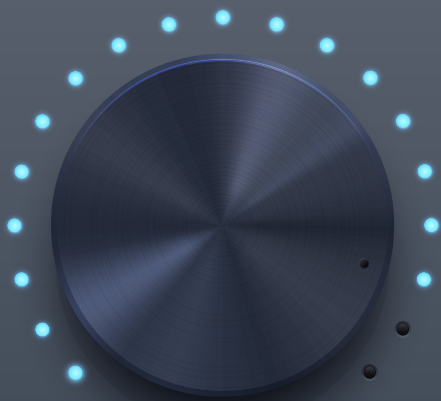




Abril de 2023

# Perspetivas trimestrais

## Calibração final: A pausa está próxima

Estamos a aproximar-nos do momento esperado em que os bancos centrais irão apertar o botão de pausa num dos ciclos de aumento da taxa de juro mais rápidos e mais acentuados da história recente. A fase atual de calibração da política monetária é particularmente complexa. Os bancos centrais enfrentam um desafio importante no que toca às suas decisões futuras, uma vez que têm de gerir a confluência de três fatores: uma inflação persistente, tensões de liquidez no sistema financeiro e efeitos desfasados dos aumentos dos juros sobre a economia.

A atividade económica tem estado mais forte do que o esperado no primeiro trimestre do ano, tanto nos Estados Unidos como na Europa. A criação robusta de empregos continuou a suportar o consumo privado. No entanto, já se verificam sinais de debilidade em alguns dos principais indicadores económicos e esperamos uma deterioração significativa das condições de crédito nos próximos trimestres. O contexto económico atual, aliado à valorização dos ativos, exigem alguma cautela a nível dos ativos de risco. A *yield* voltou aos títulos de elevada qualidade creditícia e às obrigações do governo que oferecem um valor atrativo comparativamente com as ações.

# Calibrar o ajustamento final da taxa

## 01 A pausa da política monetária está próxima

Após um dos processos de política monetária restritiva mais dramáticos da história, aproximamo-nos de um momento de pausa na subida das taxas de juro. Os bancos centrais estão prestes a entrar numa fase de calibração da política monetária, que é altamente complexa devido à inflação subjacente persistentemente elevada. Embora seja verdade que o pico da inflação global já ficou para trás nos EUA e na Zona Euro, esta melhoria está longe de ser geral. A inflação nos serviços e nos alimentos ainda não atingiu o pico. Nos EUA, o mercado de trabalho continua robusto e o elevado número de vagas por preencher mantém uma pressão ascendente sobre a inflação nos serviços. Os recentes surtos de instabilidade no sistema financeiro acrescentam ainda mais complexidade ao plano dos bancos centrais.

## 02 Não há mudanças sem desaceleração

O consenso do mercado esperava uma certa fraqueza económica nos primeiros meses de 2023, mas a grande maioria dos dados económicos têm sido surpreendentemente resilientes. A reabertura da economia chinesa, a ausência de problemas no fornecimento de energia à Europa e a resiliência do consumo nos Estados Unidos, têm permitido aos bancos centrais manter o ritmo da subida dos juros. Esperamos uma viragem nos próximos meses, uma vez que o consumo das famílias pode perder força e os efeitos das restrições ao crédito podem afetar as decisões de investimento. Acreditamos que a mudança só será anunciada quando a inflação nos serviços moderar e os sinais de enfraquecimento do crescimento económico se tornarem evidentes.

## 03 Por fim as obrigações estão a proporcionar “rendimento”

As nossas projeções de crescimento e inflação prevêem um contexto que favorece uma sobreponderação em obrigações de melhor qualidade sobre os ativos mais sensíveis ao ciclo económico (obrigações de **high yield** e ações). Uma análise aos níveis atuais de valorização em relação ao passado reforça a preferência pelas obrigações, depois dos investidores terem passado anos sem conseguirem **yields** atrativas.

## 01 Calibrar o ajustamento final da taxa

No nosso Relatório Anual de Mercado divulgado em novembro de 2022 ("O Grande Reajustamento das Taxas de Juro"), definimos um plano com três pilares em relação à evolução dos mercados em 2023. O primeiro estava ligado ao pico dos dados da inflação, que iria permitir aos bancos centrais fazer uma pausa nos aumentos das taxas de juro e avaliar os efeitos sobre a economia. **Consideramos que estamos a chegar à fase final dos aumentos das taxas de juro, em que as decisões de política monetária têm de ser bem calibradas para se conseguir chegar à estabilidade de preços e financeira.**

Como se pode ver no gráfico abaixo, **as taxas de juro dos títulos do Tesouro dos EUA a 2 anos começaram a mover-se lateralmente** ao longo dos últimos três meses após o grande ajustamento em alta em 2022. Embora a volatilidade da taxa persista, **prevemos uma diminuição do risco de novos grandes movimentos ascendentes da taxa.** As taxas de juro globais (com exceção do Japão) já se encontram em níveis muito acima das taxas neutras e irão conter lentamente o crescimento. Este nível de política restritiva deve ser suficiente para mitigar as tensões sobre os preços.

**A magnitude da política monetária restritiva implementada no ano passado está já a causar tensões de liquidez e alguns episódios preocupantes de instabilidade financeira.** As recentes falências de instituições financeiras nos Estados Unidos (**Silicon Valley Bank**, **Signature Bank** e **Silvertgate Bank**) foram causadas por problemas de liquidez após levantamentos significativos de depósitos e preocupações com perdas não realizadas nas suas carteiras de obrigações do governo. Na Europa, o **Credit Suisse** foi forçado a aceitar uma integração no **UBS**, num contexto de contínuos problemas regulamentares e crescente desconfiança de parte dos clientes. Embora os problemas dos bancos que passaram por **stress** de liquidez sejam de natureza idiossincrática, acreditamos que **o contexto de maior fragilidade financeira irá contribuir para aumentarem as dúvidas entre as autoridades monetárias sobre a magnitude de restrições necessárias a nível das taxas de juro** para se equilibrar a economia sem comprometer a estabilidade do sistema.

Os mercados começam a antecipar uma mudança de sentido no movimento das taxas de juro e as **yields** na extremidade curta da curva estão a deslocar-se para o lado. **A elevada volatilidade e a incerteza sobre contexto das taxas de juro ainda persistem, mas o movimento do mercado já não é claramente num só sentido.** A nossa estratégia é no sentido de se aumentar a duração, à medida que se aproxima o fim do ciclo de políticas restritivas da FED.

A maior subida das taxas de juro desde a década de 1980 está a chegar à fase de calibração final

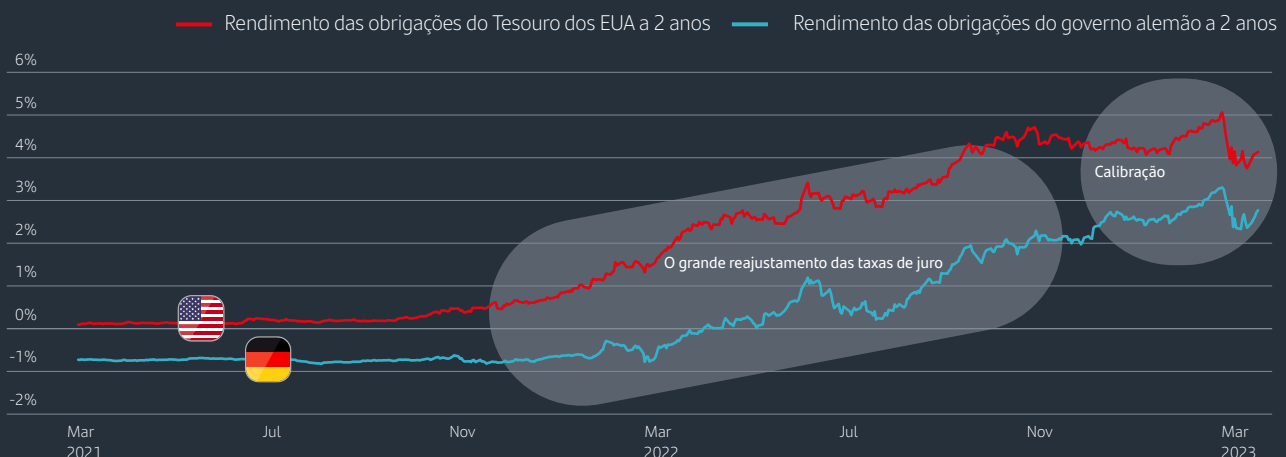
Os membros da FED estão a questionar a necessidade de se aumentarem ainda mais as taxas, uma vez que as taxas de juro já estão muito elevadas e estão a começar a prejudicar o sistema financeiro

Não antevemos que a economia global esteja à beira de outra crise financeira, uma vez que os bancos estão muito mais capitalizados do que em 2008

### Chegou a hora da calibração, uma vez que o mercado dúvida que a política monetária restritiva seja suficiente

Fonte: Bloomberg. Dados até 23/03/2023

A variação das taxas de juro continua a estar controlada e o risco de novos aumentos parece ser limitado



## O foco da inflação muda para os serviços

As declarações das principais autoridades monetárias têm sido unânimes na sua determinação em mitigar as pressões inflacionistas, para assim restaurarem a confiança de que as taxas de inflação irão cair para os níveis desejados. **Nos próximos meses, o principal problema que os bancos centrais irão enfrentar é o desfasamento com que o impacto das ações de política monetária se manifesta na economia.** Os modelos econométricos, os principais indicadores e os ciclos de aumentos anteriores dos juros, sugerem que o ajustamento que já foi feito deve ser suficiente. No entanto, **os dados sobre a inflação ainda não validaram se a tarefa de reduzir as pressões sobre os preços está praticamente concluída ou não.**

Os gráficos abaixo mostram uma clara tendência para uma queda da inflação global tanto nos Estados Unidos como na Zona Euro. No entanto, ao analisar a desagregação por componentes, nota-se que esta melhoria não está a acontecer de forma generalizada, e assenta sobretudo em pressões descendentes sobre os preços das mercadorias e da energia. Olhando mais de perto para as estatísticas da **inflação nos Estados Unidos**, observa-se uma **preocupante tendência ascendente em relação à inflação nos serviços**. No entanto, um componente significativo do aumento da inflação nos serviços está ligado à habitação, que é medida nos EUA através do inquérito **Owner Equivalent Rent** (OER). O OER é efetivamente a renda de que o proprietário está a abdicar por morar na sua própria casa em vez de a arrendar. É influenciado pelos preços das casas, mas a metodologia tende a andar um ano atrás dos movimentos dos preços das casas a nível de todo o país. **O mercado imobiliário está a abrandar, mas irá demorar algum tempo até que esse movimento apareça nas estatísticas da inflação.**

Quanto à **inflação na Zona Euro**, deve-se considerar o efeito desfasado de uma segunda vaga de pressões sobre os preços decorrente da invasão da Ucrânia. Esse acontecimento provocou pressões adicionais sobre os preços da energia e dos alimentos, o que explica porque é que a desinflação é bastante mais incipiente quando comparada com o que se passa nos Estados Unidos. **O Banco Central Europeu está focado na evolução da inflação subjacente e, em particular, na inflação nos serviços e nos bens alimentares.**

As mensagens recentes dos bancos centrais **ainda são bastante radicais devido à persistência de pressões inflacionistas nos componentes mais resistentes da inflação (os componentes em que os preços não se ajustam rapidamente às mudanças na oferta e na procura).** Consideramos altamente improvável que as autoridades monetárias apresentem qualquer mensagem de flexibilização monetária enquanto não houver um ponto de inflexão claro nos componentes onde a inflação é mais difícil de erradicar.

As autoridades monetárias estão determinadas em manter a credibilidade, através do controlo da inflação

As novas projeções de taxa de juros da FED revelam um forte consenso à volta de uma taxa máxima entre o intervalo de 5,0% a 5,25%

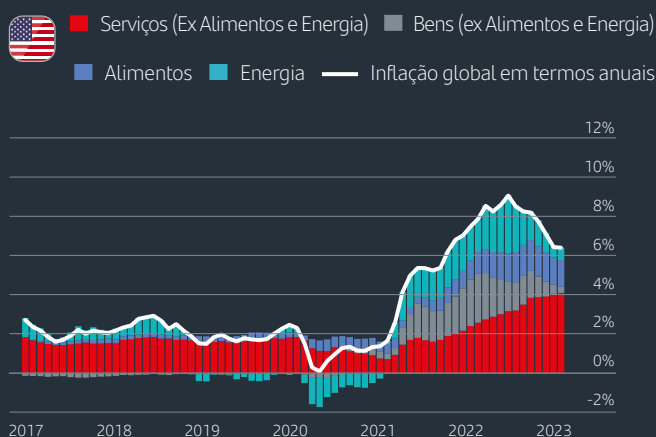
A tendência descendente da inflação está a entrar numa fase complexa devido à persistência das pressões de preços na componente dos serviços

### O "último quilómetro" da inflação é o mais complicado: as taxas de inflação subjacente são resilientes.

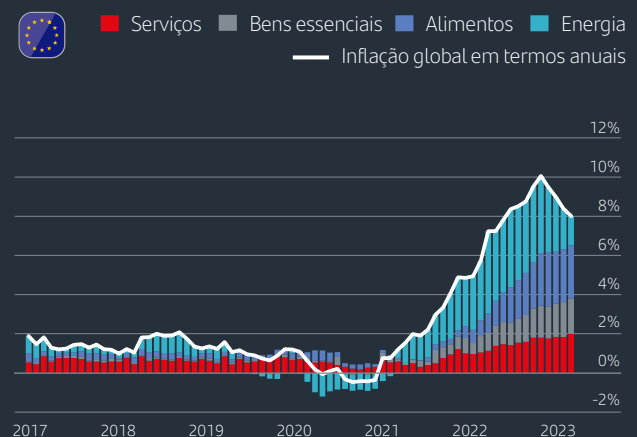
Fonte: Bloomberg. Dados até 06/03/2023

A inflação nos serviços continua em alta. Atingir a meta vai exigir mais tempo

Inflação nos EUA



Inflação na Zona Euro



## Não há sinais de abrandamento do mercado do trabalho

Os membros da FED enfrentam o dilema de interromper os aumentos das taxas de juro, quando ainda sentem que há trabalho a ser feito para trazerem os níveis da inflação de volta para a meta dos 2%. O canal de transmissão das taxas de juro mais elevadas para um crescimento económico mais fraco e, consequentemente, para uma inflação mais baixa é caracterizado por longos desfasamentos. **A principal preocupação reside nos potenciais efeitos de segunda ordem resultantes de pressões salariais ascendentes num contexto de escassez de mão-de-obra.** Na Europa, a pressão no mercado de trabalho é mais baixa, embora o Reino Unido e a Alemanha partilhem algumas semelhanças com a economia dos EUA.

O gráfico abaixo mostra a **magnitude do desequilíbrio entre oferta e procura no mercado de trabalho dos Estados Unidos**. De acordo com dados da Agência de Estatísticas do Trabalho dos EUA, havia 160,1 milhões de americanos empregados no final de janeiro de 2023 e 10,8 milhões de vagas de emprego não preenchidas. A procura total de trabalho na economia é a soma do número de pessoas com emprego mais as vagas em aberto. Por outro lado, a oferta total de trabalho é a soma do número de pessoas com emprego mais as desempregadas ativamente à procura de emprego. O atual nível de procura supera a oferta total de empregos em mais de 5 milhões — ou seja, há dois empregos disponíveis para cada pessoa desempregada — o que implica um nível de pressão sem precedentes nas últimas décadas a nível do mercado de trabalho. A Reserva Federal está preocupada com o facto de que a **política monetária restritiva seguida até agora tem sido ineficaz em abrandar a atividade económica e a reequilibrar o mercado de trabalho com um elevado excesso de procura de mão de obra.**

Estamos a entrar numa fase de enorme complexidade na tarefa de calibrar a política monetária, devido à persistência de pressões salariais e de tensões de preços no setor dos serviços. **Consideramos que o espaço de manobra dos bancos centrais é muito limitado, até que haja algum ajustamento no mercado de trabalho, que resulte numa clara mudança a nível dos aumentos salariais e nos dados sobre a inflação subjacente.** A mensagem dos comunicados dos bancos centrais começa a sugerir que seria aconselhável interromper o movimento de subida das taxas de juro, após o intenso exercício de políticas monetárias restritivas que tem vindo a ser feito. Ao mesmo tempo, as autoridades monetárias estão conscientes de que a sua credibilidade como guardiãs da estabilidade de preços está em risco. **Nesta fase final de calibração, o risco de subidas adicionais nas taxas de juro está a tornar-se bastante limitado, mas ainda é cedo para se considerar que a tarefa de controlar as fontes das pressões inflacionistas está concluída.** O mercado começa a vislumbrar o fim da política restritiva sobre as taxas de juro, mas tem dúvidas sobre o custo económico de se atingir o equilíbrio em termos de estabilidade monetária.

O risco de uma espiral de aumento de salários continua a ser uma preocupação significativa para os bancos centrais

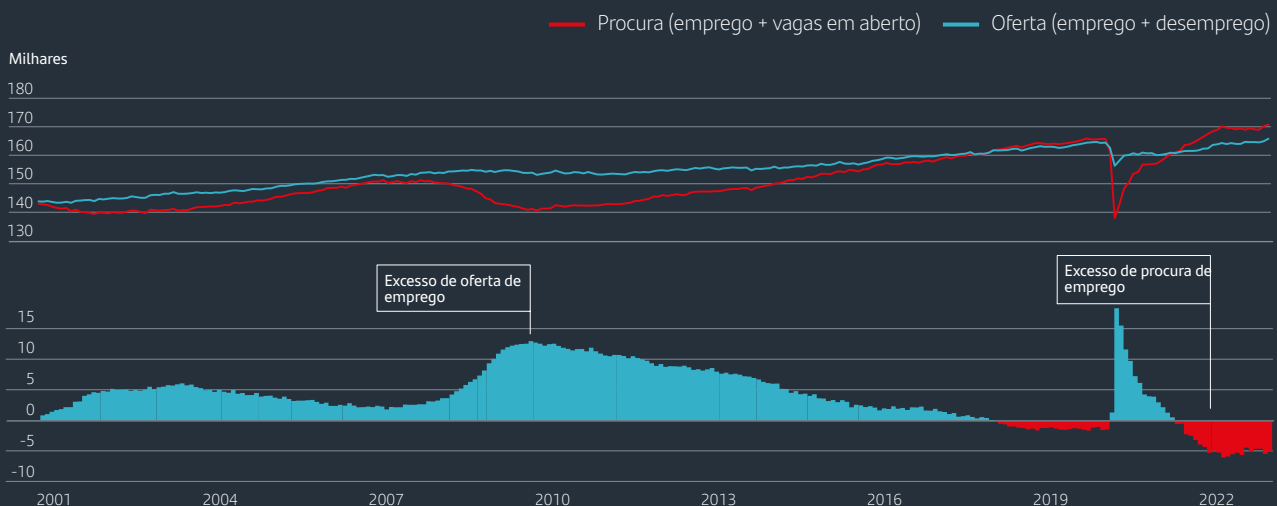
Os dados sobre o emprego continuam a mostrar sinais de imensa força, com níveis de contratação muito acima das expectativas

Os bancos centrais estão conscientes do elevado risco de uma potencial perda de credibilidade, se não conseguirem salvaguardar a estabilidade dos preços

### O mercado de trabalho dos EUA está sob muita pressão

Fonte: Bloomberg . Dados até 07/03/2023

A procura de emprego supera a oferta em mais de 5 milhões de trabalhadores



## 02 As taxas de juro irão ficar inalteradas por algum tempo

O primeiro trimestre de 2023 foi marcado por surpresas positivas nos indicadores de crescimento económico. Na **China**, as autoridades reverteram a política de "Covid-zero" e aliviaram as restrições sobre a mobilidade, que pesaram bastante sobre o crescimento do consumo em 2022. Na **Europa**, os receios de possíveis problemas no fornecimento de energia foram dissipados graças às condições climáticas amenas e ao aprovisionamento bem-sucedido a partir de fontes alternativas de abastecimento ao gás russo. Nos **Estados Unidos**, o consumo privado, sustentado pela poupança acumulada durante a pandemia e pela surpreendente resiliência do mercado de trabalho, esteve surpreendentemente forte.

Consequentemente, as estimativas de crescimento foram revistas em alta, e inclusive a possibilidade de um cenário de "soft landing" ou "no landing" passou a ser considerada. Acreditamos **que é improvável que esse cenário se concretize nas circunstâncias atuais por dois motivos: a complexidade do contexto inflacionista e a atual fragilidade do sistema financeiro norte-americano.**

Neste contexto, é útil olhar mais de perto para os **mandatos de política monetária dos bancos centrais** e, em particular, para os da Reserva Federal (FED). A função de reação da FED está ligada ao seu duplo mandato de preservar a estabilidade de preços e alcançar o pleno emprego. No gráfico abaixo podemos observar o grau de desvio desses dois mandatos em relação à meta da inflação (2%) e à meta do pleno emprego (medida por estimativas da taxa de desemprego não inflacionista ou NAIRU). Esta análise mostra que o desvio em relação à meta da inflação é ainda bastante elevado, enquanto no caso da meta do pleno emprego estamos em situação de super-cumprimento (o desemprego está em níveis mínimos e abaixo da meta). Se estes dois desequilíbrios persistirem, a FED seria obrigada a aumentar ainda mais as taxas de juro (ou pelo menos a mantê-las elevadas durante um longo período de tempo) na tentativa de arrefecer suficientemente a economia para reduzir as pressões no mercado de trabalho e, consequentemente as pressões inflacionistas. **Portanto, consideramos altamente improvável que haja uma mudança de rumo na política monetária (e que tenhamos taxas de juro mais baixas) sem uma redução significativa dos atuais desequilíbrios.**

Os indicadores de crescimento económico surpreenderam pela positiva durante o primeiro trimestre, à medida que os riscos na Europa e na China foram eliminados

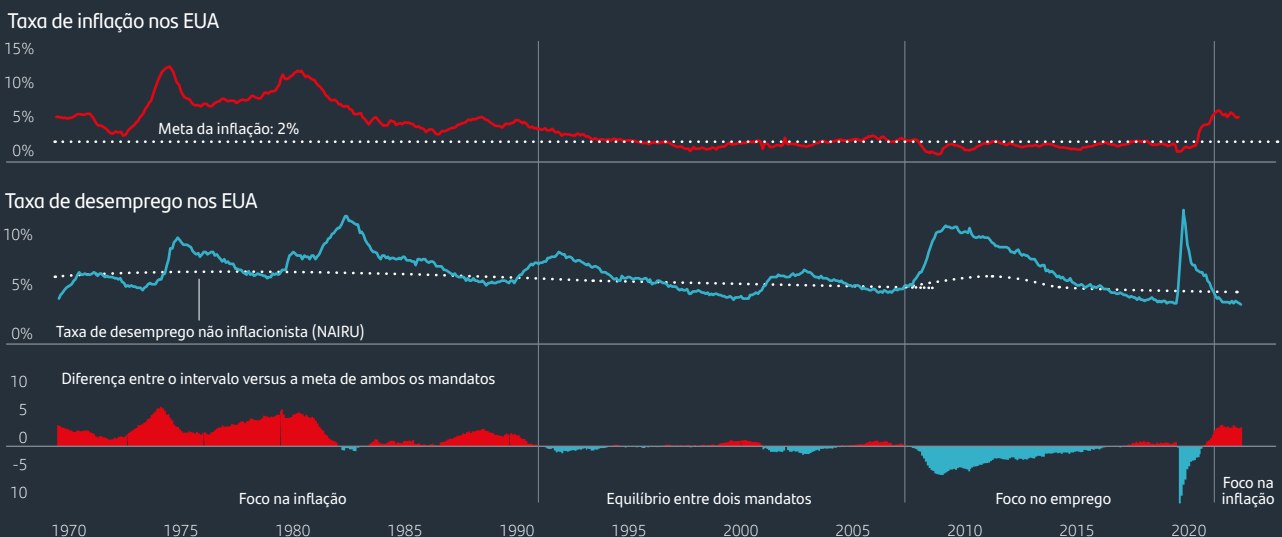
As possibilidades de um abrandamento de inflação em que o crescimento permaneça temporariamente resiliente não são muito elevadas

Tanto a FED como o BCE estão longe de trazerem a inflação para níveis próximos das metas para as quais estão mandatados

### O duplo mandato da Reserva Federal está atualmente mais enviesado para a inflação

Fonte: Bloomberg. Dados até 07/03/2023

A inflação está bastante acima da meta e o desemprego continua em mínimos históricos



## As restrições ao crédito fazem aumentar o efeito das restrições monetárias

Os acontecimentos de instabilidade no sistema financeiro norte-americano são ainda demasiado recentes para se poder determinar o impacto final sobre a economia real. No entanto, **antecipamos dois potenciais canais através dos quais pode ocorrer uma transmissão do sistema financeiro para os restantes agentes económicos: a liquidez e a oferta de crédito**. As publicações recentes de dados sobre os movimentos de liquidez no sistema após a crise do SVB e do Signature Bank (ver gráfico abaixo à esquerda) mostram um elevado fluxo de depósitos de bancos mais pequenos para grandes instituições e, em última instância, para fundos do mercado monetário. As medidas adotadas pelas autoridades monetárias absorveram o impacto das tensões de liquidez no sistema, mas o movimento da liquidez, de depósitos para mercados monetários, tem de ser monitorizada.

O sistema financeiro norte-americano como um todo é altamente solvente e tem muita liquidez, mas a existência de um ambiente regulamentar menos rigoroso para os bancos de média dimensão gera claramente um clima de menor confiança nesse segmento do sistema financeiro. Outro aspecto que deve ser monitorizado para avaliar se a turbulência no setor financeiro irá passar para o resto da economia é a oferta de crédito. O gráfico no canto inferior direito mostra como, antes da crise do Silicon Valley Bank, as condições de crédito já tinham sido restringidas pelos bancos comerciais como um todo. A percentagem de bancos que estavam a aplicar políticas de empréstimos mais restritivas era já bastante elevada antes da turbulência. **As restrições ao crédito costumam preceder períodos de fraco crescimento, dada a importância da disponibilidade de crédito para o normal funcionamento da economia** como suporte ao investimento e ao consumo discrecional.

Um fator adicional de preocupação reside na **elevada exposição dos bancos de média dimensão dos EUA ao setor imobiliário comercial** (principalmente escritórios e centros comerciais) com bases de crédito mais instáveis do que as do setor de crédito hipotecário. Os decisores da política monetária da FED estão conscientes da provável deterioração das disponibilidades de crédito nos próximos meses e do potencial impacto da incerteza financeira sobre a economia. **Não estaria fora de questão a FED anunciar o fim das subidas das taxas de juro na sua próxima reunião, a decorrer no dia 3 de maio, se os dados mostrarem uma transmissão de pressões de liquidez para a disponibilidade de crédito.**

As recentes tensões sobre o sistema bancário dos EUA servem para lembrar que as taxas de juro já atingiram um nível significativamente restritivo

Este episódio de turbulência financeira pode prejudicar o crescimento, se os bancos restringirem ainda mais a oferta de crédito

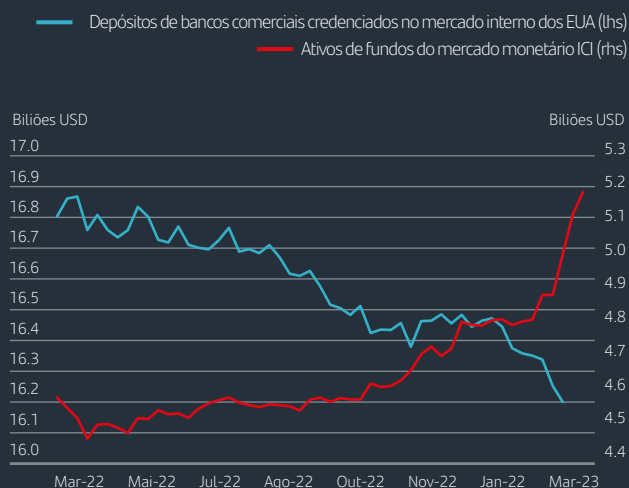
As restrições ao crédito têm um impacto semelhante ao dos aumentos dos juros, e isto pode acelerar o momento da pausa na política monetária restritiva

### As tensões de liquidez no setor bancário irão reduzir a disponibilidade de crédito

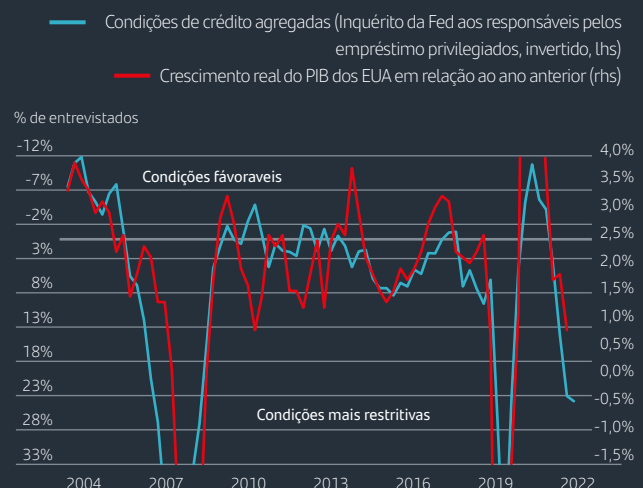
Fonte: Bloomberg. Dados até 31 de março de 2023

### Os atuais padrões de consumo com base no crédito não podem ser sustentados

A liquidez flui de depósitos para fundos do mercado monetário



As restrições ao crédito muitas vezes precedem uma viragem no sentido da desaceleração da economia



## O consumo dá sinais de abrandamento

O consumo privado tem sido a componente mais resiliente do PIB. Após a pandemia, a recuperação do consumo privado nos Estados Unidos é bastante evidente nos gráficos do painel inferior esquerdo, que mostram como os níveis de despesas com bens e serviços das famílias americanas já estão bastante acima da tendência pré-pandemia. No gráfico à direita, podemos ver que parte das despesas foi financiada pela queda na poupança acumulada com os estímulos orçamentais. Se estas poupanças estivessem distribuídas de forma homogênea por segmento socioeconómico, o declínio da poupança não seria preocupante dado o elevado nível de liquidez e solvência das famílias americanas como um todo. No entanto, **notamos uma tendência preocupante no aumento do crédito ao consumo (cartões de crédito), o que evidencia que as poupanças por parte das famílias com menor poder de compra se esgotaram.** Acreditamos que poderemos assistir, nos próximos trimestres, a uma desaceleração económica em função da menor disponibilidade de crédito, dos maiores custos financeiros e da perda de poder de compra real.

Mantemos o nosso argumento de base, em que **o tipo de ajustamento económico necessário para equilibrar as pressões inflacionistas não deve ser de grande magnitude**, dados os fundamentos favoráveis no mercado de trabalho e a reduzida alavancagem do setor privado (famílias e empresas). Além disso, acreditamos que as **fragilidades** que se têm manifestado nos bancos de média dimensão nos Estados Unidos não existem nas grandes instituições financeiras ou nos bancos europeus. Nenhum dos fatores de risco presentes na crise de liquidez do SVB e do Signature Bank (base de depósitos instável, divergência entre ativo e passivo e elevado crescimento do balanço) se encontra presente no resto do setor financeiro. De igual forma, os problemas do Credit Suisse eram de natureza idiossincrática e não se podem extrapolar para o resto do setor financeiro. **A economia global está em fase de ajustamento económico, mas não vemos que existam os ingredientes de uma grande crise financeira ou económica.**

A nossa visão do ciclo de crescimento é cautelosa, dada a prioridade em controlar as pressões inflacionistas e o previsível ambiente de restrições monetárias e de crédito. A expectativa é de que, aos primeiros sinais de problemas, a FED e outros bancos centrais cortem nas taxas e protejam os investidores. Os mercados estão a prever grandes cortes nas taxas no segundo semestre de 2023, mas essa flexibilização provavelmente não irá acontecer, uma vez que a inflação continua a estar resiliente e existem outras ferramentas para ajudar os bancos. Com uma provável recessão no horizonte e a FED provavelmente a não ser tão flexível como o mercado acredita, recomendamos aos investidores que se mantenham cautelosos.

A capacidade das famílias poderem manter o atual nível de consumo tem vindo a enfraquecer devido à queda da poupança e ao aumento do custo do crédito

Na ausência de quaisquer sinais de risco sistémico mais amplos proveniente dos bancos, os decisores políticos irão continuar focados no combate à inflação

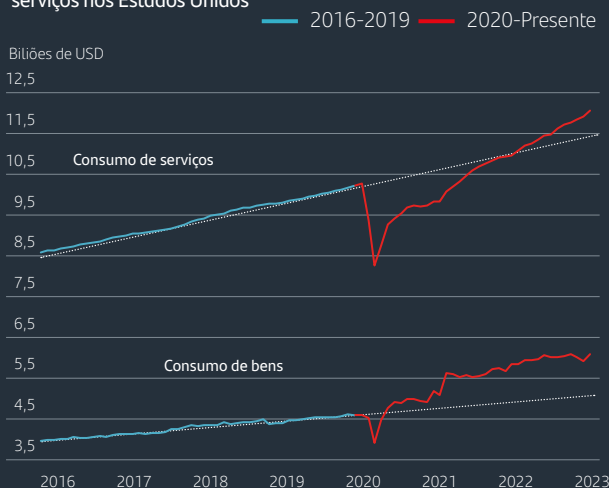
Esperamos um crescimento económico moderado, uma vez que as condições de crédito mais rígidas se irão traduzir numa dinâmica de crescimento de crédito muito mais lenta

### A elevada inflação está a forçar os consumidores a socorrerem-se das suas poupanças e dos seus cartões de crédito

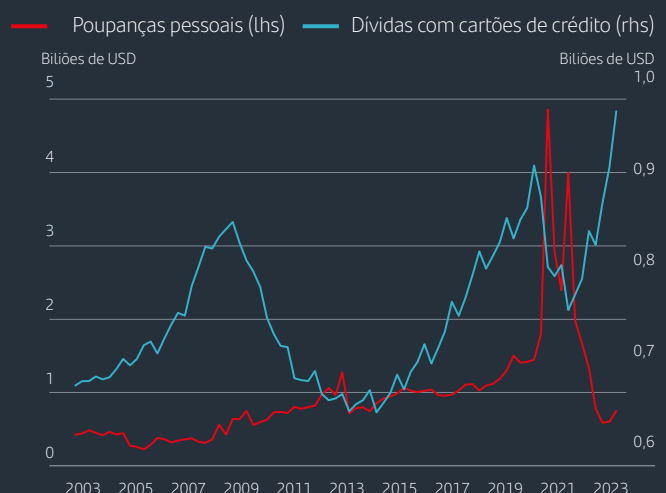
Fonte: Bloomberg, Cálculos Santander. Dados até janeiro de 2023

#### Os consumidores dos EUA estão a começar a mostrar sinais de fraqueza

Despesa nominal por parte do consumo privado em bens e serviços nos Estados Unidos



O consumo é cada vez mais financiado pelo crédito



### 03 Maior convicção em relação às obrigações

Nesta última secção do relatório, iremos analisar as implicações em termos de investimento, do nosso cenário macroeconómico central: abrandamento do crescimento e uma conjuntura mais estável a nível das taxas de juro. De um modo geral, iremos manter o plano que definimos no nosso relatório anual de novembro intitulado "O Grande Reajustamento das Taxas de Juro." **Temos estado a assistir a uma mudança de regime no enquadramento monetário após o choque inflacionista, o que inclui o pressuposto de que os mercados não estão a voltar novamente ao ambiente de taxas de juro artificialmente baixas que caracterizou a década que se seguiu à Grande Crise Financeira.** A normalização das taxas de juro será provavelmente de natureza estrutural, uma vez que os efeitos colaterais adversos do abandono da ortodoxia em termos da política monetária se tornam cada vez mais evidentes. **Neste sentido, acreditamos que esta conjuntura de taxas de juro normalizadas, favorece o investimento em obrigações e permite aos investidores mais conservadores obterem uma rentabilidade positiva em termos nominais e reais.**

Em linha com o plano que definimos para o ano de 2023, consideramos muito provável que os principais bancos centrais comuniquem a vontade de interromper as subidas das taxas de juro no próximo trimestre. **Essa pausa iria iniciar um período de avaliação em que os bancos centrais irão verificar se a calibração das restrições monetárias é a melhor opção para concluir o processo de abrandamento de inflação em direção à meta dos 2%.** No segundo semestre de 2023, prevemos uma desaceleração da economia, que irá permitir que se avance no sentido do equilíbrio das tensões de preços, o que abriria as portas para que a Reserva Federal, no fim do ano, anunciasse a esperada mudança de sentido nas taxas de juro. Portanto, não concordamos com o consenso do mercado que espera um corte nas taxas de juro durante o terceiro trimestre.

Na tabela abaixo analisamos a **rentabilidade dos principais ativos financeiros nos períodos após terminarem as fases de política monetária restritiva.** Para isso, calculamos a rentabilidade média anual nos 24 meses seguintes aos dois momentos de pausa nas taxas e mudança da política monetária. Esta análise histórica dá-nos duas leituras muito diferentes, dependendo se o investimento foi feito em obrigações ou em ações. No caso do investimento em obrigações, podemos ver que a rentabilidade é positiva em praticamente todos os episódios analisados, independentemente do investimento ter ocorrido no momento da pausa ou durante a queda das taxas de juro.

A mudança no contexto dos investimentos, decorrente de um grande reajustamento da taxa de juro é mais favorável para as obrigações

A análise dos ciclos de política monetária restritiva anteriores mostra uma rentabilidade positiva das obrigações, depois de uma pausa na subida de taxas de juro

As perspectivas para as ações não são tão claras, com episódios de rentabilidade negativa quando se entra em recessão após a pausa nas taxas de juro

#### As obrigações são o ativo mais sensível aos aumentos das taxas de juro, mas também o melhor a recuperar após a pausa

Fonte: Bloomberg. Dados até março de 2023

A relação risco-retorno favorece o investimento em obrigações após as taxas de juro terem atingido o pico

|                                                          |                                           | Ciclos de aumentos da FED |                  |                  |                  |                  |                  | Rentabilidade anual |       |        |
|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|-------|--------|
|                                                          |                                           | Maio-83<br>Ago-84         | Mar-87<br>Fev-89 | Fev-94<br>Fev-95 | Jun-99<br>Mai-00 | Jun-04<br>Jun-06 | Dez-15<br>Dez-18 | Minimo              | Média | Máximo |
| <b>Rentabilidade média anual 24 meses após a PAUSA</b>   | Titulos do Tesouro dos EUA de curto prazo | 16,5%                     | 11,3%            | 7,2%             | 8,7%             | 6,2%             | 3,7%             | 3,7%                | 9,0%  | 16,5%  |
|                                                          | Titulos do Tesouro dos EUA de longo prazo | 41,6%                     | 14,2%            | 11,0%            | 10,1%            | 9,7%             | 17,6%            | 9,7%                | 17,4% | 41,6%  |
|                                                          | Obrigações <i>Investment Grade</i>        | 27,7%                     | 12,3%            | 10,4%            | 11,5%            | 4,9%             | 12,9%            | 4,9%                | 13,3% | 27,7%  |
|                                                          | Obrigações <i>High Yield</i>              | 26,4%                     | 0,9%             | 15,0%            | 2,6%             | 4,5%             | 11,2%            | 0,9%                | 10,1% | 26,4%  |
|                                                          | Ações (S&P 500)                           | 25,9%                     | 13,5%            | 31,1%            | -12,4%           | 0,4%             | 24,9%            | -12,4%              | 13,9% | 25,9%  |
| <b>Rentabilidade média anual 24 meses após a MUDANÇA</b> | Titulos do Tesouro dos EUA de curto prazo | 14,4%                     | 9,8%             | 6,7%             | 7,1%             | 5,5%             | 2,5%             | 2,5%                | 7,6%  | 14,4%  |
|                                                          | Titulos do Tesouro dos EUA de longo prazo | 32,2%                     | 7,0%             | 10,4%            | 10,5%            | 10,3%            | 8,0%             | 7,0%                | 13,1% | 32,2%  |
|                                                          | Obrigações <i>Investment Grade</i>        | 22,8%                     | 9,5%             | 9,5%             | 9,3%             | 6,8%             | 7,0%             | 6,8%                | 10,8% | 22,8%  |
|                                                          | Obrigações <i>High Yield</i>              | 24,8%                     | 6,3%             | 13,4%            | -0,1%            | 4,3%             | 7,6%             | -0,1%               | 9,4%  | 24,8%  |
|                                                          | Ações (S&P 500)                           | 23,4%                     | 8,4%             | 34,9%            | -18,7%           | -15,4%           | 23,7%            | -18,7%              | 9,4%  | 34,9%  |

## As valorizações voltaram ao normal

A rentabilidade dos ativos com maior sensibilidade ao ciclo económico (obrigações *high yield* e ações) apresenta um elevado grau de dispersão em termos de desempenho nas fases finais das restrições monetárias, dependendo do nível de desaceleração da atividade económica. Se nos focarmos no rendimento médio das obrigações de *high yield* e fizermos uma comparação com alternativas de *investment grade*, vemos que o aumento do risco de crédito não parece ser recompensado nesta fase do ciclo. Os investidores podem querer ser cautelosos em relação ao seu posicionamento em títulos corporativos de menor qualidade creditícia, até que as coisas estejam mais claras em relação às perspectivas de crescimento.

A combinação de políticas monetárias restritivas e uma dinâmica de crescimento lento não é tipicamente uma boa combinação para ativos cíclicos e os prémios de risco têm de ser ajustados para cima. No gráfico abaixo, realizámos um exercício para parametrizar os níveis de valorização dos diferentes ativos financeiros que nos permita ter uma valorização relativa homogénea. Para isso, comparámos os níveis de valorização atuais com a distribuição histórica dos índices de valorização para o mesmo ativo e classificámo-los em termos percentuais. Um percentil elevado indica que o rendimento atual desse instrumento está no limite superior (mais atrativo) da sua própria distribuição histórica em termos de rentabilidade. A seleção do rácio de valorização depende do tipo de instrumento. Para as ações, usámos uma média ponderada (rendimento de dividendos, múltiplos sobre o valor contabilístico e ganhos).

A primeira conclusão que extraímos deste exercício é que há uma melhoria geral dos níveis de valorização ao longo dos últimos doze meses, como resultado da normalização das taxas de juro. Este reajustamento abrupto permitiu que a comunidade de investidores se afastasse do ambiente NHA ("Não Há Alternativa"), onde a ausência de rentabilidade em ativos livres de risco significava que era preciso aumentar as posições de risco para se obter alguma rentabilidade. A segunda conclusão válida o posicionamento cauteloso em ativos cíclicos, uma vez que os níveis de valorização dos ativos mais conservadores (obrigações do governo e *investment grade*) são superiores aos dos ativos mais sensíveis ao crescimento (obrigações *high yield* e ações).

Mantemos a preferência pela qualidade (tanto em termos de solidez do balanço como de estabilidade das receitas) em detrimento do crescimento

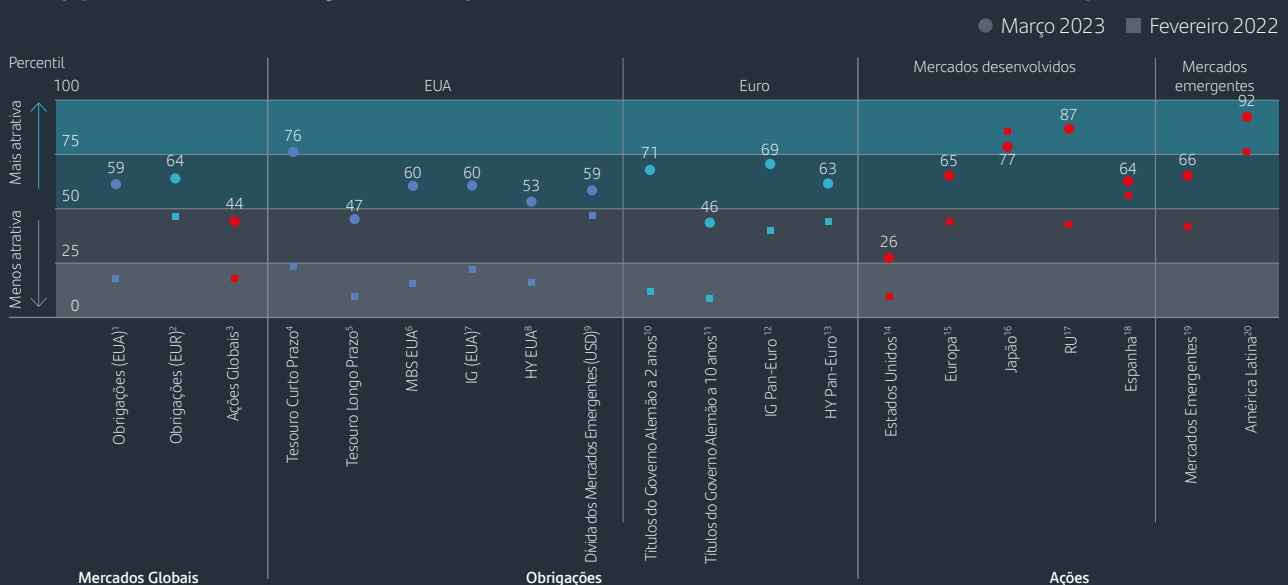
Todos os ativos melhoraram as respetivas métricas de valorização, como resultado do ajustamento do mercado em 2022

A valorização relativa dos diferentes ativos suporta um posicionamento cauteloso em ativos de risco

### Os níveis de valorização dos ativos em geral melhoraram significativamente após o ajustamento da taxa de juro

Fonte: Bloomberg e Santander. Dados até 23/03/2023

#### As opções de menor risco já não comparam desfavoravelmente em termos de valorização



A valorização de cada ativo baseia-se nos seus níveis históricos. Em relação às obrigações, tivemos em consideração os níveis nominal e real das taxas de juro e o spread em relação aos ativos livres de risco. Em relação às ações, tivemos em consideração a relação preço/ganhos, rendimento dos dividendos e preço/valor contabilístico. (1) Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD (2) Bloomberg Pan-European Aggregate Total Return Index Value Un (3) MSCI ACWI (4) US 2Y Treasury (5) US 10Y Treasury (6) Bloomberg US MBS Index Total Return Value Unhedged USD (7) Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD (8) Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD (9) Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged (10) GERMANY GOVT BND 2 YR BKO (11) GERMANY GOVT BND 10 YR DBR (12) Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate TR Index Value Un (13) Bloomberg Pan-European High Yield Total Return Index Value Un (14) S&P500 (15) Stoxx 600 Europe (16) Nikkei (17) FTSE 100 (18) IBEX 35 (19) MSCI EM (20) MSCI Latam.

## A diversificação entre obrigações e ações volta novamente a funcionar

O gráfico abaixo permite-nos revalidar estas duas conclusões: melhoria generalizada nas valorizações e, tendo por base uma análise histórica, uma maior atratividade da classe de obrigações. Traçámos a evolução ao longo das últimas décadas da *yield* das obrigações *investment grade* em dólares e comparámos com a *earnings yield* do índice S&P 500. Esta comparação permite-nos constatar que **o fim da política monetária ultraexpansionista permitiu restabelecer os parâmetros de valorização existentes antes da Grande Crise Financeira**. Os investidores preocupados com a proteção do capital podem novamente obter retornos nominais atrativos em relação aos níveis de inflação esperados e em relação a outros ativos financeiros.

**Outro aspeto positivo do investimento em obrigações está relacionado com a recuperação do seu atributo como diversificador da carteira.** Um dos fatores mais negativos para os investidores em 2022 foi a incapacidade de diversificar o risco nas suas carteiras, devido à correlação positiva dos dois principais ativos: os preços das obrigações e das ações comportaram-se de forma semelhante durante a crise. A volatilidade vivida pelos mercados em março de 2023 demonstrou que a normalização das taxas de juro trouxe consigo, como consequência positiva, que o atributo duração das carteiras de obrigações voltou a funcionar como um mecanismo de estabilização. **A diversificação está de volta e permite melhorar o perfil risco-retorno de soluções de investimento equilibradas.**

Os investidores com um horizonte de investimento mais longo e maior tolerância ao risco devem manter uma afetação significativa em ações, apesar da nossa perspectiva cíclica cautelosa. Como vimos no gráfico da página anterior, em algumas áreas geográficas (principalmente na Europa e nos Mercados Emergentes) o ajustamento das bolsas de valores trouxe novamente consigo a valorização relativa para níveis muito atrativos. Paralelamente, assistimos a inovações e mudanças estruturais em muitos setores, o que oferece oportunidades de crescimento bastante interessantes. **Os investimentos temáticos podem ajudar os investidores a procurarem crescimento a longo prazo, enquanto expressam a sua perspetiva sobre as empresas inovadoras (inteligência artificial, transição energética, hidrogénio verde, etc...), que podem moldar o futuro económico global.**

Os rendimentos de obrigações *investment grade* estão novamente a proporcionar valor, tanto em termos absolutos como relativos

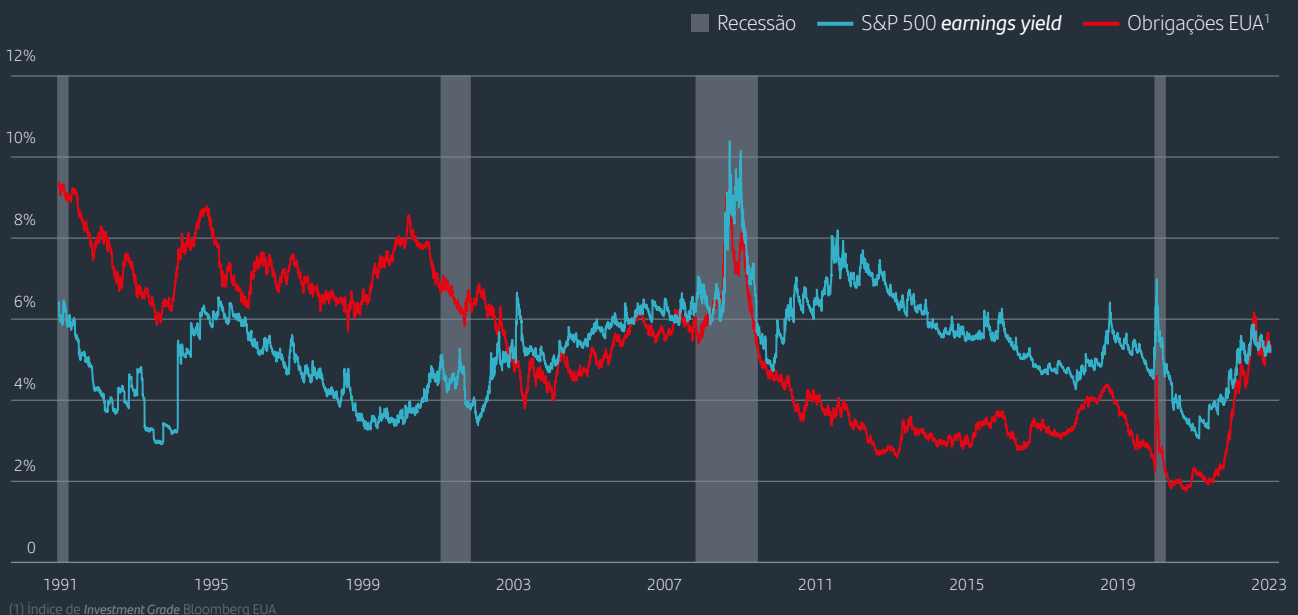
Os investidores estão mais uma vez a tirar partido da diversificação em carteiras equilibradas

O potencial dos temas disruptivos (inteligência artificial, energias renováveis, etc.) é ainda maior em conjunturas com baixas taxas de crescimento

### Os investidores já não têm de deixar as obrigações para obterem rendimento

Fonte: Bloomberg. Dados até 23/03/2023

#### As obrigações voltam novamente a ser atrativas



# Anexo: Quadros

## Retornos dos principais ativos nos últimos 10 anos.

Fonte: Bloomberg.

Dados até: 31/03/2023

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

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

## Índices de ações.

Fonte: Bloomberg.

Dados até: 31/03/2023

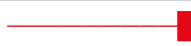
Dados até: 31/03/2023

|                |                        | Último Preço | Variação                                                                            | Últimos 10 anos |                                                                                     |         | Retorno |        |                  | Retorno anualizado |        |        |         |
|----------------|------------------------|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|--------|------------------|--------------------|--------|--------|---------|
|                |                        |              | 12 meses                                                                            | Baixo           | Intervalo                                                                           | Elevado | 2021    | 2022   | Acumulado do Ano | 1 ano              | 3 anos | 5 anos | 10 anos |
| EUA            | S&P 500                | 4.051        |    | 1.598           |    | 4.766   | 26,9%   | -19,4% | 5,5%             | -10,6%             | 15,5%  | 8,9%   | 9,9%    |
|                | DOW JONES INDUS.       | 32.859       |    | 14.810          |    | 36.338  | 18,7%   | -8,8%  | -0,9%            | -5,2%              | 13,7%  | 6,4%   | 8,5%    |
|                | NASDAQ                 | 12.013       |    | 3.329           |    | 15.645  | 21,4%   | -33,1% | 14,8%            | -15,5%             | 15,6%  | 11,2%  | 13,9%   |
| Europa         | Stoxx 50               | 3.914        |    | 2.605           |    | 3.914   | 22,8%   | -4,4%  | 7,2%             | 5,5%               | 13,2%  | 5,7%   | 3,8%    |
|                | Zona Euro (EuroStoxx)  | 4.285        |    | 2.603           |    | 4.298   | 21,0%   | -11,7% | 13,0%            | 9,8%               | 15,7%  | 5,0%   | 5,0%    |
|                | Espanha (IBEX 35)      | 9.207        |    | 6.452           |    | 11.521  | 7,9%    | -5,6%  | 11,9%            | 9,0%               | 11,4%  | -0,8%  | 1,5%    |
|                | França (CAC 40)        | 7.263        |    | 3.739           |    | 7.268   | 28,9%   | -9,5%  | 12,2%            | 9,1%               | 18,4%  | 7,0%   | 6,9%    |
|                | Alemanha (DAX)         | 15.522       |    | 7.914           |    | 15.885  | 15,8%   | -12,3% | 11,5%            | 7,7%               | 16,5%  | 5,1%   | 7,1%    |
|                | Reino Unido (FTSE 100) | 7.620        |    | 5.577           |    | 7.876   | 14,3%   | 0,9%   | 2,3%             | 1,4%               | 11,1%  | 1,5%   | 1,7%    |
|                | Itália (MIB)           | 27.021       |   | 15.239          |   | 27.478  | 23,0%   | -13,3% | 14,0%            | 8,0%               | 17,0%  | 3,8%   | 5,8%    |
|                | Portugal (PSI 20)      | 6.025        |  | 3.945           |  | 7.608   | 13,7%   | 2,8%   | 5,2%             | -0,2%              | 14,8%  | 2,2%   | 0,3%    |
|                | Suíça (SMI)            | 11.032       |  | 7.683           |  | 12.876  | 20,3%   | -16,7% | 2,8%             | -9,3%              | 6,3%   | 4,8%   | 3,5%    |
| América Latina | México (MEXBOL)        | 54.199       |  | 34.555          |  | 56.537  | 20,9%   | -9,0%  | 11,8%            | -4,1%              | 16,6%  | 3,3%   | 2,1%    |
|                | Brasil (IBOVESPA)      | 103.713      |  | 40.406          |  | 126.802 | -11,9%  | 4,7%   | -5,5%            | -13,6%             | 11,6%  | 4,0%   | 6,3%    |
|                | Argentina (MERVAL)     | 251.639      |  | 2.976           |  | 253.549 | 63,0%   | 142,0% | 24,5%            | 176,6%             | 117,7% | 51,9%  | 53,9%   |
|                | Chile (IPSA)           | 5.309        |  | 3.439           |  | 5.855   | 3,1%    | 22,1%  | 0,9%             | 7,5%               | 17,0%  | -0,9%  | 1,8%    |
| Ásia           | Japão (NIKKEI)         | 28.041       |  | 13.389          |  | 29.453  | 4,9%    | -9,4%  | 7,5%             | 0,8%               | 13,7%  | 5,5%   | 8,5%    |
|                | Hong Kong (HANG SENG)  | 20.415       |  | 14.687          |  | 32.887  | -14,1%  | -15,5% | 3,2%             | -7,2%              | -4,1%  | -7,5%  | -0,9%   |
|                | Coreia do Sul (KOSPI)  | 2.477        |  | 1.755           |  | 3.297   | 3,6%    | -24,9% | 10,8%            | -10,2%             | 13,0%  | 0,3%   | 2,1%    |
|                | Índia (Sensex)         | 58.669       |  | 18.620          |  | 63.100  | 22,0%   | 4,4%   | -3,6%            | 0,2%               | 27,3%  | 12,2%  | 12,0%   |
|                | China (CSI)            | 4.047        |  | 2.146           |  | 5.352   | -5,2%   | -21,6% | 4,5%             | -4,2%              | 3,3%   | 0,7%   | 5,0%    |
| Mundo          | MSCI Global            | 2.760        |  | 1.434           |  | 3.232   | 20,1%   | -19,5% | 6,0%             | -9,6%              | 13,8%  | 6,0%   | 6,8%    |

## Ações por fator e por setor.

Fonte: Bloomberg.

Dados até: 31/03/2023

| Dados até: 31/03/2023        |                                | Variação |                                                                                     | Últimos 10 anos                                                                     |                                                                                     |                                                                                     | Retorno      |                  | Retorno anualizado |        |        |         | Rátios                   |                          |
|------------------------------|--------------------------------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------|------------------|--------------------|--------|--------|---------|--------------------------|--------------------------|
|                              | Último Preço                   | 12 meses | Baixo                                                                               | Intervalo                                                                           | Elevado                                                                             | 2021                                                                                | 2022         | Acumulado do Ano | 1 ano              | 3 anos | 5 anos | 10 anos | Rácio PE (Cotação/Lucro) | Rendimento de Dividendos |
|                              | MSCI World                     | 2.760    |    | 1.434                                                                               |    | 3.232                                                                               | 20,1% -19,5% | 6,0%             | -9,6%              | 13,8%  | 6,0%   | 6,8%    | 16,09                    | 2,23                     |
| Fator                        | MSCI World High Dividend Yield | 1.340    |    | 969                                                                                 |    | 1.447                                                                               | 12,6% -7,4%  | 0,0%             | -6,8%              | 9,1%   | 2,4%   | 3,0%    | 13,08                    | 3,90                     |
|                              | MSCI World Momentum            | 3.155    |    | 1.214                                                                               |    | 3.978                                                                               | 14,6% -17,8% | -1,9%            | -14,5%             | 10,7%  | 7,4%   | 10,2%   | 12,29                    | 2,78                     |
|                              | MSCI World Quality             | 3.446    |    | 1.183                                                                               |    | 4.058                                                                               | 25,7% -22,2% | 9,2%             | -7,2%              | 15,1%  | 10,9%  | 11,3%   | 19,97                    | 1,82                     |
|                              | MSCI World Minimum Volatility  | 4.323    |    | 2.099                                                                               |    | 4.730                                                                               | 14,3% -9,8%  | 1,3%             | -5,8%              | 7,7%   | 5,5%   | 7,2%    | 17,10                    | 2,63                     |
|                              | MSCI World Value               | 11.060   |    | 6.013                                                                               |    | 11.827                                                                              | 21,9% -6,5%  | 0,0%             | -5,9%              | 15,2%  | 4,8%   | 6,4%    | 12,04                    | 3,52                     |
|                              | MSCI World Small Cap           | 582      |    | 283                                                                                 |    | 705                                                                                 | 15,8% -18,8% | 3,0%             | -10,5%             | 17,1%  | 4,2%   | 7,5%    | 15,60                    | 2,35                     |
|                              | MSCI World Growth              | 7.788    |    | 2.823                                                                               |    | 9.693                                                                               | 21,2% -29,2% | 13,5%            | -11,1%             | 15,1%  | 10,1%  | 10,7%   | 23,74                    | 0,99                     |
|                              | Setor                          | Energia  | 432                                                                                 |  | 164                                                                                 |  | 464          | 40,1% 46,0%      | -3,7%              | 7,6%   | 38,2%  | 6,8%    | 2,9%                     | 8,10                     |
| Materiais                    |                                | 537      |  | 229                                                                                 |  | 590                                                                                 | 16,3% -10,7% | 4,8%             | -13,0%             | 19,0%  | 6,0%   | 5,7%    | 13,44                    | 3,57                     |
| Industriais                  |                                | 469      |  | 212                                                                                 |  | 509                                                                                 | 16,6% -13,2% | 6,0%             | -7,4%              | 14,9%  | 4,6%   | 7,7%    | 17,54                    | 2,12                     |
| Consumo Discricionário       |                                | 452      |  | 181                                                                                 |  | 595                                                                                 | 17,9% -33,4% | 14,1%            | -25,4%             | 10,7%  | 4,8%   | 8,6%    | 19,13                    | 1,52                     |
| Bens de Primeira Necessidade |                                | 449      |  | 232                                                                                 |  | 465                                                                                 | 13,1% -6,1%  | 2,9%             | -2,6%              | 9,3%   | 5,9%   | 6,3%    | 19,11                    | 2,65                     |
| Cuidados de Saúde            |                                | 478      |  | 185                                                                                 |  | 518                                                                                 | 19,8% -5,4%  | -2,5%            | -2,1%              | 13,2%  | 10,5%  | 10,5%   | 17,46                    | 1,81                     |
| Financeiros                  |                                | 226      |  | 124                                                                                 |  | 263                                                                                 | 27,9% -10,2% | -2,3%            | -8,8%              | 17,2%  | 3,5%   | 6,6%    | 10,12                    | 3,55                     |
| Tecnologias de Informação    |                                | 563      |  | 112                                                                                 |  | 682                                                                                 | 29,8% -30,8% | 19,4%            | -23,0%             | 13,5%  | 12,4%  | 15,6%   | 24,56                    | 0,97                     |
| Imobiliário                  |                                | 384      |  | 260                                                                                 |  | 517                                                                                 | 28,7% -25,1% | -0,9%            | -20,5%             | 5,5%   | 1,9%   | 3,3%    | 23,51                    | 4,20                     |
| Serviços de Comunicações     |                                | 149      |  | 94                                                                                  |  | 220                                                                                 | 14,4% -36,9% | 16,0%            | -29,6%             | 2,3%   | 1,5%   | 3,4%    | 16,11                    | 1,42                     |
| Água, Gás, Eletricidade      |                                | 312      |  | 165                                                                                 |  | 331                                                                                 | 9,8% -4,7%   | 0,0%             | -5,9%              | 7,5%   | 6,9%   | 6,5%    | 15,92                    | 3,71                     |

## Títulos de Dívida Pública.

Fonte: Bloomberg.

Dados até: 31/03/2023

| Dados até: 31/03/2023 |              |              |        |         |          |                 |           |         |                         |      |        |           | 10 anos | Curva de rendi-<br>mentos |
|-----------------------|--------------|--------------|--------|---------|----------|-----------------|-----------|---------|-------------------------|------|--------|-----------|---------|---------------------------|
| País                  | Rating (S&P) | Taxa de juro |        |         | Variação | Últimos 10 anos |           |         | Acumu-<br>lado do termo |      | Em     |           |         |                           |
|                       |              | Banco C.*    | 2 anos | 10 anos | 12 meses | Baixo           | Intervalo | Elevada | Mês                     | Ano  | anuais | 10-2 anos |         |                           |
|                       |              |              |        |         |          |                 |           |         |                         |      |        |           |         |                           |
| Desenvolvido          |              |              |        |         |          |                 |           |         |                         |      |        |           |         |                           |
| EUA                   | AA+          | 5,00%        | 4,12%  | 3,55%   |          | 0,53%           |           | 4,05%   | -37                     | 204  | 121    | -0,57     |         |                           |
| Alemanha              | AAA          | 3,00%        | 2,78%  | 2,37%   |          | -0,70%          |           | 2,65%   | -28                     | 255  | 182    | -0,41     |         |                           |
| França                | AA           | 3,00%        | 2,92%  | 2,88%   |          | -0,40%          |           | 3,12%   | -24                     | 268  | 190    | -0,04     |         |                           |
| Itália                | BBB          | 3,00%        | 3,28%  | 4,23%   |          | 0,54%           |           | 4,72%   | -25                     | 306  | 219    | 0,95      |         |                           |
| Espanha               | A            | 3,00%        | 3,04%  | 3,41%   |          | 0,05%           |           | 4,77%   | -19                     | 284  | 197    | 0,36      |         |                           |
| Reino Unido           | AA           | 4,25%        | 3,46%  | 3,52%   |          | 0,10%           |           | 4,09%   | -31                     | 255  | 191    | 0,06      |         |                           |
| Grécia                | BB+          | 3,00%        | n.d.   | 4,30%   |          | 0,61%           |           | 15,42%  | -14                     | 296  | 163    | n.d.      |         |                           |
| Portugal              | BBB+         | 3,00%        | 2,82%  | 3,22%   |          | 0,03%           |           | 6,73%   | -29                     | 276  | 187    | 0,41      |         |                           |
| Suíça                 | AAA          | 1,50%        | 1,18%  | 1,24%   |          | -1,05%          |           | 1,58%   | -20                     | 139  | 66     | 0,05      |         |                           |
| Polónia               | A-           | 6,75%        | 6,01%  | 6,05%   |          | 1,15%           |           | 8,34%   | -48                     | 241  | 86     | 0,04      |         |                           |
| Japão                 | A+           | -0,10%       | -0,06% | 0,35%   |          | -0,27%          |           | 0,86%   | -16                     | 28   | 13     | 0,40      |         |                           |
| Mercados Emergentes   |              |              |        |         |          |                 |           |         |                         |      |        |           |         |                           |
| Brasil                | BB-          | 13,75%       | 11,97% | 12,81%  |          | 6,49%           |           | 16,51%  | -64                     | 197  | 120    | 0,84      |         |                           |
| México                | BBB          | 11,00%       | 10,43% | 8,87%   |          | 4,49%           |           | 9,85%   | -46                     | 130  | 60     | -1,56     |         |                           |
| Chile                 | A            | 11,25%       | 6,49%  | 5,17%   |          | 2,19%           |           | 6,79%   | n.d.                    | n.d. | n.d.   | n.d.      |         |                           |
| Argentina             | CCC-         | 78,00%       | n.d.   | n.d.    |          | 0,00%           |           | 0,00%   | n.d.                    | n.d. | n.d.   | n.d.      |         |                           |
| Colômbia              | BB+          | 12,75%       | 10,45% | 11,94%  |          | 4,88%           |           | 13,79%  | -132                    | 375  | n.d.   | 1,49      |         |                           |
| Turquia               | B            | 8,50%        | 11,96% | n.d.    |          | 6,21%           |           | 23,00%  | n.d.                    | n.d. | n.d.   | n.d.      |         |                           |
| Rússia                | A+           | 2,64%        | 2,37%  | 2,85%   |          | 2,51%           |           | 4,58%   | -6                      | 8    | 7      | 0,48      |         |                           |
| Índia                 | BBB-         | 6,50%        | 7,17%  | 7,29%   |          | 5,84%           |           | 8,86%   | -14                     | 83   | 45     | 0,11      |         |                           |

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

## Moedas.

Fonte: Bloomberg.

Dados até: 31/03/2023

|           | 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 | 1,0903       |          | 0,98            |           | 1,39    | 1,8%             | -1,5%              | -0,4%  | -2,4%  | -1,6%   |
| EUR / GBP | 0,88         |          | 0,70            |           | 0,92    | 0,6%             | 4,4%               | -0,4%  | 0,0%   | 0,4%    |
| EUR / CHF | 1,00         |          | 0,97            |           | 1,24    | -0,6%            | 2,5%               | 2,1%   | 3,4%   | 2,0%    |
| EUR / JPY | 145          |          | 114             |           | 148     | 3,4%             | -7,2%              | -6,4%  | -2,0%  | -1,8%   |
| EUR / PLN | 4,67         |          | 4,04            |           | 4,86    | 0,2%             | -0,6%              | -1,0%  | -2,1%  | -1,1%   |
| GBP / USD | 1,24         |          | 1,12            |           | 1,71    | 2,6%             | -5,7%              | -0,1%  | -2,4%  | -2,0%   |
| USD / CHF | 0,91         |          | 0,88            |           | 1,03    | 1,2%             | 1,0%               | 1,6%   | 0,9%   | 0,4%    |
| USD / JPY | 133          |          | 97              |           | 149     | -1,5%            | -8,6%              | -6,8%  | -4,4%  | -3,4%   |
| USD / MXN | 18,09        |          | 12,13           |           | 24,17   | 7,8%             | 9,8%               | 9,6%   | 0,1%   | -3,8%   |
| USD / ARS | 208,58       |          | 5,19            |           | 208,58  | -15,1%           | -46,8%             | -32,4% | -37,3% | -31,0%  |
| USD / CLP | 790          |          | 472             |           | 969     | 7,8%             | -0,5%              | 2,6%   | -5,2%  | -5,0%   |
| USD / BRL | 5,09         |          | 2,00            |           | 5,75    | 3,6%             | -6,9%              | 0,6%   | -8,3%  | -8,8%   |
| USD / COP | 4,623        |          | 1,824           |           | 4,940   | 5,0%             | -18,4%             | -4,2%  | -9,6%  | -8,9%   |
| USD / CNY | 6,86         |          | 6,05            |           | 7,31    | 0,5%             | -7,6%              | 1,1%   | -1,8%  | -1,0%   |
| EUR / SEK | 11,28        |          | 8,54            |           | 11,37   | -1,1%            | -7,8%              | -0,6%  | -1,8%  | -2,9%   |
| EUR / NOK | 11,32        |          | 7,60            |           | 11,48   | -7,2%            | -14,0%             | 1,0%   | -3,1%  | -4,0%   |

## Commodities.

Fonte: Bloomberg.

Dados até 31/03/2023

dados até 31/03/2023

|                           | Último Preço | Varição  | Últimos 10 anos |           |         | Retorno |        |                  | Retorno anualizado |        |         |
|---------------------------|--------------|----------|-----------------|-----------|---------|---------|--------|------------------|--------------------|--------|---------|
|                           |              | 12 meses | Baixo           | Intervalo | Elevado | 2021    | 2022   | Acumulado do Ano | 3 anos             | 5 anos | 10 anos |
| Petróleo Bruto (Brent)    | 77,7         |          | 21              |           | 120     | 51,4%   | 9,7%   | -8,5%            | 52,2%              | 4,0%   | -10,7%  |
| Petróleo Bruto (W. Texas) | 74,4         |          | 19              |           | 115     | 58,7%   | 4,2%   | -7,3%            | 54,7%              | 4,6%   | -8,5%   |
| Ouro                      | 1,982,6      |          | 1,060           |           | 1,979   | -3,5%   | -0,1%  | 8,6%             | 6,9%               | 14,4%  | 7,5%    |
| Cobre                     | 9,001,0      |          | 4,561           |           | 10,375  | 25,2%   | -13,9% | 7,5%             | 23,6%              | 10,3%  | 6,1%    |
| Índice CRB                | 264,4        |          | 117             |           | 317     | 38,5%   | 19,5%  | -4,8%            | 29,5%              | 10,6%  | -3,7%   |
| Gás Natural (EUA)         | 2,1          |          | 2               |           | 6       | 34,2%   | 29,4%  | -46,3%           | -2,0%              | -8,9%  | -29,1%  |
| Gás Natural (Europa)      | 43,7         |          | 14              |           | 206     | 130,1%  | 132,9% | -44,5%           | 46,1%              | 41,8%  | n.d.    |

# "Tabela periódica" de rentabilidade dos ativos.

| Classe de Ativos             | Índice de Referência | Retornos de Calendário                |                                       |                                        |                                       |                                       |                                        |                                      |                                       |                                       |                                         |                                       |
|------------------------------|----------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------|
|                              |                      | 2013                                  | 2014                                  | 2015                                   | 2016                                  | 2017                                  | 2018                                   | 2019                                 | 2020                                  | 2021                                  | 2022                                    | 2023                                  |
| Ações dos EUA                | S&P 500 TR           | 54,4%<br>Ações do Japão               | 71,3%<br>Governo da Zona Euro         | 12,1%<br>Ações do Japão                | 14,8%<br>HY Global                    | 37,3%<br>Ações de Mercados Emergentes | 3,3%<br>Governo de Espanha             | 0,3%<br>Ações dos EUA                | 18,4%<br>Ações dos EUA                | 38,5%<br>Commodities                  | 22,0%<br>Commodities                    | 13,4%<br>Ações de Espanha             |
| Ações do Japão               | TR Topix             | 32,4%<br>Ações dos EUA                | 61,3%<br>Governo de Espanha           | 6,4%<br>Ações da Europa                | 12,0%<br>Ações dos EUA                | 22,4%<br>Ações Globais                | 0,1%<br>Governo da Zona Euro           | 0,3%<br>Ações da Europa              | 18,3%<br>Ações de Mercados Emergentes | 28,7%<br>Ações dos EUA                | 0,1%<br>Liquidez                        | 12,4%<br>Ações da Europa              |
| Ações de Espanha             | TR Ibex35            | 27,8%<br>Ações de Espanha             | 13,7%<br>Ações dos EUA                | 1,4%<br>Ações dos EUA                  | 11,2%<br>Ações de Mercados Emergentes | 22,2%<br>Ações do Japão               | -0,4%<br>Liquidez                      | 0,3%<br>Ações Globais                | 0,2%<br>Ações Globais                 | 23,2%<br>Ações da Europa              | -2,0%<br>Ações de Espanha               | 6,5%<br>Ações do Japão                |
| Ações de Mercados Emergentes | MSCI ME TR           | 26,7%<br>Ações Globais                | 10,3%<br>Ações do Japão               | -0,1%<br>Liquidez                      | 9,7%<br>Commodities                   | 21,8%<br>Ações dos EUA                | -1,2%<br>IG da Europa                  | 0,2%<br>Ações de Mercados Emergentes | 8,0%<br>HY Global                     | 21,8%<br>Ações Globais                | -2,5%<br>Ações do Japão                 | 6,1%<br>Ações Globais                 |
| Ações da Europa              | TR Eurostoxx50       | 21,5%<br>Ações da Europa              | 8,6%<br>Ações de Espanha              | -0,5%<br>IG da Europa                  | 7,5%<br>Ações Globais                 | 11,3%<br>Ações de Espanha             | -3,3%<br>HY Global                     | 0,2%<br>Ações do Japão               | 0,1%<br>Ações do Japão                | 12,7%<br>Ações do Japão               | -9,5%<br>Ações da Europa                | 6,0%<br>Ações dos EUA                 |
| Commodities                  | RB TR Commodities    | 21,1%<br>Governo de Espanha           | 8,3%<br>IG da Europa                  | -0,8%<br>Ações Globais                 | 6,6%<br>Governo da Zona Euro          | 10,2%<br>HY Global                    | -4,4%<br>Ações dos EUA                 | 0,2%<br>Ações de Espanha             | 6,4%<br>Governo da Zona Euro          | 10,8%<br>Ações de Espanha             | -13,2%<br>HY Global                     | 3,48%<br>Ações de Mercados Emergentes |
| Ações Globais                | MSCI TR Global       | 8,0%<br>HY Global                     | 4,9%<br>Ações Globais                 | -3,6%<br>Ações de Espanha              | 5,7%<br>Governo de Espanha            | 9,2%<br>Ações da Europa               | -8,7%<br>Ações Globais                 | 0,1%<br>HY Global                    | 4,4%<br>Governo de Espanha            | 1,4%<br>HY Global                     | -14,4%<br>IG da Europa                  | 1,8%<br>HY Global                     |
| IG da Europa                 | TR ERL0              | 2,4%<br>IG da Europa                  | 4,0%<br>Ações da Europa               | -4,2%<br>HY Global                     | 4,8%<br>IG da Europa                  | 2,5%<br>IG da Europa                  | -10,7%<br>Commodities                  | 0,1%<br>Commodities                  | 2,7%<br>IG da Europa                  | -0,5%<br>Liquidez                     | -17,7%<br>Governo de Espanha            | 1,8%<br>Governo de Espanha            |
| Liquidez EUR                 | TR Eonia             | 0,1%<br>Liquidez                      | 0,1%<br>Liquidez                      | -10,5%<br>Governo de Espanha           | 3,7%<br>Ações da Europa               | 1,7%<br>Governo de Espanha            | -11,5%<br>Ações de Espanha             | 0,1%<br>Governo de Espanha           | -0,5%<br>Liquidez                     | -1,1%<br>IG da Europa                 | -17,8%<br>Governo da Zona Euro          | 1,8%<br>Governo da Zona Euro          |
| HY Global                    | TR HW00              | -2,6%<br>Ações de Mercados Emergentes | -0,1%<br>HY Global                    | -16,3%<br>Governo da Zona Euro         | 2,6%<br>Ações de Espanha              | 1,7%<br>Commodities                   | -12,0%<br>Ações da Europa              | 0,1%<br>Governo da Zona Euro         | -3,2%<br>Ações da Europa              | -2,5%<br>Ações de Mercados Emergentes | -18,1%<br>Ações dos EUA                 | 1,3%<br>IG da Europa                  |
| Governo de Espanha           | ESPAÑA 10 ANOS       | -5,0%<br>Commodities                  | -2,2%<br>Ações de Mercados Emergentes | -14,9%<br>Ações de Mercados Emergentes | 0,6%<br>Ações do Japão                | -0,2%<br>Governo da Zona Euro         | -14,6%<br>Ações de Mercados Emergentes | 0,1%<br>IG da Europa                 | -0,1%<br>Commodities                  | -2,7%<br>Governo da Zona Euro         | -18,1%<br>Ações Globais                 | 0,6%<br>Liquidez                      |
| Governo da Zona Euro         | ALEMANHA 10 anos     | -46,6%<br>Governo da Zona Euro        | -17,9%<br>Commodities                 | -23,4%<br>Commodities                  | -0,3%<br>Liquidez                     | -0,4%<br>Liquidez                     | -16,0%<br>Ações do Japão               | 0,0%<br>Liquidez                     | -0,1%<br>Ações de Espanha             | -3,1%<br>Governo de Espanha           | -20,09%<br>Ações de Mercados Emergentes | -3,7%<br>Commodities                  |

\* Dados até 31/03/2023

\* 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

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca,  
CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Christian Pieck

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Dolores Ybarra

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

## Aviso Legal:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão de Gestão de Património e Seguros do Santander ("WMI"), uma unidade de negócios global do Banco Santander S. A. (A WMI, 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](http://www.santanderprivatebanking.com)

  @santanderpb