa	4,0% Ações da Europa	-4,2% Elevado Rendimento Global	4,8% GI da Europa	2,5% GI da Europa	-10,7% Commodities	0,1% Commodities	2,7% GI da Europa	-0,5% Liquidez	-17,7% Governo de Espanha	2,3% Liquidez	
Liquidez EUR	TR Eonia	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Governo de Espanha	3,7% Ações da Europa	1,7% Governo de Espanha	-11,5% Ações de Espanha	0,1% Governo de Espanha	-0,5% Liquidez	-1,1% GI da Europa	-17,8% Governo da Zona Euro	2,3% GI da Europa	
Elevado Rendimento Global	TR HW00	-2,6% Ações de Mercados Emergentes	-0,1% Elevado Rendimento Global	-16,3% Governo da Zona Euro	2,6% Ações de Espanha	1,7% Commodities	-12,0% Ações da Europa	0,1% Governo da Zona Euro	-3,2% Ações da Europa	-2,5% Ações de Mercados Emergentes	-18,1% Ações dos EUA	1,80% Ações de Mercados Emergentes	
Governo de Espanha	ESPAÑHA 10 ANOS	-5,0% Commodities	-2,2% Ações de Mercados Emergentes	-14,9% Ações de Mercados Emergentes	0,6% Ações do Japão	-0,2% Governo da Zona Euro	-14,6% Ações de Mercados Emergentes	0,1% GI da Europa	-0,1% Commodities	-2,7% Governo da Zona Euro	-18,1% Ações Globais	-0,2% Governo de Espanha	
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-46,6% Governo da Zona Euro	-17,9% Commodities	-23,4% Commodities	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% Ações do Japão	0,0% Liquidez	-0,1% Ações de Espanha	-3,1% Governo de Espanha	-20,09% Ações de Mercados Emergentes	-0,8% Governo da Zona Euro	

* Dados a partir de 30/09/2023

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

Equipa Global.

Estratégia de Investimento.

Santander Private Banking.



 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CEFA, CIIA

 Felipe Arrizubieta

 Kevin Esteban Iglesias

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 Michelle Chan

 Jorge Suarez, CFA

 Olivia Estrugo

 Christian Pieck

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Míriam Thaler

 Dolores Ybarra

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

Aviso Legal:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão de Gestão de Património e Seguros do Santander ("WMI"), uma unidade de negócios global do Banco Santander S. A. (A WMI, juntamente com o Banco Santander, S. A. e as respetivas afiliadas, serão doravante denominados simplesmente como "Santander"). Este relatório contém previsões económicas e informações recolhidas de várias fontes, incluindo de terceiros. Embora todas essas fontes sejam consideradas dignas de crédito, a precisão, integridade ou atualização dessas informações não estão garantidas, seja implícita ou explicitamente, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Quaisquer opiniões contidas neste relatório não podem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir ou ser, de alguma forma, inconsistentes com as opiniões expressas, verbalmente ou por escrito, com os conselhos ou as decisões de investimento de outras áreas do Santander.

Este relatório não se destina a ser e não deve ser interpretado tendo em vista um objetivo de investimento específico. Este relatório foi publicado apenas com fins informativos e não constitui um conselho de investimento, ou uma oferta ou solicitação para se comprarem ou venderem ativos, serviços, contratos financeiros ou outro tipo de contratos, ou outros produtos de investimento seja de que tipo forem (coletivamente designados como os "Ativos Financeiros"), e não deve ser tido como a única base para avaliar ou apreciar Ativos Financeiros. De igual forma, a disponibilização deste relatório a um cliente, ou a uma entidade terceira, não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimento.

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

Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de um Ativo Financeiro

específico, os Ativos Financeiros não são, e não serão, assegurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo pela Federal Deposit Insurance Corporation. E não constituem uma obrigação ou garantia do Santander e podem estar sujeitos a riscos de investimento, incluindo, entre outros, a riscos de mercado e de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e contraparte, riscos de liquidez e à possível perda do capital investido. Em relação aos Ativos Financeiros, recomenda-se aos investidores que abordem os seus consultores financeiros, jurídicos, fiscais e outros consultores que considerem necessários para determinar se os Ativos Financeiros são adequados com base nas circunstâncias particulares e na situação financeira de tais investidores. O Santander, os seus administradores, diretores, advogados, colaboradores ou agentes não assumem qualquer responsabilidade de qualquer tipo por quaisquer perdas ou danos relacionados com ou decorrentes do uso ou de se confiar na totalidade ou em qualquer parte do conteúdo deste relatório.

Num dado momento, o Santander (ou os seus colaboradores) pode ter a sua posição alinhada ou ser contrária 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 a um emissor de Ativos Financeiros relevantes ou a uma empresa ligada a um emissor dos mesmos.

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

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



Levando a sua riqueza mais longe

www.santanderprivatebanking.com

  @santanderpb