



Recuperação
e disrupção

Relatório de
mercado 2021

Índice

Mensagens chave 2021

Página 4

01

A caminho da recuperação

Página 6

02

Baixo durante ainda mais tempo

Página 22

03

Repensar as soluções de investimento

Página 36

Recuperação e disrupção

Estimado Cliente,

O último ano pareceu uma eternidade, com o mundo a ser varrido pelo surto da COVID-19, que infetou todos os aspetos da nossa vida, que marcou de forma permanente a maneira como vemos a saúde, as finanças, a política e as interações sociais, e que **abalou profundamente a economia global**. E embora os confinamentos tenham demonstrado ser eficazes em conter a propagação do vírus, o certo é que também exigiram um enorme sacrifício económico.

Como nota positiva, **nunca antes a elaboração de políticas para mitigar os danos causados pelos confinamentos tinha sido tão notável e articulada**. Os bancos centrais e governos reagiram rapidamente e com vigor para estabilizar o sistema financeiro, apoiar empresas e famílias, e proteger empregos, com medidas que antes teriam sido consideradas fora dos limites. Enquanto o **mundo aguarda pela distribuição das vacinas para poder regressar à normalidade**, medidas de estímulo e esperança sem precedentes de uma forte recuperação em 2021, já fizeram com que o mercado se reanimasse face à pior e mais rápida crise económica desde a Grande Depressão.

O custo do cocktail de medicação financeira necessária para tratar a pandemia tornou insignificante o impacto da crise de 2008, e embora **a recuperação seja uma realidade**, o crescimento que estamos a começar a sentir trará grandes desafios a muitas áreas da economia, especialmente aos mercados financeiros. As estratégias tradicionais de investimento também serão postas à prova, pois **não há nenhuma classe de ativos que ofereça por si só uma solução abrangente** para as inúmeras necessidades financeiras dos nossos clientes.

Cada crise traz consigo riscos e recompensas, e conseguir retornos acima da inflação neste **contexto de recuperação e disrupção** exige estratégias dinâmicas. **As taxas de juro estão extremamente baixas e assim irão permanecer durante muito tempo**, aumentando a necessidade de se considerarem investimentos potencialmente mais arriscados com rendimentos positivos. Recomendamos que se invista de acordo com o próprio plano financeiro, com uma abordagem equilibrada em termos de capitais próprios, baseada em **empresas inovadoras (Future Wealth)** e associada a **ações cíclicas** que sofreram com a pandemia, mas que começam a beneficiar com a recuperação.

A pandemia acelerou a **necessidade de uma economia mais circular, resiliente, inclusiva e sustentável**. Também recomendamos investimentos ESG (Environmental, Social, Governance), na medida em que as 50 principais economias se propuseram a comprometer 862 mil milhões de USD para impulsionar os esforços verdes. Fizemos do **investimento sustentável a nossa solução preferencial** para clientes Private a nível mundial. **Investimentos alternativos, produtos estruturados e estratégias baseadas em risco**, podem também proporcionar novas vias de rentabilidade para as carteiras de clientes.

Os nossos esforços continuam a centrar-se em proporcionar aos nossos clientes o melhor aconselhamento e conhecimentos especializados possíveis por parte das nossas equipas globais. Porque confinamentos físicos são apenas soluções temporárias, acreditamos que, **trabalhando em conjunto com os nossos clientes, podemos equilibrar os riscos de investimento e gerir a reabertura da economia com prudência e disciplina**.

Muito obrigado pela sua confiança



Víctor Matarranz
Director Geral
Santander Wealth Management & Insurance

Mensagens chave 2021

A caminho da recuperação

O alívio da vacina

O vírus continua a propagar-se por todo o mundo, mas evitou-se uma segunda vaga de confinamentos rigorosos graças a restrições e medidas preventivas mais direcionadas.

O progresso sem precedentes que se tem feito em matéria de vacinas tem proporcionado conforto aos mercados, juntamente com a expectativa de que se possa chegar à imunização total antes da segunda metade de 2021.

A atividade está a recuperar lentamente e há algum debate sobre a forma da recuperação, mas não sobre a recuperação em si.

Licença para gastar

A nível de estímulos fiscais e monetários coordenados, existe um consenso global no sentido de solicitar aos governos programas de apoio que se mantenham até que se consiga uma sólida recuperação económica.

Os bancos centrais não estão "a pensar em pensar em aumentar as taxas". Os programas de compra de ativos irão continuar a proporcionar ampla liquidez aos mercados.

O dinheiro e as obrigações de elevada notação irão continuar a produzir rendimentos reais negativos durante muito tempo.

Baixo por ainda mais tempo

À procura de rendimentos

As taxas de juro baixas ou negativas punem os investidores conservadores, mas dão um importante incentivo aos ativos de risco.

Os investidores não têm outra alternativa senão explorar os ativos com rendimento positivo.

Recomendamos uma proteção contra potenciais aumentos futuros da inflação, uma vez que os bancos centrais indicam uma maior tolerância à inflação de curto prazo no futuro.

A curto prazo, o risco de inflação parece estar centrado nos preços dos ativos.

Tempos pouco ortodoxos

As estratégias tradicionais de investimento e as repartições setoriais devem ser revistas, para que se possam construir carteiras de sucesso neste novo cenário.

O futuro está a avançar de forma muito acelerada, como consequência das rápidas mudanças a nível da tecnologia, demografia e comportamentos, e a COVID-19 veio acelerar estas tendências.

A volatilidade vai continuar, à medida que o mundo experimenta novos paradigmas em termos de política orçamental e monetária.

Repensar as soluções de investimento

Rebentos verdes

O investimento sustentável (ESG) não constitui uma moda passageira. Há cada vez mais investidores a querer ver o seu dinheiro fluir para investimentos que sejam lucrativos e que ao mesmo tempo reflitam os seus valores.

Há cada vez mais investidores a acreditarem que estas áreas são tão importantes como as variáveis financeiras, quando se trata de decidir se devem ou não investir o dinheiro que amealharam com tanto esforço.


Também se podem conseguir melhores rácios risco-retorno, uma vez que os fatores ESG podem influenciar o valor, a reputação, e a governação regulamentar de empresas e indústrias.

Rotação e inovação

O mundo está a recuperar da COVID-19 e as carteiras de investimento devem refletir este contexto positivo. Mantenha-se investido.

Olhando para 2021, é importante que as carteiras equilibrem os temas concorrentes entre si da normalização pós-crise, e da contínua disrupção tecnológica e ambiental. Combinar a recuperação cíclica com tendências de futuro.

As estratégias para os mercados privados, as soluções baseadas no risco e os produtos estruturados oferecem tanto potencial de crescimento como de diversificação.



01 A caminho da recuperação

O alívio da vacina

O vírus continua a propagar-se por todo o mundo, mas evitou-se uma segunda vaga de confinamentos rigorosos graças a restrições e medidas preventivas mais direcionadas.

O progresso sem precedentes que se tem feito em matéria de vacinas tem proporcionado conforto aos mercados, juntamente com a expectativa de que se possa chegar à imunização total antes da segunda metade de 2021.

A atividade está a recuperar lentamente e há algum debate sobre a forma da recuperação, mas não sobre a recuperação em si.

Licença para gastar

A nível de estímulos fiscais e monetários coordenados, existe um consenso global no sentido de solicitar aos governos programas de apoio que se mantenham até que se consiga uma sólida recuperação económica.

Os bancos centrais não estão "a pensar em pensar em aumentar as taxas". Os programas de compra de ativos irão continuar a proporcionar ampla liquidez aos mercados.

O dinheiro e as obrigações de elevada notação irão continuar a produzir rendimentos reais negativos durante muito tempo.

Em 2020, o mundo navegou em águas desconhecidas em muitas frentes e continua à procura de um caminho definitivo para voltar ao que era considerado normal há alguns meses. A economia global está a sair das profundezas em que estava mergulhada durante o Grande Confinamento em Março passado. De acordo com as previsões do Banco Mundial, expressas nas Perspetivas Económicas Globais de Junho de 2020, a economia global irá sofrer uma contração de 5,2% este ano e a longa ascensão de volta aos níveis de atividade pré-pandemia continua a ser propícia a retrocessos.

A crise da COVID-19 comprometeu o mundo de uma forma tão rápida e imprevista, que foi preciso pôr em prática todo um conjunto de medidas de modo a conter piores resultados. Em termos conceptuais, poderíamos definir o ciclo de vida de uma **crise induzida pela pandemia como tendo quatro componentes: colapso sanitário, liquidez, solvência e imunidade**. Neste processo de recuperação tanto da atividade económica como dos mercados financeiros, identificámos **quatro "vacinas"** que têm sido fundamentais para enfrentar cada um desses problemas.

A fim de enfrentar **o colapso sanitário** e conter o progresso da pandemia, implementaram-se **confinamentos e distanciamentos sociais drásticos**. A rápida propagação do vírus causou uma emergência sanitária que, devido à falta de conhecimento sobre como iria evoluir, só pôde ser resolvida com confinamento forçado para tentar evitar o contágio, o que significou suspender todas as atividades não essenciais e reduzir a mobilidade. Mais tarde, os países foram capazes de afinar as medidas de confinamento com iniciativas menos dramáticas. Até ao momento, a mobilidade já recuperou de -50% para -20%, comparativamente com os piores níveis registados em Abril.

A economia mundial parou, iniciou-se uma recessão provocada, e a **liquidez** tornou-se um problema. **Os bancos centrais aplicaram todas as prescrições de estímulo monetário** que tinham sido eficazes na crise financeira anterior e inovaram com medidas ainda menos ortodoxas, desafiando todos aqueles que afirmavam que as opções de política monetária estavam esgotadas.

Foi implementado um terceiro conjunto de medidas para evitar problemas de **solvência**. **Os governos ajustaram os mecanismos legislativos para poderem aprovar medidas fiscais de emergência**, o que permitiu a implementação de importantes medidas de auxílio às famílias e empresas, a fim de evitar insolvências que de outra forma teriam sido imediatas.

Logo a partir do primeiro dia, o mundo entrou numa corrida multimilionária por uma vacina, pois a normalidade depende de se conseguir a **imunidade**. Este parece ser o último ingrediente da receita para a recuperação. Os mercados bolsistas mundiais recuperaram os níveis pré-pandemia graças aos progressos feitos nos testes de fase 3 de várias **vacinas que se encontram numa fase mais avançada de aprovação**.

Vacina do distanciamento social: Confinamentos e redução da mobilidade

Estímulo monetário: 8 triliões de USD em compra de activos (quatro vezes a liquidez injectada quando da crise financeira de 2008)

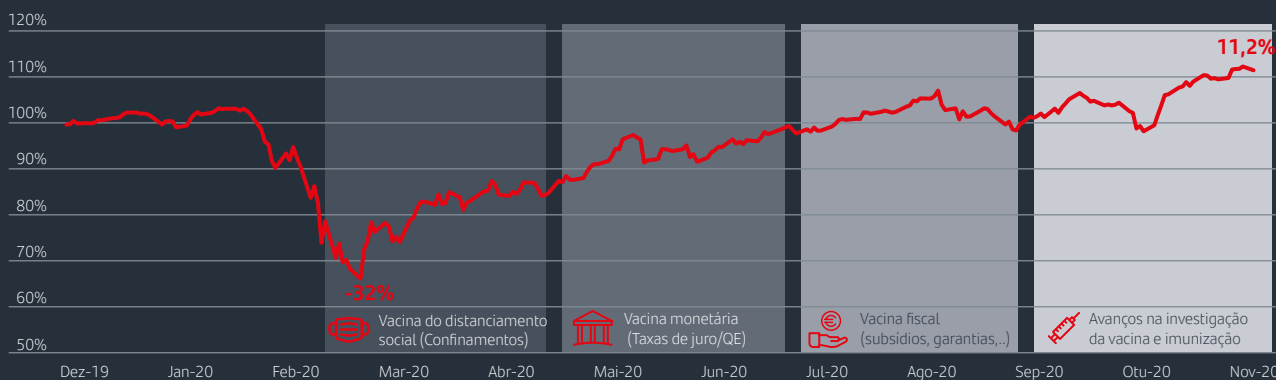
Estímulo fiscal: Transferências e ajudas de 11 triliões de USD (12% do PIB mundial)¹

Imunização: mais de 14 mil milhões de USD em I&D com mais de 180 vacinas em processo de aprovação

Crise e recuperação na bolsa mundial (MSCI World) em 2020

Fonte: Bloomberg e elaboração própria. Dados a 30 de Novembro de 2020

Recuperação mais rápida da história graças aos estímulos e às vacinas



⁽¹⁾ Fonte: World Economic Outlook do Fundo Monetário Internacional (estimativas a 11 de Setembro de 2020)

Confinamento e mobilidade

Muitos países em todo o mundo continuam a esforçar-se para **"aplanar a curva" da pandemia**. Aplanar a curva implica reduzir diariamente o número de novos casos de COVID-19. E isto tem impedido os sistemas de saúde de atingirem a capacidade total. No início, a única forma de parar a propagação do vírus era usando máscaras, viajando menos e limitando o contacto entre famílias.

As autoridades **conseguiram aplanar a curva de contágio do vírus, mas criaram um efeito cascata na economia com a perda de mobilidade**. Durante todo este período, os dados de mobilidade em tempo real têm sido fundamentais para acompanhar a adesão do público ao cumprimento das ordens de permanecerem em suas casas e das regras de distanciamento social, ajudando assim a prever a propagação da doença. Serviram também como um indicador de atividade económica. Podemos ver o efeito no gráfico abaixo que mostra os dados de mobilidade da Google em algumas das economias mais relevantes (com exceção da China). Os confinamentos foram tão severos que **a mobilidade foi quase reduzida para metade** com custos significativos para a maioria dos setores da economia, levando à **contração económica mais acentuada da história**. As medidas restritivas generalizaram-se e tiveram um impacto dramático sobre os indicadores de crescimento no segundo trimestre. Entre as sete economias mais importantes, os Estados Unidos registaram um crescimento trimestral anualizado de -31,4%, enquanto o **Reino Unido registou a queda trimestral mais acentuada (-19,8%) no segundo trimestre do ano**.

Estas medidas de contenção e mitigação, bem como a tomada de consciência por parte do público e o medo de contraírem COVID-19, tiveram um efeito negativo imediato sobre os padrões de mobilidade em todos os países do G20. Com base na localização dos smartphones, verificou-se que as deslocações para os locais de trabalho diminuíram acentuadamente a partir do início de Março, caindo entre 30 a 70 por cento, para um ponto bastante baixo em meados de Abril. Ocorreu subsequentemente um **aumento da mobilidade à medida que o confinamento e outras medidas de contenção começaram a ser atenuadas** na maioria dos países.

O terceiro trimestre centrou-se na reabertura, após os confinamentos de Março e Abril. **A mobilidade recuperou a um ritmo irregular**, o distanciamento social manteve-se, enquanto os

O mundo tem sido capaz de implementar medidas de média intensidade que impediram o colapso dos hospitais, ao mesmo tempo que atenuaram as restrições

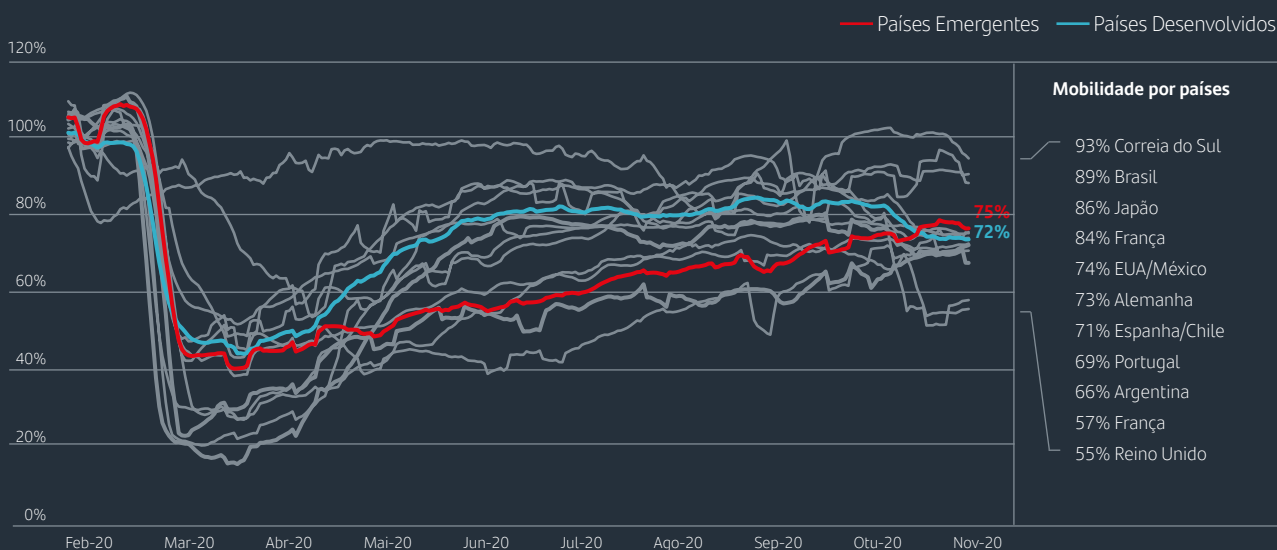
A recuperação que começou no terceiro trimestre de 2020 foi prejudicada pelo surgimento de uma segunda vaga

A plena recuperação económica deverá surgir com a vacinação em massa da população. A mobilidade recuperou até agora em 50%.

Indicadores de mobilidade geográfica do Google - Por país

Fonte: Google. Dados a 24 de novembro de 2020

Recuperação incompleta dos níveis de atividade apesar da diminuição dos confinamentos



confinamentos deixaram de ser absolutos e passaram a funcionar como um exercício de afinação destinado a controlar os surtos. As principais economias mundiais recuperaram fortemente, embora de forma desigual em termos setoriais, à medida que a pandemia foi perdendo intensidade.

A partir do ponto mais profundo do declínio económico, **os países asiáticos têm sido capazes de manter uma reabertura constante**, à medida que os sistemas e a tecnologia que foram implementados têm demonstrado serem eficazes para manter o vírus contido. A China recuperou os níveis de atividade pré-pandemia, enquanto o Japão e a Coreia do Sul estão muito perto de alcançar a recuperação total. Pelo contrário, **as economias europeias e os Estados Unidos voltaram a implementar medidas mais restritivas a partir do final do terceiro trimestre, quando surgiu a segunda vaga de contágios** e, conseqüentemente, a mobilidade voltou a diminuir, embora esteja longe dos níveis registados no segundo trimestre. A recuperação total parece ser extremamente difícil de alcançar para a maioria das grandes economias, sendo portanto necessária uma vacinação em massa para se conseguir a normalização geral da atividade.

Mesmo com restrições sociais, a maioria dos setores consegue ainda assim funcionar implementando novos procedimentos, enquanto outros setores económicos, altamente ligados à mobilidade, como por exemplo viagens, entretenimento e lazer, continuam a sofrer de forma muito significativa.

A **pandemia abalou profundamente setores fundamentais dos serviços**, especialmente o turismo, a hotelaria e o comércio a retalho. As restrições aumentaram claramente o risco de enfraquecimento da atividade económica, pelo menos em partes do setor dos serviços. No entanto, e ao mesmo tempo, a indústria transformadora mantém alguma da dinâmica positiva, dado o seu arranque desfasado após os confinamentos e a força contínua da recuperação chinesa. Há uma probabilidade crescente de vermos uma recuperação em forma de K, em que certos setores irão recuperar fortemente enquanto outros irão estagnar. Do ponto de vista da procura, o consumo de bens tem tido bons resultados, enquanto as áreas consideradas como serviços discricionários irão provavelmente continuar a registar um atraso até que a vida normalize.

Em suma, o **distanciamento social foi um tratamento de choque necessário, mas com um custo muito elevado**. Felizmente, foram administradas outras vacinas de natureza financeira para contrariar este choque na economia mundial.

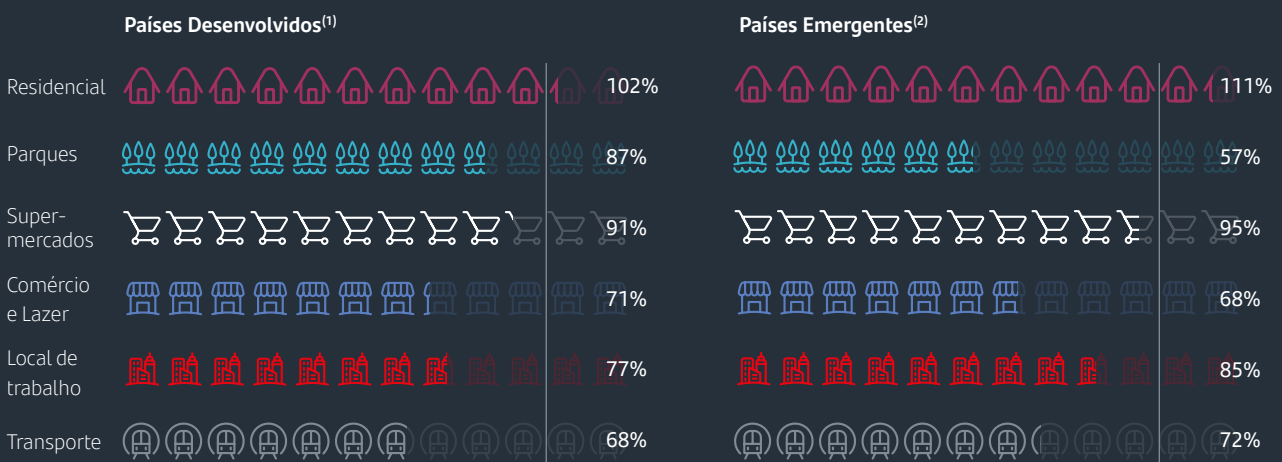
A Ásia, em geral, tem sido mais bem sucedida na contenção do vírus. A China, Japão e Coreia do Sul estão próximas da normalidade

A recuperação da mobilidade tem sido desigual entre os diferentes setores da economia, com o setor dos serviços, lazer e entretenimento a serem os mais atingidos

Indicadores de mobilidade geográfica da Google - Por sector

Fonte: Google. Dados a 24 de novembro de 2020

Recuperação desigual da atividade com um forte impacto no setor de serviços



⁽¹⁾ Média de mobilidade da Alemanha, Coreia do Sul, Espanha, EUA, França, Japão e Reino Unido.

⁽²⁾ Média de mobilidade da Argentina, Brasil, Chile e México.

Os relatórios de mobilidade mostram o nível de visitantes nos diferentes espaços (parques, supermercados e farmácias, comércio, locais de trabalho e transportes) face aos níveis normais.

A vacina monetária

Os governos, os bancos centrais e as autoridades de supervisão responderam de forma corajosa, decisiva e imaginativa, para limitar as consequências das paragens súbitas e simultâneas em termos de despesas, atividade económica, financiamento e funcionamento dos mercados financeiros. Em particular, foram necessárias **medidas de política massivas e sem precedentes por parte dos bancos centrais e de outras autoridades, para se evitar um colapso financeiro** que se teria agravado com a quebra da atividade real.

As medidas tomadas pelos bancos centrais voltaram a destacar o papel central destes órgãos na gestão de crises, nomeadamente ao **reduziram rapidamente as taxas de juro** e ao lançarem medidas de financiamento em grande escala, o que colocou novamente os bancos centrais na linha da frente, pois podem mobilizar recursos financeiros mais rapidamente do que qualquer outra autoridade que preste apoio ao crédito a empresas e famílias (mecanismos de financiamento para empréstimos, compra de dívida das empresas, e provisões de apoio a pequenas e médias empresas). O principal objetivo era **evitar tensões de liquidez** que poderiam levar à falência de empresas solventes, e deixar marcas profundas e difíceis de sarar no potencial de crescimento. Estas ações extraordinárias foram concebidas precisamente para **aplanar a curva de mortalidade das empresas**.

Os cortes iniciais nas taxas de juro foram limitados em termos da sua ação calmante. No quadro abaixo, podemos observar as reações a nível de política de taxas de juro dos principais bancos centrais, tanto nas economias desenvolvidas como emergentes. Somente os bancos centrais que já tinham as suas taxas de intervenção abaixo de zero é que não puderam baixar as taxas.

Os cortes nas taxas de juro têm sido tão extremos que colocaram as taxas de intervenção globais dos bancos centrais em níveis historicamente baixos em geral, sendo que apenas a China, Turquia e México têm níveis acima dos respetivos valores mínimos dos últimos 20 anos. Além disso, quase todas as autoridades monetárias complementaram os cortes nas taxas com **medidas para simplificar o quadro regulamentar bancário, a fim de facilitar o acesso ao crédito** por parte dos agentes económicos.

Além disso, implementaram-se compras de obrigações do Estado em larga escala, com o objetivo de baixar as taxas de juro e ajudar a criar liquidez, e apoiar o funcionamento dos mercados de obrigações soberanas. E isto surge no contexto de enormes necessidades de empréstimo por parte dos governos, à medida que aumentam os défices orçamentais e os níveis de endividamento. Em geral, as **compras de títulos por parte dos bancos centrais têm**

Os bancos centrais agiram com urgência para resolver problemas de liquidez e de acesso ao crédito

A política monetária foi fundamental devido à rapidez com que foi capaz de aplicar medidas e de transmitir uma mensagem de confiança ao sistema financeiro

Os cortes das taxas de juro foram generalizados, mas tiveram um impacto limitado devido ao nível muito baixo em que já se encontravam antes do início da pandemia

Variação das taxas de juro de referência dos bancos centrais

Fonte: Bloomberg e TradingEconomist

As taxas de juro desceram para mínimos históricos a nível global

	América do Norte e Ásia Des.					Mercados emergentes								Zona Euro					Resto de Europa				
	USA ⁽¹⁾	CAN	AUS	JPN	KOR	CHN	IND	TUR	RUS	POL	BRA	MEX	CHI	GER	FRA	ITA	SPA	POR	GBR	SWE	NOR	SWI	DNK
Taxa de referência a 31-Dez-2019	1,5	1,8	0,8	-0,1	1,3	4,2	5,2	12,0	6,3	1,5	4,5	7,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	1,5	-0,8	0,1
Taxa de referência a 31-Otu-2020	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,5	3,9	4,0	10,3	4,3	0,1	2,0	4,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,1
Corte da taxa de referência	-1,5	-1,5	-0,7	0,0	-0,8	-0,3	-1,2	-1,8	-2,0	-1,4	-2,5	-2,8	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	-1,5	0,0	0,0
Taxa de juro de referência mais alta em 20 anos	6,7	5,9	7,9	0,9	7,3	7,5	14,5	25,0	17,0	24,0	26,5	9,3	8,2	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	6,0	4,8	7,0	3,5	5,7
Taxa de juro de referência mais baixa em 20 anos	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,5	1,1	4,0	4,5	4,3	0,1	2,0	3,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,1
Percentil do nível das taxas atuais (intervalo de 20 anos)	1%	1%	1%	1%	1%	43%	1%	28%	1%	1%	1%	20%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

⁽¹⁾ Intervalo mínimo da taxa de referência do Fed.

mantido os mercados com liquidez, pois caso contrário seria difícil vender ativos. Essas compras também tiveram o efeito de injetar dinheiro na economia, e transmitiram ao público que a autoridade monetária estava a postos para evitar o colapso do sistema financeiro.

O gráfico abaixo resume a **dimensão da resposta monetária à pandemia, assinalando o aumento do balanço dos Bancos Centrais dos G4** (Fed, BCE, Banco de Inglaterra e Banco do Japão) como consequência das compras de títulos e linhas de crédito implementadas. Em apenas alguns meses, o efeito desta intervenção massiva ultrapassou o esforço combinado no período 2009-2017. No quadro abaixo, resumimos as várias políticas monetárias pouco ortodoxas que foram implementadas.

Podemos ver como, ao longo da última década, as **medidas tradicionais de política monetária se expandiram radicalmente com medidas que há alguns anos teriam sido consideradas fora dos limites.** No que diz respeito a medidas relacionadas com taxas de juro, a fronteira das taxas de intervenção em território negativo só foi ultrapassada pelo Banco do Japão e pelo Banco Central Europeu. Pelo contrário, o Banco de Inglaterra e o Fed não consideram que esta medida fosse eficaz. Em vez disso, existe um consenso mais amplo sobre a conveniência de alargar o quadro de compras de títulos a instrumentos considerados como sendo de risco, como por exemplo obrigações de empresas sem categoria de investimento ou de grau especulativo, se as circunstâncias de escassez de liquidez o justificarem. Relativamente às alterações nos mandatos dos Bancos Centrais, pode esperar-se um **relaxamento progressivo dos objetivos em matéria de inflação para facilitar o crescimento**, mas sem uma postura muito mais agressiva, como a defendida pelos apoiantes da Teoria Monetária Moderna (TMM). Todo este exercício de **inovação em termos de instrumentos e medidas de política monetária surpreendeu os mercados pela sua eficácia, exercendo um papel de vacina monetária contra os problemas de escassez de liquidez** e colapso nos mercados financeiros.

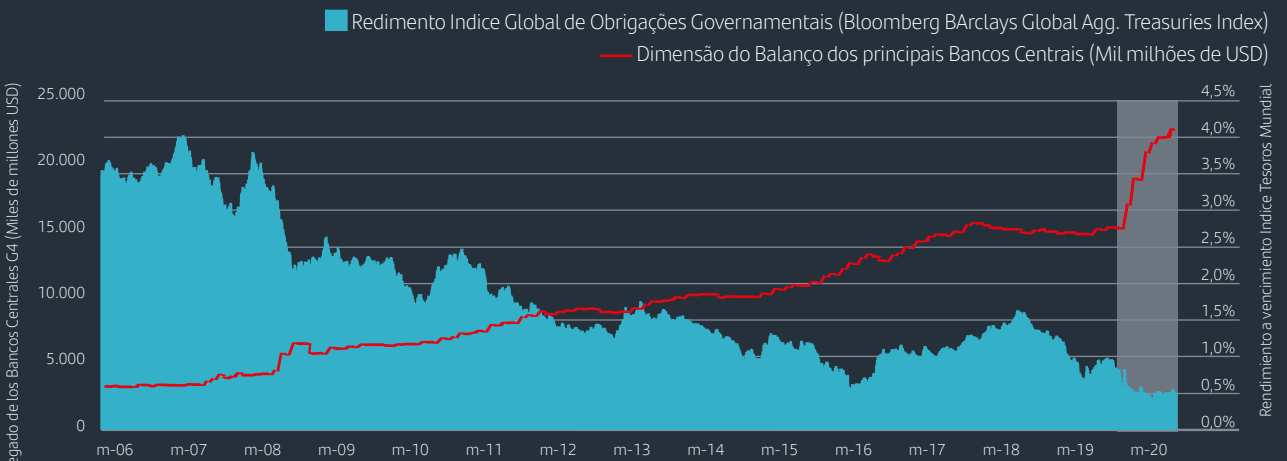
As medidas mais agressivas e eficazes foram as decorrentes de compras massivas de ativos devido ao seu impacto imediato nas condições financeiras

Os bancos centrais desafiaram a crença de que o arsenal monetário estava esgotado com a introdução de medidas inovadoras e pouco ortodoxas

Efeitos das medidas monetárias (QE) nas taxas de juro de longo prazo

Fonte: Bloomberg e elaboração própria. Dados a 30 de novembro de 2020

Compras massivas de obrigações (8 trilhões de USD) comprimiram para valores mínimos o rendimento das obrigações governamentais



Implementado ? Considerando a sua implementação

	Política de Taxa de Juro			Liquidez/Empréstimos		Compra de Ativos (QE)			Alteração de Mandato			
	Forward guidance	ZIRP (Taxas de juro zero)	NIRP (Taxas de juro negativas)	Controlo da curva de taxa	Provisão de liquidez	Programas de empréstimos especiais	Obrigações Governamentais	Papel comercial	Obrigações de empresas y ETFs	High Yield	Objetivo de inflação média	Teoria Monetaria Moderna (MMT)
Reserva Federal	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
BCE	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	?	
Banco do Japão	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
Banco de Inglaterra	✓	✓	?		✓	✓	✓	✓	✓			

A vacina orçamental

A gravidade da situação sanitária e o impacto social do confinamento conduziram a um consenso sobre a **necessidade de mobilizar recursos orçamentais massivos**. Embora a última década tenha sido dominada pela política monetária, 2020 será recordado como o ano em que os estímulos orçamentais voltaram a estar na moda. As medidas governamentais tiveram de **apoiar muito rapidamente partes significativas da economia** para se manter a estabilidade financeira, proteger o bem-estar económico das famílias e ajudar as empresas a sobreviver à crise. As transferências diretas concentraram-se no emprego, nos desempregados e nas famílias em geral. Os sistemas de lay-off também se tornaram bastante populares, aliviando uma parte do encargo salarial para se manterem as pessoas nos seus empregos. Há provas, com base nas políticas implementadas na sequência da crise financeira global, de que manter as pessoas nos seus empregos através desses esquemas de lay-off é uma forma eficaz de proporcionar apoio ao rendimento e de limitar as perdas de emprego, evitando ao mesmo tempo processos dispendiosos de procura e de compatibilidade à medida que avança a recuperação. Além disso, os governos têm tido a tendência para intensificar as suas intervenções à medida que a crise se tornava mais grave e se mantinham os confinamentos.

Esta resposta orçamental à crise não tem precedentes: **foram anunciados quase 11 biliões de dólares só nos primeiros meses, o que é três vezes mais do que a resposta à crise financeira de 2008/2009**. Só os países da Europa Ocidental atribuíram perto de 4 biliões de USD, um montante quase 30 vezes maior do que o valor atual do Plano Marshall.

Os **gráficos abaixo mostram a repartição das medidas anunciadas em percentagem do PIB**, diferenciando entre medidas com impacto direto nos défices orçamentais e medidas com impacto indireto (empréstimos, garantias e injeções de liquidez).

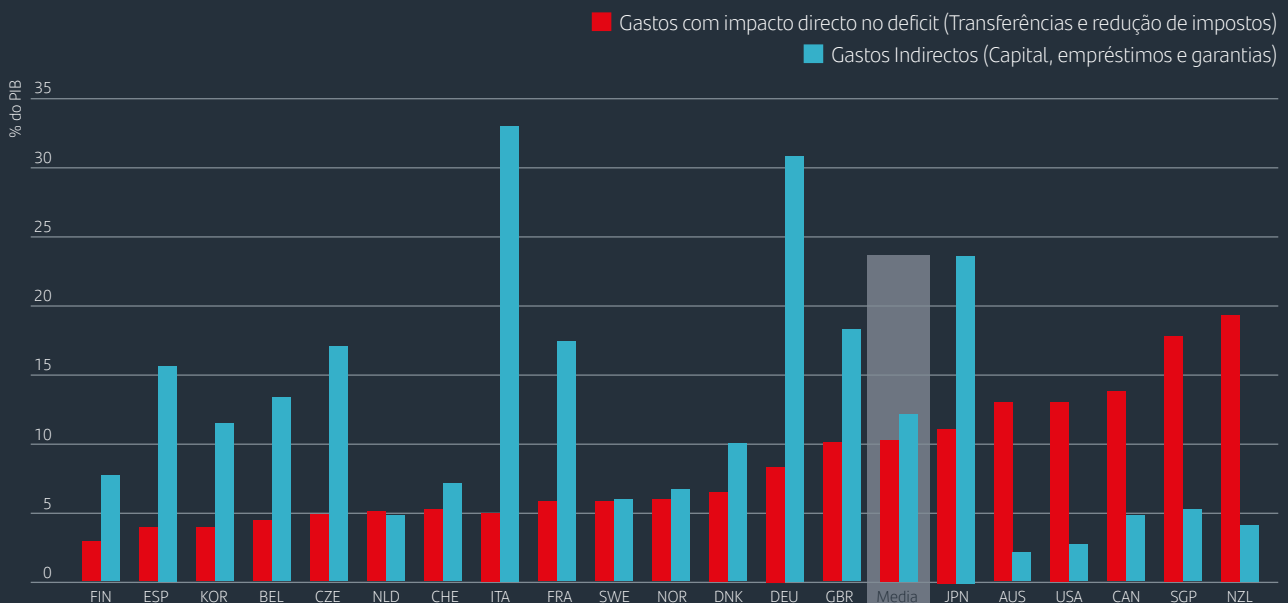
Os apoios fiscais globais excedem agora 10% do PIB mundial e representam o maior programa de incentivos da história

Os estímulos e as transferências têm sido fundamentais para evitar uma crise com efeitos imprevisíveis e duradouros, dada a elevada percentagem de trabalhadores e empresas afetadas

Dimensão dos programas de incentivos fiscais em % do PIB - Economias desenvolvidas

Fonte: Monitor Fiscal FMI Outubro 2020

Estados Unidos, Japão, Alemanha e Reino Unido apresentaram os programas fiscais mais expansivos



Podemos observar nesses gráficos os diferentes impactos sobre as economias desenvolvidas e emergentes, mostrando como a dimensão do estímulo orçamental na maioria dos **países desenvolvidos foi o dobro, em termos relativos, daquilo que as economias emergentes têm sido capazes de implementar**. Apesar de terem sofrido perdas semelhantes a nível do PIB e de estarem sujeitas a confinamentos idênticos (tanto em termos de rigor como de duração), os pacotes de estímulo na maioria dos países emergentes têm sido mais pequenos.

Existem grandes variações na dimensão dos pacotes orçamentais, mas **alguns países tomaram medidas sem precedentes**. A dimensão dos pacotes orçamentais tem variado de país para país. O gráfico mostra que foram introduzidos pacotes particularmente significativos na Alemanha, no Reino Unido e nos Estados Unidos da América. No bloco de países emergentes, as políticas de estímulo mais significativas foram implementadas pelo Brasil e pelo Chile, enquanto o México surge como um exemplo onde o esforço em termos de políticas tem sido menos relevante.

Na maioria dos países europeus os pacotes de apoio monetário e orçamental para combater a crise da COVID-19 têm variado entre 30% a 45% do PIB, enquanto os países da América Latina e da Ásia adotaram pacotes de cerca de 20% e 10%, respetivamente.

Talvez o legado económico mais preocupante da crise sanitária seja o facto de deixar o mundo ainda mais profundamente mergulhado em dívidas. Em relação ao PIB, a carga mediana da dívida nas economias desenvolvidas situa-se agora nos 120% — a mais elevada desde a Segunda Guerra Mundial.

Níveis de endividamento mais elevados serão um entrave ao crescimento a longo prazo, mesmo que as taxas de juro se mantenham baixas. Existe o risco de que o endividamento do governo possa afastar o investimento privado. E poderá também diminuir se as empresas optarem por reforçar os seus balanços em vez de afetarem capital para grandes projetos.

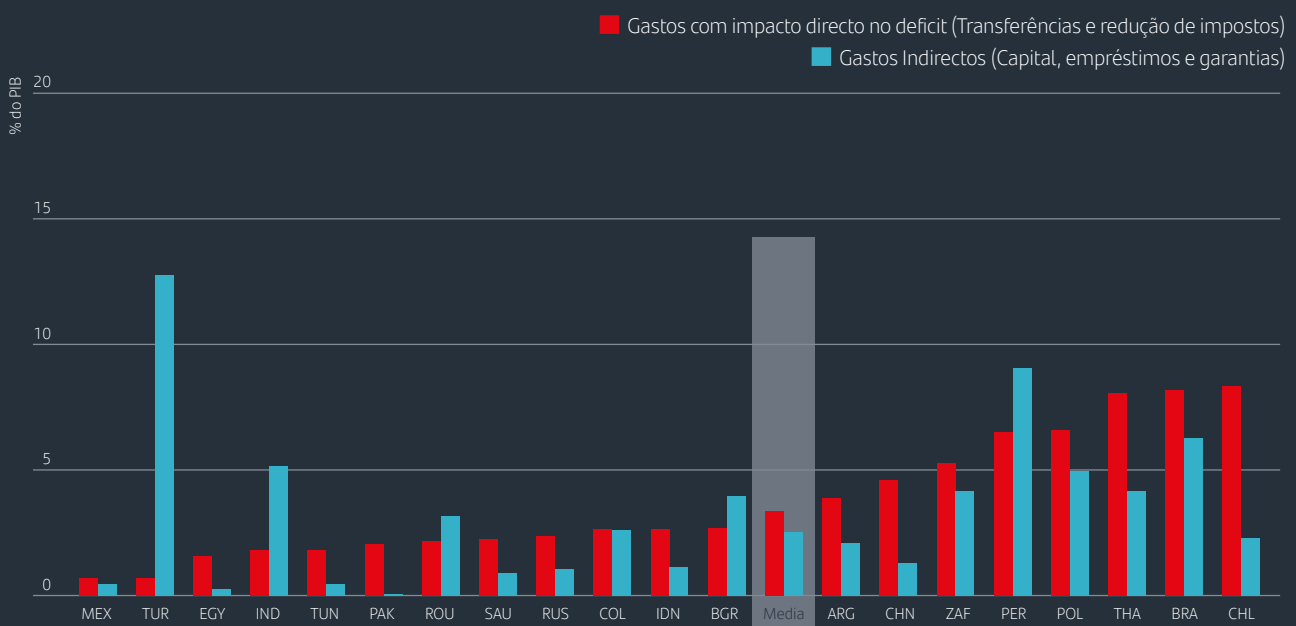
A recuperação económica será desigual devido ao impacto diferencial da pandemia e à diferente capacidade das economias em fornecerem estímulos fiscais

O bloco dos países emergentes parte em desvantagem para a recuperação pela sua menor capacidade de financiar a expansão fiscal

Dimensão dos programas de incentivos fiscais em % do PIB - Países emergentes

Fonte: Monitor Fiscal FMI Outubro 2020

Chile e Brasil foram os países com programas fiscais mais amplos



Um nível de dívida mais elevado e uma taxa de crescimento mais baixa podem constituir um compromisso que a sociedade aceite em troca de formas mais responsáveis de capitalismo. Neste momento, os investidores estão inteiramente concentrados nos danos económicos de curto prazo causados pelas consequências negativas do vírus, o que significa **que os mercados aplaudem cada novo programa de estímulo que é anunciado**. No entanto, acabaremos por atingir um ponto de viragem em que as consequências de todos estes estímulos de política económica terão de ser ponderados.

Contudo, **mesmo com os governos a aumentarem a dívida para níveis sem precedentes, estão a pagar menos juros, mesmo que contraiam mais empréstimos, por as taxas de juro estarem a níveis mínimos históricos**. E este é o principal motivo porque os investidores parecem estar à vontade para financiar outro pacote de estímulos. Como exemplo, o pagamento de juros do orçamento federal dos EUA diminuiu cerca de 10% nos primeiros 11 meses deste ano fiscal, enquanto o país estava a registar o défice mais elevado desde a Segunda Guerra Mundial.

Embora existam muitas preocupações com o endividamento crescente, este não tem causado os problemas que chegaram a ser antecipados pelas vozes mais críticas, pois **não se trata apenas do montante da dívida em si, mas sim do custo do serviço dessa dívida**.

Ed Yardeni cunhou o termo "**vigilantes de obrigações**" no início da década de 1980, para descrever aqueles investidores que supostamente exerciam poder sobre os governos vendendo as suas obrigações, ou meramente ameaçando fazê-lo, elevando as taxas obrigatorias e encarecendo assim as despesas com o défice. Algures no futuro, esta pressão por uma maior ortodoxia orçamental por parte dos "vigilantes de obrigações" irá manifestar-se, mas de momento, **a presença dos bancos centrais a inundarem os mercados com liquidez e a manterem as taxas em níveis muito baixos gera uma grande tranquilidade nos mercados**.

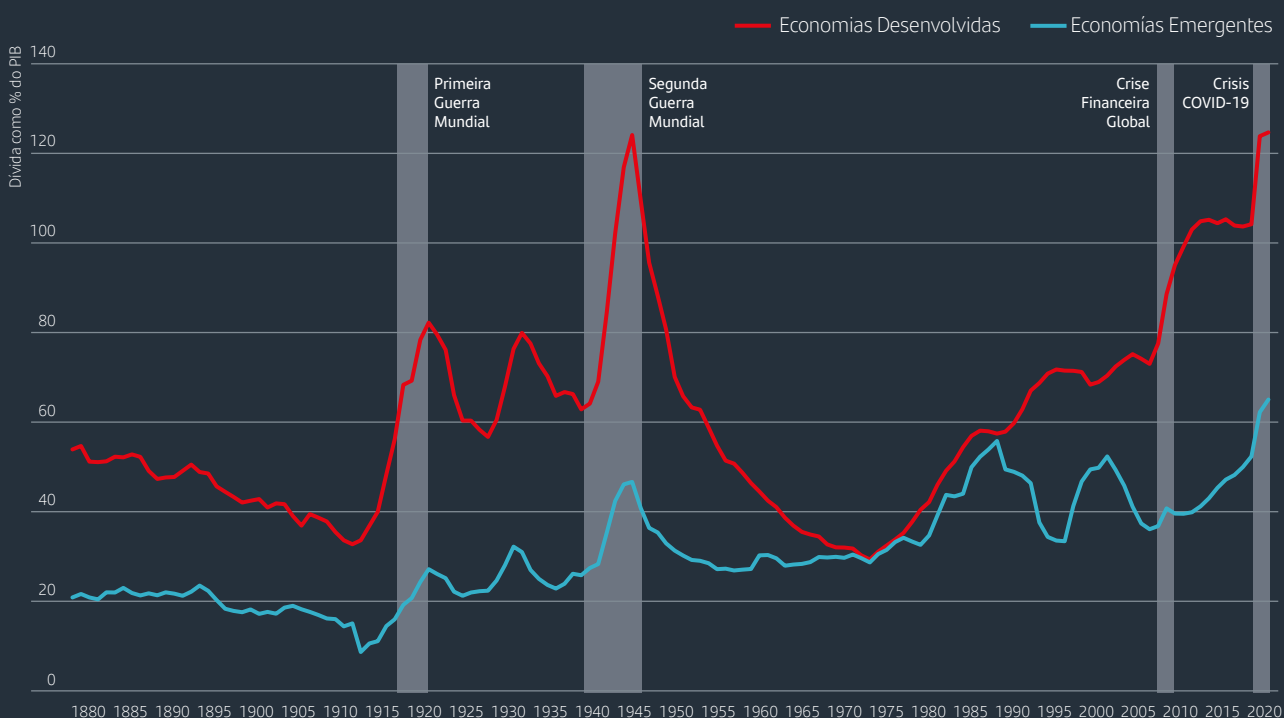
É um paradoxo que o custo de financiamento dos défices tenha sido reduzido, apesar de a dívida estar a níveis recorde

O atual consenso de que os governos devem agir para preservar o crescimento económico independentemente do custo continuará enquanto os detentores dessas obrigações o permitirem

Endividamento público em % do PIB

Fonte: Monitor Fiscal FMI Outubro 2020

O nível de endividamento público superou os níveis registados na Segunda Guerra Mundial



Existem **riscos significativos a nível do cenário orçamental** que tem ocorrido desde a COVID-19, nomeadamente de uma **deterioração da economia**, que é uma probabilidade significativa até que uma vacina eficaz esteja de facto disponível, ou de um eventual aperto nas condições financeiras globais num mundo altamente endividado, onde os investidores podem perder a confiança e exigir um maior retorno sobre o seu dinheiro, pondo em risco as contas fiscais. Além disso, estes fatores afetam os bancos centrais, uma vez que medidas de flexibilização quantitativa e quase-orçamentais podem levar a uma deterioração dos seus balanços, uma vez que podem estar expostos ao incumprimento das obrigações das empresas em relação às quais detêm dívidas. Tudo isto está também relacionado com a **sustentabilidade da dívida** e a questão de se saber se as futuras receitas públicas serão suficientes para cobrir o pagamento do serviço e do capital da dívida, uma vez que tudo depende, em grande medida, da tão esperada recuperação económica.

Existe também o risco **de alguns países começarem a retirar o apoio orçamental prematuramente**, e consequentemente conduzirem a economia a um novo abrandamento, que depois venha a exigir um novo apoio orçamental.

A vacina orçamental oferecida pelos inúmeros programas de estímulo aprovados pelos governos está a compensar os efeitos negativos das restrições à mobilidade a curto prazo.

A recuperação económica está a ser possível graças a este enorme esforço orçamental, para o qual existe um consenso global de parte de toda a sociedade quanto à respetiva urgência e justificação. Acreditamos que este apoio se irá manter até 2021, e que as medidas de austeridade e ajustamento orçamental se irão prolongar ao longo do tempo para não pôr em risco o processo de recuperação. **Os investidores percebem que o apoio das políticas monetárias e orçamentais os mantém imunes contra os riscos a curto prazo, enquanto não chega a solução definitiva da vacina contra a COVID-19.**

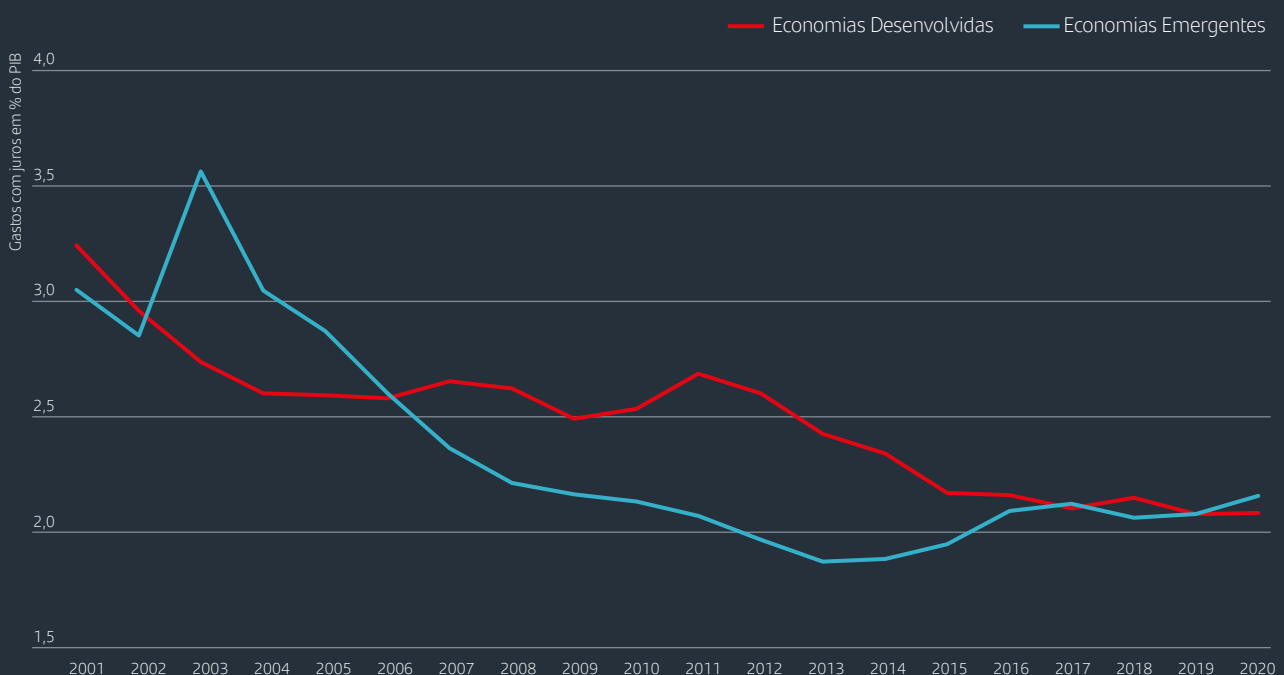
As regras da ortodoxia fiscal estão a ser reescritas dando aos governos licença para incentivar as economias a recuperarem do choque pandémico

Enquanto o crescimento económico a médio prazo exceder os custos da dívida, os mercados darão o benefício da dúvida à questão da sustentabilidade

Custo do serviço de dívida em % do PIB

Fonte: Monitor Fiscal FMI Outubro 2020

A compra de ativos (QE) permitiu aos países desenvolvidos manter em mínimos o custo da sua dívida



A caminho da imunização

Os episódios de propagação do vírus na segunda e terceira vagas em muitos países reforçaram a ideia de que **não será possível um regresso completo à normalidade enquanto não houver uma vacina eficaz contra o vírus**. Conseguir controlar a pandemia, sem se ter acesso recursos globais para monitorizar a mobilidade dos cidadãos (como na China), está a revelar-se uma tarefa virtualmente impossível na maioria dos países desenvolvidos e emergentes. O processo de normalização exige medidas de vacinação eficazes, o que por sua vez exige que haja sucesso a dois níveis críticos: verificação da segurança das vacinas por parte das autoridades de saúde e fabrico/distribuição da vacina em todo o mundo.

Em geral as vacinas levam anos a desenvolver-se, mas o processo de aprovação está a progredir a um ritmo sem precedentes. A Organização Mundial de Saúde (OMS) reconhece cerca de 150 projetos para a vacina contra a COVID-19, e vários deles já se encontram numa fase de testes bastante avançada. Atualmente, 87 desses projetos estão em fase pré-clínica e 55 estão já na fase de ensaios clínicos. **As que estão melhor posicionados no processo de obtenção de aprovação por parte das autoridades de saúde para distribuição são as da Moderna, da Pfizer e da AstraZeneca, que concluíram já a fase 3 de ensaios clínicos com 94,5%, 95% e 70% de eficácia**, respetivamente. Estas vacinas estão finalmente a demonstrar a sua eficácia e os reguladores estão já a aprová-las para utilização de emergência. Para que haja uma recuperação global, todos os países devem ter acesso às vacinas, e é este o motivo por que as empresas farmacêuticas estão a concentrar os seus esforços na produção do maior número de doses possível. A AstraZeneca e a Novavax (também na Fase 3) declararam que a sua capacidade total anual de fabrico de vacinas, se estas forem aprovadas, será de três mil milhões e de dois mil milhões de doses, respetivamente. **Paralelamente à corrida para descobrir e produzir a vacina, existe a corrida para a sua aquisição**. Nesta feroz concorrência, a Comissão Europeia fechou contratos com cinco empresas farmacêuticas

A comunidade científica e os reguladores estão a quebrar todos os padrões estabelecidos para acelerar o mais possível a aprovação e distribuição de vacinas

Os avanços na eficácia da vacina e na capacidade de fabrico e distribuição são muito promissores

Vacinas Covid-19 - Investigação e avanços

Fonte: New York Times, WHO, John Hopkins University, Duke Global Health Innovation Center e elaboração própria
Dados a 3 de dezembro de 2020

Empresa	Centros de Investigação	Técnica	Fase de Testes	% Eficácia	# de doses	Preços de doses (USD)			
						5-10	10-15	15-20	>20
Moderna EUA		ARN mensageiro	Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación ⁽¹⁾	Dic. 2020 94,5%					
Pfizer/BioNTech EUA / Alemanha		ARN mensageiro	Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación ⁽¹⁾	Dic. 2020 95%					
AstraZeneca Reino Unido		Vector viral	Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación ⁽¹⁾	1T 2021 70%					
Johnson&Johnson EUA		Vector viral	Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación ⁽¹⁾	1T 2021 nd					
CureVac Alemanha		ARN mensageiro	Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación ⁽¹⁾	3T 2021 nd			nd		
Sanofi / GSK França/Reino Unido		Antígeno	Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación ⁽¹⁾	1M 2021 nd					
Novavax EUA		Baseado em proteínas	Fase 1 Fase 2 Fase 3 Aprobación ⁽¹⁾	1T 2021 nd			nd		

⁽¹⁾ Data estimada de aprovação pelas autoridades sanitárias.

para a aquisição de 1.225 milhões de doses, mais 580 milhões em reserva, e está a negociar com mais empresas a aquisição de cerca de 200 milhões de doses adicionais. O número total permitiria potencialmente à administração fornecer a cada habitante da União até duas vezes as duas doses necessárias para atingir a eficácia total da vacina. Por seu lado, os EUA têm sido mais agressivos do que a Europa no fecho de acordos, totalizando 2,6 mil milhões de doses incluindo reservas, o dobro de doses por habitante comparativamente com a Europa. Graças à coordenação de Bruxelas – inexistente no início da pandemia para a compra de testes, ventiladores e máscaras – a Europa conseguiu ter um maior poder negocial, resultando num preço por dose mais baixo do que nos EUA.

Em qualquer caso, a obtenção de uma ou mais vacinas através de ensaios clínicos para aprovação regulamentar é apenas a primeira fase desta jornada. A próxima fase é **convencer a população sobre a importância de receberem a vacina**. De acordo com um inquérito da Harris levado a cabo no dia 19 de Outubro, 63% dos adultos americanos manifestaram preocupações com a segurança da vacina contra o coronavírus, e 40% dos inquiridos estavam preocupados com o seu rápido desenvolvimento. E algumas pessoas estão ainda preocupadas com os possíveis efeitos secundários.

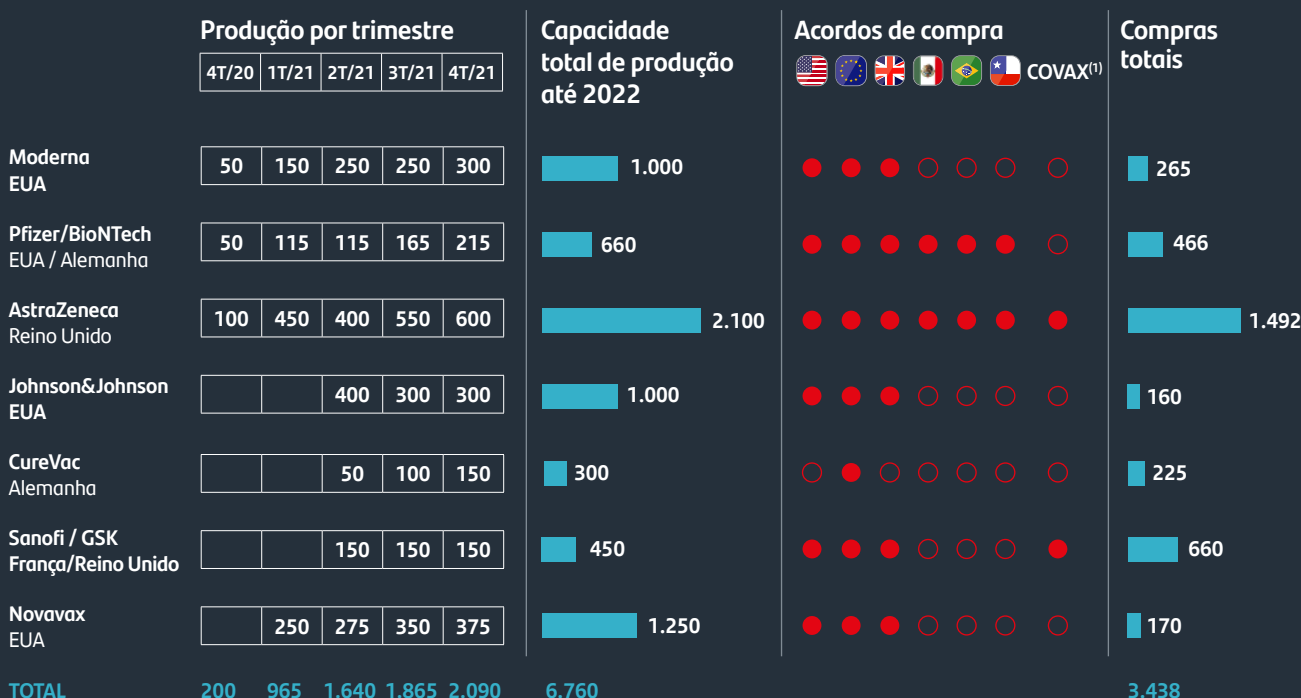
O nosso cenário principal considera que na segunda metade de 2021, haverá uma elevada percentagem da população mundial com acesso a vacinas suficientemente eficazes para evitar novas vagas de infeção em massa. É muito improvável que erradiquemos completamente o vírus da COVID-19, com a probabilidade de futuras mutações virem a dificultar o seu controlo total. No entanto, acreditamos que a comunidade científica será bem sucedida no controlo desta pandemia através dos avanços nas vacinas e nos tratamentos em desenvolvimento. 2020 foi o ano em que o mundo sofreu os efeitos de uma pandemia global, mas está em desenvolvimento **um investimento sem precedentes em investigação, e um enorme esforço de colaboração a nível institucional e global para que seja disponibilizada uma solução eficaz para a pandemia nos próximos meses.**

Os mercados descontam um cenário em que a elevada imunização da população mundial é alcançada progressivamente ao longo dos próximos doze meses

A disponibilidade e distribuição de vacinas é a chave para a recuperação económica esperada em 2021

Produção e aprovisionamento

Dados em milhões de doses



⁽¹⁾ COVAX é uma iniciativa de colaboração promovida pela OMS para um acesso equitativo às vacinas contra o COVID-19.

Cenários de recuperação económica

O nosso **principal cenário** considera que, à medida que 2021 for avançando, **a economia global irá consolidar a fase de recuperação que teve início no terceiro trimestre de 2020**.

A reabertura da economia assenta em três pilares e fases: flexibilização das medidas de distanciamento social, apoio governamental através de estímulos monetários e orçamentais sem precedentes, e vacinação em massa.

As **instituições financeiras têm sentido menos pressão durante a presente recessão** comparativamente com a Grande Crise Financeira (GCF) e o setor financeiro tem desempenhado um papel ativo na recuperação. Esta recessão teve origem numa crise sanitária, e não num excesso de alavancagem acumulada pelos credores, como aconteceu na última recessão.

A resposta robusta à crise do coronavírus por parte dos governos e dos bancos centrais reabriu o debate sobre as consequências que numerosos estímulos podem ter sobre a estabilidade de preços nas economias. Em geral, quando a ameaça do vírus passar e a atividade estabilizar, a principal preocupação será saber se os estímulos aplicados poderão conduzir a elevadas taxas de inflação. Acreditamos que **a economia está a entrar numa fase de reflução, mas atribuímos um baixo nível de probabilidade a um cenário de inflação desenfreada**. Podemos distinguir três fases neste processo reflacionário: a primeira, em que a pressão desinflacionista ainda irá predominar; a segunda, em que o fim das restrições e a recuperação dos preços dos produtos de base irão favorecer um período de lenta recuperação da inflação durante o ano de 2021; e a terceira, em 2022, em que a inflação poderá exceder os objetivos de alguns dos bancos centrais, sem no entanto atingir os níveis registados durante as últimas três décadas do Século XX. **A economia global dispõe ainda de níveis significativos de capacidade disponível, de ausência de tensões no mercado de trabalho e os mecanismos de transmissão monetária continuam ineficazes**.

Num mundo com vacinas eficazes e manutenção de estímulos, vemos como muito provável uma recuperação económica sólida

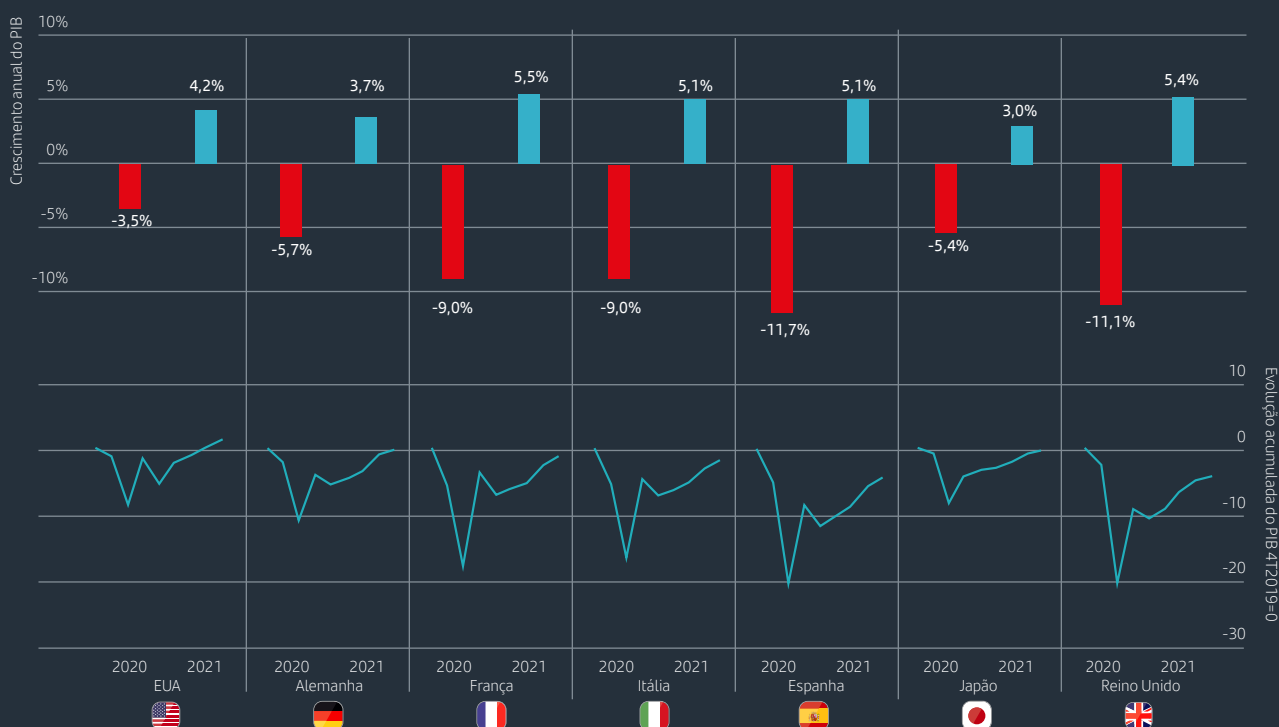
Os estímulos não parecem gerar efeitos secundários adversos a curto prazo, mas poderão existir condicionamentos num horizonte mais alargado

Atribuímos baixa probabilidade a que no curto prazo, a inflação se torne um problema

Estimativas de crescimento económico - Economias desenvolvidas

Fonte: Santander Private Banking. Dados a 30 de novembro de 2020

A economia norte americana voltará a mostrar maior consistência e regularidade na fase de recuperação



Em suma, o nosso principal cenário contempla um aumento moderado e não muito preocupante dos preços. Por um lado, **as políticas dos bancos centrais estão mais concentradas em dar prioridade à recuperação económica em detrimento da inflação**. Por outro lado, seria até bem-vinda alguma inflação para ajudar no processo de sustentabilidade da dívida. Finalmente, uma reviravolta previsível no sentido da desglobalização poderia levar a um aumento da inflação a médio prazo.

Voltando à questão do crescimento, o colapso económico causado pela COVID-19 foi sincronizado, mas **a recuperação será, muito provavelmente, bastante desigual**. Estão a abrir-se fossos significativos entre os percursos de recuperação dos diferentes países, que poderão vir ter consequências para a própria ordem económica mundial. Das quatro maiores economias do mundo, a economia americana só poderá recuperar a sua dimensão pré-pandemia em finais de 2021, enquanto, por essa altura, a economia chinesa terá crescido pelo menos em 10%. A Europa poderá continuar estagnada, abaixo do nível de produção pré-pandemia e poderá manter-se assim durante vários anos, uma sorte que o Japão poderá evitar à justa, apesar de ter de lidar com tendências de crescimento demográfico adversas. **A disparidade de taxas de crescimento nas 50 maiores economias é provavelmente a mais elevada a que temos assistido nas últimas décadas.**

O Grande Confinamento irá provavelmente deixar diversas consequências económicas muito significativas: **aumento das desigualdades, menor globalização, níveis de endividamento mais elevados e uma economia mais digital**. O choque sobre as mudanças na oferta e as melhorias a nível da automatização irão forçar os fabricantes a trazer a produção para mais perto dos respetivos mercados naturais de influência. Por outro lado, os trabalhadores altamente qualificados estão a adaptar-se a um contexto em que o trabalho remoto se está a tornar mais comum, enquanto os trabalhadores menos qualificados estão a ser muito mais afetados pelas mudanças no sentido de um maior distanciamento social.

Os bancos centrais manterão a prioridade no crescimento económico e serão permissivos com a inflação a curto prazo

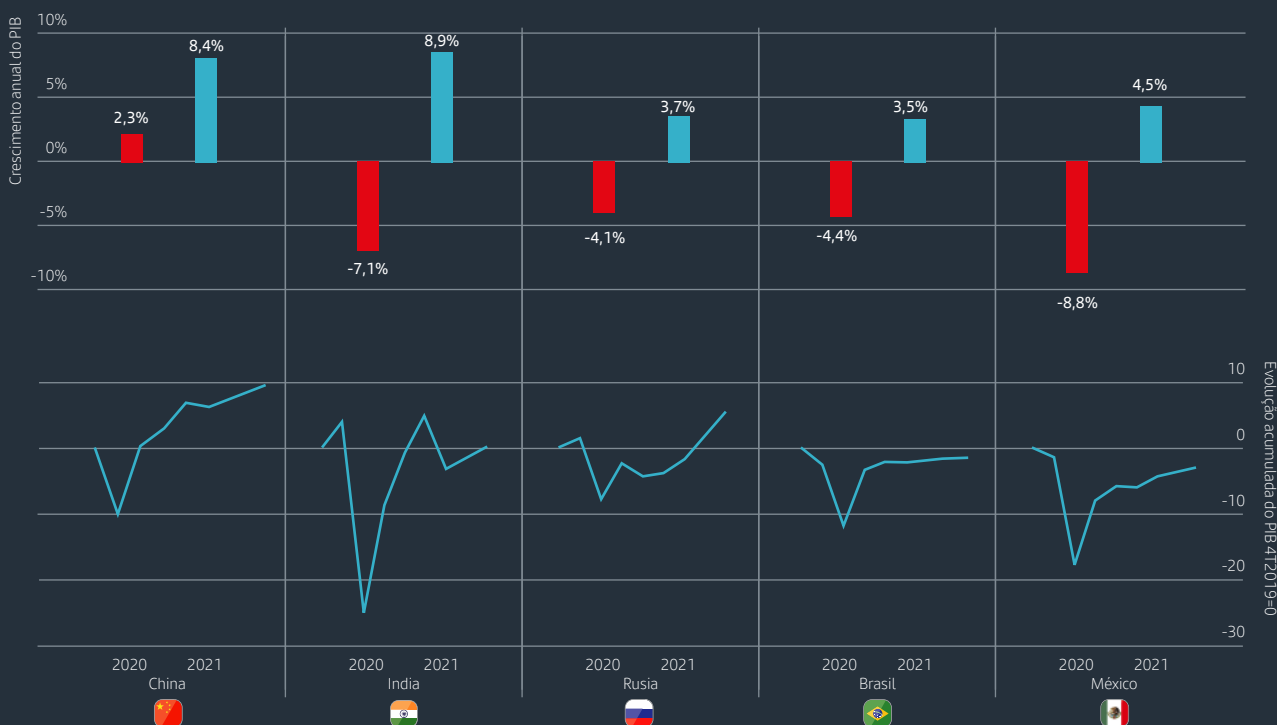
A pressão política sobre os bancos centrais para adiar uma normalização das taxas de juro será enorme no futuro

Em vários países, a dimensão da economia só atingirá o nível pré-crise em 2022

Estimativas de crescimento económico - Economias emergentes

Fonte: Santander Private Banking. Dados a 30 de novembro de 2020

A economia chinesa recuperou totalmente aos níveis prévios à pandemia e terá crescimento positivo em 2020



À medida que cada vez mais atividades e processos são realizados online, muitos setores irão ser dominados pelas empresas com capacidades tecnológicas mais avançadas e com poderosas bases de dados online. Em 2020, a valorização acumulada das ações tecnológicas ou o boom digital da Fintech no setor financeiro são sinais de como o futuro está a acelerar. **A política de quantitative easing (QE) e as baixas taxas de juro reais poderão continuar a inflacionar os preços dos ativos, mesmo que o ritmo da recuperação económica seja lento.** E isto pode continuar a alargar o perigoso fosso entre Wall Street (os mercados financeiros) e "Main Street" (a economia real), tal como ocorreu após a crise financeira de 2008, e que está a contribuir para o aumento da instabilidade política e social.

Tornou-se evidente que muitas das mudanças causadas pela COVID-19 serão duradouras. A pandemia reforçou as dinâmicas que já estavam a ocorrer na economia global, acelerando as mudanças no comércio, tecnologia, finanças e política económica.

Pre vemos que a primeira economia mundial, os **Estados Unidos**, venham a passar por um sólido crescimento em 2021, graças a uma recuperação substancial do consumo privado (que representa 70% do PIB) e à expectativa de um **forte apoio orçamental por parte da administração Biden**. Um potencial impasse, se os republicanos mantiverem o controlo do Senado em Janeiro, não deverá constituir um obstáculo para mais estímulos orçamentais, uma vez que ambas as partes e o público em geral apoiam a necessidade de maior despesa por parte do governo. As despesas das famílias assentam numa forte acumulação de riqueza, bem como no aumento das poupanças devido a importantes transferências do governo e a mercados de trabalho apertados antes da pandemia.

Relativamente às **economias europeias**, prevemos uma **descolagem mais lenta**, comparativamente com o outro lado do Atlântico. Como os confinamentos tiveram um impacto mais severo sobre o setor dos serviços, o processo de recuperação deste será mais lento do que o do setor industrial, uma vez que os serviços criam menos procura reprimida do que os bens de consumo. Além disso, o setor dos serviços é mais intensivo em emprego, e a destruição de emprego nesta crise gerou um efeito de contágio alargado em todas as economias. Existe também o risco de um aumento temporário da taxa de poupança, uma vez que a Europa tem sofrido de forma desproporcional esta segunda vaga de contágios. O investimento e o consumo de bens duradouros podem ser mais limitados na Europa até se conseguir uma imunização generalizada. Portanto, as taxas de crescimento que projetamos para as principais economias da Zona Euro (Alemanha, França, Itália e Espanha) são **relativamente modestas comparativamente com a contração registada em 2020**. Fora da Zona Euro, o **Reino Unido** não diferirá significativamente dos seus homólogos no Continente, a menos que se chegue a um acordo com a União Europeia antes de 31 de Dezembro e se consiga esclarecer a relação comercial pós Brexit.

À luz dos últimos dados sobre infeções, é um facto que o continente asiático está bastante à frente do resto do mundo em termos do ciclo da pandemia. Consequentemente, as estatísticas revelam também que **as economias asiáticas estão a recuperar mais cedo do que as restantes**. Com base nesta dinâmica mais favorável na região e na recente assinatura de um acordo para formar a maior associação comercial do mundo – a Parceria Económica Regional Global (RCEP), que abrangerá 2,1 mil milhões de consumidores e 30 por cento do PIB global – economias como o Japão, que está altamente integrado nas cadeias de valor globais, poderiam ser estimuladas a exibir gradualmente taxas de crescimento ligeiramente acima do seu potencial nos próximos trimestres.

Voltando aos mercados emergentes, a **China** foi o primeiro país do mundo a registar uma contração histórica da sua economia, mas também **o primeiro a voltar à normalidade**, sendo um dos poucos a atingir uma taxa de crescimento positiva em 2020, o que também se reflete nas taxas de juro, que todos os dias estão a alcançar novos máximos anuais, antecipando **a rápida recuperação da atividade económica, que irá continuar em 2021**, graças aos estímulos monetários e orçamentais injetados pelas autoridades locais. Com o impulso do crédito como principal vetor de crescimento, a nossa previsão é que em 2021 o "gigante asiático" vá regressar à normalidade em termos de taxas de crescimento do PIB.

A economia dos Estados Unidos receberá uma nova ronda de estímulos fiscais assim que os lugares no Senado fiquem definidos em Janeiro

A recuperação económica na Europa terá de superar os efeitos do resultado das negociações "Brexit" e o aumento do impacto dos confinamentos

A recuperação rápida da China em forma de "V", deveu-se ao sucesso no controlo da pandemia

A partir de agora, é previsível que a China venha a seguir o modelo americano e opte por uma **política mais "virada para dentro"**. Para tal, terá de (i) impulsionar a procura interna, uma vez que a procura externa de parte das economias ocidentais será cada vez menos "fiável"; (ii) acelerar o seu processo de digitalização, apoiado pelo aumento das despesas em I&D; e (iii) passar a ter voz no debate internacional. Isto não será um processo rápido, mas parece que, após o último plenário do Comité Central do Partido Comunista, a China mudou a sua visão sobre o resto do mundo, e por isso irá motivar a aplicação de políticas com um enviesamento interno muito mais acentuado.

Também prevemos que a **Índia** irá desfrutar de uma forte recuperação da sua economia. É verdade que tem sido um dos países mais atingidos pela pandemia, mas também é verdade que a sua estrutura setorial, fortemente alavancada por serviços tecnológicos, e a implementação de **reformas estruturais** de longo alcance aprovadas pelo governo de Modi, constituem alavancas sobre as quais se pode catapultar o crescimento económico.

Relativamente à **América Latina**, após uma gestão mais errática da pandemia, que conduziu a uma grave contração do crescimento na região durante o ano de 2020, aguardamos com expectativa que o ano de 2021 se desenrole num tom mais positivo. No caso do **Brasil**, a **recuperação económica no segundo semestre de 2020** está entre as mais fortes da América Latina. Os inquéritos sobre confiança das empresas estão a encerrar o ano aos seus níveis mais elevados desde 2006, graças a um crescimento significativo das encomendas de bens duradouros, o que acabou por conduzir a um aumento do emprego. Esta recuperação tem sido largamente motivada pelo apoio governamental, onde tanto a política monetária como a política orçamental têm sido marcadamente expansionistas. No entanto, os estímulos implementados para limitar o impacto da pandemia **deterioraram significativamente a saúde orçamental do setor público**, tendo-se chegado a um défice orçamental estimado para este ano superior a 15% do PIB, com a dívida pública possivelmente a exceder 100% do PIB. Em suma, a dinâmica de uma dívida pública elevada e crescente, juntamente com o défice orçamental, deixam a **economia vulnerável a choques adversos**. Portanto, o debate para o próximo ano será mais uma vez sobre a sustentabilidade da despesa pública, algo que foi deixado para trás após a reforma orçamental levada a cabo pelo governo de Bolsonaro.

O **México** afastou-se das principais políticas económicas e tem mantido um **elevado grau de responsabilidade orçamental**. Esta política tem o inconveniente de não proporcionar muito apoio ao crescimento a curto e médio prazo, mas poderia ser benéfica no futuro sob a forma de uma maior estabilidade a longo prazo. Por outro lado, o setor exportador poderá apoiar o crescimento em 2021, especialmente no caso de se confirmar a recuperação nos Estados Unidos em 2021, e caso as relações comerciais e diplomáticas entre os dois países venham a ser renovadas.













A Índia sofreu desproporcionadamente com os efeitos do confinamento, mas esperamos que a sua economia recupere em força durante 2021

O renascimento económico na América Latina depende em grande parte da imunização devido à sua maior dependência de atividades que carecem de presença física

Esperamos que a economia mundial cresça mais de 5% em 2021, graças ao optimismo em relação às vacinas e à manutenção dos estímulos

Cenário macro 2021 - Previsões de crescimento e taxas de juros dos bancos centrais


Fonte: FMI, World Economic Outlook Outubro 2020 e Santander Private Banking para as estimativas

	Crescimento da Economia PIB*					Taxas de juros dos bancos centrais a dezembro			
	2018	2019	2020e	2021e		2018	2019	2020e	2021e
	3,0%	2,2%	-3,5%	4,2%	 ⁽¹⁾	2,50%	1,75%	0,25%	0,25%
	1,8%	1,3%	-7,2%	4,6%	 ⁽²⁾	-0,40%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
	1,3%	1,3%	-11,1%	5,4%	 ⁽³⁾	0,75%	0,75%	0,10%	0,10%
	1,3%	1,1%	-4,4%	3,5%	 ⁽⁴⁾	6,50%	4,50%	2,00%	2,00%
	2,2%	-0,3%	-8,8%	4,5%	 ⁽⁵⁾	8,25%	7,25%	4,25%	4,25%
	6,7%	6,1%	2,3%	8,4%	 ⁽⁶⁾	4,35%	4,15%	3,85%	3,85%

*Taxa anual média

⁽¹⁾ Fed Funds: nível objectivo dos fundos federais da Reserva Federal (parte alta do intervalo). ⁽²⁾ Taxa de juro fixada pelo BCE para a facilidade marginal de depósito overnight no Eurosistema.

⁽³⁾ Taxa de referência para Banco de Inglaterra. ⁽⁴⁾ Taxa Selic do Banco do Brasil ⁽⁵⁾ Taxa objectivo do Banxico. ⁽⁶⁾ Taxa de empréstimo preferente a 1 ano do Banco Popular da China



02 Baixo durante ainda mais tempo

À procura de rendimentos

As taxas de juro baixas ou negativas punem os investidores conservadores, mas dão um importante incentivo aos ativos de risco.

Os investidores não têm outra alternativa senão explorar os ativos com rendimento positivo.

Recomendamos uma proteção contra potenciais aumentos futuros da inflação, uma vez que os bancos centrais indicam uma maior tolerância à inflação de curto prazo no futuro.

A curto prazo, o risco de inflação parece estar centrado nos preços dos ativos.

Tempos pouco ortodoxos

As estratégias tradicionais de investimento e as repartições setoriais devem ser revistas, para que se possam construir carteiras de sucesso neste novo cenário.

O futuro está a avançar de forma muito acelerada, como consequência das rápidas mudanças a nível da tecnologia, demografia e comportamentos, e a COVID-19 veio acelerar estas tendências.

A volatilidade vai continuar, à medida que o mundo experimenta novos paradigmas em termos de política orçamental e monetária.

O nosso cenário de base para o ano de 2021 é de consolidação da recuperação económica iniciada no terceiro trimestre de 2020, no pressuposto de continuidade das medidas **extraordinárias de políticas orçamental e monetária, e no** sucesso da esperada vacinação em massa. Historicamente, estes episódios de recuperação económica têm sido muito favoráveis ao investimento em ativos financeiros. Contudo, existem dúvidas quanto à forma e extensão da recuperação devido às peculiaridades tanto da génese desta contração, como das medidas heterodoxas que têm sido postas em prática para a ultrapassar. Como referido na secção anterior, o volume das medidas orçamentais e monetárias que foi aplicado nas economias globais e o esforço global no desenvolvimento de uma vacina contra o Covid-19 não têm precedentes.

Ao constituírem as suas carteiras, os investidores procuram satisfazer uma ou mais necessidades financeiras: liquidez e proteção do capital, geração de rendimentos e/ou aumento do capital. No passado, estas necessidades foram amplamente cobertas por soluções de investimento tradicionais que, até recentemente, geravam retornos razoáveis e suficientes. No entanto, o impacto combinado da repressão financeira, da reflexão, da política de *quantitative easing*, e das perturbações e desigualdades de crescimento, tornam as perspetivas de retorno sobre os ativos financeiros mais complexas.

Os investidores mais conservadores, que procuram liquidez e proteção do capital, que normalmente têm investido na curva do Tesouro (títulos e obrigações), enfrentam um retorno zero a curto prazo e taxas de juro reais negativas (líquidas da inflação). Até 2021, e para os próximos anos, espera-se que as taxas dos bancos centrais se mantenham em níveis mínimos, o que implica que o dinheiro como refúgio irá continuar a ter um custo financeiro. Além disso, a mudança para mandatos de maior tolerância à inflação por parte dos bancos centrais é uma preocupação adicional. Neste sentido, será muito difícil para os títulos de dívida pública agirem como, no passado, como uma alternativa de proteção do capital que gera retornos em linha com a inflação.

Ao visar a **geração de rendimento**, os investidores com um perfil moderado, dispostos a dar prioridade ao rendimento em detrimento da qualidade de crédito, têm optado tradicionalmente por **obrigações de empresas** como instrumento de investimento. Neste caso, a geração de rendimentos acima dos níveis de inflação é ainda mais complicada devido aos efeitos da compra massiva de obrigações (QE) que proporcionaram um alívio em termos de liquidez, bem como um forte estreitamento dos spreads destas obrigações. A política de *quantitative easing* tem sido uma excelente notícia para as empresas endividadas e um alívio para os mercados, mas deixa um cenário futuro de baixos retornos para os investidores em dívida de taxa fixa.

O aumento do capital, uma necessidade financeira para investidores mais agressivos com um horizonte de investimento mais longo, é tradicionalmente feito através do investimento em ações. No cenário atual, as decisões de investimento neste tipo de ativos tornam-se mais difíceis porque surgiram duas realidades distintas: por um lado, empresas com elevado crescimento e avaliações muito elevadas e, por outro, muitos setores e empresas que estão a sofrer o impacto da perturbação com retornos e avaliações muito menores.

Pelos motivos acima referidos, os investidores terão de aprender a viver com taxas baixas durante mais tempo e são obrigados a procurar outras soluções de investimento que possam satisfazer as suas necessidades financeiras.

Desafios pós-COVID à gestão tradicional

Fonte: Bloomberg. Dados a 30 de novembro de 2020

Necessidades Financeiras	Soluções de Investimento Tradicionais	Retornos 10 Anos (2009-20)		Rendimentos atuais		Desafios para a gestão tradicional	
		USD	EUR	USD	EUR		
Liquidez/ Proteção de capital	Liquidez	Depósitos	0,6%	-0,1%	0,2%	-0,5%	Repressão financeira
	Proteção	Obrigações governamentais	3,3%	4,6%	0,6%	0,0%	Reflexão
Geração de rendimento		Obrigações de empresas	5,6%	3,9%	1,8%	0,5%	Compra Ativos (QE)
Crescimento de Capital		Ações	13,8%	6,7%			Disrupção do crescimento

Políticas pouco ortodoxas: uma saída para a crise mas potenciais consequências futuras

O legado da crise causada pela COVID-19 impõe importantes desafios à gestão tradicional: repressão financeira, QE e desigualdade no crescimento

Na dívida (obrigações), todas as taxas de juro do passado eram superiores

Tal como na política monetária, devem ser procuradas soluções fora da abordagem tradicional na hora de investir

Proteção do capital e reflexão

Investimento em liquidez

Como resultado das políticas monetárias agressivas implementadas pelos bancos centrais, os aforradores de todo o mundo enfrentam o mesmo problema. Contas bancárias, investir em fundos do mercado monetário e outros instrumentos de curto prazo deixaram de proporcionar um rendimento decente. Em termos nominais, as taxas são mais baixas do que eram há 30 anos, devido a um declínio da inflação a longo prazo, mas são também mais baixas em termos reais. A pandemia agudizou ainda mais esta tendência. Este ano, os rendimentos nominais das **obrigações americanas, britânicas e alemãs a dez anos atingiram todas os seus níveis mais baixos da história.**

Tal como cunhado por Ronald McKinnon, o termo **"repressão financeira"** descreve diversas políticas que distorcem os mercados, ao baixarem artificialmente as taxas de juro e transferirem recursos dos aforradores domésticos para o setor público. Tais políticas incluem empréstimos forçados aos governos, limites máximos de taxas de juro, controlos de capital e muitos mais. Hoje em dia, pode ver-se esta repressão financeira em grande parte do mundo desenvolvido, onde a riqueza das famílias se vê erodida por taxas de juro historicamente baixas ou negativas e vastos programas de compra de títulos por parte dos bancos centrais. Como consequência, em muitos países de todo o mundo, os **investimentos em numerário deixaram de compensar os investidores, tendo em conta a inflação.** Por outras palavras, os aforradores acabam por ter taxas de juro reais negativas.

Jerome Powell, Presidente da Reserva Federal, anunciou em Junho que **"nem sequer estamos a pensar em pensar em aumentar as taxas"**. Os chamados "gráficos de pontos" da Reserva Federal sugerem que as taxas de juro irão permanecer perto de **zero por cento pelo menos até finais de 2023**, à medida que a economia recupera lentamente da recessão causada pelo coronavírus.

Refugiar-se na liquidez continuará a ter um custo financeiro por um longo período

Os aforradores em ativos de segurança máxima continuarão a ser penalizados pela repressão financeira

Tal como na crise anterior, a Reserva Federal terá extrema cautela quanto ao momento de iniciar o aumento das taxas de juro

Taxas de juros de referência da Reserva Federal

Fonte: Bloomberg, Reserva Federal e elaboração própria. Dados a 30 de novembro de 2020

As projeções do Comité FOMC não contemplam subida de taxas



"Not even thinking about thinking about raising rates"

⁽¹⁾ FOMC: Federal Open Market Committee

A **possibilidade de taxas mais elevadas a curto prazo na Zona Euro e no Reino Unido parece ainda mais reduzida**. O BCE não reduziu a taxa de juros durante a crise da COVID-19 simplesmente porque os benefícios de reduzir as taxas abaixo de -0,5% parecem limitados.

Esperamos que o atual contexto de taxas de juro baixas permaneça e, como resultado, que os investimentos líquidos e ultra seguros continuem a sofrer taxas reais negativas durante um período de tempo considerável.

Proteção do capital

A volatilidade do mercado abalou a confiança dos investidores, que continuam preocupados com as perdas de capital. **Preservar o valor dos investimentos** tornou-se, portanto, a prioridade de primeira ordem. A ansiedade em relação à pandemia **elevou a taxa de poupança nas economias desenvolvidas para níveis recorde**, apesar da falta de rendimento disponível em instrumentos seguros a curto prazo. O medo tem sido um dos ingredientes chave nas discussões sobre investimentos e há um excesso de liquidez à espera de maior clareza, tanto em relação à pandemia como em relação à recuperação económica. Historicamente, deter **títulos de dívida pública** tem sido a principal classe de ativos para proteção do capital e para se obterem rendimentos que igualem a inflação.

Na última década, o investimento em índices de títulos de dívida pública tem proporcionado retornos positivos tanto em termos nominais como reais, num contexto de taxas de juro mais baixas. No gráfico seguinte, podemos observar como tanto os títulos de dívida pública europeus (4,6% de rendimento anualizado desde 2009), como os do Tesouro dos EUA (3,3% de rendimento anualizado) proporcionaram tanto rentabilidade como proteção do capital durante este período. A liquidez overnight apenas proporcionou retornos positivos em USD (+0,61%), enquanto as posições líquidas em euros geraram retornos nominais negativos (-0,1%) durante os últimos dez anos.

As obrigações governamentais têm sido um excelente investimento com uma inflação em queda

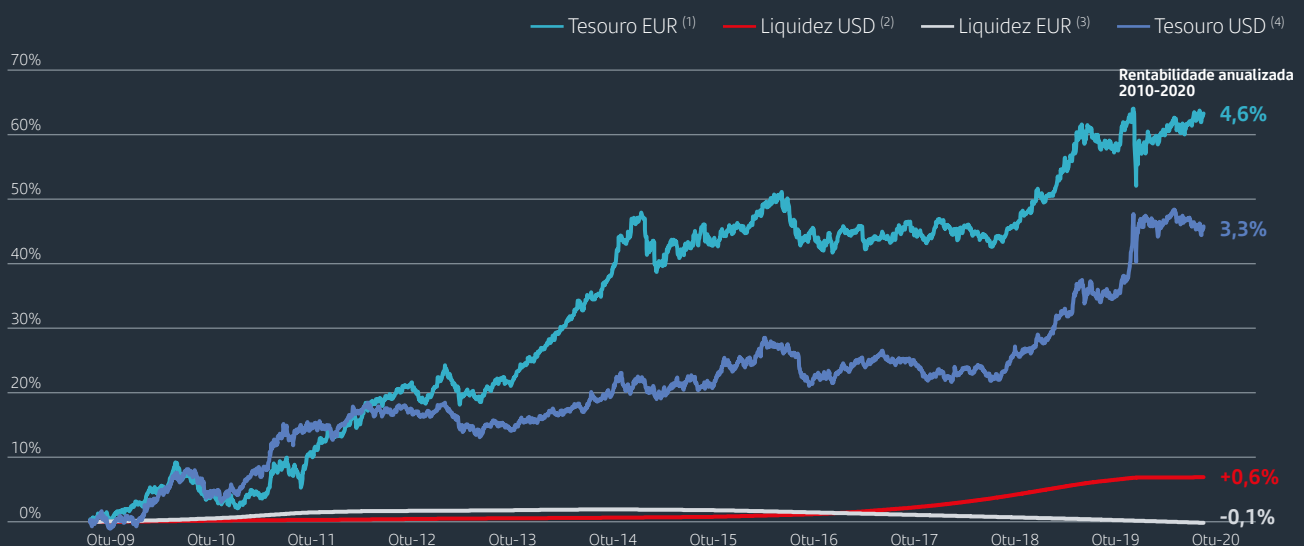
O financiamento de défices elevados será um fator de pressão para que as taxas de juro permaneçam deprimidas

Os investidores devem ponderar a probabilidade de um cenário de inflação ascendente

Rentabilidade acumulada e anualizada de obrigações governamentais e liquidez

Fonte: Bloomberg. Dados a 30 de novembro de 2020

Excelentes retornos em um ambiente de inflação controlada



⁽¹⁾ Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate Treasury Index. ⁽²⁾ Barclays 3 Month USD Libor Cash Index. ⁽³⁾ Barclays 3 Month EUR Libor Cash Index. ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Treasury Index

Mas a capacidade futura dos títulos de dívida pública poderem cumprir o seu objetivo de proteger o capital em termos reais corre um risco adicional – adicionalmente aos baixos retornos nominais – que é a **ameaça da inflação** recuperar dos atuais níveis baixos.

Os principais **bancos centrais estão a rever os seus quadros de política monetária** e estão em vias de adotar novos quadros. Um objetivo fundamental por trás destas revisões é o de elevar a inflação – e as expectativas sobre a inflação – de volta aos seus objetivos. A Reserva Federal anunciou que iria embarcar num regime **flexível de metas de inflação média** e que um mercado de trabalho apertado deixaria de ser um fator determinante para as orientações de política. O Banco Central Europeu deverá anunciar alterações ao seu quadro de políticas no próximo ano.

O principal objetivo do BCE é conseguir a estabilidade de preços, que define como uma inflação próxima mas inferior a 2 por cento. E não conseguiu atingir este objetivo durante anos, apesar de ter comprado biliões de euros em obrigações e cortado as taxas de juro profundamente em território negativo. Neste momento os economistas avisam que esse objetivo parece mais longe do que nunca. O **BCE está preso numa "armadilha de estagflação"** desde 2000, uma vez que a inflação média tem sido de apenas 1,36%.

Há mais de 30 anos que as expectativas bem ancoradas são tidas como garantidas – mas isto pode mudar com o esbatimento das políticas orçamental e monetária. A decisão de começar a apertar a política monetária será mais politizada e tornar-se-á mais difícil para os bancos centrais encostarem-se a uma inflação mais elevada. A dinâmica da inflação em jogo, combinada com a perceção de **restrições para os bancos centrais poderem aumentar as taxas de juro** num contexto de dívida crescente e elevada, poderá pôr em causa a credibilidade das metas da inflação e a confiança nos bancos centrais.

Embora a crise da COVID-19 tenha acelerado a longa queda das taxas de desconto, pensamos que trouxe uma **mudança profunda em termos da resposta política e, consequentemente, a nível da inflação**. Uma perspetiva de inflação (eventualmente) crescente com taxas ancoradas em níveis muito baixos seria uma mudança em relação às últimas décadas, em que tanto a inflação como as taxas reais têm vindo a cair.

Mais de 17 triliões de dólares de instrumentos de dívida têm rendimentos negativos até ao seu vencimento

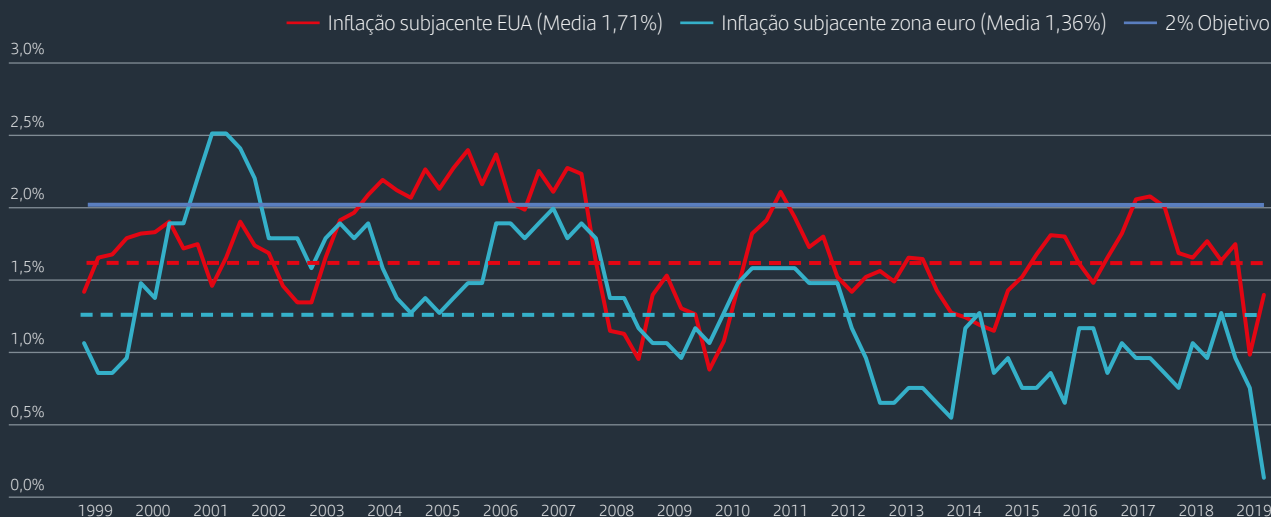
Comportamento futuro incerto das obrigações devido a medidas heterodoxas de política monetária

A evolução da inflação a médio prazo é um ponto de interrogação relevante para os investidores com um perfil conservador a longo prazo

Inflação média subjacente na Zona Euro e EUA

Fonte: Bloomberg, Dados a 30 de novembro de 2020

O FeD e sobretudo o BCE tem sido incapazes de aproximarem a economia a um objetivo de inflação de 2%



Globalmente, o motivo para se acreditar realmente na inflação tem mais a ver com a economia política do que com a macroeconomia. Estamos num contexto de políticas macro e políticas orçamentais, em que **estas podem ser trabalhadas para criarem inflação**. Se os políticos adotarem esta narrativa, ela aponta para um papel muito mais perdedor e mais ativo da política orçamental, e torna outras políticas, como o Rendimento Básico Universal, mais fáceis de serem politicamente aceitáveis. **Os pontos de equilíbrio da inflação aumentaram acentuadamente nos últimos meses**, principalmente como consequência de se desfazer um cenário muito pessimista dum choque deflacionista. Ainda não começaram a atribuir um preço a uma mudança decisiva da inflação. Os níveis atuais ainda dão tempo ao Fed para pensar em tornar-se menos acomodaticio.

Outro aspeto que é preciso ter em conta no que diz respeito ao papel dos títulos de dívida pública nas carteiras é o risco de **baixa eficácia de cobertura em tempos de correção do mercado**, tal como observado na recente crise das obrigações europeias. O quadro seguinte mostra como o índice agregado de títulos de dívida pública na zona Euro sofreu um declínio de 3,0% durante a última correção em Março, enquanto os do Tesouro dos EUA subiram 7,8% nesse mesmo período. Isto deve-se ao ponto de partida diferente dos rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA em comparação com a referência da zona Euro (Bunds emitidos pelo Tesouro alemão). Enquanto que os títulos do tesouro norte americanos tinham um rendimento de 1,56% antes do início da crise e tinham margem de manobra para reduzir os seus rendimentos, a TIR dos Bunds estava a negociar praticamente com rendimentos zero (-0,25%), impedindo na prática qualquer apreciação em termos de valor. A lição é clara: **quando as obrigações atingem um rendimento até à maturidade de 0% ou inferior, então a trajetória futura dos preços das obrigações é basicamente negativa**.

A recente queda dos rendimentos em dinheiro e obrigações nos países desenvolvidos que ainda tinham rendimentos positivos deixou os títulos de dívida pública numa posição em que não podem oferecer dois dos serviços de investimento básicos que tradicionalmente proporcionam em carteiras – **rendimentos significativos e proteção contra um desastre económico**. Isto deixa quase todas as carteiras de investimento simultaneamente com um rendimento esperado mais baixo e maior risco em caso de um evento do tipo depressão como a de antes. **Não existe um substituto simples e óbvio para os títulos de dívida pública que possa oferecer esses valiosos serviços de investimento**.

Dado que não existe um só ativo que possa obviamente preencher os papéis anteriormente desempenhados pelos títulos de dívida pública, acreditamos que o as obrigações continuam a ter um lugar importante na carteira de qualquer investidor.

Contudo, os **baixos rendimentos atuais das obrigações, criam vários desafios para os investidores**: pelo que importa um aconselhamento especializado.

Comportamento dos índices de obrigações em períodos de queda de mercado

Fonte: Bloomberg

Efetividade histórica da cobertura obrigação-ação

	Datas de Mercados em Queda			Índices Governo EUA			Índice Governos Europa		
	Início da Correção	Fim da Correção	Variação MSCI World	Variação Índice	Variação de taxas		Variação Índice	Variação de taxas	
					Início	Variação		Início	Variação
Primeira Guerra do Golfo	16/07/1990	28/09/1990	-21,3%	-2,4%	8,20%	0,40%			
LTCM (Long Term Capital Management)	20/07/1998	05/10/1998	-20,3%	10,7%	5,59%	-1,21%			
Crise Tecnológica	27/03/2000	09/10/2002	-49,8%	21,9%	6,49%	-3,49%	19,5%	5,23%	-1,26%
Crise Financeira (GFL)	31/10/2007	09/03/2009	-57,8%	13,6%	4,23%	-2,19%	6,1%	4,43%	-1,20%
Crise Europeia (Grécia)	02/05/2011	04/10/2011	-22,0%	13,7%	1,90%	-0,51%	6,6%	3,56%	-0,66%
Crise COVID-19	09/02/2020	23/03/2020	-34,0%	7,8%	1,56%	-0,89%	-3,0%	0,25%	0,15%

As obrigações governamentais têm sido o complemento perfeito para carteiras de ativos de risco devido à sua capacidade de apreciação em tempos de volatilidade

A eficácia das obrigações como elementos de cobertura de risco, desaparece quando as taxas estão próximas de zero

Para proteger o capital no futuro, será necessário procurar novas alternativas e estratégias que complementem as obrigações do Tesouro

Geração de rendimentos e política de *quantitative easing* (QE)

Uma das necessidades financeiras fundamentais dos investidores reside na procura de rendimento para as poupanças excedentárias das famílias e instituições. Para esta necessidade financeira, a prioridade de qualquer investidor reside na **geração de rendimentos**, e embora a proteção do capital continue a ser importante, passa no entanto a ser um objetivo secundário e presume-se uma maior volatilidade dos preços. Esta opção constitui geralmente a preferência financeira dos investidores com um perfil de risco moderado, bem como dos clientes que deixam de receber um salário ou rendimento profissional (por exemplo, os pensionistas) e que, portanto, necessitam de um complemento na geração de rendimentos.

Os investidores que dão prioridade ao rendimento estão dispostos a abdicar de alguma qualidade de crédito para poderem obter retornos mais elevados. Historicamente, a geração de rendimentos tem sido obtida principalmente através do investimento em obrigações de empresas com qualidade de crédito de categoria de investimento. No gráfico abaixo, podemos ver como **o investimento em obrigações de empresas de boa qualidade tem permitido aos investidores obterem rendimentos médios de 3,9% em euros e 5,6% em USD, desde 2010.**

Em 2020 entrou no mercado de obrigações de empresas um novo comprador institucional, os bancos centrais globais, a oferecerem um enorme apoio e fluxos. **Os programas de compra quantitativa de obrigações de empresas** tornaram-se uma ação política normal para a estabilização dos mercados. O Fed e o BCE sentem-se agora confortáveis em apoiar o cofinanciamento proporcionado pelo mercado de obrigações de empresas. **Os spreads das obrigações de empresas tornaram-se mais apertados desde que os bancos centrais começaram a comprar obrigações, tendo-se verificado uma queda clara nos rendimentos e prémios** de risco da dívida empresarial global.

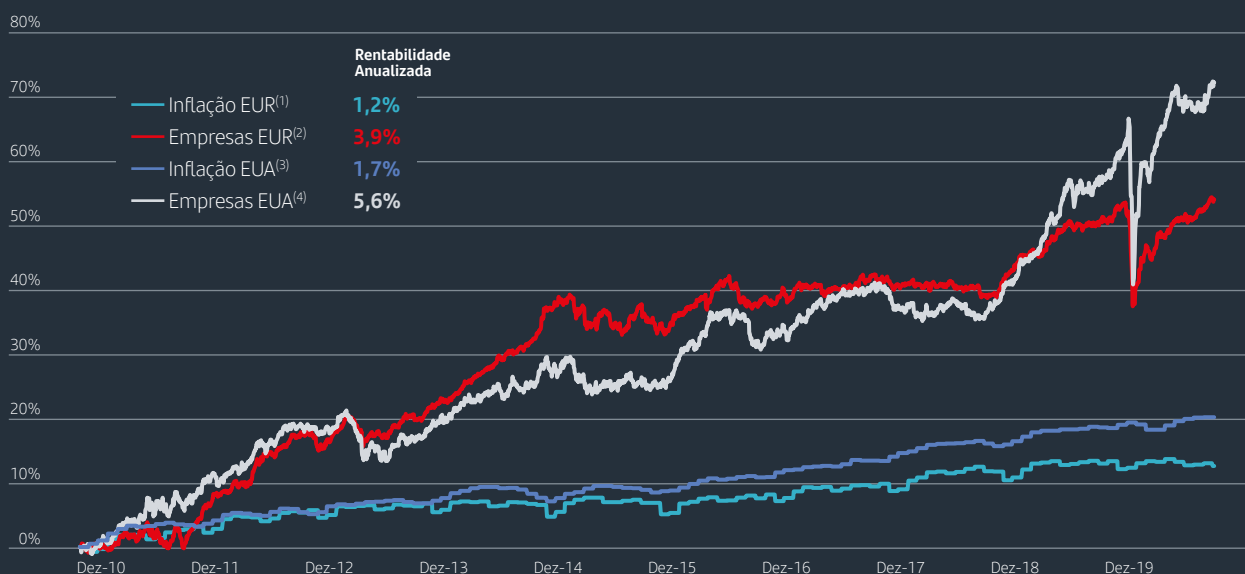
O investimento em obrigações de empresas tem sido um veículo ideal para gerar rendimentos de retornos médios superiores a 4% desde 2010

O QE empresarial tem sido um instrumento muito eficaz para ajudar os mercados de crédito e tem contribuído para gerar retornos muito elevados em 2020

Retorno total e anualizado dos índices de obrigações de empresas

Fonte: Índices Bloomberg Barclays. Dados a 30 de novembro

O investimento em obrigações de empresas de grau de investimento têm gerado retornos claramente superiores à inflação



⁽¹⁾ EUR HICP ⁽²⁾ Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index ⁽³⁾ US CPI ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Index.

Graças à flexibilização quantitativa corporativa, os retornos do investimento em obrigações de empresas têm sido excepcionais (9% a nível global), apesar de o mundo estar a sofrer uma das contrações económicas mais graves da história.

O quadro abaixo mostra os **rendimentos atuais** das principais categorias de dívida, tanto em USD como em Euros, e compara-os com o intervalo da última década. Como exemplo, as obrigações de grau de investimento de empresas em USD têm oferecido rendimentos entre 1,8% e 4,6% desde 2010, mas os rendimentos atuais estão muito próximos dos mínimos históricos. Os investidores em obrigações de empresas europeias enfrentam rendimentos futuros ainda mais baixos, uma vez que os rendimentos atuais são agora uns escassos 0,49%, quando nos últimos 10 anos estes rendimentos chegaram a ser dez vezes superiores (rendimento máximo de 5,29%). **Os spreads podem apertar ainda mais, uma vez que existem mais de 17 biliões de USD em instrumentos de dívida que oferecem rendimentos negativos.** O apetite dos investidores por rendimentos positivos e as intervenções dos bancos centrais no mercado explicam porque escolhemos "baixo durante ainda mais tempo" como título desta secção.

Os investidores que procuram instrumentos que gerem rendimento com baixa volatilidade estão a descobrir como as taxas de juro disponíveis nos segmentos tradicionais de obrigações de empresas e do Estado de elevada qualidade de crédito estão aos níveis mais baixos de sempre. Opções de dívida com uma componente mais elevada de risco de crédito, como as obrigações de grau especulativo ou as obrigações de países emergentes, também assistiram a uma compressão significativa dos rendimentos. Isto representa um dilema para os investidores tradicionais que não conseguem encontrar uma forma simples de obter rendimentos que compensem a depreciação do capital devido ao efeito da inflação. **A vacina monetária resolveu os problemas de liquidez, aliviando o peso do serviço da dívida para os emitentes mais endividados, mas reduziu a disponibilidade de rendimentos financeiros futuros** a partir de instrumentos de dívida de taxa fixa utilizados pelos investidores tradicionais.

Todas as categorias de dívida de taxa fixa à data, geram rendimentos até ao vencimento, no intervalo inferior da última década






A intervenção dos bancos centrais tem sido uma bênção para os mercados em 2020, mas deixa-nos um legado de rendimentos futuros mínimos

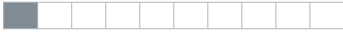
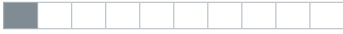




Intervalo de rentabilidades nas categorias de dívida de taxa fixa

Fonte: Índices Bloomberg Barclays. Dados a 30 de novembro de 2020

Os rendimentos futuros dos instrumentos de dívida serão substancialmente menores ao verificados no passado

(Intervalo de datas: Dez-2010 a Nov-2020)

Intervalo Rendimentos Dívida taxa Fixa USD				
	Atual	Mínimo	Intervalo	Máximo
Índice Dívida taxa Fixa Agregada EUA	1,21%	1,02%		3,66%
Governo EUA	0,63%	0,40%		3,12%
Empresas Grau Investimento	1,84%	1,80%		4,58%
Empresas Grau Especulativo (High Yield)	4,56%	4,56%		11,69%
Índice Dívida taxa Fixa Emergente USD	3,91%	3,90%		7,88%

Intervalo Rendimentos Dívida taxa Fixa EUR				
	Atual	Mínimo	Intervalo	Máximo
Índice Dívida taxa Fixa Agregada EURO	0,08%	0,04%		3,88%
Governos Zona Euro	0,03%	-0,03%		3,69%
Grau de Investimento (ALE,HOL,FRA..)	-0,51%	-0,78%		3,13%
Grau Especulativo (POR, GRE, ITA, ESP..)	0,03%	-0,11%		5,93%
Empresas Grau de Investimento	0,49%	0,45%		5,29%
Empresas Grau Especulativo (High Yield)	3,55%	3,00%		12,67%

Crescimento de capital e perturbação

O terceiro grande bloco de necessidades financeiras dos investidores está relacionado com a procura de instrumentos que permitam uma valorização do capital investido acima dos níveis da inflação. **O objetivo de obter ganhos de capital deve implicar um horizonte de investimento a mais longo prazo.** Isto porque, para alcançar este objetivo é necessário investir em ativos com maior volatilidade e risco de perda a curto prazo. O investidor que aspire a valorizar o seu capital deve assumir uma maior volatilidade a curto prazo e, por conseguinte, uma gama muito incerta de retornos a curto prazo.

O quadro seguinte mostra os **retornos dos principais ativos ao longo dos últimos 10 anos**, com retornos a variarem entre os 10% anualizados sobre ações (medidos pelo índice MSCI World) e os 0% sobre a liquidez do Euro ou -5% sobre os índices amplos de mercadorias.

O investimento global em ações teve um rendimento anual de 11,2%, alcançando assim crescimentos significativos do capital nos últimos 10 anos

Rentabilidades dos principais activos financeiros - Últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg, Dados a 30 de novembro 2020

											Rentabilidade anualizada		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	3 Anos	5 Anos	10 Anos
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	1,5%	1,2%	0,6%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	0,9%	0,2%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,1%
Dívida Fixa Global ⁽³⁾	5,6%	4,3%	-2,6%	0,6%	-3,7%	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	7,7%	4,5%	4,6%	2,7%
Dívida Fixa USD ⁽⁴⁾	7,8%	4,2%	-2,0%	6,0%	0,9%	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	8,3%	5,3%	3,7%	3,3%
D. Fixa Governamental (USD) ⁽⁵⁾	6,6%	1,7%	-1,3%	2,6%	1,4%	1,1%	1,1%	1,4%	6,9%	8,3%	5,3%	3,7%	3,3%
D. Fixa Empresarial (USD) ⁽⁶⁾	8,1%	9,8%	-1,5%	7,5%	0,1%	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,2%	7,0%	6,4%	5,6%
D. Fixa High Yield (USD) ⁽⁷⁾	5,0%	15,8%	7,4%	2,5%	-2,0%	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	5,1%	5,7%	7,5%	6,7%
Dívida Fixa zona Euro ⁽⁸⁾	3,2%	11,2%	2,2%	11,1%	1,9%	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	3,1%	2,6%	4,2%
D. Fixa Governamental (EUR) ⁽⁹⁾	3,4%	11,0%	2,2%	13,1%	2,7%	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	3,8%	3,0%	4,6%
D. Fixa Empresarial (EUR) ⁽¹⁰⁾	3,2%	14,6%	1,5%	11,0%	3,3%	2,9%	1,9%	-1,5%	6,2%	2,7%	2,3%	2,7%	3,9%
D. Fixa High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	-2,4%	28,5%	9,9%	7,0%	5,6%	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,0%	2,9%	3,8%	6,6%
D. Fixa Emergentes Global (USD) ⁽¹²⁾	7,0%	17,9%	-4,1%	4,8%	2,7%	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	4,9%	5,1%	6,3%	5,8%
D. Fixa Emergente LATAM (USD) ⁽¹³⁾	10,7%	16,9%	-6,0%	4,2%	-2,2%	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	1,7%	2,9%	6,4%	5,3%
Mercado Acionista Mundial ⁽¹⁴⁾	-5,5%	15,8%	26,7%	4,9%	0,9%	7,5%	22,4%	-8,7%	27,7%	11,2%	9,9%	11,0%	9,8%
Ações EUA ⁽¹⁵⁾	2,1%	16,0%	32,4%	13,7%	3,0%	12,0%	21,8%	-4,4%	31,5%	14,0%	13,4%	14,1%	13,8%
Ações Europa ⁽¹⁶⁾	-8,6%	18,2%	20,8%	7,2%	15,4%	1,7%	10,6%	-10,8%	26,8%	-4,5%	3,3%	3,1%	6,7%
Ações Espanha ⁽¹⁷⁾	-7,7%	2,8%	27,8%	8,6%	4,7%	2,6%	11,3%	-11,5%	16,6%	-13,1%	-3,3%	-0,9%	2,6%
Ações Japão ⁽¹⁸⁾	-17,0%	20,9%	54,4%	10,3%	14,3%	0,3%	22,2%	-16,0%	18,1%	4,3%	1,6%	4,2%	9,5%
Ações Emergentes ⁽¹⁹⁾	-18,4%	18,2%	-2,6%	-2,2%	-13,0%	11,2%	37,3%	-14,6%	18,4%	10,2%	5,8%	11,0%	3,4%
Gestão Alternativa ⁽²⁰⁾	-8,9%	3,5%	6,7%	-0,6%	-2,3%	2,5%	6,0%	-6,7%	8,6%	4,3%	2,1%	2,5%	1,2%
Matérias Primas ⁽²¹⁾	-13,4%	-1,1%	-9,6%	-17,0%	-22,3%	11,4%	0,7%	-13,0%	5,4%	-8,1%	-4,8%	-1,5%	-7,0%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index. ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index. ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un. ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD. ⁽⁵⁾ Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U. ⁽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 EU. ⁽¹¹⁾ Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged. ⁽¹²⁾ Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Value Unhedged. ⁽¹³⁾ Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return Value Unhedged USD. ⁽¹⁴⁾ MSCI World Index Total Return. ⁽¹⁵⁾ S&P 500 Total Return Index. ⁽¹⁶⁾ Stoxx600 Net Total Return Index. ⁽¹⁷⁾ Ibex 35 Total Return Index. ⁽¹⁸⁾ Topix Total Return. ⁽¹⁹⁾ MSCI Emerging Markets Net Total Return Index. ⁽²⁰⁾ Hedge Fund Research HFRX Global Hedge Fund Index. ⁽²¹⁾ Bloomberg Commodity Index.

O investimento em ações num cabaz globalmente diversificado tem permitido rendimentos 5 vezes superiores aos níveis de inflação global, proporcionando aos investidores que investiram durante muito tempo e com um investimento de âmbito internacional, taxas de crescimento do capital bastante elevadas. Para o fazer, tiveram de seguir um dos princípios básicos do investimento em ativos de risco, que consiste em não perder a calma em tempos de volatilidade económica e incerteza. É difícil ter uma perspetiva de longo prazo quando ocorrem eventos com um enorme impacto nas economias e nos mercados, e muitos investidores vendem ativos de risco nestas situações, e como consequência, não participam na recuperação subsequente. Um bom exemplo de como é difícil gerir ambientes de alta volatilidade está patente no comportamento das ações durante o ano de 2020. No final de Novembro, o mercado bolsista mundial acumulou um retorno de 10% desde o início do ano, mas este retorno só está disponível para investidores que não reduziram as posições de risco durante os piores momentos da crise da pandemia (o MSCI World teve um retorno negativo de 32% no final de Março). **As ações têm sido o melhor ativo financeiro para gerar valorização do capital, mas para isso o investidor teve de assumir a sua componente de ativo altamente volátil e investir com uma perspetiva de longo prazo.**

Os efeitos da COVID-19 na economia mundial têm sido bastante diferentes, dependendo dos setores. O gráfico seguinte mostra a variação na capitalização de mercado do MSCI World por setores e países em 2020. Podemos ver a **divergência significativa em termos de retornos**, desde uma valorização média de 33% no setor tecnológico até à queda média de -40% das empresas do setor energético. As mudanças de comportamento relativamente ao distanciamento social e a maior preocupação com a saúde impulsionou o crescimento das receitas das empresas de tecnologia e investigação médica. Pelo contrário, os setores cíclicos (devido à menor atividade económica), as empresas petrolíferas (devido à queda nos preços do petróleo), as empresas financeiras (devido às taxas de juro mais baixas) e as empresas relacionadas com o turismo e os transportes, sofreram uma queda acentuada na geração de fluxos de caixa.

Para obter elevados retornos no mercado bolsista foi necessário uma abordagem global e assim, ter acesso ao crescimento dos EUA e da China

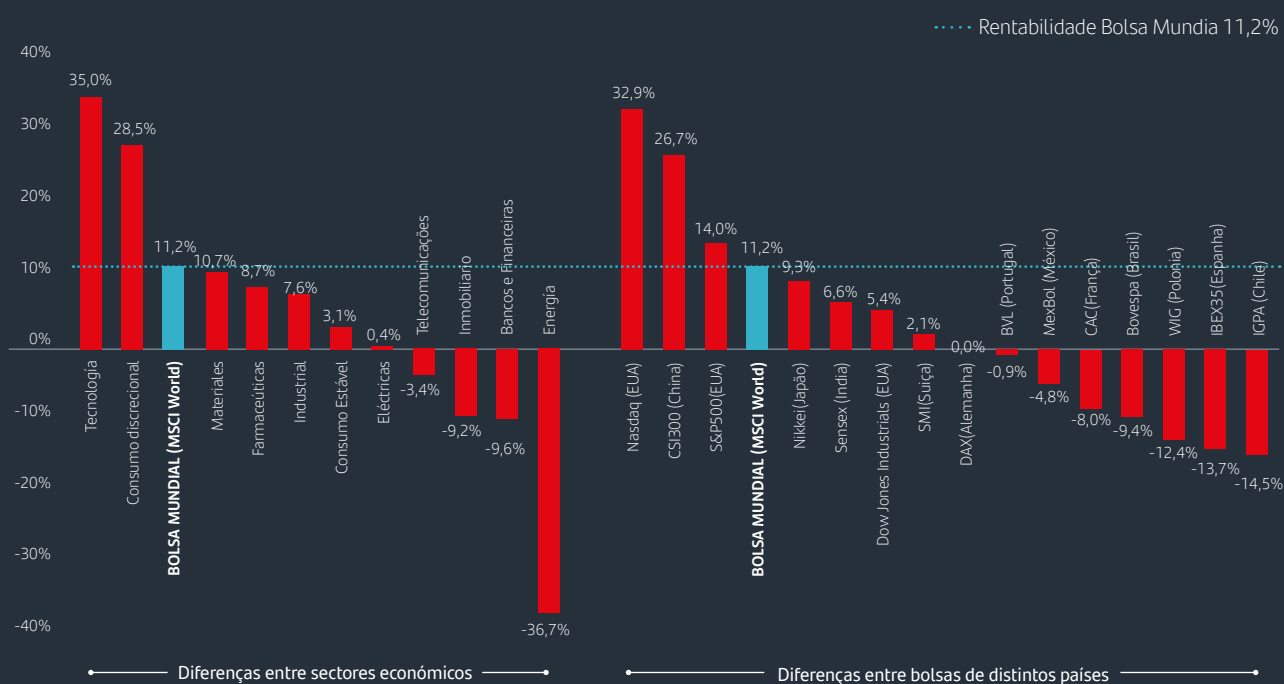
O factor mais crítico no investimento em ações é a tolerância à volatilidade, para evitar não estar investido (fora de mercado) nos momentos de recuperações pós-crise

A crise pandémica acentuou as diferenças entre sectores e geografias

Bolsa Mundial (MSCI World) - Diferenças de rentabilidade entre países e sectores

Fonte: Bloomberg, Dados a 30 de novembro de 2020

Elevada dispersão dos rendimentos por sector e geografia



Esta enorme desigualdade a nível setorial também se pode constatar no comportamento dos diferentes índices bolsistas, como reflexo do impacto diferente da pandemia a nível de países. No gráfico anterior, podemos ver como os **índices chineses e centrados na tecnologia (Nasdaq) são os principais vencedores da mudança de cenário** trazida pela pandemia. A bolsa de valores chinesa acumulou uma valorização de 27% medida pelo índice MSCI China, enquanto que o índice Nasdaq Tecnologia lidera a recuperação da COVID-19 com um ganho de 33% em 2020 até este momento. De facto, o aumento da capitalização bolsista do Nasdaq ultrapassa a do MSCI World. **O mercado tem continuado a recompensar os países e setores que demonstraram maior resiliência e potencial de recuperação após a COVID-19.** Outros mercados bolsistas muito dependentes das viagens e do entretenimento, do turismo, das matérias-primas e os setores financeiros destacam-se pelo lado negativo, em particular os mercados bolsistas da América Latina e de Espanha.

Este comportamento disperso foi também acompanhado por níveis muito extremos de concentração a nível de ações, dado que no setor tecnológico a **apreciação dos gigantes digitais** (Google, Facebook, Microsoft, Apple) tem sido particularmente relevante, bem como os valores do consumo discricionário através de empresas como a Amazon, Netflix, Alibaba ou Tesla que monopolizaram uma grande parte (70%) do aumento da capitalização do mercado global.

Em suma, os títulos continuaram a proporcionar aos investidores um crescimento do capital, mas os níveis de volatilidade e as **grandes diferenças entre ações, setores e geografias fizeram de 2020 um dos anos mais complicados da história dos mercados** no que respeita à afetação de ativos (tanto em termos estratégicos como táticos). Não sabemos se esta dispersão continuará a manifestar-se de forma tão pronunciada no futuro, mas existe uma forma de mitigar o risco de não haver exposição aos segmentos de mercado com os melhores retornos. A fórmula é ter sempre uma elevada percentagem de exposição de capitais próprios através de veículos com um elevado grau de diversificação geográfica

A recuperação das ações globais tem sido baseada na revalorização dos mercados acionistas nos EUA e na China

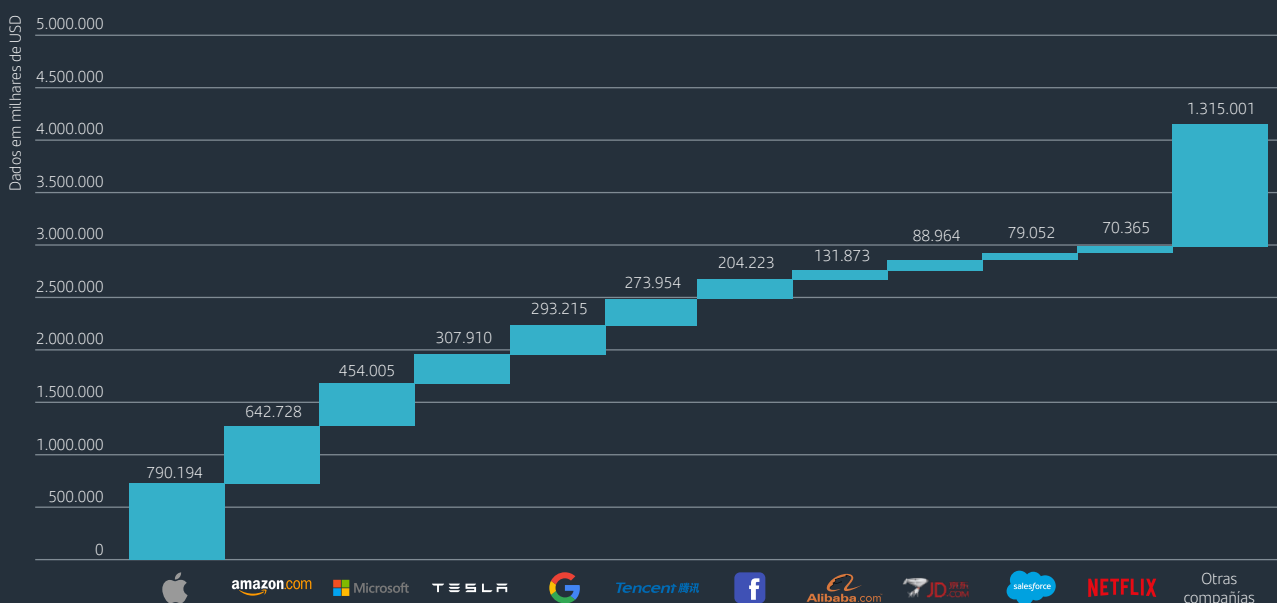
O "rally" de recuperação concentrou-se em onze títulos tecnológicos globais

Esperamos no futuro um comportamento dos investidores com um menor viés para grandes empresas

Valorização bolsista durante 2020 dos principais títulos

Fonte: Bloomberg, Dados a 30 de novembro de 2020

11 títulos explicam cerca de 70% da valorização do mercado acionista global



e setorial, evitando tanto quanto possível as "preferências nacionais" ou a concentração em mercados locais. **A dispersão e a volatilidade podem reduzir-se através da diversificação e da concentração em retornos a longo prazo.**

Para além da perturbação do contexto pós-COVID-19 e da variabilidade nos retornos por setor e por geografia, os investidores enfrentam também o paradigma dos níveis de avaliação nos mercados de ações. No gráfico abaixo, podemos ver como o índice MSCI World recuperou os níveis pré-pandemia e está agora a negociar fora dos níveis normais de avaliação (22x acima dos rácios Preço/Lucro). No entanto, é preciso ter em conta que as expectativas globais de lucros das empresas caíram mais de 20%. Esta queda significativa nos lucros esperados, combinada com a recuperação dos níveis de preços das ações, elevou a valorização do mercado bolsista global para novos máximos, aliás nunca vistos desde a euforia das dot.com em 2000. **O MSCI World está a negociar em múltiplos de lucro de 24x, e está claramente em áreas de sobrevalorização relativamente a intervalos históricos absolutos.**

Estas elevadas métricas de avaliação podem ser justificadas em parte por expectativas de que os atuais níveis de ganhos esperados estejam artificialmente em baixo devido aos efeitos da pandemia. **Se os investidores acreditarem que a vacinação será eficaz e que a recuperação da atividade em 2021 venha a ser robusta, a normalização dos lucros poderia estar bem fundamentada.** Nesse caso, seria lógico avaliar com base nos ganhos esperados em 2020 e poderá fazer sentido ter uma visão a mais longo prazo e considerar as expectativas de lucro a partir de 2021. A leitura dos resultados recentemente anunciados para o terceiro trimestre de 2020 e os resultados promissores da vacina Pfizer/BioNtech apoiam este posicionamento. De facto, os analistas estão a rever em alta os valores dos lucros esperados para os trimestres seguintes. No caso do S&P500, já se espera que em finais de 2021 os ganhos recuperem para níveis anteriores à propagação do vírus.

Se tivermos em consideração uma perspectiva histórica, as ações estão atualmente numa zona de sobrevalorização

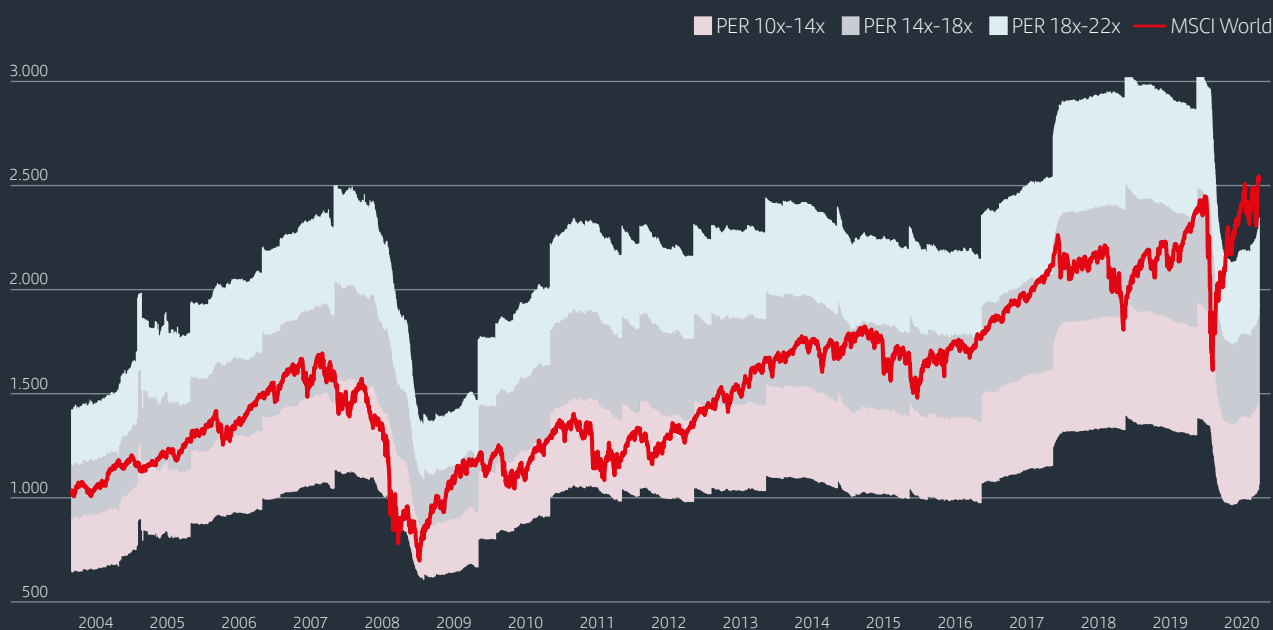
É necessário incorporar a "anormalidade" dos ganhos correntes e das taxas de juro nos esquemas de avaliação tradicionais

O mercado está a ignorar o impacto da crise nos resultados de 2020 e a valorizar desde já a recuperação esperada a partir de 2021

Bolsa Mundial (MSCI World) - Índice e zonas de valorização por múltiplo de resultados (PER)

Fonte: Bloomberg, Dados a 30 de novembro de 2020

A valorização do mercado acionista está fora da normalidade histórica



Outro argumento que apoia o facto de os investidores poderem coexistir com avaliações mais elevadas é devido à comparação com os rendimentos disponíveis dos instrumentos de dívida. O nível das taxas de juro tem um efeito muito direto na avaliação dos ativos de risco e, em particular, na avaliação das ações. A taxa de desconto a que os analistas avaliam os fluxos de dividendos futuros baseia-se na taxa sem risco (rendimento de obrigações do Tesouro), mais um prémio de risco. Como as curvas das taxas de juro globais aplanaram com as descidas generalizadas em todos os horizontes temporais, a avaliação dos fluxos de dividendos das ações tem valorizado significativamente. **O crescimento potencial futuro dos lucros das ações e dividendos torna-se muito mais valioso quando as taxas de desconto caem significativamente.**

O valor atual dos fluxos de caixa futuros aumenta exponencialmente com taxas de juro praticamente nulas. Os rendimentos dos ativos de risco situam-se no extremo inferior dos intervalos históricos, mas em comparação com os rendimentos das obrigações, a sua valorização continua a ser atrativa.

Outra forma de analisar a razoabilidade das avaliações do mercado bolsista é normalizando os níveis de lucro com recurso à média dos últimos dez anos. Desta forma, é feita uma tentativa para se neutralizar a natureza cíclica dos lucros utilizando uma medida mais estável. Este rácio de avaliação é conhecido como CAPE, que usa a sigla para rácio preço/lucro ajustado ciclicamente, e foi popularizado pelo Professor Robert Shiller da Universidade de Yale. É também conhecido como o rácio Preço/Lucro de Shiller. No gráfico seguinte podemos ver como o **atual rácio CAPE está acima dos 30x, níveis que só foram observados em circunstâncias de avaliação extremas antes das correções históricas** (Grande Depressão e a Crise das dot.com).

No entanto, no mesmo gráfico, podemos ver como as **circunstâncias atuais são totalmente anormais em termos de níveis de taxas de juro.** O gráfico utiliza dados elaborados pelo

O apoio incondicional do Fed e do BCE ao mercado torna difícil ter uma visão negativa para as ações

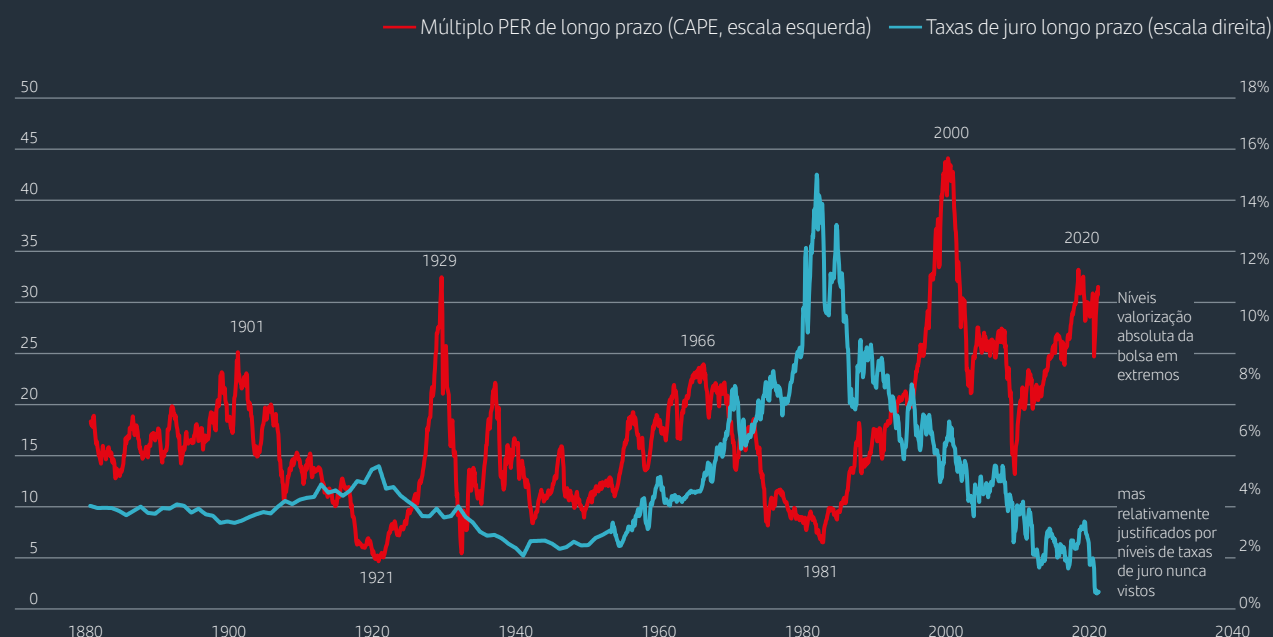
O valor do potencial de crescimento futuro das ações é ampliado, uma vez que é descontado a taxas de juro próximas de zero

O nível mínimo, sem precedentes das taxas de juro está a mudar a perspectiva sobre a valorização de todos os ativos

S&P500 - Ratio PER Shiller e taxas de juro de longo prazo nos EUA

Fonte: Robert Shiller y Universidad de Duke. Dados a 30 de novembro de 2020

Não existem precedentes de como avaliar ações com taxas de juro tão próximas de zero



Professor Shiller com mais de dois séculos de perspectiva e nele podemos ver como os níveis atuais das taxas de juro são uma anomalia histórica. É verdade que a avaliação em termos absolutos é elevada, mas os investidores nunca enfrentaram níveis tão baixos na dívida de referência. Não temos referências históricas para avaliar os retornos futuros de ativos de risco com taxas de juro tão baixas. **Estamos a navegar em águas inexploradas em termos de valorização de ativos financeiros.**

Uma redução das taxas de juro é uma notícia positiva de igual ou maior magnitude do que um aumento nos lucros ou dividendos. Como os bancos centrais continuam a carregar no pedal da política monetária para o metal, a valorização das ações e de outros ativos de risco acaba por ser apoiada.

O gráfico seguinte apresenta uma forma de contrastar a perspetiva das avaliações absolutas (resultante da comparação de múltiplos de avaliação com o respetivo intervalo histórico) com a das taxas de juro sem risco. O gráfico mostra o rácio CAPE de Shiller como uma medida de avaliação absoluta e relativa, calculando o rácio entre rendimentos de dividendos e rendimentos de títulos de dívida pública a 10 anos. No final dos anos 90, durante a bolha tecnológica, ambas as medidas mostravam níveis extremos de avaliação muito semelhantes: o CAPE disparou para níveis superiores a 40, enquanto o rácio Taxa/Dividendo aumentou para mais de 5x. Contudo, na situação atual do mercado, o rácio Taxa/Dividendo está no extremo oposto abaixo de 1x (os rendimentos do mercado de ações através de dividendos excedem os das obrigações de longo prazo). **O mercado de ações dos EUA é caro se considerarmos apenas as métricas absolutas, mas se nos concentrarmos em métricas de avaliação relativas, vemos uma das vezes em que negociou a níveis mais atrativos.**

O maior risco de correção nos mercados bolsistas mundiais reside numa subida das taxas de juro globais

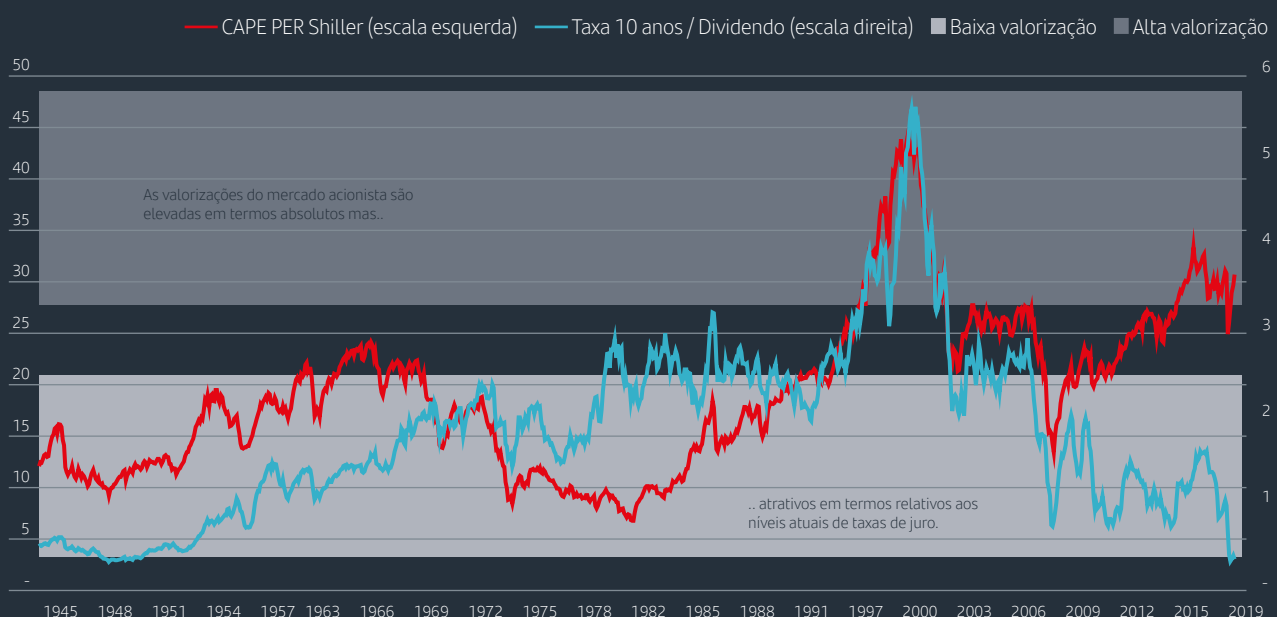
O retorno futuro do investimento em ações será inferior aos registados na década anterior, devido ao impacto disruptivo da crise

O investimento em ações conta com triplo apoio: eficácia da vacina, estímulos fiscais e taxas de juro baixas

Valorização absoluta e relativa da bolsa EUA

Fonte: Robert Shiller y Universidad de Duke. Dados a 30 de novembro de 2020

O mercado acionista permanece atrativo em comparação com a dívida pelo efeito da adoção de políticas monetária não convencionais



03 Repensar as soluções de investimento

Rebentos verdes

O investimento sustentável (ESG) não constitui uma moda passageira. Há cada vez mais investidores a quererem ver o seu dinheiro fluir para investimentos que sejam lucrativos e que ao mesmo tempo reflitam os seus valores.

Há cada vez mais investidores a acreditarem que estas áreas são tão importantes como as variáveis financeiras, quando se trata de decidir se devem ou não investir o dinheiro que amealharam com tanto esforço.

Também se podem conseguir melhores rácios risco-retorno, uma vez que os fatores ESG podem influenciar o valor, a reputação, e a governação regulamentar de empresas e indústrias.

Rotação e inovação

O mundo está a recuperar da COVID-19 e as carteiras de investimento devem refletir este contexto positivo. Mantenha-se investido.

Olhando para 2021, é importante que as carteiras equilibrem os temas concorrentes entre si da normalização pós-crise, e da contínua disrupção tecnológica e ambiental. Combinar a recuperação cíclica com tendências de futuro.

As estratégias para os mercados privados, as soluções baseadas no risco e os produtos estruturados oferecem tanto potencial de crescimento como de diversificação.

Ao entrar em 2021, **o investimento tradicional enfrenta desafios nunca antes vistos**. Os ativos que até agora eram adequados para cobrir as necessidades financeiras básicas dos investidores, perderam a capacidade de oferecer os retornos do passado. Isto foi desencadeado pelas medidas de política monetária e orçamental extraordinárias que foram necessárias para impulsionar a recuperação económica, embora tenham quebrado paradigmas em termos de investimento. **As necessidades financeiras continuam a ser as mesmas, mas as soluções de investimento têm de ser redesenhadas**, de modo a continuarem a cumprir os objetivos exigidos pelos investidores.

Para as carteiras de investimento que **têm como objetivo a proteção do capital, constituem opções apropriadas as soluções de risco controlado** que oferecem uma elevada percentagem de proteção ou, que minimizam cenários de risco e percalços de volatilidade. Outra forma de diversificar, sem colocar demasiado capital em risco, é utilizando **produtos estruturados**, com proteção parcial do capital. As nossas perspetivas em termos de redefinição para 2021 são positivas, mas propomos que se considere algum nível de proteção contra a inflação futura, através de alguma exposição a ativos tais como o ouro, ativos imobiliários e obrigações indexadas à inflação (TIPs).

O objetivo de gerar rendimentos acima da inflação é agora mais difícil devido ao efeito da política de *quantitative easing* (QE) sobre os rendimentos de todos os ativos, particularmente sobre a dívida de taxa fixa. Os prémios de risco são baixos e a recuperação desigual; os investidores devem continuar a ser seletivos e a **gerir ativamente o seu elevado rendimento e a exposição a obrigações emergentes**. Embora continuemos a favorecer a exposição ao crédito, recomendamos que se invista em soluções que ofereçam rendimentos altamente diversificados, e sofisticação na sua capacidade de gerir e monitorizar o risco. A dívida privada, os imóveis, os produtos estruturados de capital em risco, ou obrigações verdes são opções interessantes para se **diversificarem as fontes de rendimento nas carteiras**.

Para os investidores que pretendem aumentar o seu capital, **recomendamos combinar estratégias de rotação cíclica** (investindo em setores atingidos pela pandemia, mas com potencial de recuperação) com carteiras e fundos que mantenham um **viés estrutural para a inovação (Future Wealth)**. As estratégias de investimento sustentável, longe de serem uma moda, ganharam importância e os investidores em todo o mundo estão a **incluir cada vez mais critérios ESG nos seus processos de investimento**. Devem, sem dúvida, fazer parte do ADN das suas carteiras. O investimento alternativo em **participações privadas** também deve ser considerado, uma vez que normalmente oferece retornos muito atrativos nos anos que se seguem às recessões, devido ao maior número de oportunidades de reestruturação.

O contexto de taxas de juro baixas e a possibilidade de um aumento da inflação obriga-nos a procurar soluções de investimento diferentes das normais – a ser seletivos. Para qualquer das diversas necessidades financeiras, é essencial ter em conta três fatores: **diversificação, foco global e controlo do risco**.

Manter-se investido, mas controlar o nível de risco

Considerar a flexibilidade de protecção e exposição disponível através de produtos estruturados

Explorar as oportunidades oferecidas pelos mercados não cotados (private equity e private debt)

Combinar a rotação (sectores cíclicos) com a inovação (Future Wealth Solutions) no mercado acionista

Incorporar critérios de sustentabilidade nos seus investimentos

Expandir os seus horizontes com um enfoque num investimento global

	Ativos Tradicionais	Desafios de enquadramento	Novas soluções de investimento
Liquidez e proteção de capital	Monetários e dívida governamental	Repressão financeira e deflação	Estratégias de controlo de risco e estratégias de baixa volatilidade Estruturados com proteção parcial de capital Coberturas inflação (ouro, imobiliário, obrigações ligadas a inflação)
Geração de rendimento	Dívida empresarial Grau Investimento	Compra de ativos (QE)	Investimento seletivo em emergentes e high yield Diversificar ativos geradores de rendimento Dívida privada e obrigações verdes Estruturados com capital em risco
Crescimento de capital	Mercado Acionista	Disrupção do crescimento das avaliações	Rotação para empresas e setores cíclicos Future Wealth (Temáticas / Inovação) Private Equity Empresas com enfoque sustentável (ESG)

Soluções de controlo de risco

Um investidor com elevadas necessidades de liquidez e de proteção de capital enfrenta atualmente um dos contextos mais adversos da história, devido ao impacto das baixas taxas de juro, à elevada incerteza quanto à inflação e ao futuro contexto monetário.

A primeira opção que os investidores consideram quando as taxas de juro são muito baixas é deterem títulos de elevada qualidade de crédito (principalmente emitidos pelos governos), mas prolongando o prazo de vencimento do investimento. Esta estratégia de se posicionarem em prazos de vencimento longos, permite captar retornos adicionais que normalmente estão associados a investimentos a mais longo prazo. Este prémio de duração recompensa o risco de subida das taxas de juro no futuro e de que haja uma alteração negativa no preço das obrigações investidas. No gráfico seguinte podemos ver como, nas condições atuais, este prémio implícito na inclinação da curva é bastante pequeno em comparação com a média histórica da curva das taxas de juro em euros e em dólares.

As intervenções dos bancos centrais com compras massivas de obrigações reduziram agressivamente as taxas de juro de longo prazo a fim de encorajar o investimento e a assunção de riscos por parte dos agentes económicos. Em períodos anteriores de recuperação económica semelhantes ao atual, a inclinação da curva recuperou fortemente, antecipando aumentos futuros das taxas de juro e proporcionando aos investidores oportunidades para melhorarem os seus retornos futuros. Nesta fase atual de recuperação económica, as mensagens dos bancos centrais estão a ser muito cautelosas quanto à subida das taxas futuras, o que se reflete na subida lenta da inclinação em USD, e na inclinação quase negligenciável da curva em euros. Acreditamos que **a solução de aumentar a duração dos investimentos em títulos de dívida pública ainda não é ótima devido à baixa remuneração do risco de juro assumido.**

Baixa remuneração das estratégias longas da curva

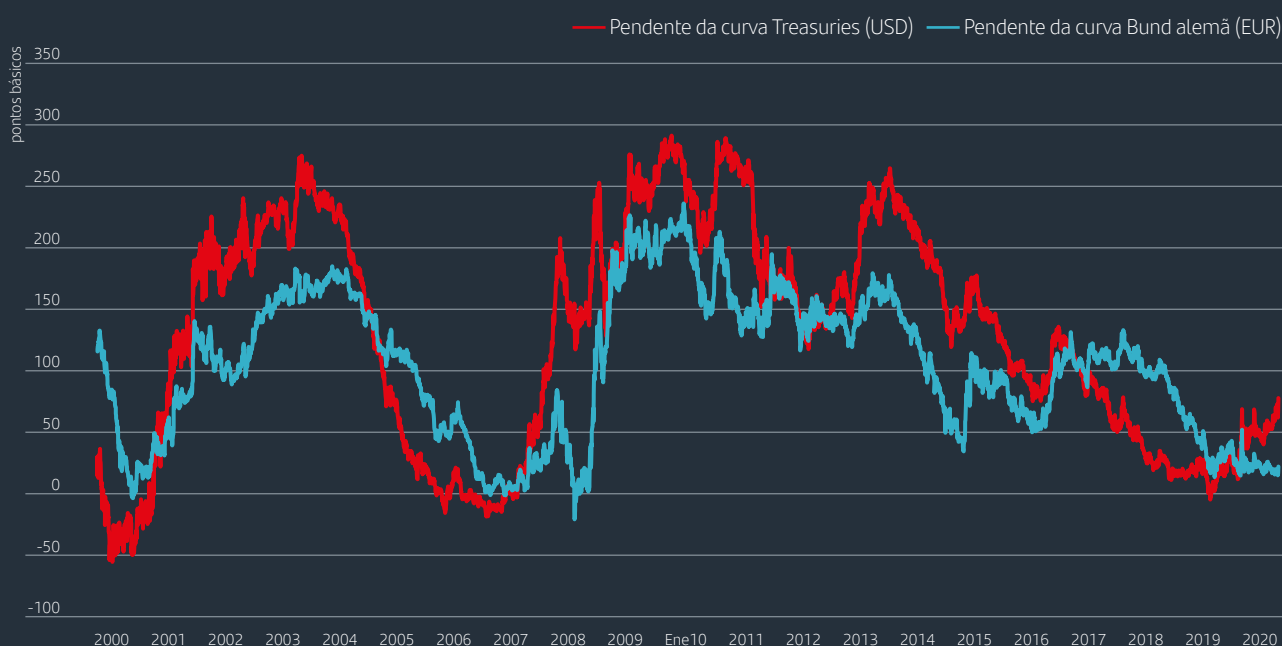
Num ambiente de reflexão e recuperação económica, os rendimentos nos prazos longos tenderão a aumentar, embora os bancos centrais limitem o impacto destas tensões

Necessidade crescente de procurar fontes alternativas de proteção com rentabilidade real

Diferencial entre 10-2 Anos na curva de dívida governamental

Fonte: Bloomberg, Dados a 30 de novembro de 2020

Baixa remuneração do risco de duração nas curvas das taxas



Outra opção para os investidores na Zona Euro tem sido de capturar o diferencial entre as curvas de juros dos diferentes emissores governamentais. No gráfico abaixo podemos ver a evolução das taxas de juro em alguns destes países, e como o **diferencial de risco soberano tem sido significativamente reduzido**. Isto foi possível graças aos esquemas de aquisição de ativos do Banco Central Europeu, aos progressos feitos em matéria de consolidação orçamental (aprovação do plano de recuperação económica da Próxima Geração da UE, financiado pelo orçamento conjunto da UE) e ao atual consenso sobre o adiamento de medidas de austeridade orçamental.

O **diferencial de taxas de juro entre as obrigações emitidas pelos governos alemão e italiano diminuiu para níveis de cerca de 1,0%**, o que está próximo do spread mais baixo a que tem negociado nos últimos dez anos. A arbitragem entre os diversos prémios de risco soberano na zona Euro não proporciona atualmente rendimentos claramente diferenciados para o nível de risco assumido.

Os investidores que dão prioridade à minimização do capital em risco são forçados a procurar alternativas que complementem o baixo retorno esperado dos ativos tradicionais sem risco. Dado o aumento do nível de preocupação com o controlo da inflação decorrente dos anúncios do banco central relativamente aos mandatos de estabilidade de preços, muitos investidores profissionais assumiram **posições em obrigações do Estado indexadas à inflação (TIPS)**. Os mecanismos de compensação da inflação incorporados na curva dos EUA protegem os investidores de aumentos da inflação a longo prazo superiores a 1,7%.

Outra forma de procurar algum retorno, mas sem pôr muito capital em risco, é através da utilização de **produtos estruturados com proteção parcial do capital**. Dado o retorno gerado pela compra de obrigações de alta qualidade ser praticamente nulo, é preciso pôr algum capital em risco para se ter a opção de obter acesso ao retorno de algum ativo ou mercado. Este veículo tem a vantagem do elevado número de opções existentes para estruturar o lado positivo, e que permite complementar e diversificar a carteira de investimentos.

As obrigações periféricas continuarão a gozar da maior coordenação e cooperação na Europa, embora o seu potencial de valorização seja muito limitado

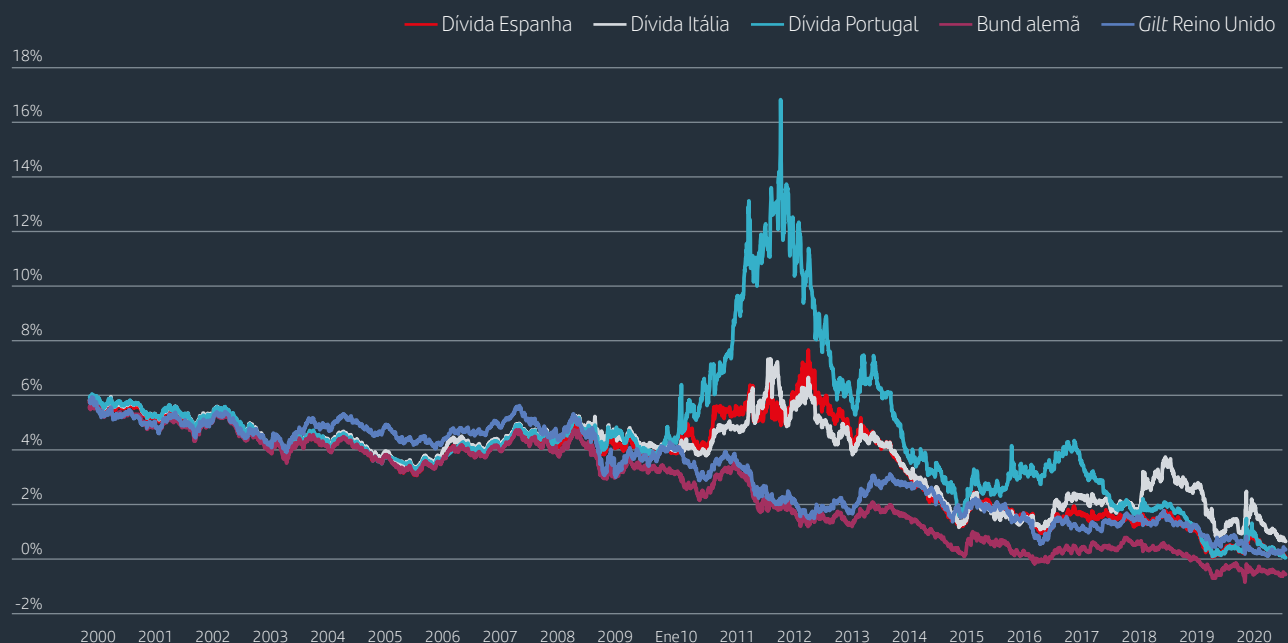
Os títulos indexados à inflação são um instrumento interessante mas pouco conhecido para o investidor individual

As notas estruturadas são um veículo muito eficiente para limitar o risco e conseguir exposição a múltiplos mercados

Rendimento de dívida a 10 anos de governos

Fonte: Bloomberg, Dados a 30 de novembro de 2020

Reduzidas oportunidades de arbitragem entre obrigações de governos europeus



Tradicionalmente, **o ouro também tem desempenhado um papel importante na composição de carteiras que têm uma forte tendência para a segurança e é um dos principais ativos nos balanços dos bancos centrais.** Os desequilíbrios e incertezas existentes nas políticas monetárias globais, e os desequilíbrios orçamentais, têm impulsionado a aquisição de ouro como reserva de valor desde a altura da Crise Financeira Global e não acreditamos que isto possa mudar a curto prazo. O principal inconveniente do ouro como ativo de investimento tem sido a sua falta de rendimento (não gera juros), mas dado o cenário de rendimentos negligenciáveis ou até negativos em títulos de dívida pública, este fator deixou de ser relevante. O preço do ouro nos últimos 2 anos aumentou em paralelo com o volume de transações de obrigações a serem transacionadas com rendimentos negativos a nível global (atualmente este volume atingiu máximos históricos e registou o valor de 17,2 mil milhões de USD). Mas talvez a maior atração do ouro, e a razão pela qual recomendamos a sua inclusão como complemento dos investimentos em ativos de risco, esteja na sua **capacidade de absorver choques negativos nos preços das carteiras durante períodos de crise**, como se pode ver na tabela seguinte:

Fonte: Bloomberg

	Datas Mercados em Queda		Variação MSCI World	Variação Preço Ouro
	Início correção	Fim correção		
Primeira Guerra do Golfo	16/07/1990	28/09/1990	-21,3%	12,4%
LTCM (<i>Long Term Capital Management</i>)	20/07/1998	05/10/1998	-20,3%	0,2%
Crise Tecnológica (TMT)	27/03/2000	09/10/2002	-49,8%	14,2%
Grade crise Financeira (GFL)	31/10/2007	09/03/2009	-57,8%	15,8%
Crise Europeia (Grécia)	02/05/2011	04/10/2011	-22,0%	5,1%
Crise COVID-19	09/02/2020	23/04/2020	-34,0%	10,2%
Média			-34,2%	9,6%

O investimento em obrigações de empresas é também uma opção, embora o seu papel seja mais como gerador de rendimentos e acarrete um risco de crédito que pode pôr em risco a proteção do capital, dada a sensibilidade do crédito aos altos e baixos dos ciclos económico. **Estamos mais inclinados a recomendar estratégias de controlo de risco que incorporam e gerem níveis de volatilidade, para se assegurar um elevado grau de preservação do capital.** Este tipo de estratégias de gestão de investimentos só podem ser implementadas por equipas de gestão profissionais e consultores Santander Private Banking que possuam sistemas sofisticados para medir os riscos individuais de cada investimento e os riscos agregados da carteira. As equipas de gestão do serviço de Gestão de Ativos do Santander possuem **ferramentas quantitativas para controlar os níveis de volatilidade de carteiras altamente diversificadas** e têm diferentes opções para investir nestas estratégias com níveis de risco diferenciado. Embora a única forma de alcançar qualquer tipo de retorno positivo seja investindo em ativos mais arriscados, as soluções em que a gestão de risco é uma prioridade constituem a melhor opção se a prioridade for a proteção do capital.

Os investidores em mercados desenvolvidos não temeram a inflação nas últimas duas décadas, uma vez que o mercado tem navegado através de tendências deflacionistas desde o início. Contudo, isto pode vir a mudar no futuro, uma vez que os mercados financeiros reagem mais rapidamente a mudanças no comportamento macroeconómico do que em geral, pelo que os investidores poderão ter de ajustar as carteiras muito antes de aparecerem mudanças nos dados. Quaisquer decisões estratégicas de aplicação de ativos devem ser tomadas agora e não quando as expectativas de inflação mudam.

Como explicámos anteriormente, não é claro que os títulos de dívida pública nominais proporcionem o equilíbrio de carteira que historicamente têm oferecido, e discutimos diferentes alternativas para os complementar em carteiras conservadoras. Por conseguinte, **a inclusão numa gama mais ampla de instrumentos, para além dos títulos de dívida pública nominais, deve ser considerada a fim de se conseguir obter proteção de capital e retornos reais durante a próxima década.**

O ouro tem atuado como uma cobertura de capital em tempos de crise do mercado

O investidor conservador que precisa de assumir risco, deve fazê-lo controlando a volatilidade

Mantemos uma preferência por obrigações empresariais de qualidade apoiadas por QE em vez de dívida governamental

Soluções de geração de rendimentos

Na secção 2.2 analisámos o cenário que os investidores – cujo principal objetivo financeiro é obterem rendimentos – enfrentam no futuro, dado o acentuado declínio de rendimentos até à maturidade das obrigações de empresas. Atualmente, as obrigações de empresas de categoria de investimento oferecem rendimentos até à maturidade inferiores a 2%, no caso de emittentes americanos, e inferiores a 0,5% no caso de emittentes europeus.

Estes rendimentos podem ser insuficientes para compensar o nível de inflação futura e podem portanto forçar os investidores a complementar o núcleo do seu investimento – em obrigações de alta qualidade de crédito – com outros tipos de investimentos que lhes permitam obter um rendimento adicional a fim de atingirem o seu objetivo de gerar rendimentos acima da inflação.

Um contexto de recuperação económica e taxas de juro baixas é tradicionalmente favorável a investir em obrigações de maior risco e em empresas mais endividadas. Por conseguinte, uma estratégia de exposição moderada a estes tipos de obrigações pode ser uma fonte de rendimento adicional ao entrarmos em 2021. No entanto, há que ser muito seletivo quanto aos setores e tipos de empresas ao posicionar-se em obrigações de menor qualidade de crédito, dada a acentuada deterioração que provavelmente terá ocorrido nos balanços de muitos emittentes durante a pandemia.

Recomendamos uma carteira de obrigações de empresas bastante diversificada, com exposição moderada ao segmento de menor qualidade de crédito dentro da categoria de Alto Rendimento, como estratégia adequada para se gerarem rendimentos. A procura de rendimentos mais elevados no universo dos títulos de dívida implica assumir maiores riscos de crédito, mas acreditamos **que o risco de incumprimento se irá manter a nível moderado enquanto o custo de financiamento permanecer baixo, os bancos centrais continuarem a fornecer liquidez e a recuperação económica mantiver o seu curso.** O setor bancário está

Com taxas de juro a zero, os investidores não podem obter rendimentos sem correr algum risco adicional

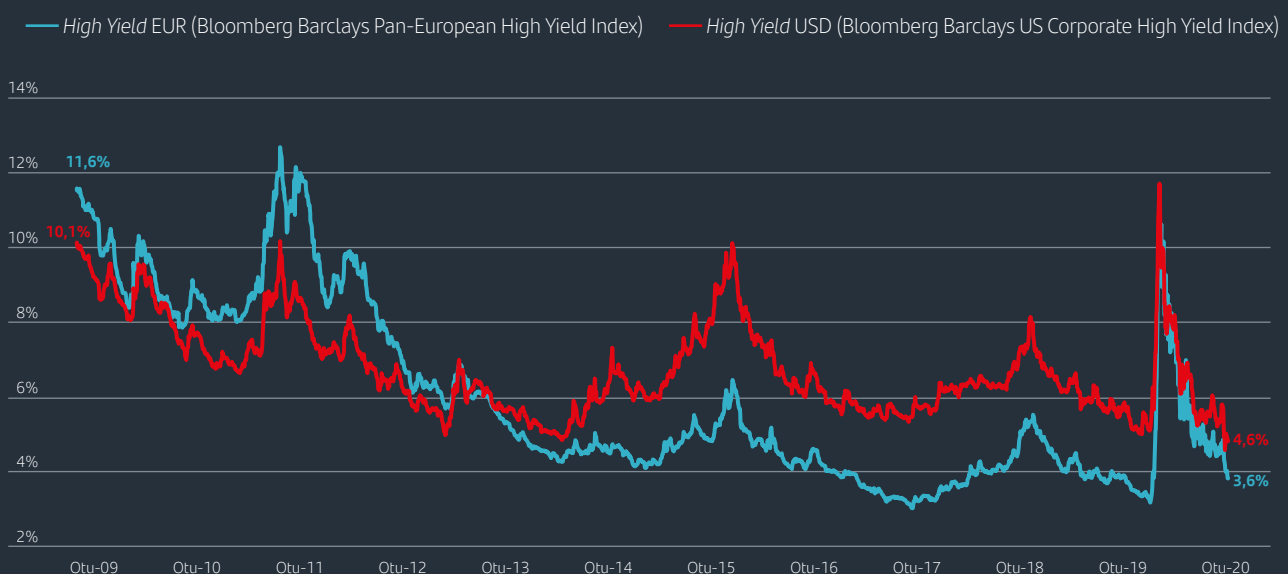
O ambiente para o crédito continua favorável, embora se deva procurar complementos às obrigações empresariais de boa qualidade

O investimento de dívida de grau especulativo é uma opção que gera rendimentos adicionais, mas é aconselhável fazê-lo através de veículos geridos profissionalmente

Rendimento dos índices de obrigações High Yield (grau especulativo)

Fonte: Índices Bloomberg Barclays. Dados a 30 de novembro de 2020

O apoio dos bancos centrais e o apetite para obter rendimento favorece o estreitamento de diferenciais de crédito



a mostrar muito bons sinais em termos de capital, pelo que esperamos que os spreads das obrigações do setor financeiro continuem a diminuir.

Os mercados emergentes beneficiaram da ação decisiva da Reserva Federal e de outros bancos centrais do mundo desenvolvido. A injeção de enormes quantidades de liquidez nos mercados contribuiu para os apoiar. Além disso, embora os bancos centrais das economias emergentes tendam a ter recursos mais limitados, também implementaram medidas para aliviar as consequências da crise.

Os mercados emergentes já tinham recebido um grande abalo financeiro desde o final de Fevereiro. **As economias emergentes enfrentaram uma tempestade perfeita, tanto do ponto de vista da saúde como financeiro.** Para além dos custos com os cuidados de saúde, tiveram de enfrentar a perda de atividade causada pelas medidas de contenção a nível doméstico, a queda da procura externa, o colapso dos preços das mercadorias básicas e uma súbita interrupção dos fluxos de capital.

Nas suas fases iniciais, os mercados emergentes sofreram com o que o BIS (Banco de Compensações Internacionais) e outros chamaram uma "paragem súbita" nas entradas de capital. Não só o capital parou de fluir, como em muitos casos começou a mover-se em direção oposta. Para além das saídas de capital, tem havido **uma forte depreciação das moedas nos mercados emergentes.** No entanto, pelo menos nos mercados financeiros, a situação melhorou consideravelmente em relação às difíceis semanas de Março, com **a recuperação dos fluxos de capital e dos níveis de confiança dos investidores.**

Acreditamos que, num contexto de recuperação económica cíclica e de recuperação dos produtos de base, investir em obrigações de um país emergente proporciona uma diversificação da carteira e uma melhoria muito necessária nos níveis de geração de rendimentos.

Os mercados emergentes sofreram bastante quando do início da crise

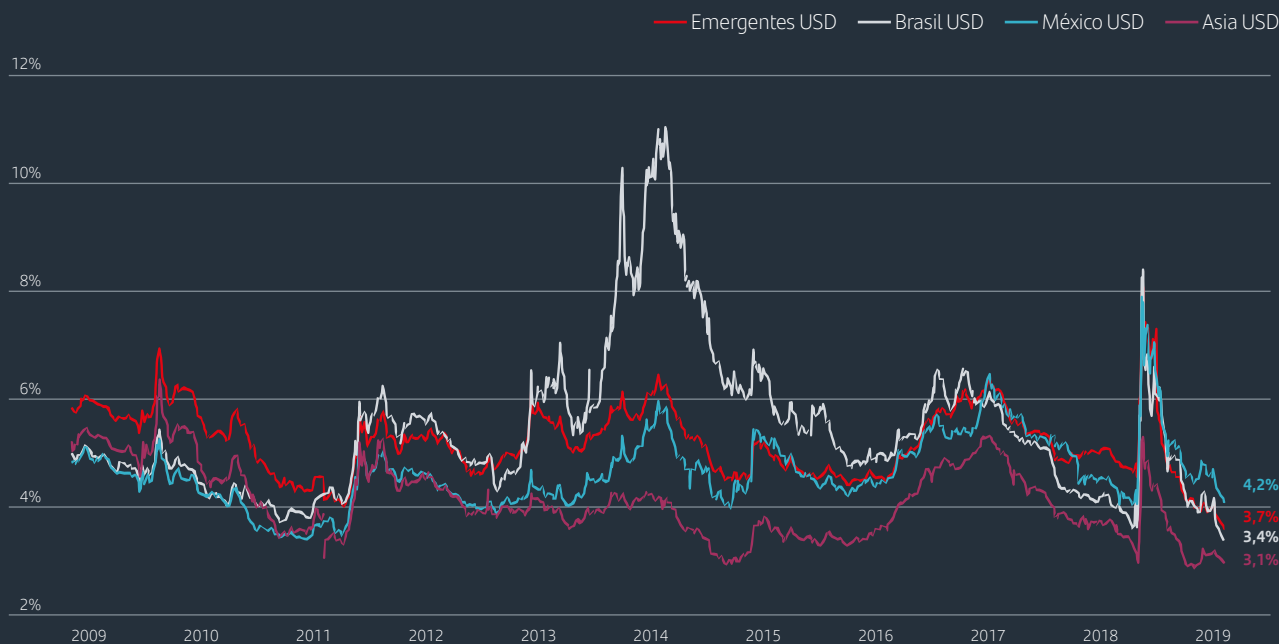
A melhoria das moedas emergentes em relação ao USD, a recuperação cíclica e o seu impacto positivo sobre as matérias primas deverão favorecer as obrigações emergentes

Tal como consideramos nas ações, acreditamos que devemos começar a olhar para as obrigações asiáticas como um elemento de diversificação e geração de rendimentos

Rendimento no vencimento índices de obrigações emergentes

Fonte: Índices Bloomberg Barclays. Dados a 30 de novembro de 2020

As obrigações de países emergentes geram todavia um rendimento superior aos dos países desenvolvidos



⁽¹⁾ Bank of International Settlements

Outras alternativas fora do nicho tradicional das obrigações de empresas de categoria de investimento, que também vale a pena explorar, incluem tanto **ativos como estratégias alternativas, tais como soluções sistemáticas de investimento, notas estruturadas, dívida privada ou gestão alternativa.**

As notas estruturadas têm uma grande vantagem devido à sua **flexibilidade em várias frentes: os níveis de proteção do capital, a seleção dos elementos subjacentes, e a direcionalidade e alavancagem desses elementos subjacentes.** Em colaboração com especialistas do mercado de capitais, os nossos consultores poderão oferecer-lhe produtos estruturados com a opção de gerar rendimentos adicionais como resposta a oportunidades táticas para gerar valor em todos os tipos de mercado e situações subjacentes.

Outra possibilidade de investir em crédito é através **dos mercados de dívida privada.** O crédito privado é um ativo definido por empréstimos não bancários em que a dívida não é emitida ou negociada em mercados públicos. Estes ativos são menos líquidos que os dos mercados cotados, pelo que – para terem acesso ao seu potencial de retorno – os investidores devem contar com profissionais de investimento especializados e estar conscientes da necessidade de sacrificarem liquidez. O crédito privado tem sido uma das classes de ativos de crescimento mais rápido devido à forte procura por parte dos investidores, impulsionada pelos **excelentes retornos alcançados ao longo dos últimos vinte anos.**

O gráfico abaixo mostra as taxas de rendimento interno (TIR) – uma metodologia que mede o rendimento anualizado desde o início do investimento até ao seu fim – no setor da dívida privada, tanto a nível do quartil superior como a nível mediano (mais representativo da média do setor). Os retornos obtidos (8,2% em média) têm sido semelhantes aos das ações globais, com uma elevada consistência ao longo dos anos. Estamos a falar de **investimentos que se afastam da simplicidade das obrigações cotadas – que colocam**

Existem alternativas de investimento com um maior grau de complexidade, que podem ser um bom complemento ao atual ambiente

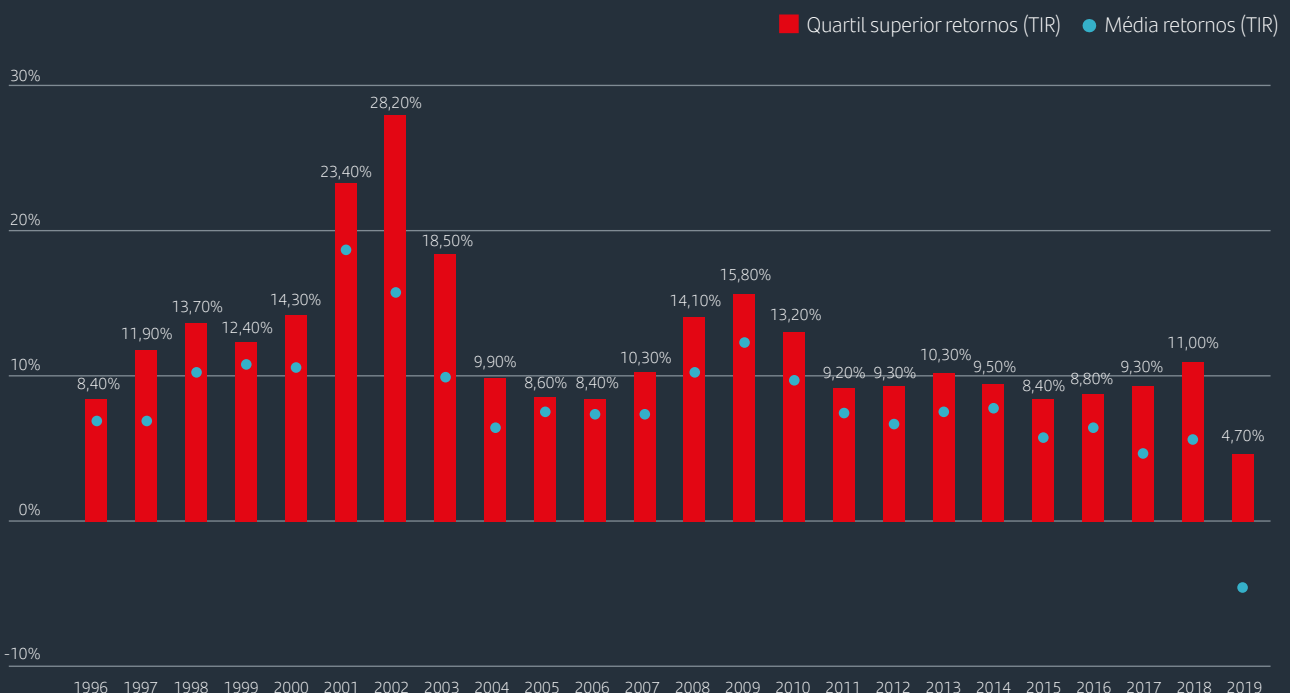
As notas estruturadas podem ser um veículo ideal para gerar um nível de rendimento mais elevado ao assumir diferentes níveis de risco e exposição a múltiplos mercados

O investimento em mercados não cotados deve ser feito por gestores especializados dada a maior dispersão dos rendimentos na dívida privada (private debt)

Rendimentos históricos (TIR) dos fundos de dívida private

Fonte: Hamilton Lane y Cambridge Associates

A média de retorno dos fundos de private debt compensaram a sua falta de liquidez



um prémio significativo sobre a liquidez – embora possam gerar mais-valias significativas em termos de rendimento e diversificação.

É cada vez mais difícil atingir o nível de retorno que os investidores conseguiram obter no passado. No entanto, **uma abordagem tática – apoiada por gestores de investimento profissionais, que podem procurar oportunidades numa grande diversidade de classes de ativos – pode ajudar os investidores a atingirem esses níveis adicionais de retorno.** O gráfico abaixo tenta representar o nível de retorno gerado pelos diferentes tipos de ativos financeiros, ilustrando o nível e tipo de risco assumido para se gerarem esses retornos. Uma equipa de gestão profissional pode aceder a e combinar todos estes instrumentos e – graças a plataformas e sistemas de investimento sofisticados – conhecer e controlar o nível de risco, e adaptá-lo ao perfil do investidor.

Em alturas de grande incerteza, os mercados tendem a fixar temporariamente preços errados nos ativos e a ignorar o potencial de retorno a longo prazo. No entanto, os profissionais de investimento podem identificar tais desajustes de avaliação e tirar partido do investimento nestes ativos, gerando retornos adicionais. Fazer estas apostas de forma eficiente exige a **capacidade de avaliar os riscos que são incluídos na carteira**, calcular a contribuição marginal para o risco, e ter a liberdade de explorar uma vasta gama de produtos e instrumentos.

Os investidores que visem gerar rendimentos têm de perceber que no contexto atual **os veículos de investimento tradicionais têm de ser complementados com novos instrumentos e métodos de gestão.** Os consultores e profissionais do Santander Private Banking oferecem diferentes alternativas de produtos e conselhos para otimizar a rentabilidade das suas carteiras de investimento, adaptando-as ao seu perfil de risco.

Recomendamos a diversificação da geração de rendimentos com uma mistura de risco apropriada

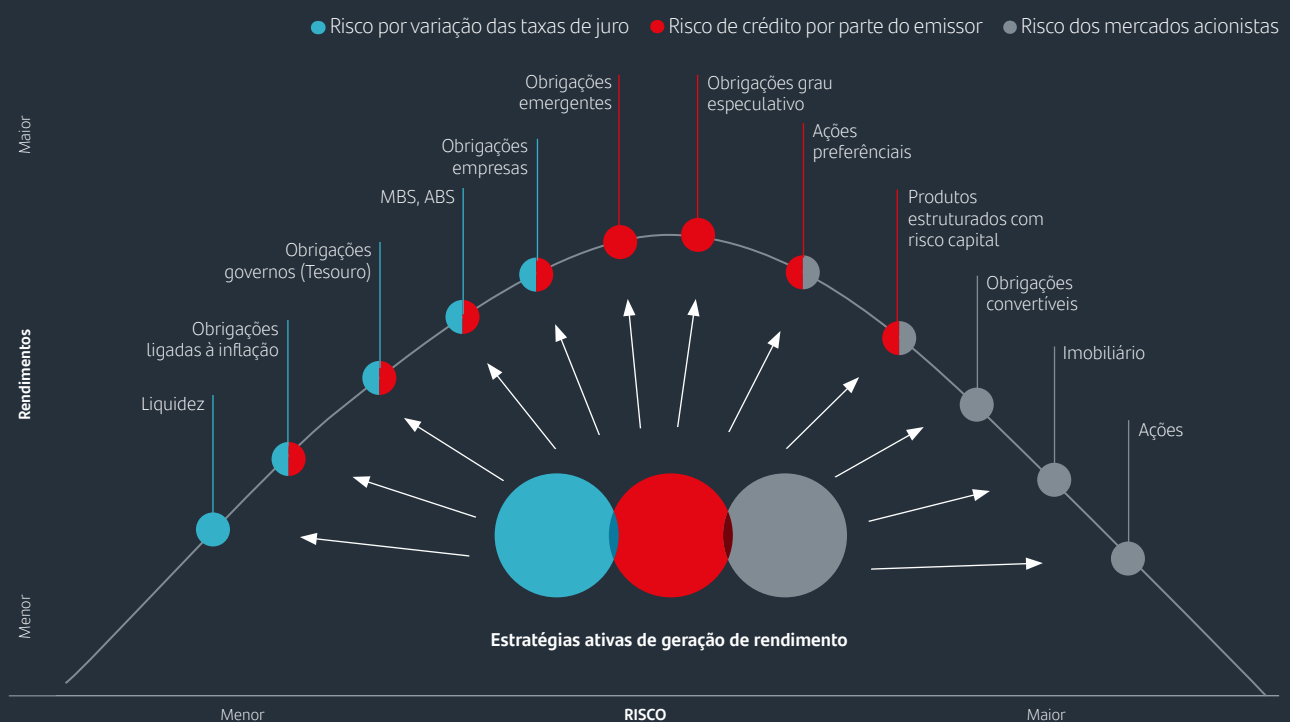
A tendência natural para os investidores quando o retorno dos ativos diminui é assumir mais risco, pelo que o apoio de uma gestão profissional é fundamental

Mais do que nunca, é necessário conhecer e gerir como um todo, o risco global das carteiras

Estratégias ativas de geração de rendimento

Fonte: Elaboração própria⁽¹⁾

A procura de ativos geradores de rendimento deve ser efetuado com grande diversificação e controlo de risco



⁽¹⁾ Esta classificação de fontes de geração de rendimento é ilustrativa e dinâmica, e está sujeita a alterações em função das variáveis objectivas (momento de mercado, geografia, etc).

Soluções de crescimento diversificado

O cenário para os investidores é complexo, mas acreditamos que os títulos podem continuar a ter valor como geradoras de rendimento (dividendos) e valorização do capital, desde que a vacinação em massa revitalize a economia e impulsione os setores cíclicos, e que os programas de estímulo orçamental e monetário sejam mantidos pelo menos durante os próximos doze meses.

Acreditamos que nos próximos trimestres será necessário manter uma carteira mais equilibrada entre setores mais cíclicos e setores que tenham um posicionamento estratégico mais favorável em termos de tendências de crescimento futuro. A nossa recomendação para 2021 é que se posicionem os títulos em ambas as extremidades do espectro de valorização, mantendo-se, por um lado, a exposição a ações que beneficiam de novas tendências futuras, mas rodando das ações com maior valorização em 2020, para setores e temas menos explorados.

As mudanças que as medidas de confinamento provocaram podem ser classificadas em duas categorias: temporárias e estruturais. A nível temporário encontramos atividades como o entretenimento, o lazer ou o turismo que foram severamente afetadas, mas que acreditamos que recuperarão em maior ou menor grau quando se voltar à normalidade. As mudanças que consideramos estruturais são aquelas que são causadas por mutações permanentes nos hábitos de consumo: por exemplo, em atividades onde a experiência online se está a tornar mais atrativa para o consumidor ou onde a digitalização tem demonstrado a sua capacidade para reduzir drasticamente custos.

No Santander Private Banking lançámos em 2020 um novo conjunto de soluções de consultoria para ajudar os nossos clientes a descobrirem as áreas onde as perturbações estão mais presentes e onde se encontram as maiores oportunidades para se tirar partido da inovação. Apelidámos este serviço de **Future Wealth** e baseia-se numa análise de cima para baixo, na qual seleccionámos os temas de investimento que têm potencial para se conseguirem obter retornos incrementais nos próximos anos. **Agrupámos estas tendências em três grandes blocos de inovação: a Sociedade do Futuro, a Tecnologia do Futuro e o Planeta do Futuro.**

Na Sociedade do Futuro seleccionámos as mudanças estratégicas que afetam a demografia e as alterações nos hábitos de consumo. Os temas selecionados permitem-nos posicionar os investimentos no sentido do **consumidor do futuro**, e alavancar o crescimento da **inovação na saúde** e no consumo nas demografias de crescimento mais acelerado: a classe média na Ásia, os Millennials e os idosos.





Favorecemos uma rotação para os setores mais afectados pelo confinamento e com uma maior capacidade de recuperação cíclica dos seus resultados

Consideramos que, neste ambiente de disrupção, deve ser mantida uma tendência estrutural para as empresas inovadoras com estratégias de liderança nas novas tendências

Com o lançamento da Future Wealth, desenvolvemos uma plataforma de aconselhamento sobre as novas temáticas de crescimento e inovação

Rentabilidade destacada das temáticas selecionadas para Future Wealth

Fonte: Bloomberg. Dados a 30 de novembro de 2020

Santander future wealth  33,6%*						
27,0% future society 	47,6% Ciências da Vida	61,5% Biotecnologia	-2,0% Bienestar	38,9% Millennials	-2,0% Envelhecimento populacional	18,3% Consumidores asiáticos
39,7% future tech 	62,8% Internet das Coisas	29,4% Robótica	80,7% Inteligencia artificial	24,6% Comercio electrónico	23,8% Fintech	16,9% Ciber Segurança
34,0% future planet 	131,6% Transição energética	17,9% Ação climática	5,1% Escassez de recursos	29,3% Economia circular	13,9% Materiais inteligentes	6,0% Transporte futuro

* Rentabilidade ponderada em EUR dos fundos e ETF's mais representativos de cada uma das temáticas em 2020 (à data de 30.11.2020). Rentabilidades passadas não são indicativo de resultados futuros.

A **Tecnologia do Futuro** concentra-se em aplicações derivadas de novas descobertas tecnológicas com dois blocos principais de oportunidades. Ao primeiro chamamos a **Quarta Revolução Industrial**, e agrupa todas as inovações que estão a permitir um crescimento exponencial da capacidade dos robots e objetos que executam tarefas que anteriormente só podiam ser executadas por humanos. A segunda área de oportunidades chama-se Próximo Digital, na qual selecionamos todas as áreas de inovação que estão a permitir ao ser humano aceder a serviços em formato não presencial graças à digitalização.

No **Planeta do Futuro** analisamos as opções de criação de valor derivadas de uma maior sensibilidade da nossa sociedade para a conservação do Planeta. Nos temas de Alterações Climáticas exploramos as tecnologias que permitem a transição energética, a utilização de recursos naturais escassos ou a luta contra a poluição. Em Smart Cities agrupamos as oportunidades de criação de valor em todas as áreas da economia circular, a transição para os transportes do futuro e a inovação em materiais mais eficientes do ponto de vista energético.

Todos estes temas representam áreas onde a inovação está a permitir enormes oportunidades de investimento. Contudo, os investidores têm de estar conscientes de que investir em empresas inovadoras que estão a descobrir a próxima novidade envolve riscos: sobrevalorização, custos mais elevados, concorrência por parte de atores já estabelecidos ou atrasos na implementação. É este o motivo pelo qual o quadro consultivo sobre Future Wealth tem uma abordagem de longo prazo. Trata-se de uma forma de investir em inovação e de se posicionar nas tendências futuras com uma filosofia de seleção de empresas altamente diversificada e profissionalizada.

Como mencionamos antes, é preciso ser disciplinado e evitar modas de investimento que normalmente ocorrem quando as grandes mudanças provocam excessos de entusiasmo. Como exemplo, podemos mencionar o caso da empresa **Zoom Video** que alcançou grande notoriedade como uma das aplicações cuja utilização aumentou consideravelmente como resultado dos confinamentos. O aumento do "trabalho a partir de casa" e a necessidade de respeitar o distanciamento social, conduziu a procura exponencial no número de videoconferências através de plataformas digitais, tais como o Zoom, o que trouxe às ações do Zoom uma enorme notoriedade e um crescimento espetacular no número de utilizadores, bem como uma apreciação espetacular no preço das ações. A capitalização do

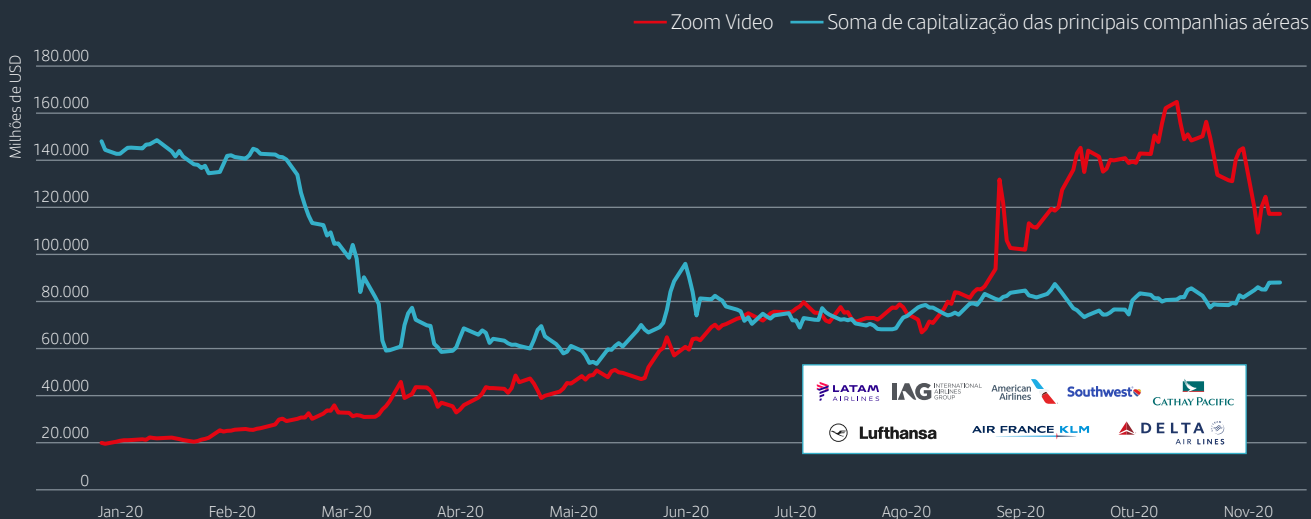
Sugerimos que se posicione em temáticas de crescimento tais como transição energética, inteligência artificial, Internet das Coisas ou investigação na saúde

A inovação requer um horizonte de investimento mais longo, o apoio de gestores especializados em cada área e uma ampla diversificação dos investimentos

Evolução da capitalização bolsista da Zoom Video face ao setor das companhias aéreas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria. Dados a 21 de novembro de 2020.

É esperado que em 2021 se estreite a disparidade de valorização entre as empresas cíclicas e as novas tecnológicas



Zoom no mercado bolsista multiplicou-se por 6 durante o ano de 2020, como se mostra o gráfico seguinte, onde comparamos esse valor com a capitalização combinada das principais empresas do setor aéreo que sofreram o impacto adverso da pandemia.

A experiência dos mercados faz-nos olhar para esta mudança radical na avaliação das empresas com alguma desconfiança, dado que a história nos mostra inúmeros casos em que tanto as tendências negativas (como é o caso das companhias aéreas reverterem para a média) como as positivas (como é o caso da Zoom como o representante máximo das empresas do "trabalho a partir de casa") foram sobrestimadas. Acreditamos que **é de esperar uma certa reversão para a média, especialmente do ponto de vista dos valores cíclicos** que tanto têm sofrido com as restrições sanitárias. Um regresso à normalidade será provavelmente devido ao efeito combinado da eficácia das vacinas e dos estímulos governamentais.

Portanto, esperamos um certo grau de rotação direcionada para as empresas que sofreram quebras significativas no preço das ações por terem sido expostas aos aspetos mais adversos das medidas de confinamento. Muitas destas empresas são agora consideradas reservas de valor porque transacionam em múltiplos muito abaixo da média do mercado, e estão em grande parte nos setores industrial, energético, do lazer e financeiro. O gráfico abaixo mostra o valor global e o crescimento dos rendimentos acumulados desde 1990, e a divergência em termos de desempenho de ambos os índices. O crescimento superou o valor do desempenho de tal forma que a divergência está atualmente no seu ponto mais elevado.

2020 foi sem dúvida o ano do "Fique em casa" e das ações à prova de pandemia ("à prova da COVID-19"), mas 2021 pode ser o ano da recuperação das ações mais representativas da normalidade anterior. Estar abaixo do peso nos setores e empresas "De regresso ao trabalho" pode sair caro em termos de desempenho em 2021.

Um exemplo claro disto em 2020 são as **bolsas de valores europeias e latino-americanas**. Ambas as regiões têm uma composição setorial com uma elevada tendência cíclica (maior peso das empresas financeiras, do setor automóvel e da energia), e com a crise sanitária e os bloqueios, essas empresas sofreram uma queda significativa dos lucros. Além disso, as empresas destes mercados bolsistas têm uma elevada alavancagem operacional, são

Recomendamos a rotação parcial de empresas "Work-from-Home" muito apreciadas para empresas "Back-to-Work" que foram muito castigadas na sua avaliação

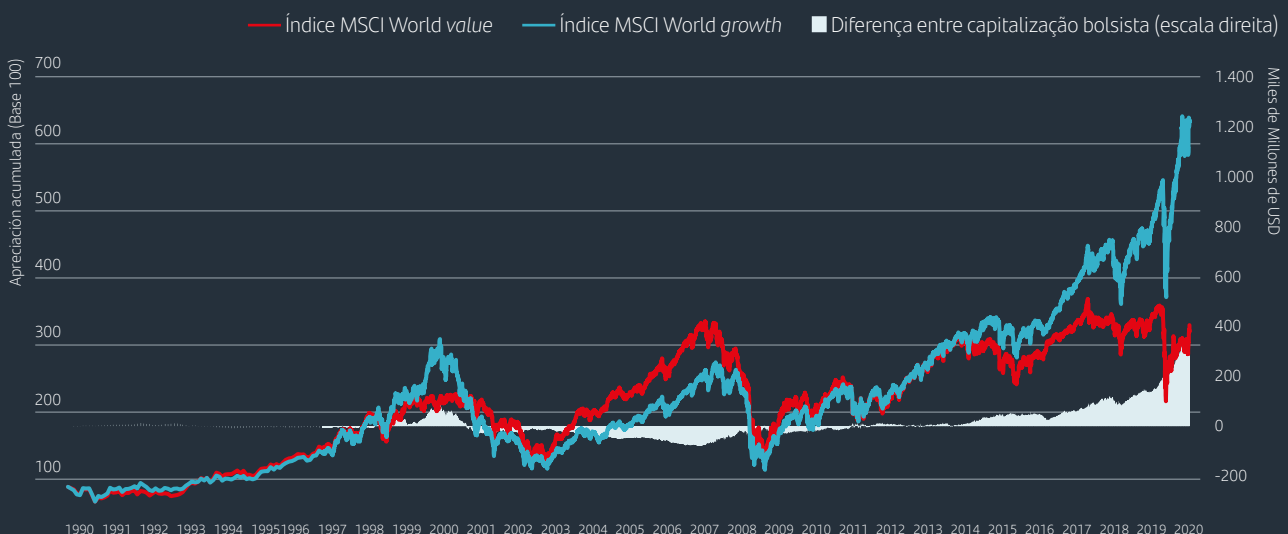
O diferencial de revalorização e valorização entre empresas de valor (value) e empresas de crescimento (growth) é o maior da história

A recuperação deveria suscitar uma certa reversão para a média, dos múltiplos de avaliação dos diferentes setores e estilos de investimento

Valorização acumulada dos índices bolsistas mundiais growth vs value

Fonte: Bloomberg. Dados a 30 de novembro de 2020

A diferença em retorno e valorização entre empresas de growth e value é extremo



mais sensíveis a mudanças económicas e, por conseguinte, o crescimento dos seus lucros prolonga-se para cima ou para baixo em tempos de crescimento forte ou fraco.

Olhando em frente para o ano de 2021, esperamos assistir a uma perspetiva mais favorável para ambas as regiões, à medida que os riscos de novos confinamentos se desvanecem com a chegada duma vacina, e que os planos em termos de estímulos monetários e orçamentais se mantêm em vigor. Esta situação pode permitir que surjam oportunidades de investimento, dado o desejo dos participantes no mercado se voltarem para mercados, setores e/ou empresas que estão longe do seu ponto mais elevado de valorização e que têm ficado para trás nas fases iniciais da recuperação económica.

Relativamente aos mercados emergentes, **recomendamos a exposição à bolsa de valores chinesa, dada a força da sua recuperação económica**, o seu sucesso na superação da crise sanitária e as implicações para o crescimento do novo plano quinquenal. A bolsa de valores chinesa já representa uma percentagem de mais de 40% na capitalização do índice MSCI Mercados Emergentes. A dimensão e força da economia chinesa, e o crescimento e inovação de muitas das suas empresas, implicam um elevado custo de oportunidade se não forem incluídas numa carteira global. Em nossa opinião, o mercado de ações e a economia chinesa têm uma dimensão e relevância que não devem ser ignorados.

O **contexto altamente disruptivo e inovador pode também gerar muitas oportunidades no mundo da gestão alternativa de ativos**, e em particular no investimento em ativos não cotados através de títulos privados. Como as empresas de todas as geografias estão a recuperar do choque sem precedentes da pandemia, os títulos privados podem constituir uma fonte de capital excepcionalmente ágil para ajudar as empresas a obter financiamento, ao mesmo tempo que põem a liquidez a trabalhar em aquisições de empresas em múltiplos de avaliação favoráveis.

Dado o horizonte de investimento a longo prazo, as empresas de capitais privados podem ajudar as sociedades que necessitem de oxigénio financeiro para sobreviver durante a recuperação económica, num ambiente em que as oportunidades de investimento são muito mais atrativas. O interesse dos investidores em tais empresas tem aumentado constantemente desde a crise financeira global de 2008, uma vez que os investidores têm procurado estratégias com um perfil de retorno de risco diferente do das ações e obrigações especulativas.

Os gestores de fundos de private equity têm uma enorme flexibilidade e capacidade financeira para tirar partido das oportunidades no ambiente atual

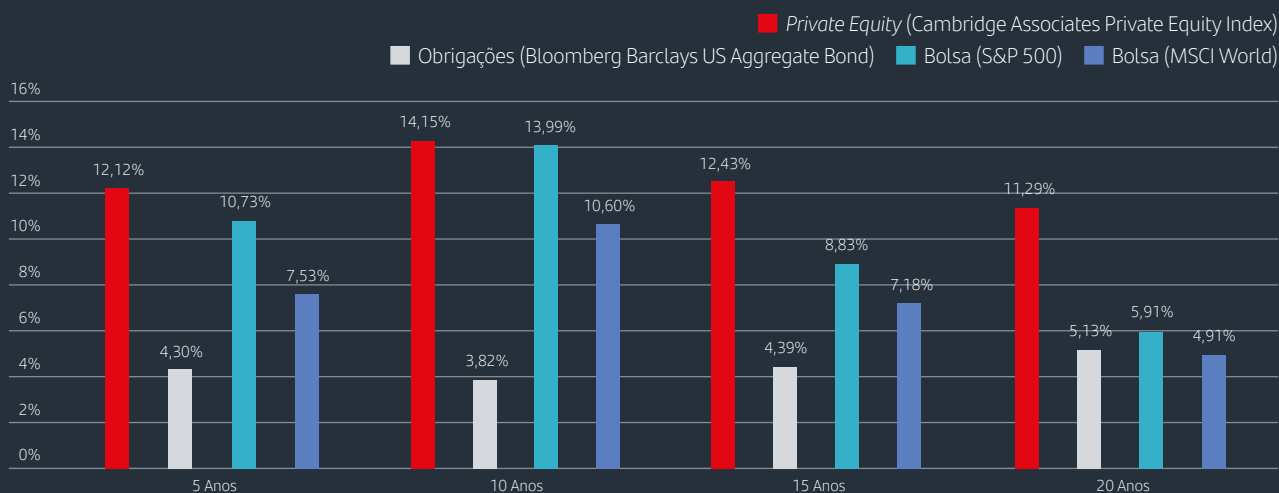
Consideramos que uma carteira global deve ter exposição ao crescimento na Ásia. O crescimento e a dimensão da China não devem ser ignorados quando se decide investir no mercado financeiro

Esperamos um melhor ambiente para o investimento em empresas europeias e emergentes, de acordo com a recuperação cíclica e value

Retornos históricos de private equity em relação a ativos tradicionais

Fonte: Cambridge Associates e Bloomberg (Dados a 30 Junho de 2020)

O investimento em ativos não cotados via private equity geraram retorno superiores no longo prazo



Como mostra o gráfico abaixo, nos últimos 20 anos os fundos de investimentos privados geraram um rendimento de 11,3% numa base anualizada, em comparação com os 5,9% do índice S&P 500.

Dinâmicas semelhantes caracterizam os ciclos anteriores, que mostram que **os ganhos dos compromissos de títulos privados assumidos na sequência de crises globais excedem os de outros períodos**. Os rendimentos dos títulos privados medem-se com base no ano de colheita, frequentemente definido como o ano em que um fundo começa a fazer investimentos nas empresas subjacentes. Nas últimas duas décadas, os fundos que começaram a investir na sequência imediata de uma crise (como em 2001-2004, após o rebotamento da bolha dot.com, ou em 2009-2012, após a crise financeira global) tiveram um rendimento 68% superior ao dos fundos cujos anos de investimento caíram durante o pico do crescimento económico no final do ciclo (como em 1998-2000 ou em 2005-2007). E isto pode dever-se em grande parte ao facto de os fundos de investimentos privados terem obtido preços mais favoráveis durante as recessões do mercado.

As **distorções do mercado causadas pela atual crise sanitária global são suscetíveis de criar um novo conjunto de oportunidades de capital privado**. Uma vez que a COVID-19 afetou mais algumas indústrias e regiões do que outras, os retornos dos fundos de investimentos privado individuais podem estar mais dispersos do que antes da pandemia.

A crise também fez com que os investidores em fundos de investimentos privados se tivessem tornado mais exigentes. Isto significa diferenciar entre gestores de fundos que criam valor para as empresas, apoiando o crescimento rentável – quer organicamente, quer através de aquisições – profissionalizando processos e sistemas, e melhorando as equipas de gestão e, fundos que dependem mais da alavancagem para gerar retornos.

Na medida em que a imunização esperada e o relançamento económico ocorram, **os investimentos em ativos sensíveis ao crescimento (ações, títulos privados, mercados emergentes, etc.) podem proporcionar retornos diferenciados**. Num cenário em que as taxas de juro deixam muito poucas opções de retorno em instrumentos de baixo risco, a política monetária e orçamental irá continuar a apoiar o crescimento e a luz será vista no final do túnel da crise sanitária. **Um investimento equilibrado e diversificado em ativos de risco pode continuar a gerar retornos ótimos, como se tem demonstrado nos últimos meses**.

As melhores oportunidades para o investimento ocorrem nos momentos que se seguem a uma significativa desaceleração económica

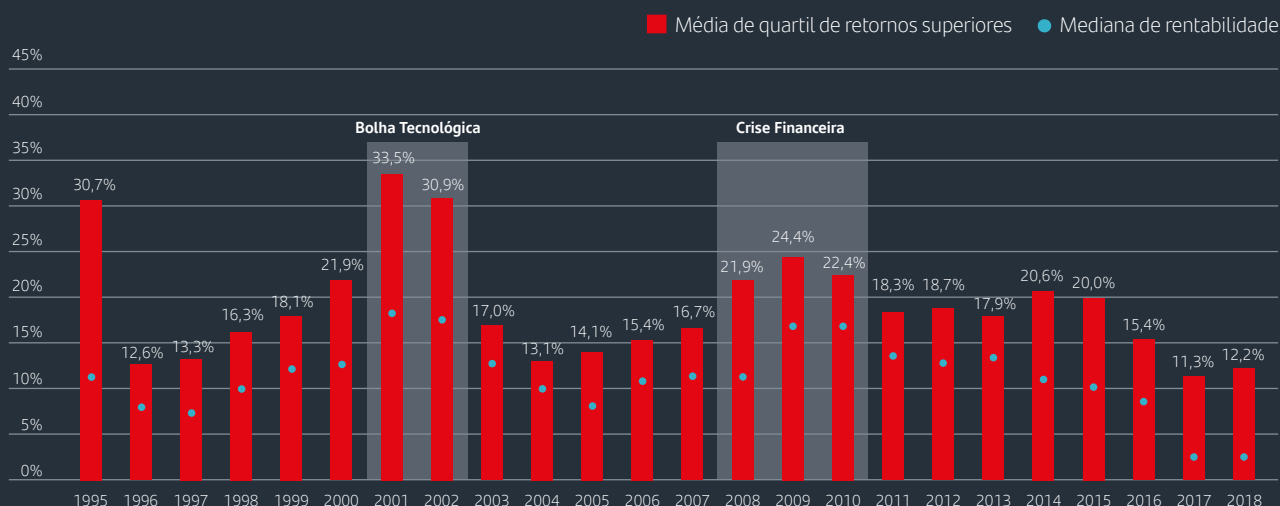
O investimento em mercados não cotados é cada vez mais relevante e o potencial de rentabilidade é maior, como evidenciado pelos retornos históricos

O investimento em mercados não cotados aporta valor devido aos prémios elevados devido à iliquidez, diversificação e acesso a um perfil diferente de empresas e setores

Retornos anualizados de private equity por ano de investimento

Fonte: Cambridge Associates

Os melhores períodos para investir em private equity ocorrem após uma crise económica



Soluções de investimento sustentável

A pandemia acelerou a transição para uma economia mais circular, resiliente, inclusiva e sustentável. As iniciativas governamentais sobre as alterações climáticas e outras questões ambientais, sob a forma de novos regulamentos, impostos sobre o carbono e investimento público, aumentaram significativamente nos últimos meses. **Recentemente, a China, o país com as emissões de carbono para a atmosfera mais elevadas, incluiu no seu orçamento um montante significativo (1% do seu PIB anual) para alcançar a "neutralidade em termos de carbono" em 2060.** As empresas começaram a fazê-lo, uma vez que as políticas climáticas e as condições de financiamento irão favorecer aqueles que apostam em infraestruturas verdes e tecnologias com baixo teor de carbono. Por conseguinte, **os investidores terão de repensar as suas carteiras, considerando os investimentos ESG (ambientais, sociais e governamentais).**

Entre as principais iniciativas governamentais está o **Acordo Verde Europeu**, lançado em finais de 2019 pela Comissão Europeia (CE), **cujo principal objetivo é atingir a neutralidade em termos de carbono na Europa até 2050 e para o qual atribuiu cerca de 1 bilião de euros.** Este acordo é considerado como parte integrante da estratégia da Comissão para implementar a Agenda 2030 e os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) das Nações Unidas. Nos **Estados Unidos**, Joe Biden anunciou uma transformação verde que envolverá investimentos no montante de **2 biliões de dólares em projetos de infraestruturas verdes durante os próximos quatro anos, renovando o compromisso dos EUA para com o Acordo de Paris, e reduzindo as emissões de carbono para cumprir o objetivo da neutralidade em termos de carbono até 2050.** Juntamente com a China, os países da UE e os EUA, um total de 30 países assumiram o compromisso de chegarem à neutralidade em termos de carbono, com estes países a emitirem eles próprios cerca de 43% do dióxido de carbono do mundo. O quadro mostra a dimensão das iniciativas das principais economias e o ano em que se comprometeram a alcançar a neutralidade em termos de carbono.

Há cada vez mais investidores interessados em investimentos sustentáveis como solução que, além de oferecer retornos interessantes, também representa os seus valores sociais. O desempenho das empresas está intrinsecamente ligado à sua capacidade em navegar pelas mudanças nas sociedades em que estão baseadas. Tem-se verificado que o perfil de risco das

As iniciativas governamentais em termos de sustentabilidade e a aplicação dos critérios do ESG pelas empresas irá aumentar no futuro





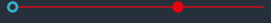

O compromisso de alcançar a neutralidade de carbono entre 2050 e 2060 é acompanhado por significativos apoio financeiros pelos governos

Contribuir positivamente para a sustentabilidade não coloca em causa a obtenção de bons retornos financeiros

Políticas ambientais dirigidas para a economia verde

Fonte: World Economic Forum, Our World in Data, Reuters e elaboração própria

Os governos comprometeram-se a alcançar as emissões neutras de carbono e financiar os projetos de transição verde

	Emissão de CO ₂ e gases de efeito estufa		Objetivo de neutralidade de carbono	Planos contra a alteração climática	
	Crescimento 10 anos	Cota global	<ul style="list-style-type: none"> ● Compromisso neutralidade de carbono ○ Proibição diesel 	Investimento	Programa
 União Europeia	-11,9%	15,4%		1 trilião EUR	Acordo Verde Europeu
 Reino Unido	-30,4%	1%		12 MM GBP	Investimento Revolução Industrial Verde
 EUA	-8,6%	14,8%		2 triliões USD	Plano de Energia Limpa de Joe Biden
 Japão	-5,7%	3,2%		60 MM Yen	Fundos para promover energia renováveis
 China	36,5%	27,5%		1% do PIB anual	Investimento anual em transição energética
			2030 2040 2050 2060		

empresas melhora quando estas incluem critérios ESG nos seus processos, e que isto se traduz numa maior valorização e numa melhor reputação no mercado. Em 2020, foi demonstrada a forte correlação entre as elevadas pontuações ESG e empresas de elevada qualidade e com características resilientes. **Os índices de ações com uma abordagem ESG foram testados pela primeira vez num mercado em recessão, tendo superado os índices tradicionais nos últimos três anos. A conclusão que podemos retirar deste comportamento é que os objetivos financeiros de rentabilidade de um investidor não são incompatíveis com os seus objetivos de contribuir positivamente para a sustentabilidade.**

O interesse dos investidores reflete-se também nas entradas líquidas para fundos que investem de acordo com os princípios ESG. **De acordo com a categorização da Morningstar, entre Janeiro e Junho de 2020, foram angariados, a nível mundial, fluxos líquidos no montante de 71,1 mil milhões de USD,** elevando os ativos sob gestão neste tipo de produto para um novo máximo de mais de 1 bilião de USD. O gráfico abaixo mostra que, em 2020, apesar da queda do mercado em Março, os fundos sustentáveis continuaram a aumentar os seus ativos sob gestão. **Apesar deste grande aumento observado, as carteiras ligadas a objetivos ESG são ainda uma pequena percentagem (aproximadamente 2,4%) dos 41 biliões de USD detidos pelos fundos de investimento em todo o mundo.**

Uma área que está a crescer bastante rapidamente no universo do investimento sustentável é o **investimento de impacto**. O objetivo deste tipo de investimento é investir em empresas, organizações e fundos, que geram um **impacto social ou ambiental positivo e mensurável**, bem como um retorno financeiro atrativo. Sir Ronald Cohen, pioneiro no investimento de impacto social em todo o mundo, salienta a importância do sistema financeiro em abordar os problemas sociais que enfrentamos, afirmando que "as empresas terão de causar impacto, bem como demonstrar integridade financeira, se quiserem ser bem sucedidas". Embora se trate de um mercado ainda relativamente jovem, com uma dimensão estimada pela GIIN (Global Impact Investing Network) de 715 mil milhões de USD em 2019, trata-se de uma das alternativas de investimento sustentável que irá ganhar importância nos próximos anos.

No mercado da dívida, uma solução de investimento com objetivos bem definidos são as obrigações sustentáveis. Os fundos obtidos através destes instrumentos de dívida são utilizados para financiar projetos que **beneficiam o ambiente, no caso de obrigações verdes,**

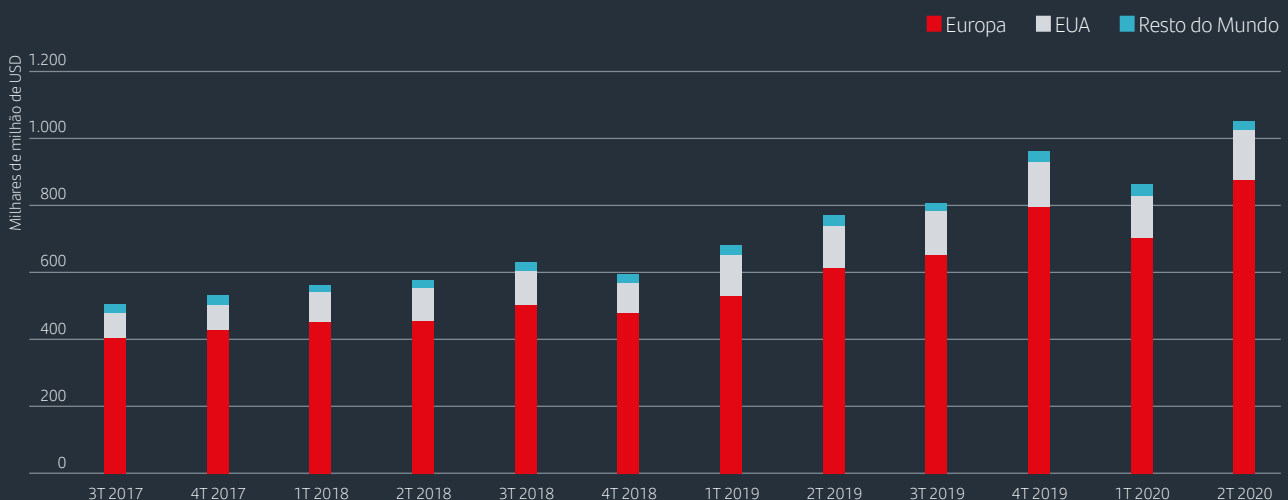
O universo de soluções de investimento com características de ESG irá crescer significativamente nos próximos anos

Os investimentos de impacto são aqueles que são feitos com a intenção de gerar impacto social e ambiental, além do devido retorno financeiro

Ativos sob gestão em fundos ESG

Fonte: Morningstar Direct

Os fundos ESG alcançaram 1 bilião de USD apoiados pelo impulso gerado pela pandemia



a sociedade, no caso de obrigações sociais, ou uma combinação de objetivos sociais e ambientais, os chamados títulos de sustentabilidade. Neste momento, o **mercado mais desenvolvido dos três é o mercado das obrigações verdes**, as quais devem estar alinhadas com os Princípios das Obrigações Verdes, que garantem a integridade do mercado em termos de transparência, divulgação de informação e relatórios de desempenho. Atualmente, os emissores europeus representam cerca de 50% do volume mundial. Dito isso, vale a pena destacar o seu forte crescimento na América Latina, onde as emissões aumentaram 57% no primeiro trimestre de 2020. **Os títulos de sustentabilidade, que combinam objetivos sociais e ambientais, podem ser mais facilmente associados aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU**, uma vez que são mais adequados para uma gama mais vasta de emissores, devido à maior elegibilidade de projetos nos quais investir os recursos. Prevê-se que os títulos sustentáveis atinjam 425 mil milhões de USD até 2020, com a seguinte distribuição: 58% de obrigações verdes, 24% de obrigações sociais e 18% de títulos de sustentabilidade, o que, como se pode ver no gráfico, tem vindo a mudar ao longo do tempo, com as obrigações sociais e os títulos de sustentabilidade a ganharem maior importância dentro deste mercado.

Uma adição mais recente a este mercado **são as obrigações ligadas à sustentabilidade (SLB)**, que constituem um forte incentivo para os emitentes cumprirem o seu compromisso de impacto, uma vez que o custo da dívida é diretamente afetado pela realização de alguns objetivos de sustentabilidade. A nossa expectativa é que os títulos de sustentabilidade continuem a crescer nos próximos anos, uma vez que oferecem a flexibilidade de outros instrumentos de dívida comuns, ao mesmo tempo que permitem às empresas reiterar os seus compromissos e objetivos de sustentabilidade.

A crescente sensibilidade da sociedade para com as questões da sustentabilidade vai continuar a aumentar e as empresas irão enfrentar um escrutínio cada vez maior a nível das questões ambientais, sociais e de governação. Por conseguinte, as soluções de investimento que consideram os princípios ESG têm boas perspectivas de futuro.

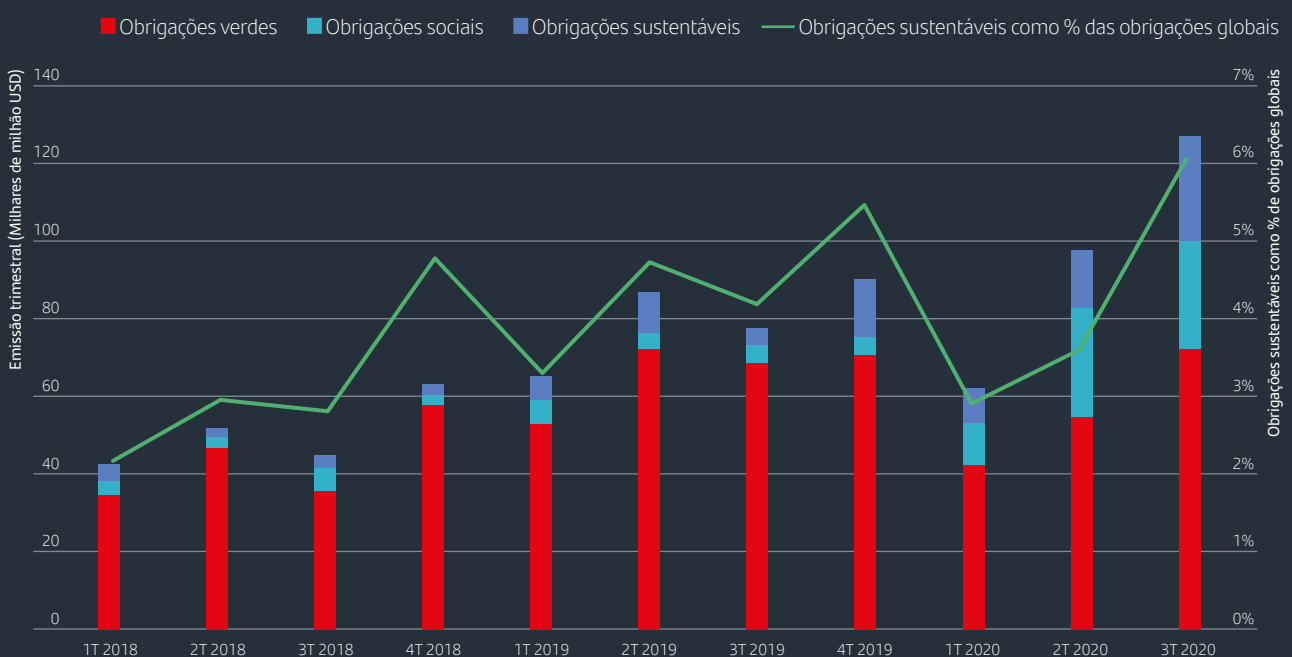
Os títulos de sustentabilidade, sejam verdes, sociais ou sustentáveis, utilizam os fundos para financiar projetos específicos que beneficiam o ambiente, a sociedade, ou ambos

A pandemia colocará sob escrutínio as decisões tomadas pelas empresas que tenham impacto nos empregados, clientes e na sociedade em geral. O investimento sustentável procura maximizar o valor para todos

Emissão de obrigações sustentáveis

Fonte: Morningstar

Recuperação do mercado de obrigações verdes propociona emissões recorde no terceiro trimestre de 2020



"Tabela periódica" de rentabilidade de ativos




Activo	Índice de referência	Rentabilidade anual dos principais ativos										
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Nov. 2020
Ações EUA	S&P 500 TR	18,9% Ações Emergentes	38,3% Governo Zona Euro	28,1% Governo Zona Euro	54,4% Ações Japão	71,3% Governo Zona Euro	15,4% Ações Europa	14,8% HY Global	37,3% Ações Emergentes	3,3% Governo Espanha	31,5% Ações EUA	14,0% Ações EUA
Ações Japão	Topix TR	17,6% Materias Primas	7,6% Governo Espanha	20,9% Ações Japão	32,4% Ações EUA	61,3% Governo Espanha	12,1% Ações Japão	12,0% Ações EUA	22,4% Ações Globais	0,1% Governo Zona Euro	27,7% Ações Globais	11,2% Ações Globais
Ações Espanha	Ibex35 TR	15,1% Ações EUA	2,6% HY Global	19,3% HY Global	27,8% Ações Espanha	13,7% Ações EUA	1,4% Ações EUA	11,4% Materias Primas	22,2% Ações Japão	-0,4% Liquidez	26,8% Ações Europa	10,2% Ações Emergentes
Ações Emergentes	MSCI EM TR	13,9% HY Global	2,1% Ações EUA	18,2% Ações Emergentes	26,7% Ações Globais	10,3% Ações Japão	-0,1% Liquidez	11,2% Ações Emergentes	21,8% Ações EUA	-1,5% IG Europa	18,4% Ações Emergentes	4,8% Governo Espanha
Ações Europa	Eurostoxx50 TR	12,5% Governo Zona Euro	2,0% IG Europa	18,1% Ações Europa	21,1% Governo Espanha	8,6% Ações Espanha	-0,5% IG Europa	7,5% Ações Globais	11,3% Ações Espanha	-3,3% HY Global	18,1% Ações Japão	4,5% HY Global
Materias Primas	Commodity RB TR	11,8% Ações Globais	0,9% Liquidez	16,0% Ações EUA	20,8% Ações Europa	8,3% IG Europa	-0,8% Ações Globais	6,6% Governo Zona Euro	10,6% Ações Europa	-4,4% Ações EUA	16,6% Ações Espanha	4,3% Ações Japão
Ações Globais	MSCI World TR	4,8% IG Europa	-5,5% Ações Globais	15,8% Ações Globais	8,0% HY Global	7,2% Ações Europa	-3,6% Ações Espanha	5,7% Governo Espanha	10,2% HY Global	-8,7% Ações Globais	12,6% HY Global	3,7% Governo Zona Euro
IG Europa	ERLO TR	1,0% Ações Japão	-7,8% Ações Espanha	13,2% IG Europa	2,4% IG Europa	4,9% Ações Globais	-4,2% HY Global	4,8% IG Europa	1,9% IG Europa	-10,8% Ações Europa	10,1% Governo Espanha	2,7% IG Europa
Liquidez EUR	Eonia TR	0,4% Liquidez	-8,6% Ações Europa	2,8% Ações Espanha	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Governo Espanha	2,6% Ações Espanha	1,7% Governo Espanha	-11,5% Ações Espanha	8,1% Governo Zona Euro	-0,4% Liquidez
HY Global	HW00 TR	-2,8% Ações Europa	-13,4% Materias Primas	0,2% Liquidez	-2,6% Ações Emergentes	-0,1% HY Global	-14,9% Ações Emergentes	1,7% Ações Europa	0,7% Materias Primas	-13,0% Materias Primas	6,2% IG Europa	-4,5% Ações Europa
Governo Espanha	Espanha 10 YR	-12,9% Ações Espanha	-17,0% Ações Japão	-1,1% Materias Primas	-9,6% Materias Primas	-2,2% Ações Emergentes	-16,3% Governo Zona Euro	0,6% Ações Japão	-0,2% Governo Zona Euro	-14,6% Ações Emergentes	5,4% Materias Primas	-8,1% Materias Primas
Governo Zona Euro	Alemanha 10 YR	-37,1% Governo Espanha	-18,4% Ações Emergentes	-3,8% Governo Espanha	-46,6% Governo Zona Euro	-17,0% Materias Primas	-22,3% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% Ações Japão	-0,4% Liquidez	-13,1% Ações Espanha



Rentabilidade




Dados a 30 de novembro de 2020

Equipa Global Responsáveis de Investimento Santander Wealth Management & Insurance



-  Jacobo Ortega
-  Cristina Rodríguez Iza
-  Francisco Simón




-  Eduardo Castro
-  Mario Felisberto

-  Kent Peterson
-  Stefano Amato
-  John Mullins



-  Alfredo Sordo





-  Diego Ceballos




-  Nicolás Guaia



-  José Mazoy
-  Ana Rivero
-  Agustín Carles







-  Álvaro Galiñanes
-  Alfonso García Yubero
-  Felipe Arrizubieta

-  Manuel Pérez Duro
-  Nicolás Pérez de la Blanca
-  Carlos Shteremberg
-  José Rodríguez





-  Gustavo Schwartzmann
-  Rafael Bisinha
-  Rafael Arelios Neves

-  Christian Pieck
-  Pablo Figueroa

-  Fernando Bustamante
-  Eduardo Gibbs

-  Pedro Melo e Castro
-  Paulo Jorge Sa Luis

-  Carlos Mansur

-  Dolores Ybarra
-  Juan de Dios Sánchez-Roselly
-  Cristina González Iregui
-  Mafalda da Gama

Com a colaboração de Aralar Pérez Azpiroz y Alberto Güemes Hernández

Informação legal importante:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão Global de Wealth Management SANTANDER ("WM", juntamente com o Banco Santander, S.A. e as suas filiais serão denominados, doravante, "Santander"). Contém prognósticos económicos e informação recolhida de várias fontes. A informação contida no presente relatório pode ter sido recolhida de terceiros. Todas estas fontes são consideradas fiáveis, embora a exatidão, integridade ou atualização desta informação não esteja garantida, nem de forma expressa nem implícita, e está sujeita a alterações sem aviso prévio. As opiniões incluídas neste relatório não devem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir, ou ser de qualquer forma inconsistentes ou contraditórias com as opiniões expressas, de forma oral ou escrita, ou com as recomendações ou decisões de investimento adotadas por outras unidades do Santander.

O presente relatório não foi elaborado e não deve ser considerado em função de nenhum objetivo de investimento. Foi elaborado com fins exclusivamente informativos. Este relatório não constitui uma recomendação, oferta ou pedido de compra ou venda de ativos, serviços, contratos bancários ou de outro tipo, ou quaisquer outros produtos de investimento (denominados conjuntamente "Ativos Financeiros"), e não deve ser considerado como a única base para avaliar ou valorizar os Ativos Financeiros. Para além disso, a simples disponibilização do mesmo a um cliente ou a um terceiro, não implica a prestação de um serviço de consultoria em matéria de investimento ou oferta do mesmo.

O Santander não garante os prognósticos ou opiniões mencionados neste relatório sobre os mercados ou Ativos Financeiros, incluindo relativamente ao seu rendimento atual e futuro. Qualquer referência a resultados passados ou presentes não se deverá interpretar como uma indicação dos resultados futuros dos mencionados mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste relatório podem não ser adequados para distribuição ou venda em determinadas jurisdições ou para certas categorias ou tipos de investidores.

Salvo nos casos em que se indique de forma expressa nos documentos legais de um determinado Ativo Financeiro, estes não são, e não serão, assegurados nem garantidos por nenhuma entidade governamental, incluindo a Federal Deposit Insurance Corporation. Não representam uma obrigação do Santander nem estão garantidos por tal entidade e podem estar sujeitos a riscos de investimento. Entre os riscos importa mencionar, a título enunciativo e não limitativo, riscos de mercado e de taxas de câmbio, de crédito, de emissor e contrapartida, de liquidez e de possíveis perdas no investimento principal. Os investidores devem consultar os seus assessores financeiros, legais e fiscais, bem como qualquer outro assessor que considerem necessário para efeitos de determinar se os Ativos Financeiros são apropriados com base nas suas circunstâncias pessoais e situação financeira. O Santander e os seus respetivos conselheiros, representantes, advogados, funcionários ou agentes não assumem nenhum tipo de responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado ou que possa surgir da utilização parcial ou total deste relatório.

Em qualquer momento, o Santander (ou os seus funcionários) podem ter posições alinhadas ou contrárias ao estabelecido neste relatório para os Ativos Financeiros, comprar ou vender Ativos Financeiros como entidade principal ou agente, ou prestar serviços de assessoria ou de outro tipo ao emissor de Ativos Financeiros ou a uma sociedade vinculada ao emissor dos mesmos.

Este relatório não pode ser reproduzido total ou parcialmente, distribuído, publicado ou entregue, sob nenhuma circunstância, a nenhuma pessoa, nem se devem emitir informações ou opiniões sobre este relatório sem que seja previamente autorizado por escrito, caso a caso, pela WM.

(Incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literario (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.



Com a colaboração de

