



Julho de 2023

Perspetivas Trimestrais

Pausa à vista, mas um ajustamento mais prolongado

Passada a fase de calibração do processo de aumento de taxas de juro mais rápido das últimas décadas, chegou a altura dos bancos centrais perguntarem a si próprios: será que a dose de política monetária restritiva é suficiente para colocar a inflação de novo no objetivo, ou ainda há mais trabalho a ser feito? A maior parte das fontes de pressão inflacionista parecem ter abrandado, contudo as pressões sobre os preços dos serviços ainda persistem num contexto de mercado de trabalho resiliente. Acreditamos que as preocupações com a inflação se irão deslocar gradualmente para o crescimento e que, ao longo do terceiro trimestre, as taxas de juro atinjam os seus níveis mais elevados. O processo de corte das taxas irá começar em breve no bloco de países emergentes, mas nas economias mais desenvolvidas iremos provavelmente ter de esperar até 2024. O ajustamento económico é muito moderado e não acreditamos que os sinais de desaceleração económica justifiquem uma mudança abrupta na política monetária. O processo de ajustamento está a tornar-se mais moderado e a prolongar-se ao longo do tempo.

Este contexto de uma pausa prolongada das taxas de juro e de um ajustamento suave e gradual da economia é favorável ao reposicionamento das carteiras de investimento (rendimentos e fontes de retorno diversificadas). Além disso, estamos a testemunhar um momento extraordinário em termos de tecnologia (Inteligência Artificial) e de oportunidades de disrupção ao nível da energia. A pausa nos aumentos das taxas de juro é uma boa altura para se reposicionarem as carteiras de investimentos.

Pausa à vista, mas um ajustamento mais prolongado

01 Haverá uma pausa em breve (mas com taxas elevadas durante mais tempo)

As pressões sobre os preços estão claramente com uma tendência de queda, mas há ainda trabalho a ser feito nas frentes da inflação subjacente e dos serviços, o que, juntamente com uma elevada dose de restrições monetárias já em vigor, deverá permitir que os bancos centrais justifiquem uma pausa nos aumentos das taxas de juro. No entanto, os cortes nas taxas de juro serão adiados até que o arrefecimento do mercado de trabalho se torne mais evidente, o que configura um cenário de taxas mais altas durante mais tempo que é esperado pelo mercado. Trata-se de um momento muito delicado para os bancos centrais e, ponderando as dúvidas sobre possíveis erros, acreditamos que uma pausa seria a melhor decisão a ser tomada durante o terceiro trimestre de 2023.

02 Um ajustamento moderado e progressivo

O crescimento económico foi surpreendentemente resiliente no primeiro semestre de 2023. No entanto, como foram eliminados ou pelo menos reduziram significativamente alguns riscos geopolíticos e económicos, decidimos rever em alta as estimativas de crescimento para 2023. A má notícia é que a desaceleração está a mudar para 2024 e iremos continuar com um crescimento económico anémico durante mais algum tempo. Estamos a assistir a um ajustamento económico muito moderado e progressivo, comparativamente com outros ciclos de políticas monetárias restritivas. A nossa perspetiva é moderadamente otimista (taxa de crescimento baixa e uma fraca probabilidade de crise ou um ajustamento de elevada intensidade).

03 Oportunidades para rebalancear as carteiras

Acreditamos que este cenário macroeconómico (taxas de juro elevadas e ajustamento económico moderado), combinado com níveis atrativos de valorização, cria um ambiente favorável para a construção de carteiras diversificadas. Uma pausa nos aumentos das taxas de juro tem sido historicamente o momento ideal para investir na classe de obrigações. Além disso, alguns segmentos e geografias dos mercados acionistas estão a ser negociados em múltiplos atrativos, e estamos a testemunhar oportunidades de disrupção muito promissoras em termos de Inteligência Artificial e transição energética.

01 Haverá uma pausa em breve (mas as taxas irão permanecer elevadas durante mais tempo)

Nas perspetivas de mercado anteriores, analisámos os vastos efeitos do "grande reajustamento das taxas de juro" e referimo-nos ao "momento de calibração" para destacar a necessidade de um grande ajustamento na política monetária para combater o aumento da inflação. Olhando para o terceiro trimestre, queremos enfatizar que a pausa nos aumentos das taxas de juro está próxima, uma vez que os bancos centrais começam a perceber um **melhor equilíbrio entre o risco de pressões inflacionistas e os riscos de desaceleração económica**.

Esta fase de afinação da política monetária está a revelar-se como sendo extremamente complexa pela singularidade deste ciclo económico marcado pela **disrupção causada pela pandemia**. É difícil estabelecer semelhanças com padrões anteriores de ciclos de atividade económica, uma vez que este último é marcado pelos choques vividos durante os confinamentos e a posterior reabertura. A magnitude do choque da procura, os estímulos fiscais aplicados para compensar a paralisação económica, o colapso das cadeias de abastecimento e do comércio de bens, e as dificuldades em atrair os trabalhadores de volta para o mercado de trabalho após a reabertura, são exemplos de alguns dos fatores que distorcem a análise ao projetar a evolução futura das principais grandezas macroeconómicas. **Este ciclo económico é claramente diferente porque é marcado pela singularidade da pandemia**.

Nos gráficos abaixo podemos ver como é que **as economias emergentes e as mais desenvolvidas se encontram em estágios diferentes em termos de política monetária**. O gráfico à esquerda mostra que as economias emergentes mudaram rapidamente o seu enviesamento da política monetária e perceberam imediatamente a necessidade de aumentar agressivamente as taxas de juro para combater a inflação. A magnitude da política monetária restritiva tem sido muito maior do que nas restantes economias, com **aumentos acumulados de mais de 10% no Chile e no Brasil**. Esta rapidez em começar a aumentar as taxas de juro permitiu, em termos relativos, que o ponto de inflexão da inflação se manifestasse mais cedo e os respetivos bancos centrais já conseguiram fazer uma pausa nos aumentos das taxas de juro durante alguns meses. **Quanto às economias desenvolvidas, ainda há trabalho a ser feito para que as autoridades monetárias façam uma pausa nos aumentos das taxas de juro**, motivo pelo qual o mercado está a antecipar novos aumentos. No caso da Reserva Federal e do BCE, o pico das taxas de juro deverá ser atingido durante o terceiro trimestre com uma subida adicional nos Estados Unidos e mais duas na Zona Euro. **No Reino Unido, as pressões inflacionistas ainda não deram sinais de enfraquecimento** e a pausa não deverá acontecer antes do quarto trimestre, com cinco aumentos adicionais disso.

O aumento das taxas de juro foi de magnitude sem precedentes nos últimos 40 anos

O ciclo da política monetária está mais avançado nas economias emergentes onde os bancos centrais fizeram uma pausa há vários meses

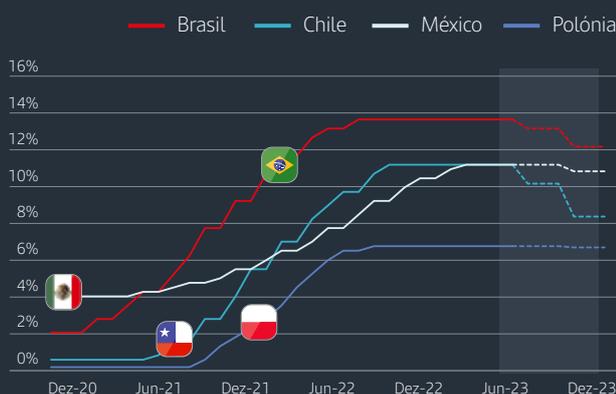
A natureza involgar do atual ciclo económico, aliada aos atrasos na política monetária, deve levar os bancos centrais das economias mais desenvolvidas a fazer uma pausa e a avaliar os próximos passos

O aumento das taxas de juro por parte dos bancos centrais tem-se destacado pela sua magnitude e rapidez.

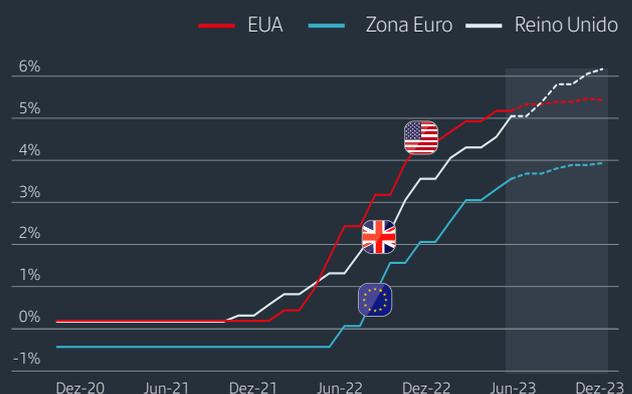
Fonte: Bloomberg WIRP (para os países desenvolvidos) e Bloomberg Economic Forecasts (para os países emergentes). Dados de 30/06/2023

Os países emergentes têm estado em pausa há meses. Agora é a vez dos países desenvolvidos, com a Reserva Federal a liderar o caminho

Economias Emergentes — Taxas de Juro de Referência Oficiais



Economias Desenvolvidas — Taxas de Juro de Referência Oficiais



A inflação recua, com exceção dos serviços

Os bancos centrais, liderados pela Reserva Federal, deixaram bem claro nos últimos meses que para eles a prioridade máxima é o controlo da inflação nas suas decisões sobre as taxas de juro. O facto de as autoridades monetárias terem subestimado as pressões inflacionistas nas fases iniciais, soma-se ao facto de que querem evitar a todo custo outro erro ao pararem prematuramente com o combate à inflação. Portanto, **para que o rumo necessário da política seja alterado, as evidências quanto às tendências inflacionistas têm de ser indiscutíveis.**

Os gráficos abaixo permitem-nos avaliar o progresso no combate à inflação, decompondo-a nas respetivas componentes. **Nos Estados Unidos, observamos uma tendência de queda muito clara desde junho de 2022, altura em que foi atingido o pico de 9,0%. A redução para 4,0% em maio de 2023 deveu-se à clara tendência de queda das componentes energia, bens e alimentos. A inflação nos serviços é onde as melhorias ainda não são tão evidentes, devido a pressões em alta oriundas dos salários e das rendas de casa.** Embora esperemos uma tendência descendente nos preços das rendas de casa nos próximos meses, acreditamos **que atingir a meta dos 2% irá levar mais tempo do que o esperado devido ao mercado de trabalho estar muito resiliente. Evidências de episódios anteriores sugerem que irá demorar cerca de dois anos para reduzir a inflação subjacente para metade em relação ao seu nível máximo.**

O gráfico da direita mostra a análise dos dados da **Zona Euro** onde um **atraso temporário na tendência de queda da inflação se deve em parte ao impacto mais direto das pressões sobre os preços derivadas do conflito na Ucrânia.** É por isso que o pico da inflação foi mais elevado (10,6%) e também porque o nível atual (6,1%) está acima do dos Estados Unidos. A análise por componentes mostra um contributo significativo de parte dos bens e serviços, mas acreditamos que isto seja consistente com um desfazamento e não propriamente evidência de um problema de inflação diferente na Zona Euro. O caso do **Reino Unido** é um pouco diferente, uma vez que esta economia é afetada por **fatores diferenciais associados ao Brexit** e que têm causado maiores restrições no mercado de trabalho. O facto da inflação subjacente no Reino Unido continuar a aumentar sugere um caminho mais longo para que o Banco de Inglaterra faça uma pausa nos aumentos das taxas de juro. A geografia onde a evolução dos preços é mais favorável é a **China**, que **volta a exportar desinflação para o resto do mundo** com quedas acentuadas dos preços no produtor.

Nos Estados Unidos, a inflação está a cair há 11 meses consecutivos graças à moderação nos preços dos alimentos, da energia e das mercadorias

As pressões sobre os preços no setor dos serviços mantêm-se persistentes e a melhoria na inflação subjacente é ainda inconclusiva

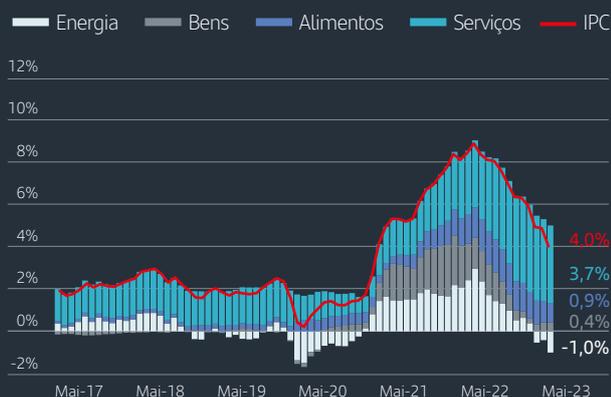
A tendência descendente da inflação é menos evidente na Europa, o que condiciona o atraso da pausa por parte do BCE e do Banco da Inglaterra

Inflação (IPC). Contribuição por componentes

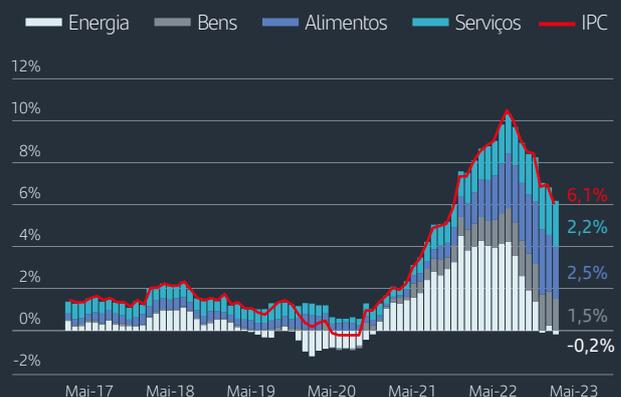
Fonte: Bloomberg. Dados a partir de 13/06/2023

Nos Estados Unidos, a última batalha é a inflação nos serviços. Na Zona do Euro, com exceção da energia, os demais componentes ainda estão elevados

Estados Unidos — Divisão da inflação por componentes



Zona Euro — Divisão da inflação por componentes



O mercado tem de ser paciente ao esperar que haja cortes nas taxas de juro

De um modo geral, a evolução da inflação é favorável, mas há dois fatores que estão a contribuir para uma **trajetória mais longa em direção à meta dos 2% do que o inicialmente esperado**. Nos Estados Unidos, a melhoria mais lenta é impulsionada pela força do mercado de trabalho, enquanto na Europa o desfazamento decorre da intensidade do impacto da guerra na Ucrânia. Nos próximos meses, esperamos assistir a avanços nestas frentes e que irão permitir que o fim dos aumentos das taxas de juro se concretize. Ainda falta muito para concluirmos que os níveis de preços voltaram ao equilíbrio, mas estamos em crer que **a magnitude do ajustamento, a estabilidade quanto às expectativas sobre a inflação de longo prazo e a clara tendência descendente em muitos componentes dos preços, devem justificar a ativação da pausa nos aumentos das taxas de juro ao longo do terceiro trimestre**.

Além disso, os bancos centrais estão conscientes dos **longos defasamentos com que os efeitos da política monetária são sentidos na economia** e que as taxas de juro não são a única via para uma política monetária restritiva. Neste sentido, os especialistas alertam para os **efeitos adicionais em termos do abrandamento da economia da retirada de liquidez por parte dos bancos centrais** (a chamada "quantitative tightening") e das restrições causadas pela **reduzida disponibilidade de crédito**, como evidenciado pela recente turbulência no mercado bancário americano de média dimensão.

Esperamos que os bancos centrais esclareçam em breve a incógnita sobre qual é a taxa de juro terminal que marca o pico dos aumentos das taxas de juro, mas isso conduzirá a um novo esforço para **esclarecer outra incógnita: o timing para os cortes nas taxas**. Os níveis descontados pelas curvas de taxas de juro após o tom *hawkish* das recentes mensagens do banco central já são suficientemente restritivos para desencadear uma desaceleração económica nos setores da economia onde ainda persistem pressões inflacionistas. Mas **as taxas de juro podem ter de permanecer em níveis elevados durante um período mais longo do que o esperado pelo mercado**. O gráfico abaixo mostra que, em ciclos de políticas restritivas anteriores, a FED manteve os juros inalterados durante um período médio de cinco meses antes de implementar o primeiro corte nas taxas de juro. Dada a lentidão do ajustamento no mercado de trabalho e o defasamento com que os efeitos das subidas das taxas de juro estão a ser transmitidos à economia, acreditamos que as taxas de juro devam permanecer elevadas durante um período mais longo do que o habitual. **A política monetária restritiva pode estar próxima do pico, mas os investidores não devem esperar uma reviravolta iminente**.

As expectativas de inflação de longo prazo ancoradas e a tendência descendente de muitos dos componentes da inflação irão ajudar a desencadear a pausa

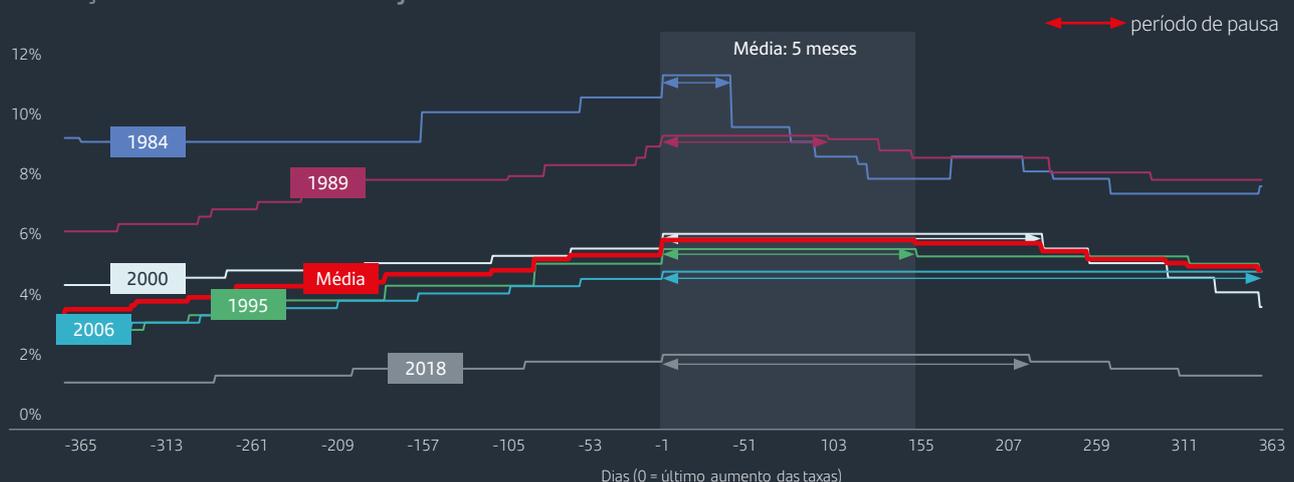
A menor disponibilidade de liquidez e de crédito somam-se a subidas das taxas de juro, contribuindo para o abrandamento da economia

A natureza invulgar do atual ciclo económico, aliada aos desfazamentos na política monetária, deveria levar os bancos centrais a fazer uma pausa e a avaliar os próximos passos

Ciclos Monetários da Reserva Federal dos EUA desde 1984

Fonte: Bloomberg. Dados de 14/06/2023

Historicamente, a FED teve pausas nas políticas monetárias de cerca de cinco meses antes de começar a cortar as taxas de juro



02 Um ajustamento moderado e progressivo

Se há um fenómeno que tem sido tão surpreendente como o rápido aumento da inflação em 2022, tem sido a **resiliência da atividade económica na maioria dos países até esta altura em 2023, apesar das subidas das taxas de juro** dos bancos centrais (a mais rápida e mais agressiva desde a década de 1980) e da queda de poder de compra devido à inflação. Há pelo menos **cinco fatores que explicam a resiliência das economias aos aumentos das taxas de juro**: a normalização gradual dos choques a nível da oferta após a pandemia e a guerra na Ucrânia, as poupanças acumuladas durante este período, as políticas fiscais expansionistas seguidas por vários governos, a redução na oferta de trabalho e os efeitos desfasados das condições monetárias restritivas.

Além disso, há três riscos importantes para o crescimento que foram eliminados, uma vez que as **dúvidas sobre o fornecimento de energia na Europa neste inverno foram** dissipadas, o Congresso dos EUA chegou a um acordo para levantar o teto máximo da dívida federal até 2025 e **as autoridades chinesas abandonaram a política de Covid Zero**, que levou a vários confinamentos forçados e contínuos da população. Estes fatores contribuíram para uma mudança nas expectativas de crescimento económico em 2023 a partir do primeiro trimestre deste ano, como se pode ver no gráfico abaixo à esquerda. Enquanto no início do ano o consenso dos economistas estimava, como cenário mais provável, um crescimento negativo na Europa e um crescimento praticamente nulo nos Estados Unidos, as estimativas atuais apontam para apenas alguns trimestres de contração e que não deverão inviabilizar um ligeiro crescimento económico para o ano como um todo. **Passámos de esperar uma contração económica em 2023 para um ajustamento suave com apenas alguns trimestres de crescimento negativo.**

A contrapartida desta melhoria nas expectativas económicas para o ano em curso é uma deterioração das estimativas de crescimento para 2024. **O ajustamento abrandou em 2023, mas é muito provável que a desaceleração se prolongue para 2024, prolongando a duração desta fase de crescimento anémico.** Entre os fatores que podem contribuir para que a desaceleração económica persista no tempo, destacamos o impacto do aumento dos custos de financiamento no setor imobiliário e o esgotamento do excesso de poupança acumulada durante a pandemia. Eventos semelhantes na história demonstram uma baixa probabilidade de uma aterragem suave da economia após uma política monetária tão restritiva como a que foi experimentada recentemente pelas principais economias globais (com exceção do Japão). As condições monetárias parecem-nos inequivocamente restritivas, especialmente à luz das recentes tensões no setor bancário e condições de crédito mais restritivas.

A probabilidade de uma recessão económica em 2023 foi significativamente reduzida, mas o equilíbrio continua a ser frágil

A Europa conseguiu garantir com sucesso o fornecimento de energia, os Estados Unidos conseguiram um acordo orçamental e a China abandonou a política de confinamentos

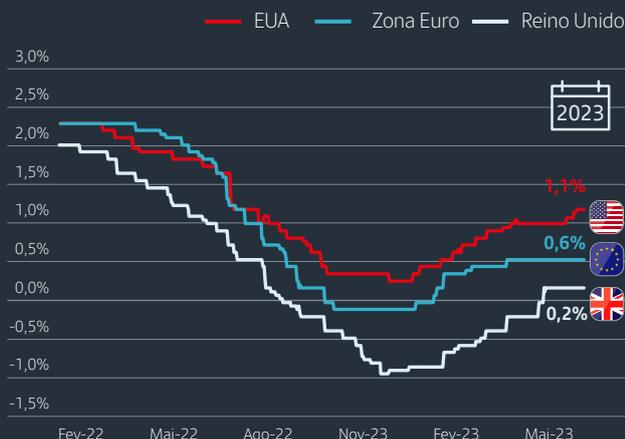
As surpresas positivas de crescimento em 2023 não irão continuar em 2024, uma vez que alguns dos efeitos negativos das políticas monetárias restritivas estão atrasados

Evolução das previsões de crescimento do PIB para 2023 e 2024

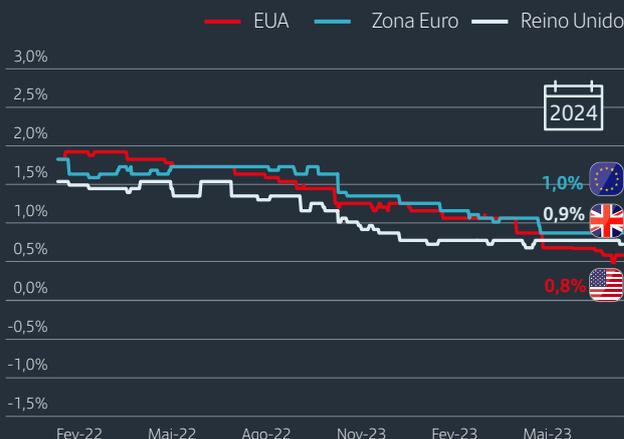
Fonte: Bloomberg Economic Forecasts. Dados de 13/06/2023

A melhoria dos dados económicos levaram a revisões em alta do crescimento em 2023 e ao adiamento do ajustamento para 2024

Um ajustamento moderado



... embora faseado



Divergência entre a indústria e os serviços

Outra peculiaridade deste ciclo económico é o **desempenho divergente dos setores da indústria e dos serviços**. A desagregação dos principais indicadores e dos que são coincidentes mostra uma renovada fragilidade da produção de bens em comparação com uma forte dinâmica da atividade dos serviços. Uma possível explicação está no processo de normalização pós-pandemia que levou a uma fase inicial de crescimento extraordinário da procura de bens quando a reabertura era ainda incipiente. **As famílias moderaram a procura de bens e deslocaram-na para os serviços** de que não puderam usufruir durante os confinamentos.

O vigor da procura por serviços fica patente na **evolução do crescimento económico por setores nos Estados Unidos** (ver gráfico abaixo à esquerda). A componente de investimento contraiu em três dos últimos quatro trimestres, o que contrasta com a evolução positiva do consumo privado. **A parte da economia norte-americana mais sensível às taxas de juro (setor residencial e investimentos em bens de capital) tem-se vindo a ajustar e a contrair há vários trimestres, enquanto a parte mais sensível ao emprego e a confiança dos consumidores ainda demonstra força**. Entre as razões para a resiliência do consumo estão a elevada percentagem de hipotecas com taxas fixas e a poupança restante derivada de estímulos fiscais. O ajustamento económico nos EUA está a ser prolongado no tempo, centrando-se nas componentes de investimento em 2023, e adiando até 2024 o ajustamento do lado dos consumidores. Outro fator que tem contribuído para abrandar a desaceleração em 2023 reside na **continuidade dos estímulos fiscais** graças à aprovação da Lei de Redução da Inflação (*Inflation Reduction Act*) e do acordo quanto ao teto máximo de endividamento.

Na **Europa**, a dinâmica do setor externo tem ajudado a mitigar os efeitos mais diretos do conflito na Ucrânia e a perda de poder de compra das famílias. Embora o risco de falhas no abastecimento de energia tenha sido afastado e os dados do primeiro trimestre tenham sido melhores do que o esperado, o **cenário de crescimento continua complexo**. O atraso numa abordagem mais restritiva quanto às taxas de juro, o maior peso da indústria transformadora na Europa e os principais indicadores apontam para uma perspectiva de crescimento bastante complexa nos próximos trimestres. Quanto à **China**, o impulso à atividade económica decorrente do abandono da política de Covid Zero nos primeiros meses do ano não parece estar a ter um efeito prolongado. Será **necessário que as autoridades chinesas dinamizem a economia com mais estímulos monetários e fiscais** para evitar um abrandamento da recuperação.

Os setores mais sensíveis às taxas de juro foram os primeiros a mostrar sinais de desaceleração

É provável que se evite uma recessão, mas por uma margem muito pequena e à custa de se prolongar o período de ajustamento

Os principais indicadores na China e na Europa mostram que parte do ajustamento mudou para 2024

Crescimento trimestral do PIB. Contributo por componentes

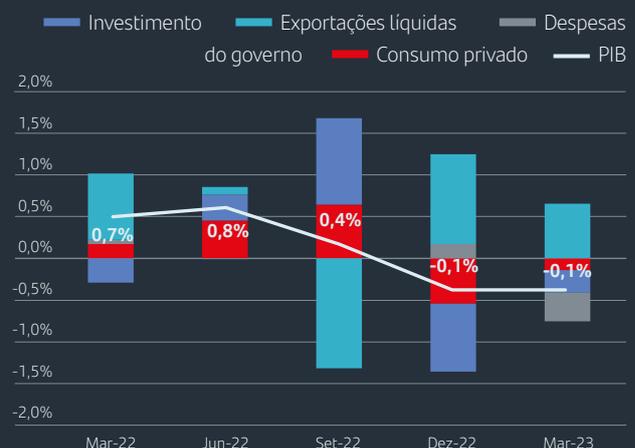
Fonte: Bloomberg. Dados de 06/06/2023

Um ajustamento faseado, com recessão/desaceleração não simultâneas nos componentes do PIB levaria a um ajustamento de baixa intensidade em vez de uma crise

Estados Unidos (anualizado trimestralmente)



Zona Euro



Não se espera nem uma recessão nem uma recuperação

O nosso **cenário central em termos de crescimento é de cautela moderada perante a necessidade de um ajustamento cíclico para mitigar o desequilíbrio inflacionista** que constitui a principal preocupação das autoridades monetárias. Continuamos a atribuir uma baixa probabilidade a uma contração de grande intensidade semelhante às que se vivam em crises económicas anteriores à pandemia (na altura da bolha tecnológica e da crise financeira). Esta consideração assenta na **ausência de elevados desequilíbrios financeiros nos setores privado e bancário**, uma vez que este ciclo se tem caracterizado por baixos níveis de alavancagem. Só detectamos fragilidades em setores muito específicos como o setor imobiliário no segmento de escritórios devido ao aumento dos custos de financiamento, e no setor público onde se concentrou o grosso do aumento da dívida e onde será necessário um exercício de consolidação orçamental a médio prazo. No curto prazo, **consideramos improvável que os mercados forcem um exercício acelerado de austeridade nas finanças públicas**, como demonstra o recente acordo para levantar o teto da dívida nos Estados Unidos.

A **força do mercado de trabalho é o principal sustentáculo do crescimento e um fator diferenciador em relação aos demais ciclos económicos**. Nos gráficos abaixo podemos ver que não há sinais de fraqueza em métricas como a geração de emprego, a confiança no emprego e os níveis de desemprego. Os fatores por trás deste comportamento resiliente do emprego são **demográficos** (menor crescimento e envelhecimento da população), **comportamentais** (menor propensão para despedimentos por parte das empresas devido a dificuldades no preenchimento de vagas após a reabertura das economias) e **políticos** (restrições à imigração nos EUA e no Reino Unido).

Consideramos provável que os efeitos retardados da política monetária restritiva se comecem a manifestar nos próximos trimestres, pelo que esperamos um cenário de fraco crescimento económico. A acumulação de importantes indicadores da atividade económica negativos (curva de juros invertida, indicadores de confiança da indústria, contração do crédito e da liquidez, entre outros) configura um cenário adverso para o crescimento económico. Este ciclo económico está repleto de fatores idiossincráticos que estão a moderar, retardar e fasear o ajustamento do crescimento necessário para equilibrar a inflação. **O primeiro semestre de 2023 surpreendeu positivamente em termos de crescimento, mas esta dinâmica é difícil de manter num contexto de inflação persistente e política monetária restritiva. Acreditamos que o crescimento global irá permanecer frágil até ao final deste ano e em 2024.**

O baixo nível de alavancagem do setor privado favorece um ajustamento económico moderado neste ciclo

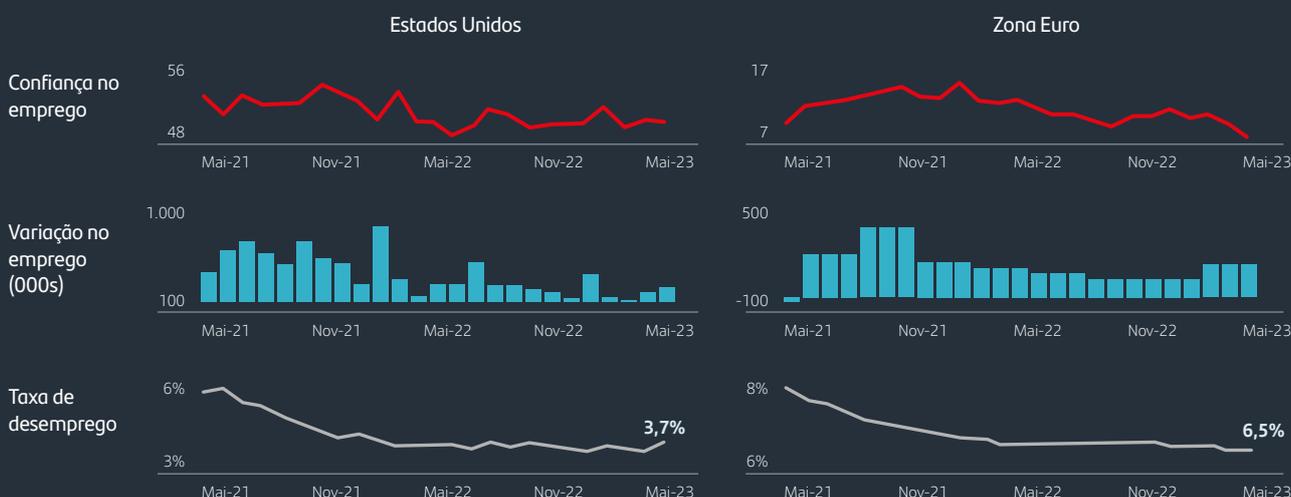
O consumo privado nos EUA continua a ser apoiado por uma forte criação de empregos e pelas poupanças acumuladas durante a pandemia

Pre vemos um contexto de crescimento económico muito baixo devido à combinação de restrições monetárias e de crédito

Os indicadores do mercado de trabalho nos últimos 24 meses têm sustentado o consumo

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/05/2023

A confiança no emprego futuro começa a enfraquecer, mas a criação de empregos continua firme e a taxa de desemprego está em mínimos históricos



03 Um contexto mais equilibrado

Depois de um 2022 negativo em termos macroeconómicos e de mercado, o primeiro semestre de 2023 caracterizou-se por uma queda na percepção de risco em várias frentes. A inflação está a ficar mais moderada, à medida que as pressões sobre os preços do lado da oferta de bens, alimentos e energia diminuíram, mas, do lado da procura da equação, há ainda trabalho adicional a ser feito em relação às pressões salariais e em arrefecer um setor dos serviços bastante robusto. As expectativas de inflação continuam a estar ancoradas. Os principais riscos que ameaçavam o cenário há alguns meses (fornecimento de energia na Europa, teto máximo da dívida nos Estados Unidos, escalada da guerra na Ucrânia, etc.) foram afastados ou adiados. **O crescimento económico é claramente anémico, mas a probabilidade de uma grande recessão está a diminuir**, uma vez que não existem grandes desequilíbrios no setor privado e a discussão sobre a necessidade de estabilizar as finanças públicas foi adiada.

Minimizar os riscos e manter posições de excessiva liquidez pode ser natural após uma forte desaceleração do mercado, mas leva a um menor desempenho se os investidores não puserem o dinheiro a trabalhar. Tendo sempre em conta o horizonte e os objetivos de investimento, e respeitando os perfis de risco, o posicionamento de investimento exige assumir certas doses de volatilidade de forma a otimizar os retornos. **Acreditamos que o contexto atual não está isento de riscos, mas proporciona um equilíbrio entre retornos e riscos, considerado adequado para a construção de carteiras diversificadas.**

O principal argumento para esta visão moderadamente otimista para não se estar parado na altura de investir e pôr o excesso de liquidez a trabalhar reside na **melhoria geral dos níveis de valorização como resultado do reajustamento das taxas de juro e dos preços dos ativos ao longo do último ano e meio**. Esta mudança radical nas valorizações dos ativos é bastante visível no gráfico abaixo, onde comparamos o nível de rendimentos disponíveis para investimentos em diferentes ativos antes do reajustamento da taxa de juro (dezembro de 2021) e atualmente (junho de 2023). Em relação às obrigações, o retorno futuro dos ativos é medido pelo desconto dos cupões e do capital, enquanto no caso de ações é determinado pelo cálculo do resultado sobre os rendimentos correntes. Observa-se uma melhoria generalizada nos rendimentos esperados como resultado dos ajustamentos das taxas e das valorizações. **Essa reavaliação é particularmente pronunciada em ativos com perfil de risco mais baixo e maior sensibilidade à taxa de juro**. Por exemplo, a *yield to maturity* média das obrigações *corporate* em dólares melhorou de 1,8% para 4,8%. Tanto o prémio de risco por assumir o risco de *duration*, como o spread que remunera o risco de crédito melhoraram, permitindo um **melhor equilíbrio na remuneração do risco das obrigações**.

A política monetária restritiva e os riscos de crescimento evoluíram em baixa, tornando o contexto de investimento mais visível

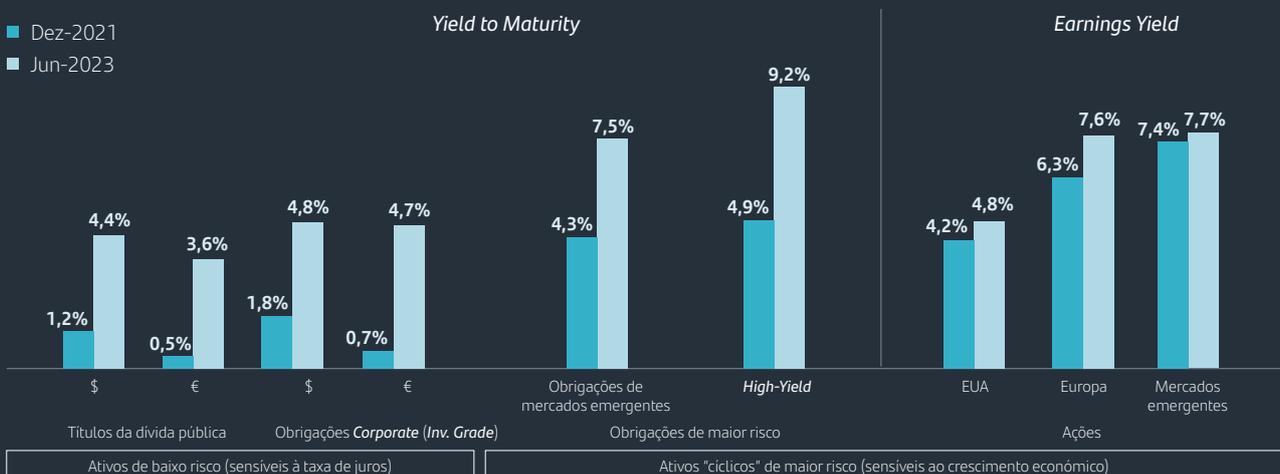
O *trade-off* risco-retorno melhorou em relação ao existente antes do ajustamento das taxas de juro

Os rendimentos implícitos nas avaliações dos ativos melhoraram significativamente nos últimos trimestres

Os atuais rendimentos dos ativos melhoraram consideravelmente ao longo dos últimos 18 meses

Fonte: Bloomberg. Dados de 13/06/2023

Espera-se que as obrigações recuperem o seu papel como elemento diversificador em 2023, pois acreditamos que a relação entre os movimentos dos preços das obrigações e das ações se irá normalizar



Uma pausa nas taxas favorece os retornos das obrigações

Para os investidores, a conjuntura atual é mais favorável não só do ponto de vista de rentabilidades mais elevadas, mas também em relação à possibilidade renovada de diversificação. Esta consideração baseia-se no facto de que existe atualmente **um melhor equilíbrio entre os retornos das obrigações e os das ações**. Há dezoito meses atrás, o contexto de taxas de juro baixas (ou até negativas, em alguns casos) implicou retornos muito baixos para ativos obrigacionistas mais conservadores e forçou os investidores com um perfil de risco baixo a explorar alternativas de investimento menos familiares e mais arriscadas. **A normalização das políticas monetárias permitiu que esses investidores mais conservadores evitassem ter de se desviar dos seus perfis de risco para obterem retornos razoáveis.**

O **potencial de diversificação das obrigações nas carteiras foi reforçado**, o que constitui um fator positivo para as decisões financeiras de alocação das carteiras. Tradicionalmente, o preço das obrigações de elevada qualidade de crédito tende a comportar-se de forma não correlacionada com o das ações e isto permite reduzir o nível de risco em carteiras equilibradas. Mas esse atributo deteriora-se quando os níveis de taxas de juro são baixos e em momentos de choque inflacionista como o que se viveu em 2022. Acreditamos que quando as taxas de juro regressarem (ou ultrapassarem) níveis neutros e o cenário de inflação esteja normalizado, que os investidores possam novamente gozar os benefícios da diversificação oferecidos pelos instrumentos obrigacionistas.

Além disso, **o momento de pausa nas políticas monetárias restritivas coincide com o momento ideal para investir em instrumentos obrigacionistas de qualidade**. Isto pode ser observado no gráfico abaixo, que mostra a variação nos retornos de dois tipos de classes de ativos (os ativos de baixo risco, sensíveis a movimentos das taxas e os ativos de elevado risco, mais voláteis e sensíveis ao ciclo económico) nos doze meses antes e depois do momento em que a Reserva Federal parou de aumentar as taxas. Esta análise aborda a gama de retornos obtidos durante os seis períodos de política monetária restritiva desde 1994. Podemos observar que **no caso do investimento em ativos de baixo risco (títulos do tesouro dos EUA e obrigações *corporate Investment Grade*), o intervalo de retornos é sempre positivo nos doze meses após a pausa**, o que contrasta com os doze meses anteriores à pausa em que os retornos são penalizados pelos aumentos da taxa.

Um melhor equilíbrio entre os retornos de todos os ativos permite uma melhor diversificação nas carteiras de investimentos

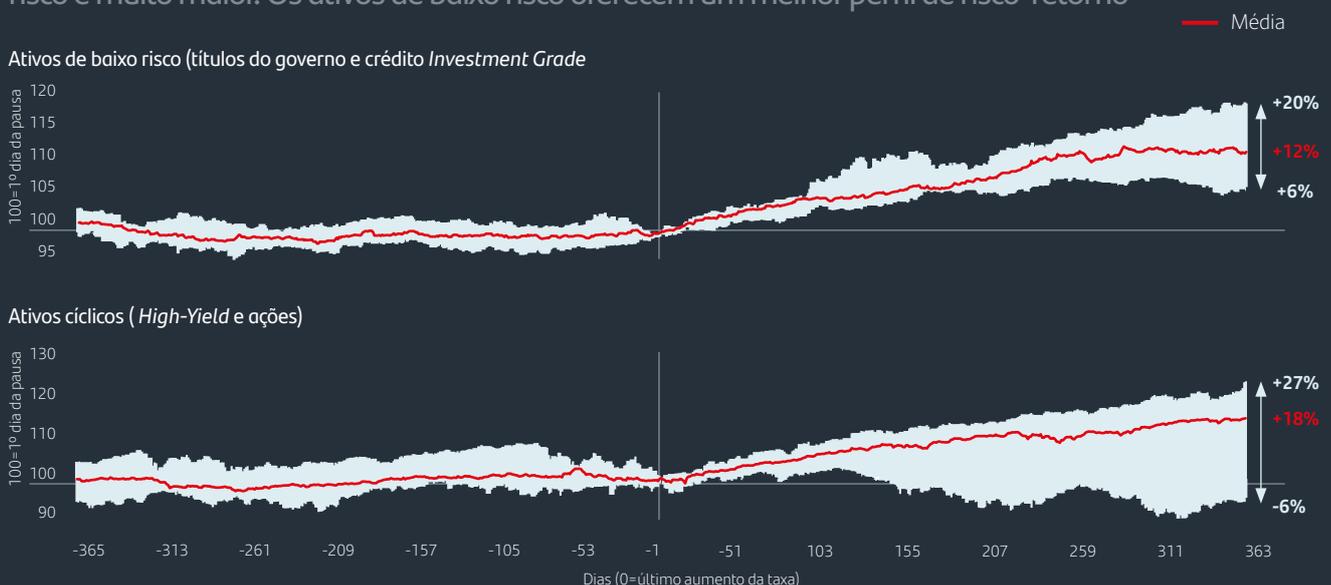
As obrigações de elevada qualidade oferecem atualmente um seguro bastante económico contra a deterioração das condições económicas

A pausa iminente nos aumentos das taxas de juro é um ponto de entrada adequado para investimentos em obrigações

Retornos sobre diferentes tipos de ativos nos EUA no ano seguinte à pausa nas taxas

Fonte: Bloomberg. Dados de 13/06/2023. Dados históricos desde 1984

Embora os retornos médios sejam positivos para todos os ativos, a dispersão nos ativos de maior risco é muito maior. Os ativos de baixo risco oferecem um melhor perfil de risco-retorno



É altura de misturar cautela cíclica com inovação

Enquanto o cenário para investimentos em obrigações é historicamente favorável nos períodos após o fim das subidas das taxas de juro, o mesmo não se pode dizer em relação às ações. No gráfico inferior da página anterior podemos observar que **o intervalo de retornos dos investimentos em ações é mais amplo que o dos ativos de baixo risco e inclui episódios de retornos negativos que coincidem com ciclos em que a política monetária restritiva provocou contrações nos níveis macro (recessão) e micro (lucros em queda)**. A nossa conclusão é que, com base na análise histórica dos retornos após uma pausa nos aumentos das taxas de juro, o contexto é mais favorável para investimentos em obrigações em termos de retorno versus risco assumido.

Este **posicionamento cauteloso em relação às ações não se baseia apenas na valorização relativa vs. obrigações, mas também decorre da falta de visibilidade sobre a dimensão do ajustamento cíclico em que estamos atualmente**. Acreditamos que a desaceleração neste ciclo venha a ser bastante moderada em termos de intensidade, mas preferimos moderar a exposição a ativos sensíveis ao ciclo até que haja mais certezas sobre a magnitude do ajustamento dos ganhos. Em geral, os resultados das empresas superaram as expectativas no primeiro trimestre do ano, mas há um risco de revisão em baixa das estimativas de lucro nos próximos trimestres. **Mantemos a nossa preferência por investir em setores e empresas com menor sensibilidade das vendas ao ciclo económico e com valorizações mais baixas**.

O desempenho dos índices das ações durante o primeiro semestre foi surpreendente (retornos superiores a 15% nos principais mercados) dado o contexto de taxas de juro mais elevadas e menores expectativas de crescimento. Esta reavaliação tem sido suportada por fatores fundamentais (ajustamento das valorizações em 2022, consenso do mercado sobre um posicionamento defensivo e resultados melhores do que o esperado no primeiro trimestre), e também pelo **potencial surpreendente e disruptivo das inovações em inteligência artificial (Gen AI)**. O gráfico abaixo mostra que estamos provavelmente num momento de disrupção tecnológica de dimensão histórica (os índices de tecnologia tiveram um retorno que supera as restantes empresas em mais de 20%) semelhante ao desenvolvimento da Internet ou dos smartphones. Vemos um elevado potencial de crescimento a longo prazo decorrente da inteligência artificial, mas acreditamos que as valorizações atuais de certas ações de tecnologia estão em máximos. **Estamos perante um evento de disrupção tecnológica de magnitude histórica, mas em termos de investimento é preciso ser cauteloso e procurar o melhor aconselhamento**. A história demonstra-nos que nem sempre as empresas que inovam primeiro são as mais bem-sucedidas a longo prazo.

A falta de visibilidade dos ganhos e o ajustamento do crescimento sustenta um posicionamento cauteloso em termos de ativos cíclicos

É tempo para um posicionamento cíclico para a recuperação adiada para 2024

A disrupção decorrente do crescimento de aplicações de inteligência artificial está a distorcer o comportamento dos mercados

Diferencial de desempenho em períodos homólogos do setor de tecnologia versus o S&P 500

Fonte: Bloomberg e cálculos internos

Em tempos de disrupção tecnológica, as ações deste setor superam o mercado em mais de 20%



Anexo: Quadros

Retornos dos principais ativos nos últimos 10 anos.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2023

	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%	2,4%	1,4%	1,6%	1,0%
Curto Prazo (EUR) ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	1,4%	0,2%	0,0%	-0,1%
Obrigações — Global ⁽³⁾	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	1,4%	-5,0%	-1,1%	0,2%
Obrigações (USD) ⁽⁴⁾	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	2,1%	-4,0%	0,8%	1,5%
Soberano (USD) ⁽⁵⁾	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	1,1%	-2,9%	0,8%	0,9%
Empresas (USD) ⁽⁶⁾	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	3,2%	-3,4%	1,8%	2,6%
High Yield (USD) ⁽⁷⁾	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	5,4%	3,2%	3,4%	4,4%
Obrigações (EUR) ⁽⁸⁾	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	2,2%	-5,4%	-1,9%	0,8%
Soberano (EUR) ⁽⁹⁾	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	2,5%	-6,0%	-1,9%	1,0%
Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	2,2%	-3,1%	-1,1%	1,1%
High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	4,8%	1,6%	1,6%	3,7%
Obrigações Global Emergente (USD) ⁽¹²⁾	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	3,3%	-2,7%	1,0%	2,7%
América Latina (USD) ⁽¹³⁾	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	4,3%	-0,7%	0,8%	2,5%
MSCI Global (USD)	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-19,5%	14,0%	10,9%	7,3%	7,5%
S&P 500 (USD)	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-19,4%	15,9%	13,4%	10,4%	10,7%
MSCI Europa (EUR)	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-11,9%	8,9%	9,0%	3,9%	4,7%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-22,4%	3,5%	-0,2%	-1,5%	0,5%
MSCI - Ásia Pac. ex-Japão (USD)	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	3,0%	2,7%	1,6%	4,5%
MSCI - América Latina (USD)	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-0,1%	14,6%	8,9%	-0,3%	-2,6%

⁽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 30/06/2023

		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	4.450		1.633		4.766	26,9%	-19,4%	15,9%	17,6%	13,4%	10,4%	10,7%		
	DOW JONES INDUS.	34.408		14.810		36.338	18,7%	-8,8%	3,8%	11,8%	10,4%	7,2%	8,7%		
	NASDAQ	13.788		3.590		15.645	21,4%	-33,1%	31,7%	25,0%	11,8%	12,9%	15,0%		
Europa	Stoxx 50	4.004		2.671		4.049	22,8%	-4,4%	9,6%	16,1%	10,2%	5,6%	4,4%		
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.399		2.721		4.399	21,0%	-11,7%	16,0%	27,3%	10,8%	5,3%	5,4%		
	Espanha (IBEX 35)	9.593		6.452		11.521	7,9%	-5,6%	16,6%	18,5%	9,6%	-0,1%	2,1%		
	França (CAC 40)	7.400		3.934		7.492	28,9%	-9,5%	14,3%	24,9%	14,4%	6,8%	7,1%		
	Alemanha (DAX)	16.148		8.103		16.148	15,8%	-12,3%	16,0%	26,3%	9,7%	5,6%	7,3%		
	Reino Unido (FTSE 100)	7.532		5.577		7.876	14,3%	0,9%	1,1%	5,1%	6,6%	-0,3%	1,9%		
	Itália (MIB)	28.231		16.198		28.231	23,0%	-13,3%	19,1%	32,6%	13,2%	5,5%	6,4%		
	Portugal (PSI 20)	5.920		3.945		7.608	13,7%	2,8%	3,4%	-2,1%	10,5%	1,4%	0,6%		
	Suíça (SMI)	11.280		7.746		12.876	20,3%	-16,7%	5,1%	5,0%	3,9%	5,6%	3,9%		
América Latina	México (MEXBOL)	53.526		34.555		56.537	20,9%	-9,0%	10,4%	12,6%	12,3%	2,3%	2,8%		
	Brasil (IBOVESPA)	118.087		40.406		126.802	-11,9%	4,7%	7,6%	19,8%	7,2%	10,2%	9,5%		
	Argentina (MERVAL)	426.281		3.358		426.281	63,0%	142,0%	110,9%	381,9%	119,5%	74,9%	64,3%		
	Chile (IPSA)	5.787		3.439		5.855	3,1%	22,1%	10,0%	16,9%	13,2%	1,8%	3,7%		
Ásia	Japão (NIKKEI)	33.189		13.389		33.189	4,9%	-9,4%	27,2%	25,7%	14,7%	8,3%	9,3%		
	Hong Kong (HANG SENG)	18.916		14.687		32.887	-14,1%	-15,5%	-4,4%	-13,5%	-8,0%	-8,2%	-0,9%		
	Coreia do Sul (KOSPI)	2.564		1.755		3.297	3,6%	-24,9%	14,7%	9,9%	7,0%	2,0%	3,2%		
	Índia (Sensex)	64.719		18.620		64.719	22,0%	4,4%	6,4%	22,1%	22,8%	12,8%	12,8%		
	China (CSI)	3.842		2.146		5.352	-5,2%	-21,6%	-0,8%	-14,3%	-2,2%	1,8%	5,7%		
Mundo	MSCI Global	2.967		1.473		3.232	20,1%	-19,5%	14,0%	16,5%	10,9%	7,3%	7,5%		

Ações por fator e por setor.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2023

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno		Retorno anualizado				Rácios		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2021	2022	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Co-ta-ção de Lucro)	Rendimento de Dividendos
MSCI Global	2,967		1,473		3,232	20,1%	-19,5%	14,0%	16,5%	10,9%	7,3%	7,5%	17,91	2,07
Fator														
MSCI World High Dividend Yield	1,367		978		1,447	12,6%	-7,4%	2,0%	4,9%	6,8%	3,1%	3,5%	13,20	3,87
MSCI World Momentum	3,307		1,223		3,978	14,6%	-17,8%	2,8%	9,5%	6,6%	7,7%	10,5%	18,91	1,69
MSCI World Quality	3,828		1,213		4,058	25,7%	-22,2%	21,3%	24,0%	13,1%	12,7%	12,5%	22,30	1,66
MSCI World Minimum Volatility	4,426		2,107		4,730	14,3%	-9,8%	3,7%	6,7%	6,1%	5,8%	7,7%	17,35	2,57
MSCI World Value	11,495		6,158		11,827	21,9%	-6,5%	4,0%	10,7%	12,9%	5,7%	6,7%	12,99	3,38
MSCI World Small Cap	608		296		705	15,8%	-18,8%	7,6%	12,9%	10,8%	4,4%	7,9%	17,41	2,27
MSCI World Growth	8,721		2,925		9,693	21,2%	-29,2%	27,1%	26,4%	11,6%	11,8%	11,9%	27,35	0,87
Setor														
Energia	431		164		464	40,1%	46,0%	-3,9%	13,2%	30,0%	4,3%	3,2%	9,05	4,69
Materiais	544		229		590	16,3%	-10,7%	6,0%	8,2%	10,8%	5,6%	6,6%	14,47	3,44
Industriais	505		220		509	16,6%	-13,2%	14,1%	11,0%	9,5%	5,1%	7,6%	19,32	1,97
Consumo Discrecional	510		191		595	17,9%	-33,4%	28,7%	-2,2%	2,5%	3,9%	7,9%	22,31	1,37
Bens de Primeira Necessidade	453		233		470	13,1%	-6,1%	3,8%	4,0%	6,9%	6,1%	6,5%	19,68	2,69
Cuidados de Saúde	494		190		518	19,8%	-5,4%	0,8%	5,5%	8,6%	9,9%	10,2%	18,51	1,77
Financeiros	239		125		263	27,9%	-10,2%	3,3%	8,9%	13,6%	4,4%	6,4%	11,49	3,06
Tecnologias de Informação	655		116		682	29,8%	-30,8%	38,9%	-1,5%	4,9%	11,2%	15,5%	30,64	0,82
Imobiliário	391		260		517	28,7%	-25,1%	1,0%	-6,8%	2,7%	1,2%	3,7%	24,82	4,03
Serviços de Comunicações	167		97		220	14,4%	-36,9%	29,4%	-12,6%	-3,0%	2,1%	3,2%	18,09	1,24
Água, Gás, Eletricidade	312		165		331	9,8%	-4,7%	0,0%	1,7%	6,4%	6,4%	6,6%	15,32	3,81

Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2023

		Taxa de juro			Variação	Últimos 10 anos			10 anos			Curva de rendimentos
	Classificação (S&P)	Banco C.*	2 anos	10 anos	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevada	Acumulado dotermos		10-2 anos	
									Mês	Ano anuais		
Desenvolvido												
EUA	AA+	5,25%	4,90%	3,84%		0,53%		4,05%	19	233	119	-1,06
Alemanha	AAA	3,50%	3,20%	2,39%		-0,70%		2,65%	11	257	158	-0,80
França	AA	3,50%	3,38%	2,93%		-0,40%		3,12%	8	273	155	-0,45
Itália	BBB	3,50%	3,90%	4,07%		0,54%		4,72%	-1	290	105	0,17
Espanha	A	3,50%	3,49%	3,39%		0,05%		4,65%	5	282	147	-0,11
Reino Unido	AA	5,00%	5,27%	4,39%		0,10%		4,39%	21	342	252	-0,89
Grécia	BB+	3,50%	n.d.	3,67%		0,61%		15,42%	-11	233	71	n.d.
Portugal	BBB+	3,50%	3,03%	3,13%		0,03%		6,73%	10	266	128	0,09
Suíça	AAA	1,75%	1,20%	0,92%		-1,05%		1,58%	9	107	52	-0,28
Polónia	A-	6,75%	5,77%	5,76%		1,15%		8,34%	-26	211	25	-0,01
Japão	A+	-0,10%	-0,07%	0,40%		-0,27%		0,80%	-4	33	22	0,47
Mercados Emergentes												
Brasil	BB-	13,75%	10,58%	10,63%		6,49%		16,51%	-94	-21	-236	0,06
México	BBB	11,25%	10,18%	8,68%		5,24%		9,85%	-12	111	10	-1,49
Chile	A	11,25%	6,76%	5,25%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC-	97,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	13,25%	9,82%	10,25%		5,39%		13,79%	-93	205	n.d.	0,42
Turquia	B	15,00%	13,29%	n.d.		6,98%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Rússia	A+	2,63%	2,11%	2,64%		2,51%		4,58%	-7	-14	-13	0,52
Índia	BBB-	6,50%	6,91%	7,11%		5,84%		8,86%	13	66	-20	0,21

* 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 30/06/2023

	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno		Retorno anualizado			
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	
EUR / USD	1,0909		0,98		1,39	1,9%	4,1%	-1,0%	-1,4%	-1,7%	
EUR / GBP	0,86		0,70		0,92	3,0%	-0,2%	-2,0%	-0,6%	0,0%	
EUR / CHF	0,98		0,97		1,23	1,3%	2,5%	3,1%	3,4%	2,3%	
EUR / JPY	157		114		157	12,1%	-9,6%	-8,4%	-3,9%	-2,0%	
EUR / PLN	4,43		4,04		4,86	5,7%	6,0%	0,2%	-0,3%	-0,2%	
GBP / USD	1,27		1,12		1,71	5,1%	4,3%	1,1%	-0,8%	-1,8%	
USD / CHF	0,90		0,88		1,03	3,2%	6,6%	2,0%	2,0%	0,5%	
USD / JPY	144		98		149	-9,1%	-6,0%	-9,3%	-5,2%	-3,7%	
USD / MXN	17,12		12,73		24,17	13,9%	17,5%	10,5%	3,1%	-2,8%	
USD / ARS	256,73		5,51		256,73	-31,0%	-51,2%	-35,0%	-35,4%	-32,1%	
USD / CLP	802		505		969	6,1%	14,4%	0,7%	-4,0%	-4,5%	
USD / BRL	4,79		2,21		5,75	10,3%	9,9%	4,1%	-4,1%	-7,3%	
USD / COP	4,172		1,877		4,940	16,3%	-0,4%	-3,5%	-6,8%	-7,4%	
USD / CNY	7,25		6,05		7,31	-4,9%	-7,6%	-0,8%	-1,8%	-1,6%	
EUR / SEK	11,77		8,67		11,77	-5,2%	-8,9%	-3,8%	-2,4%	-3,0%	
EUR / NOK	11,72		7,84		11,85	-10,4%	-11,9%	-2,5%	-4,1%	-3,9%	

Commodities.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2023

	Último Preço	Variação		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)	75,7		21		120	51,4%	9,7%	-10,9%	22,5%	-1,3%	-9,5%
Petróleo Bruto (W. Texas)	70,6		19		115	58,7%	4,2%	-12,0%	21,2%	-1,6%	-9,9%
Ouro	1.929,4		1.060		1.999	-3,5%	-0,1%	5,7%	2,7%	15,4%	16,4%
Cobre	8.315,5		4.561		10.375	25,2%	-13,9%	-0,7%	11,7%	7,9%	7,2%
Índice CRB	262,0		117		317	38,5%	19,5%	-5,7%	24,1%	9,3%	-1,7%
Gás Natural (EUA)	2,8		2		6	33,7%	33,0%	-32,8%	7,0%	1,7%	-24,8%
Gás Natural (Europa)	37,1		13		178	142,6%	141,8%	-53,9%	38,9%	31,6%	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% Ações do Japão	71,3% Governo da Zona Euro	12,1% Ações do Japão	14,8% HY 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	22,7% 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	19,3% Ações de Espanha
Ações de Espanha	TR Ibx35	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	18,4% Ações da Europa
Ações 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% IG da Europa	0,2% Ações de Mercados Emergentes	8,0% HY Global	21,8% Ações Globais	-2,5% Ações do Japão	16,9% Ações dos EUA
Ações da Europa	TR Eurostoxx50	21,5% Ações da Europa	8,6% Ações de Espanha	-0,5% IG da Europa	7,5% Ações Globais	11,3% Ações de Espanha	-3,3% HY Global	0,2% Ações do Japão	0,1% Ações do Japão	12,7% Ações do Japão	-9,5% Ações da Europa	15,1% Ações Globais
Commodities	RB TR Commodities	21,1% Governo de Espanha	8,3% IG da Europa	-0,8% Ações Globais	6,6% Governo da Zona Euro	10,2% HY Global	-4,4% Ações dos EUA	0,2% Ações de Espanha	6,4% Governo da Zona Euro	10,8% Ações de Espanha	-13,2% HY Global	5,3% HY Global
Ações Globais	MSCI TR Global	8,0% HY 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% HY Global	4,4% Governo de Espanha	1,4% HY Global	-14,4% IG da Europa	4,89% Ações de Mercados Emergentes
IG da Europa	TR ERLD	2,4% IG da Europa	4,0% Ações da Europa	-4,2% HY Global	4,8% IG da Europa	2,5% IG da Europa	-10,7% Commodities	0,1% Commodities	2,7% IG da Europa	-0,5% Liquidez	-17,7% Governo de Espanha	2,1% Governo de Espanha
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% IG da Europa	-17,8% Governo da Zona Euro	2,0% IG da Europa
HY Global	TR HW00	-2,6% Ações de Mercados Emergentes	-0,1% HY 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	1,6% Governo da Zona Euro
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% IG da Europa	-0,1% Commodities	-2,7% Governo da Zona Euro	-18,1% Ações Globais	1,4% Liquidez
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	-3,3% Commodities

* Dados de 30/06/2023

* 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

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Christian Pieck

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Míriam Thaler

 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, logótipos 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