

abril 2021

# Relatório Trimestral

## A forte recuperação abre a porta ao debate sobre as taxas

A imunização generalizada pela qual todos temos estado à espera começa a materializar-se. A disparidade na vacinação e os desequilíbrios nos estímulos fiscais e monetários implicam que a velocidade a que os países regressarão à normalidade também será diferente. Os Estados Unidos e a China, as economias líderes a nível mundial, estão a registar progressos notáveis, o que tem vindo a refletir-se na melhoria das perspetivas de crescimento para 2021.

Confirma-se também uma forte recuperação através de sondagens relativas ao aumento da confiança empresarial, tendo dado origem a tensão nos mercados de rendimento fixo, na medida em que as taxas de juro de longo prazo estão a atingir níveis mais elevados. O cenário perfeito para os investidores (o fim da crise e um desagramento fiscal para ativos de risco, bem como taxas de juro baixas para ativos de rendimento fixo conservadores) começa a deteriorar-se, na medida em que se estima que a necessidade de manter as taxas de juro baixas para manter a economia de pé venha a durar menos tempo do que o inicialmente previsto.

O nosso relatório analisa o comportamento do mercado de ações durante períodos de recuperação e reativação económica no passado, e confirma que o ambiente atual ainda favorece os ativos de crédito e as ações em detrimento da liquidez e das obrigações a longo prazo. Mantemos a nossa recomendação de carteiras de investimento sensíveis à recuperação económica, à rotação cíclica e ativos que providenciem cobertura contra uma inflação mais elevada.

# Mensagens chave 2T 2021

## Recuperação recorde (mas irregular)

O cenário de recuperação económica positiva foi reforçado por dois fatores: a eficácia da vacina e a prorrogação dos programas de estímulo fiscal. Não obstante o prolongamento da pandemia, a economia global tem demonstrado ser notavelmente resistente e tem vindo a progredir no sentido de uma nova fase autossustentável.

## Os mercados estão a considerar os níveis das taxas de juro.

Os bancos centrais dos países desenvolvidos reiteraram o compromisso de manter as taxas de juro baixas até se verificar uma recuperação completa. Os mercados começam a conjeturar sobre o fim iminente dos pacotes de estímulo e no aumento das taxas de juro (no Brasil e noutros países emergentes). A inflação irá disparar temporariamente nos próximos meses.

## Rotação cíclica e recuperação económica

Um pano de fundo de fortes ganhos económicos e comerciais associado a taxas de juro (ainda) baixas continua a ser ideal para ativos de risco. Mantemos um enviesamento cíclico para ativos de crédito e rotação setorial no sentido de títulos sensíveis à recuperação económica. Neste cenário, o maior risco que se coloca será uma contração monetária extrema.

# 01 Recuperação recorde (mas irregular)

O principal cenário de recuperação económica que antecipámos para 2021 está a desenrolar-se conforme era estimado, apesar das ondas consecutivas do vírus nas mais diversas geografias.

**A imunização bem-sucedida das vacinas (especialmente junto dos grupos mais vulneráveis) está a fazer toda a diferença.** As vacinas estão a ficar disponíveis e estão a ser administradas a ritmos muito diferentes nas diversas geografias; ainda assim, a velocidade e a grande variedade de vacinas eficazes constitui um triunfo ímpar.

**O Reino Unido e os EUA foram os países onde se verificaram os maiores progressos na vacinação das suas populações em risco (mais de 65 anos de idade). Consequentemente, serão capazes de abrandar as medidas de confinamento mais cedo no segundo trimestre de 2021 e apresentar um crescimento superior este ano.** Dados da Europa revelam que a vacinação teve um arranque muito lento no início do ano. No entanto, estimamos que a vacinação irá ganhar um impulso significativo no segundo trimestre, o que permitirá uma reabertura faseada no terceiro trimestre. A vacinação tem sido muito lenta na América Latina e em vários países emergentes (com a notável exceção do Chile), sendo que daí resultarão consequências económicas. O México e o Brasil estão a ser assolados por uma nova vaga de infeções particularmente intensa; isto está a arrastar os indicadores de mobilidade no sentido descendente, sendo que a atividade económica do segundo e terceiro trimestres manter-se-á eventualmente no mesmo nível.

**Por consequência, as vacinas têm sido fundamentais e a melhor notícia desde o início do ano (juntamente com o empenho das autoridades em matéria de estímulos fiscais para apoiar as famílias e os agregados familiares ao longo deste difícil e complexo processo de normalização).**

A grande novidade em 2021 foi a elevada taxa de eficácia das vacinas que conduziu a um alívio significativo nas tensões hospitalares.

A taxa de recuperação económica de cada país encontra-se intimamente ligada à implementação do seu plano de vacinação.

## Evolução da vacinação em diversos países

Fonte: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations> e produção própria.

O objetivo de imunizar 100% da população de risco já foi atingido ou está em vias de ser atingido em muitos países.



Os diferentes pacotes de estímulos fiscais dos países que tomaram medidas sem precedentes em 2020 estão a ter um efeito significativo na velocidade e no vigor da recuperação. **Até agora, os programas têm ajudado a contrariar parte dos danos provocados pelos confinamentos.** O FMI estima que, sem essas políticas extraordinárias, o crescimento teria sido três vezes mais lento e o número de postos de trabalho perdidos teria sido muito superior.

**As medidas de desagramento fiscal dos EUA têm vindo a despertar a atenção** à medida que a nova Administração democrática implementa várias das promessas eleitorais do Presidente Biden. A 11 de março, o Senado aprovou o American Rescue Plan Act (ARPA) para disponibilizar USD 1,9 biliões (8,5% do PIB dos EUA) de apoio. O programa veio acrescentar ao plano de USD 0,9 biliões anunciado em dezembro pela Administração Trump e à Lei CARES para injetar quase USD 2,2 biliões em 2020. O Japão e o Reino Unido aprovaram igualmente programas adicionais.

No entanto, conforme indicado no gráfico abaixo, **o resultado de estímulos fiscais mais elevados e receitas fiscais mais reduzidas devido à recessão económica são défices significativos em todos os países,** especialmente em comparação com os números de um ano “normal” como 2019. Os Estados Unidos e outros países com programas de estímulo adicionais vão continuar a apresentar défices elevados, pelo menos este ano.

As estimativas consensuais em matéria de crescimento económico para este ano podem ser classificadas em dois grupos distintos. Um é o grupo de países que conseguiram satisfazer **três variáveis-chave na reabertura das suas economias:**

- **A contenção do vírus,** em que se destacaram a China e a Coreia do Sul.
- Progresso na **distribuição das vacinas e na imunização do público em geral,** particularmente significativos nos EUA, no Chile e no Reino Unido.

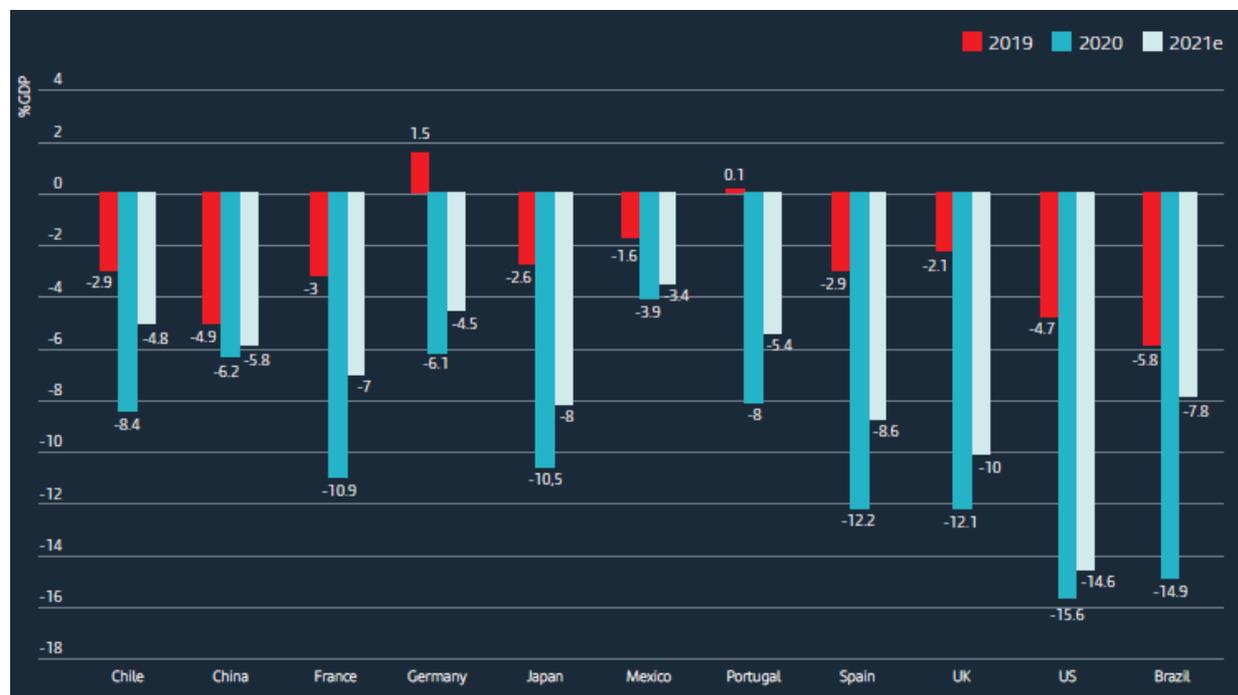
Os programas de estímulo fiscal também se demonstraram ser eficazes na imunização da economia contra os efeitos nocivos dos confinamentos

A nova Administração dos EUA já aumentou a despesa, o que constituiu um reforço da política de estímulo fiscal já em vigor

### Défice orçamental

Fonte: FMI WEO [Perspetivas Económicas Mundiais] abril de 2021 e produção própria.

Quanto maiores os estímulos fiscais, mais significativos se tornam os aumentos do défice





Para além dos fatores elencados acima, que abordam os efeitos negativos da pandemia, o crescimento extraordinário esperado este ano é devido em grande parte ao efeito de base, em contraste com a queda verificada no ano anterior. Não só é fundamental uma forte taxa de crescimento, como também **é crucial ter em conta o momento em que se estima que as economias venham a regressar aos seus níveis pré-pandemia**. Sendo o primeiro país a ser atingido pela pandemia, a China foi também o primeiro a regressar aos números anteriores à crise. Dito isto, ainda não se assistiu a uma recuperação completa do consumo que parece estar atrás de outras componentes da economia, tais como o investimento que, em grande medida, pode ser gerido pelo governo.

Países como o Chile, ou os EUA, atingirão esses níveis no primeiro semestre de 2021, enquanto outros países deverão fazê-lo só na segunda metade deste ano. O cenário mais otimista para países como Espanha, Portugal e México será um regresso aos níveis do final do ano de 2019, no final de 2022. **Durante 2020, houve um intenso debate sobre a forma da recuperação e se esta se assemelharia a um “V”, um “U” ou um “L”. No final, a recuperação global parece assemelhar-se mais a um “V”, dada a rapidez com que ocorreu nas principais economias (China e Estados Unidos).**

**O FMI, nas suas Perspetivas Económicas Mundiais, publicadas em abril de 2021, fez uma revisão da sua estimativa de crescimento para este ano em mais 0,8% para 6,0% e de mais 0,2% para 2022. A OCDE, nas suas Perspetivas Económicas da OCDE, no Relatório Intercalar de março de 2021, aumentou a sua previsão de crescimento global em mais 1% para 5,6%. Estes são os valores de crescimento anual da economia global mais elevados verificados - pelo menos - nos últimos quarenta anos. Dito isto, persistem diferenças acentuadas entre os países. Graças a uma resposta política sem precedentes, é provável que as cicatrizes deixadas pela recessão da COVID-19 sejam menores do que as da crise financeira global de 2008. A nossa narrativa macroeconómica central está a ser impulsionada por uma melhoria na situação pandémica e pela conseqüente normalização da atividade económica, estribada em políticas monetárias e fiscais muito flexíveis. Estas dão, por seu lado, aso à esperança de uma recuperação económica ordenada.**

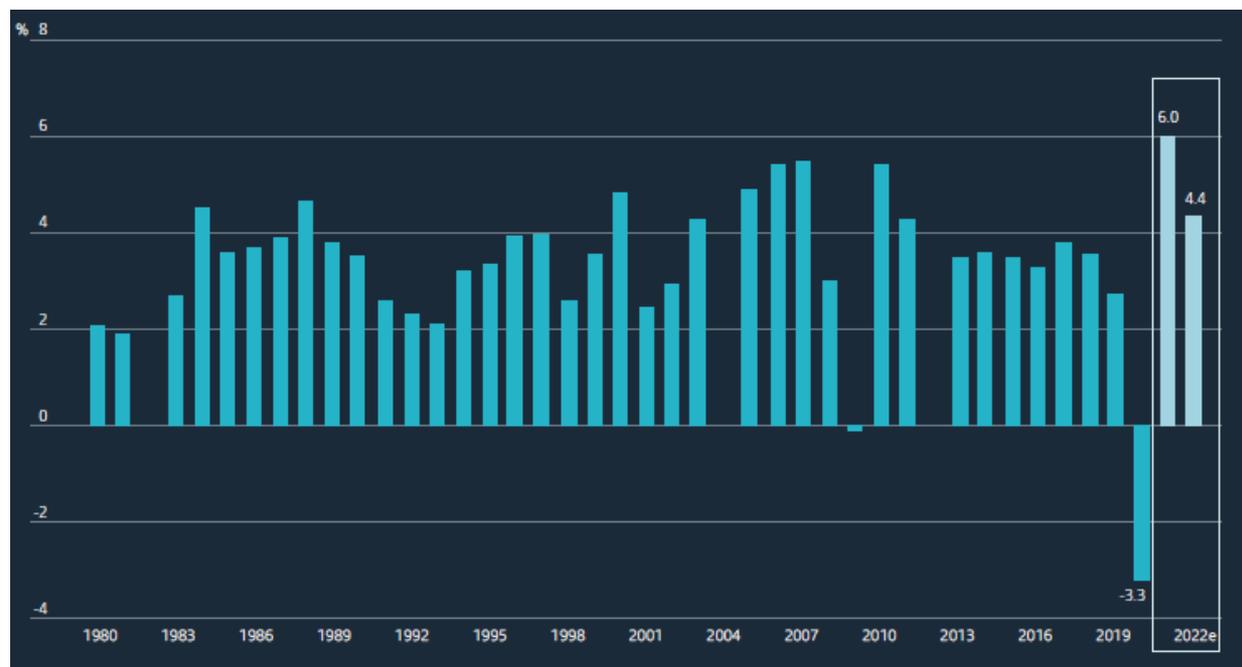
Uma elevada convicção em matéria de recuperação económica. O crescimento é apoiado por indicadores sólidos de confiança empresarial e mais de 3 mil milhões de dólares em poupanças dos consumidores.

Os níveis de crescimento previstos para 2021 são os mais elevados para a economia mundial desde que o FMI começou a publicar séries em 1980.

## Crescimento do PIB mundial

Fonte: FMI.

O crescimento previsto para 2021 é o mais elevado em pelo menos 40 anos.



## 02 Os mercados estão a considerar os níveis das taxas de juro.

O presente ciclo de recuperação económica apresenta uma diferença acentuada em relação aos ciclos tradicionais, na medida em que se encontra enraizado numa crise sanitária (em oposição a desequilíbrios financeiros ou macroeconómicos) e na dimensão dos pacotes de estímulo. É por este motivo que a **recuperação será mais rápida do que nos ciclos anteriores**, e os serviços irão provavelmente recuperar com a mesma intensidade que a produção fabril, assim que a imunização seja alcançada. Isto tem sido evidente no desempenho económico da China, enquanto se estima que, no segundo trimestre, venha a ocorrer uma mudança semelhante nos EUA. O consumo nos EUA está a aumentar devido ao amortecedor financeiro que os agregados familiares foram construindo através da poupança, seja gastando menos devido às restrições em termos de movimentação, seja devido ao desagravamento fiscal direto oferecido pelo Tesouro.

Os peritos económicos estão a ponderar de que modo esta procura acumulada irá afetar a inflação logo que as restrições sejam levantadas. Os valores da inflação para os próximos meses irão refletir um aumento sazonal significativo devido ao efeito de base resultante da comparação com os dados desanimadores do segundo trimestre de 2020 e o aumento de preços das matérias-primas e do petróleo.

A preocupação com a flutuação dos preços no futuro causou uma mudança radical nas previsões de inflação implícita nos mercados de obrigações (a chamada inflação implícita). Esta contração tem sido particularmente importante nas economias desenvolvidas, onde as campanhas de vacinação estão a avançar mais rapidamente. Conforme indicado no gráfico abaixo, nos EUA a **subida das previsões de inflação é acompanhada por um aumento das taxas de juro nominais a longo prazo**. Vemos recuperação económica - taxas e rendibilidades mais elevadas - como positiva, em equilíbrio. **A recuperação económica é desejável desde que reflita expectativas de crescimento e receitas mais elevadas (implicando taxas de juro reais estáveis) em vez de apenas uma inflação mais elevada (implicando taxas reais mais elevadas).**

Na fase inicial do ciclo económico, à medida que a confiança na recuperação económica vai crescendo, os investidores começam a exigir uma maior compensação pela detenção de obrigações de longo prazo, sendo que as expectativas de inflação crescem e a inclinação da curva de rendimentos aumenta

A Reserva Federal assegurou aos investidores que as condições prévias para um aumento das taxas de juro - pleno emprego, inflação moderadamente acima dos 2% durante algum tempo - estão longe de estar reunidas

### Os Mercados de Rendimento Fixo iniciam um processo de “normalização”

Fonte: Bloomberg e produção própria.

O alívio resultante da retoma traduz-se em recuperação económica e em alguma tensão monetária



Apesar de o aumento da inflação no curto prazo ser evidente, acreditamos que se trata de uma situação pontual, sendo uma mudança dramática no equilíbrio dos níveis de preços pouco provável. **As novas previsões de inflação baseiam-se numa melhoria das perspetivas macroeconómicas**, no aumento dos preços das matérias-primas e escassez na oferta da indústria transformadora. À medida que e quando o crescimento regressar ao normal, esperamos ver as previsões estabilizarem nos 2,5% (o valor mais alto dos últimos 25 anos). No gráfico apresentado a seguir podemos ver como as expectativas de inflação a médio prazo (implícita) a médio prazo levam os investidores a exigir um prémio temporário, aumentando assim as rendibilidades da dívida de longo prazo em relação à dívida de curto prazo (a inclinação). É o caso dos EUA, onde a inclinação se acentuou face à melhoria das perspetivas económicas, e a inflação implícita reagiu em conformidade.

No caso do Brasil, pelo contrário, existem pressões inflacionistas reais que forçaram o banco central a aumentar as taxas apesar de uma recuperação económica frágil e de um processo de vacinação questionável.

Alguns peritos económicos expressaram a sua inquietação relativamente ao apoio fiscal excessivo nos EUA, que poderia provocar um sobreaquecimento da economia e inflação. Acreditamos que o risco é baixo, na medida em que o **emprego nos EUA ainda se encontra longe das médias das décadas anteriores**, pelo que não há aqui um estrangulamento (exceto em setores especializados como a produção de semicondutores) que esteja a causar pressões inflacionistas nas economias desenvolvidas. Excesso de capacidade, diferenciais de produção, melhoria dos fluxos comerciais e da concorrência internacional são todos fatores deflacionários que deixam a inflação abaixo dos objetivos dos banqueiros centrais. **Esperamos que a inflação estabilize após o Verão** e que no final do ano atinja um valor próximo dos 2%, nos EUA, e de 1% na Zona Euro. Assim, para a inflação subir perigosamente acima do objetivo da Reserva Federal, os EUA teriam muito provavelmente de assistir a um diferencial de produção persistentemente forte e positivo, e/ou a uma grande mudança ascendente em matéria de expectativas entre consumidores e empresas.

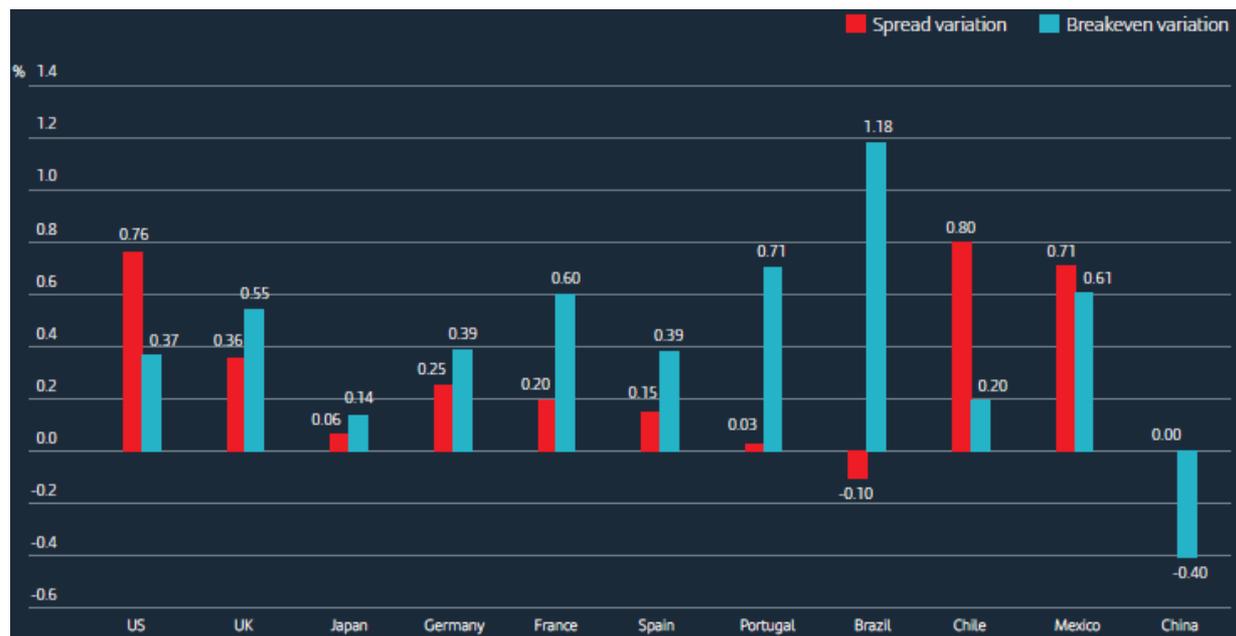
A subida da inflação é circunstancial e irá estabilizar-se até ao final do ano

A capacidade não utilizada nos EUA e na Zona Euro é vasta e os bancos centrais expressaram o seu desejo de dar prioridade ao pleno emprego em detrimento da estabilidade de preços

### Varição da inflação implícita vs. variação do spread US 10-2 Anos (pb)

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Os investimentos de rendimento fixo enfrentam dois ventos contrários: aumento das taxas e inflação



\* França, Portugal, México e China: inflação homóloga

As autoridades monetárias do G4 (Reserva Federal, Banco Central Europeu, Banco de Inglaterra e Banco do Japão) reafirmaram os seus compromissos de manter as taxas de juro baixas até a recuperação estar completa. O Presidente da Reserva Federal, Jerome Powell, e o Comité Federal de Mercado Aberto (FOMC) deixaram claro, na sua reunião de março, que a subida das taxas de juro seria adiada até 2023. O gráfico abaixo mostra a variação nas previsões médias dos membros da Reserva Federal entre as reuniões de dezembro de 2020 e de março de 2021. Podemos constatar como a Reserva Federal encara uma mudança no sentido de um crescimento económico muito mais forte em 2021, com o conseqüente impulso no emprego e uma subida moderada da inflação. No entanto, os mercados pintam um quadro diferente em matéria de taxas de juro oficiais e começam a questionar a paciência da Reserva Federal com o aumento das taxas de curto prazo. **Os mercados de futuros começarão a descontar subidas graduais até ao final de dezembro de 2022 e colocam as taxas da Reserva Federal em 1,1% até ao final do ano 2023, o que não está em linha com a orientação da Reserva Federal.**

A Reserva Federal conseguiu algum espaço de manobra ao insistir que a inflação que acompanhará a reabertura nos próximos meses é suscetível de se revelar transitória.

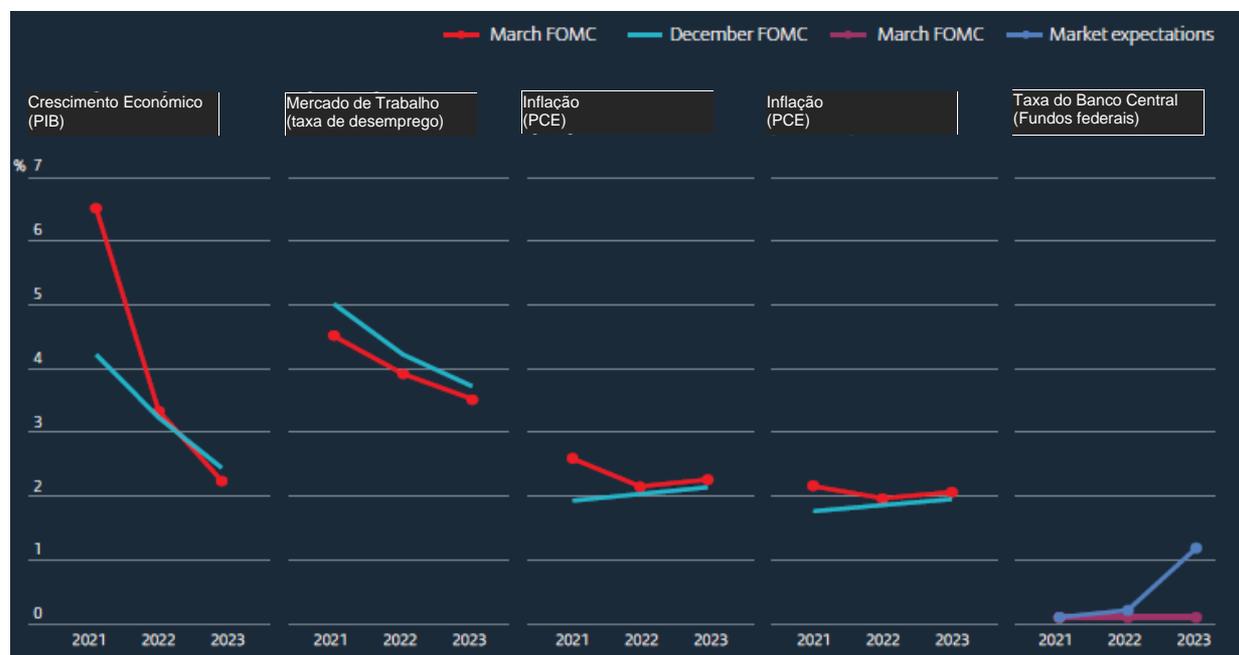
A ata da reunião da Reserva Federal e as declarações dos seus líderes tranquilizaram o mercado nas últimas semanas, com a confirmação de que ainda é demasiado cedo para se pensar numa subida sustentada da inflação, para não mencionar o seu firme compromisso de manter condições monetárias expansivas até o emprego recuperar totalmente do choque da pandemia. Embora o desemprego tenha baixado para os 6%, continua a estar 2,5% acima dos níveis pré-covid, com especial impacto na mão-de-obra não qualificada. A criação média de emprego no primeiro trimestre nos EUA foi ligeiramente superior a 500.000, o que significa que, com um crescimento semelhante, seriam necessários **pelo menos seis trimestres para recuperar os 9,5 milhões de empregos perdidos devido à crise**. A Reserva Federal tem pela frente uma tarefa complicada quando pretende adiar as subidas de taxas no cenário económico positivo por si previsto. Nos próximos 6 a 12 meses, é com base numa perspetiva relativamente sanguínea sobre a inflação que é suportada uma visão de ações em alta e uma condição de sobre-exposição em relação às ações dentro de uma carteira multi-ativos. Embora seja provável que a Reserva Federal venha a adotar uma posição mais agressiva em comparação com as suas atuais projeções, é altamente improvável que adote uma postura significativamente mais agressiva do que as atuais expectativas do mercado, salvo se o crescimento económico e a recuperação no mercado de trabalho forem muito mais fortes do que a Reserva Federal ou o mercado estejam a projetar.

A Reserva Federal deve abordar a forma de comunicar ao mercado a redução das medidas de QE [restritividade quantitativa] no final do ano 2021, bem como o calendário da primeira subida no segundo semestre de 2022

### Projeções Económicas de março da FOMC

Fonte: Reserva Federal e produção própria.

Os mercados estão a fixar os preços com base em aumentos de taxas em 2022. A Reserva Federal ainda não o faz.



A médio prazo, **não prevemos que a inflação nas economias desenvolvidas atinja os níveis de 1970 porque o mercado de trabalho e o diferencial de produção ainda se encontram muito longe do seu máximo.** Uma inflação persistentemente elevada é pouco provável caso a economia tenha ao seu dispor capacidade não utilizada. Por enquanto, as nossas perspetivas apontam no sentido de uma recuperação significativa da inflação este ano, talvez para níveis acima do objetivo, mesmo sem ter em conta os efeitos transitórios da cadeia de abastecimento, mas provavelmente não para níveis considerados “fora de controlo” pelos investidores.”

**A situação na América Latina e em países emergentes** como a Turquia é mais complexa em termos de um maior rigor na política monetária. No Brasil, a subida dos preços do petróleo e a depreciação da moeda estão a empurrar a inflação em sentido ascendente. A tendência ascendente das taxas de juro nesses países causa alguma preocupação devido ao impacto que pode ter no custo de financiamento de uma vasta dívida pública. A recente descida da notação do Chile (AA- para A+) pela S&P e uma mudança nas perspetivas para a Colômbia (pondo em risco a notação de investimento) fazem sobressair o impacto negativo nas finanças públicas..

Continuamos a considerar a manutenção das taxas de juro da zona Euro e dos EUA em níveis mínimos nos próximos meses, bem como um agravamento moderado da inclinação das curvas e das expectativas de inflação, à medida que as rendibilidades das obrigações e as estimativas de crescimento vão aumentando em simultâneo. No atual ambiente de recuperação económica, a melhor estratégia para as carteiras de rendimento fixo continua a ser uma sobre-exposição aos ativos de baixa duração, maximizando a exposição ao crédito em que o spread constitua uma parte substancial do rendimento.

**Consideramos típica a normalização das taxas de juro, na sequência de uma melhoria generalizada das previsões de crescimento para os Estados Unidos e a nível global.** Dado o excesso de capacidade não utilizada na economia, o impacto da subida da inflação poderá ser apenas temporário. As autoridades monetárias terão de ter muito cuidado com os seus anúncios no sentido de o mercado se poder aperceber de que a retirada dos estímulos e o aumento das taxas de juro constituem uma parte normal da maturidade do ciclo económico.

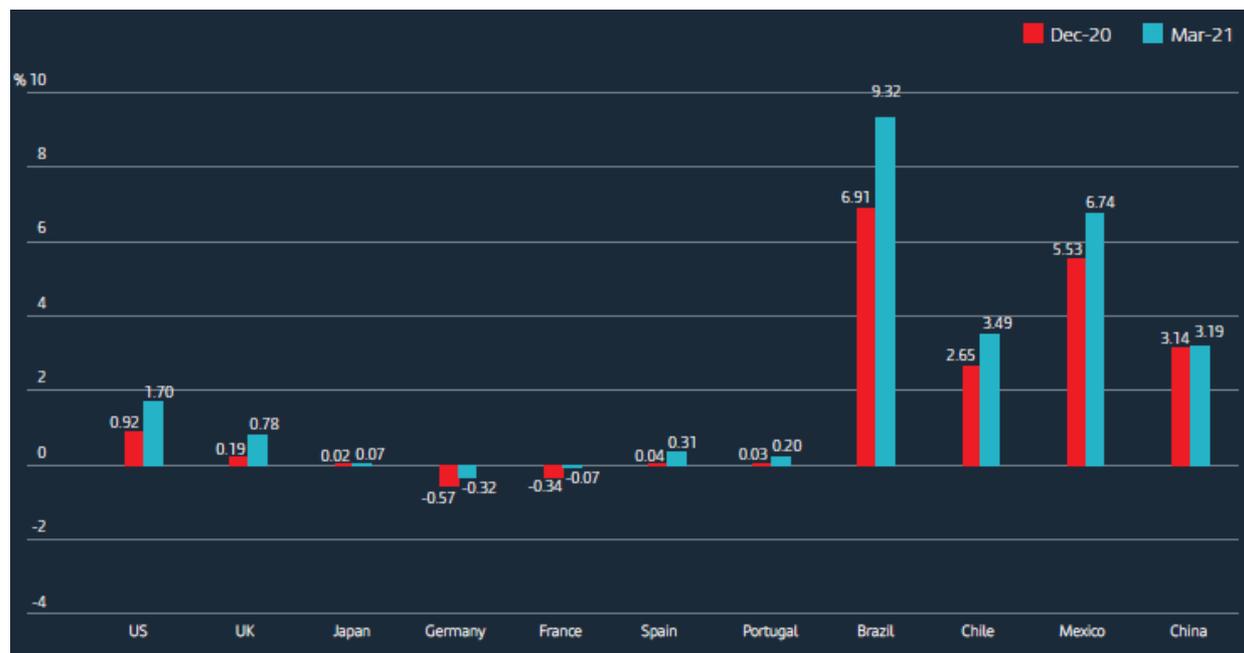
Os bancos centrais dos países emergentes têm menos margem de manobra para adiarem os aumentos das taxas de juro face às subidas da inflação.

O pressuposto de que as condições financeiras continuam a ser pouco exigentes está a manter os preços dos ativos em todo o mundo

### Taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Os aumentos das taxas de juro nas economias emergentes são mais preocupantes.



## 03 Rotação cíclica e recuperação económica

As tendências de mercado no final de 2020 e no primeiro trimestre de 2021 têm sido um exemplo clássico de recuperação pós-crise. Na secção anterior mencionámos que as taxas de juro de longo prazo registaram um aumento na medida em que os intervenientes no mercado pensam agora que o período em que as taxas dos Bancos Centrais permanecerão baixas será mais curto do que o anteriormente esperado. **As boas notícias em matéria de recuperação económica são más notícias para os detentores de títulos de rendimento fixo de longo prazo, devido à correlação inversa entre taxas mais elevadas e os preços das obrigações.** O gráfico abaixo mostra que os preços das obrigações de muito longo prazo (por exemplo, Títulos do Tesouro dos EUA ETF a +20 anos) caíram mais de 13% no primeiro trimestre, uma das correções mais significativas da história. Os índices de obrigações mais amplos (que incluem obrigações do Tesouro e obrigações de empresas a mais curto prazo) também caíram a pique. Por exemplo, o Índice Bloomberg Barclays US Aggregate Bond caiu 3,4% no trimestre. As descidas dos índices de obrigações na zona Euro foram menores devido a uma curva ligeiramente mais plana e a uma reação positiva do mercado ao novo governo de Mario Draghi em Itália.

**Consideramos que a manutenção nos próximos meses de uma exposição menor ao rendimento fixo a longo prazo será preferível, no pressuposto de que as rendibilidades continuarão a subir no final longo da curva.** Em termos históricos, tem sido melhor manter o rendimento fixo em situações de recuperação pós-crise em instrumentos mais pro-cíclicos e mais risco de crédito. Um posicionamento cauteloso no que diz respeito ao risco de duração é garantido com uma maior dependência do crédito. As taxas de rendibilidade a longo prazo vão enfrentar primeiro uma pressão ascendente devido a um forte crescimento, e mais tarde devido a uma inflação mais elevada. Por conseguinte, continuamos a recomendar a diversificação em obrigações de alta rendibilidade (com notação abaixo de grau de investimento). No primeiro trimestre de 2021, foram o único instrumento de rendimento fixo com rendibilidades positivas e pensamos que, com mais sinais de reativação económica e menos encerramentos de empresas, esta situação se poderá manter. Nos próximos meses, a manutenção de dívida de mercados emergentes pode também ser vista como uma oportunidade, à medida que a vacinação for progredindo e as tensões monetárias diminuam na Turquia, Brasil e noutros países.

Continuamos cautelosos em relação às obrigações de dívida pública, à luz dos ajustamentos estruturais para uma inflação mais elevada, crescimento e uma diminuição dos apoios na compra de obrigações do banco central.

A procura de ativos ligados à recuperação do ciclo continua a impulsionar o investimento em títulos relacionados com o crédito, especialmente com rendibilidades elevadas

### Os preços das obrigações a longo prazo foram sujeitos a uma forte correção

Fonte: Bloomberg (NAV ETF iShares Treasury 20+ Year ETF - TLT). A partir de 19/03/2021.

Um trimestre a esquecer para os investidores de obrigações de longo prazo



As carteiras de investimento devem ponderar igualmente os benefícios de deter mais ações globais do que obrigações. **Continuamos a considerar as ações mais atrativas, apesar de o seu desempenho superior no trimestre** (o índice MSCI World subiu 5%). Em Março, os mercados bolsistas apresentaram uma maior volatilidade à medida que muitos investidores punham em causa se os **ganhos decorriam de taxas de juro mais baixas**. Embora a situação atual em nada se assemelhe às recuperações e à inflação do passado, mantemos que a subida das taxas de juro no início do ciclo e uma recuperação económica robusta e os lucros das empresas são adequados para o investimento em ações. A confiança na recuperação está a crescer em todo o mundo e os mercados estão já a fixar os preços da economia pós-pandemia. Mesmo que a inflação esteja a dar sinais de normalização e a rendibilidade das obrigações esteja a aumentar, isto não deve constituir ameaça para os mercados de ações. As taxas de rendibilidade crescentes são uma parte normal da recuperação, desde que não se verifique um agravamento significativo das condições financeiras que possa prejudicar a restabelecimento económico. O recente apoio à rendibilidade das obrigações a longo prazo poderá originar alguma desestabilização nas ações no curto prazo. Contudo, enquanto a subida das rendibilidades das obrigações não for suficiente para desencadear uma recessão, acreditamos que as ações irão ultrapassar o efeito de rendibilidades mais elevadas.

As ações são os títulos com o melhor desempenho durante as recuperações económicas, mas as taxas de juro crescentes e a flexibilização da política monetária vão significar uma maior volatilidade.

O quadro seguinte apresenta uma análise cronológica do comportamento das ações quando ocorrem subidas das taxas de juro de longo prazo nos EUA. Em geral, **as ações dos EUA subiram (ganhos médios de 20,9% com as taxas de juro mais elevadas e 7,4% nos 12 meses seguintes) sempre que as taxas de juro subiram mais de 100 pontos base**. As exceções ficaram a dever-se a picos no ciclo e a taxas de juro elevadas (no início dos anos 2000) ou a recuperações fracas de crises económicas (final de 2001). Estamos fortemente convencidos de que a economia evitará uma surpresa negativa nos próximos doze meses, graças ao sucesso do esforço de vacinação e às medidas tomadas para limitar os incumprimentos por parte das famílias e empresas.

A história prova que os índices de ações podem ter retornos positivos se as taxas de juro subirem, caso as taxas ainda estejam baixas e o ciclo de recuperação não tenha atingido a maturidade

## Desempenho da Bolsa de Valores dos EUA (S&P 500) em períodos de aumento das rendibilidades a 10 anos nos EUA

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Os períodos de aumento da rendibilidade têm em geral beneficiado o mercado bolsista

Períodos em que as taxas de juro das Obrigações do Tesouro dos EUA a 10 anos subiram							
Data de Início		Data de termo			Desempenho do mercado de ações		
Data	Nível inicial	Data	Nível no final do período	Nível mais elevado das taxas	Recuperação máxima (pontos base)	Nesse período	Próximos 12 meses
set-86	7,08%	out-87	10,13%	10,23%		14%	-2%
out-93	5,24%	nov-94	8,01%	8,03%	260	-1%	29%
jan-96	5,53%	jun-96	7,06%	7,06%	154	9%	32%
out-98	4,20%	jan-00	6,75%	6,75%	213	48%	-7%
nov-01	-4,29%	abr-02	5,43%	5,43%	125	3%	-25%
jun-03	3,17%	jun-06	5,23%	5,23%	174	24%	19%
dez-08	3,21%	abr-10	3,99%	3,99%	189	31%	12%
out-10	2,39%	fev-11	3,74%	3,74%	135	14%	2%
jul-12	1,44%	jan-14	3,03%	3,03%	141	36%	11%

jul-16	1,43%	out-18	3,23%	3,23%	127	35%	2%
ago-20	0,55 %	mar-21	1,72%	1,72%	112	18%	
<b>Média</b>					<b>163,°</b>	<b>20,9%</b>	<b>7,4%</b>

De acordo com o gráfico abaixo relativo a taxas de juro de muito longo prazo em Notas do Tesouro dos EUA a 10 anos, **as taxas têm vindo a subir muito moderadamente e ainda estão demasiado baixas para prejudicarem a economia**. O gráfico também mostra os retornos dos índices de ações a cada desvio ascendente (vermelho) e descendente das taxas de juro. Os retornos **médios dos índices de ações quando as taxas de juro sobem (+20,9%) são muito mais elevados do que quando descem (+3,4%)**. Isto não é surpreendente, uma vez que as taxas de juro normalmente têm subidas em flecha e tendem a cair antes das crises económicas ou recessões esperadas.

Os mercados continuam a beneficiar de excelentes condições monetárias, e o aumento da poupança das famílias, o estímulo fiscal e a vacinação parecem estar a apoiar substancialmente a recuperação económica. A Reserva Federal quer manter as condições monetárias dos EUA acomodaticias, com taxas próximas de zero, em antecipação de uma ampla recuperação económica. Caso as taxas continuem a subir moderadamente (abaixo de 2,5% para as taxas de juro de longo prazo), a Reserva Federal não aumente as taxas e as previsões de inflação permaneçam abaixo dos 3%, consideramos que os mercados de ações poderão absorver o impacto de uma política monetária mais restritiva. **As ações continuam a ser mais atrativas do que as obrigações e são apoiadas pela confiança empresarial, o crescimento dos ganhos e a vontade aquisitiva dos investidores**. As previsões de ganhos globais apontam no sentido de um crescimento de quase 20% nos próximos 12 meses e os analistas ainda estão a rever as previsões, mas a chave é saber se o mercado de ações está a antecipar todo o crescimento dos ganhos.

Os preços das ações das empresas de elevado crescimento são mais sensíveis ao aumento das taxas de juro, o que explica em parte o seu fraco desempenho nos índices gerais. As dúvidas sobre a regulamentação das empresas tecnológicas chinesas e os aumentos de impostos da Administração Biden para pagar o aumento da despesa com infraestruturas também tiveram um efeito negativo.

As taxas de juro ainda estão muito baixas, e ainda estamos longe dos níveis críticos que poderiam prejudicar o valor das ações

Os argumentos a favor de uma sobre-exposição às ações não são tão claros como há alguns meses atrás, mas a falta de alternativas em matéria de rendimento fixo e de crescimento sólido dos rendimentos continua a favorecer as ações

### Desempenho da Bolsa de Valores dos EUA (S&P 500) em períodos de aumento e diminuição das rendibilidades das obrigações (Obrigações do Tesouro a 10 anos) nos EUA

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Os períodos em que as rendibilidades a longo prazo aumentam ocorrem normalmente quando o crescimento do PIB é positivo e forte e os mercados bolsistas estão em alta



Os índices bolsistas mundiais tiveram um bom desempenho mas tiveram variações significativas entre indústrias e regiões. Verificou-se, em particular, uma **intensa rotação para títulos mais sensíveis ao ciclo (identificados com a “normalização” ou o “regresso ao trabalho”) que sofreram um duro golpe durante os confinamentos**. Os gráficos abaixo apresentam as indústrias com melhor desempenho até agora em 2021 (energia e finanças), cujo desempenho foi precisamente o pior em 2020. Por outro lado, as indústrias que tiveram o melhor desempenho durante os confinamentos, apoiadas na digitalização (tecnologia) e no aumento das despesas com a saúde (produtos farmacêuticos), tiveram um mau desempenho este ano. Os índices que mais ganharam com a recuperação são os que apresentam sobre-exposição às indústrias cíclicas, empresas de pequena capitalização e valor: Dow Jones Industrial (+8,3%), EuroStoxx 50 (+10,8%) e Russell 2000 (+12,7%).

A rotação no sentido das indústrias mais afetadas pelo encerramento de empresas devido à pandemia foi uma recomendação chave no nosso documento de estratégia de investimento para 2021, e sentimos que pode continuar a ser vantajosa no resto do ano. A volatilidade do mercado apresenta oportunidades de desenvolvimento com base neste posicionamento pró-cíclico, desde que a fonte de más notícias sejam rendibilidades mais elevadas em resultado de um melhor ambiente macroeconómico. Muitos dos valores mobiliários de primeira categoria (“blue chips”) estão a seguir significativamente, a partir de 2020, os títulos cíclicos, na medida em que, apesar de não existir qualquer diferencial no crescimento económico este ano, ainda apresentam um diferencial significativo em termos de valorização. Estamos convictos que o investimento em ações, particularmente nas indústrias cíclicas e com perspectivas positivas, e a **diversificação em tendências inovadoras** (Riqueza Futura) podem continuar a proporcionar retornos atrativos nos próximos trimestres.

Ainda assim, é importante estarmos bem atentos à forma como o mercado se irá comportar num futuro não tão distante, sem o apoio de quaisquer estímulos fiscais e monetários. As características do ciclo em que nos encontramos são muito diferentes das que experimentamos nas últimas décadas, sendo que as avaliações das ações são muito elevadas e sensíveis a mudanças nas taxas de juro e na inflação. O elevado prémio de risco das ações hoje em dia reflete em grande parte o nível excepcionalmente baixo das rendibilidades das obrigações. Se as rendibilidades das obrigações subirem, o prémio de risco das ações diminuirá. Não obstante pensarmos que as rendibilidades das obrigações irão aumentar mais do que o esperado no longo prazo, é provável que a progressão no caminho para rendibilidades mais elevadas seja lenta. O mercado em alta de valores mobiliários terminará quando os bancos centrais começarem a preocupar-se com o aumento da inflação ou quando a recuperação perder o seu fôlego, as condições financeiras piorarem ou a recuperação económica perder a sua dinâmica.

O ciclo do mercado está a progredir mais rapidamente do que o ciclo da recuperação económica devido ao enorme pacote de estímulos

Apesar de os ativos de risco continuarem a beneficiar dos ventos favoráveis da recuperação económica, à luz de um cenário tão invulgar, recomendamos um elevado grau de diversificação (inovação, mercados privados, ouro, alternativas, etc.)

### S&P 500 - Rendimentos de setores selecionados em 2020 e 2021

Fonte: Bloomberg e produção própria.

A reabertura económica conduziu a uma rotação para setores que tiveram um fraco desempenho em 2020 (Energia e Finanças)



# Anexo

## Rendimentos da principal classe de ativos nos últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg e Santander.

	Rendimentos					Rendimentos anuais				
	jan-21	fev-21	mar-21	1.º Trim.	Varição	2019	2020	3 anos	5 anos	10 anos
<b>Curto prazo (USD) <sup>(1)</sup></b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	2,2 %	0,4%	1,4%	1,2%	0,6%
<b>Curto prazo (EUR) <sup>(2)</sup></b>	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,1%
<b>Rendimento fixo global <sup>(3)</sup></b>	-0,9%	-1,7%	-1,9%	-4,5%	4,7%	6,8%	9,2%	2,8%	2,7%	2,3%
<b>Rendimento fixo (USD) <sup>(4)</sup></b>	-0,7%	-1,4%	-1,2%	-3,4%	0,7%	8,7%	7,5%	4,7%	3,1%	3,4%
Dívida Soberana (USD) <sup>(5)</sup>	-0,2%	-0,8%	-0,7%	-1,8%	-1,3%	5,2%	5,8%	3,8%	2,1%	2,3%
Empresas (USD) <sup>(6)</sup>	-1,3%	-1,7%	-1,7%	-4,6%	8,7%	14,5%	9,9%	6,2%	4,9%	5,0 %
Alto Rendimento (USD) <sup>(7)</sup>	0,3%	0,4%	0,1%	0,8%	23,7%	14,3%	7,1%	6,8%	8,1%	6,5%
<b>Rendimento fixo (EUR) <sup>(8)</sup></b>	-0,5%	-1,6%	0,1%	-1,9%	3,2%	6,0%	4,0%	2,5%	1,9 %	4,1%
Dívida Soberana (EUR) <sup>(9)</sup>	-0,6%	-1,9%	0,1%	-2,3%	2,2 %	6,8%	5,0 %	2,9%	2,0%	4,6 %
Empresas (EUR) <sup>(10)</sup>	-0,1%	-0,8%	0,2%	-0,7%	8,8%	6,2%	2,8%	2,4%	2,3%	3,9%
Alto Rendimento (EUR) <sup>(11)</sup>	0,6%	0,8%	0,7%	2,1%	22,4%	12,3%	1,8%	4,1%	4,9%	6,4%
<b>Rendimento Fixo Global Mercados Emergentes (USD) <sup>(12)</sup></b>	-0,8%	-1,4%	-1,3%	-3,5%	13,6%	13,1%	6,5%	4,8%	5,2%	5,4%
AmLat (USD) <sup>(13)</sup>	-2,3%	-2,2%	-1,3%	-5,7%	17,0%	12,3%	4,5 %	2,3%	5,0 %	4,8%
<b>MSCI Global (USD)</b>	-1,1%	2,5%	3,1%	4,5 %	51,8%	25,2%	14,1%	10,8%	11,4%	7,7%
MSCI EUA (USD)	-1,0%	2,5%	3,6%	5,1%	56,7%	29,1%	19,2%	15,3%	14,4%	11,7%
MSCI Europa (EUR)	-0,8%	2,4%	6,1%	7,8%	32,6%	22,2%	-5,4%	4,4%	4,9%	3,9%
MSCI Ásia Pac. Ex Japão (USD)	4,0%	1,2%	-2,7%	2,5%	54,2%	15,4%	22,5%	6,4%	11,5%	4,1%
MSCI América Latina (USD)	-6,8%	-3,1%	4,0%	-6,1%	46,0%	13,7%	-16,0%	-8,8%	1,3%	-6,9%

<sup>(1)</sup> Índice Barclays Benchmark Overnight USD Cash; <sup>(2)</sup> Índice Barclays Benchmark 3mEUR Cash; <sup>(3)</sup> Índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return - Value Unhedged; <sup>(4)</sup> Índice Bloomberg Barclays US Agg Total Return - Value Unhedged USD; <sup>(5)</sup> Índice Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR - Value Unhedged U; <sup>(6)</sup> Índice Bloomberg Barclays US Corporate Total Return - Value Unhedged USD;

<sup>(7)</sup> Índice Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return - Value Unhedged USD; <sup>(8)</sup> Índice Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return - Value Unhedged EUR; <sup>(9)</sup> Índice Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return - Value Unhedged EUR; <sup>(10)</sup> Índice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return - Value Unhedged EU; <sup>(11)</sup> Índice Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR - Value Unhedged; <sup>(12)</sup> Índice Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return - Value Unhedged; <sup>(13)</sup> Índice Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return - Value Unhedged USD

## Ações

Fonte: Bloomberg e Santander

		Último preço	Últimos 10 anos			Rendimento			Rendimento anual				
			12 meses	Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	1.º Trim. 21	Varição homóloga	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500		1,131			3,973	4.2%	5.8%	16.3%	51.3%	14.6%	14.0%	11.6%
	DOW JONES INDUS.		10,913			32,982	6.6%	7.8%	7.2%	50.5%	11.0%	13.2%	10.3%
	NASDAQ		2,415			13,247	0.4%	2.8%	43.6%	72.0%	23.3%	22.2%	16.9%
Europa	Stoxx 50		2,160			3,444	6.4%	6.9%	-8.7%	21.7%	3.9%	3.3%	2.6%
	Zona Euro (EuroStoxx)		2,119			3,919	7.8%	10.3%	-5.1%	40.6%	5.2%	5.2%	3.0%
	Espanha (IBEX 35)		6,090			11,521	4.3%	6.3%	-15.5%	26.4%	-3.7%	-0.7%	-2.1%
	França (CAC 40)		2,982			6,067	6.4%	9.3%	-7.1%	38.0%	5.5%	6.4%	4.3%
	Alemanha (DAX)		5,502			15,008	8.9%	9.4%	3.5%	51.1%	7.5%	8.4%	7.9%
	Reino Unido (FTSE 100)		5,128			7,749	3.6%	3.9%	-14.3%	18.4%	-1.6%	1.6%	1.3%
	Itália (MIB)		12,874			24,649	7.9%	10.9%	-5.4%	44.6%	3.2%	6.1%	1.3%
	Portugal (PSI 20)		3,945			7,678	4.8%	0.6%	-6.1%	21.1%	-3.0%	-0.8%	-4.4%
	Suíça (SMI)		5,529			11,047	5.0%	3.2%	0.8%	18.6%	8.1%	7.1%	5.7%
	AmLat	México (MEXBOL)		33,503			51,210	6.0%	7.2%	1.2%	36.7%	0.8%	0.5%
Brasil (IBOVESPA)			40,406			110,017	6.0%	-2.0%	2.9%	59.7%	11.0%	17.9%	5.5%
Argentina (MERVAL)			2,257			54,573	-0.9%	-6.3%	22.9%	96.8%	15.5%	30.1%	30.4%
Chile (IPSA)			3,439			5,855	7.1%	17.3%	-10.5%	40.4%	-4.0%	4.4%	0.6%
Asia	Japão (NIKKEI)		8,435			29,179	0.7%	6.3%	16.0%	54.2%	10.8%	11.6%	11.6%
	Hong-Kong (HANG SENG)		17,592			32,887	-2.1%	-4.2%	-3.4%	20.2%	-1.9%	6.4%	1.9%
	Coreia do Sul (KOSPI)		1,755			3,061	1.6%	6.5%	30.8%	74.5%	7.8%	8.9%	3.8%
	Índia (Sensex)		15,455			49,509	0.8%	3.7%	15.8%	68.0%	14.5%	14.3%	9.8%
	China (CSI)		2,140			5,352	-5.4%	-3.1%	27.2%	37.0%	9.0%	9.4%	4.6%
Mundo	MSCI MUNDO		1,104			2,812	3.1%	4.5%	14.1%	51.8%	10.8%	11.2%	7.7%



## Obrigações Soberanas

Fonte: Bloomberg e Santander

	Rating (S&P)	Taxa de juro			Alteração 12 meses	10 anos			Alteração das taxas de juro (pb) 10 anos			Curva de rendibilidade 10-2 Anos
		C. Banco*	2 anos	10 anos		Últimos 10 anos	Intervalo	Elevado	Mês	1.º Trim. 21	Variação homóloga	
<b>Desenvolvidos</b>												
EUA	AA+	0.25%	0.16%	1.74%		0.53%		3.29%	34	-18	107	1.58
Alemanha	AAA	-0.50%	-0.69%	-0.29%		-0.70%		3.24%	-3	-11	18	0.40
França	AA	-0.50%	-0.66%	-0.05%		-0.40%		3.56%	-4	-16	-3	0.61
Itália	BBB	-0.50%	-0.38%	0.67%		0.54%		7.11%	-9	-74	-86	1.05
Espanha	A	-0.50%	-0.49%	0.34%		0.05%		6.86%	-9	-13	-34	0.83
Reino Unido	AA	0.10%	0.10%	0.85%		0.10%		3.43%	3	2	-49	0.74
Grécia	BB-	-0.50%	n.d.	0.87%		0.63%		34.96%	-24	-60	-81	n.d.
Portugal	BBB	-0.50%	-0.56%	0.23%		0.03%		16.40%	-9	-27	-64	0.79
Suíça	AAA	-0.75%	-0.81%	-0.30%		-1.05%		2.03%	-8	20	7	0.50
Polónia	A-	0.10%	0.04%	1.56%		1.15%		6.13%	-3	-55	-9	1.53
Japão	A+	-0.10%	-0.12%	0.10%		-0.27%		1.21%	-7	11	7	0.22
<b>Emergentes</b>												
Brasil	BB-	2.75%	6.55%	9.28%		6.49%		16.51%	-79	250	67	2.73
México	BBB	4.00%	4.91%	6.84%		4.49%		9.16%	59	-7	-28	1.93
Chile	A	0.50%	0.60%	3.49%		2.19%		4.80%	52	32	-12	2.89
Argentina	CCC+	38.00%	n.d.	n.d.		0.00%		0.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BBB-	1.75%	n.d.	6.97%		4.85%		8.98%	100	63	-146	n.d.
Turquia	B+	19.00%	18.31%	18.05%		6.21%		20.69%	508	619	493	-0.26
Rússia	BBB-	4.50%	5.63%	7.04%		5.55%		12.98%	55	-1	-61	1.41
China	A+	2.94%	2.73%	3.19%		2.51%		4.58%	-9	5	60	0.46
Índia	BBB	4.00%	4.67%	6.17%		5.84%		8.87%	-6	-39	3	1.49

## Moedas

Fonte: Bloomberg e Santander

	Último preço	Alteração 12 meses	Últimos 10 anos			Rendimento			Rendimento anual			
			Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	1.º Trim. 21	Varição homóloga	3 anos	5 anos	10 anos	
EUR/USD	1.17		1.05			1.48	-2.9%	4.6%	6.3%	-1.6%	1.0%	-6.3%
EUR/GBP	0.85		0.70			0.92	-1.8%	0.6%	-4.2%	-1.1%	2.1%	-1.2%
EUR/CHF	1.11		1.03			1.28	0.9%	2.0%	4.4%	-2.0%	0.5%	-5.6%
EUR/JPY	130		96			148	0.9%	6.6%	9.5%	-0.3%	0.7%	2.8%
EUR/PLN	4.63		3.93			4.63	2.5%	8.9%	1.7%	3.2%	2.9%	4.9%
GBP/USD	1.38		1.22			1.71	-1.1%	4.0%	11.0%	-0.6%	-1.1%	-5.1%
USD/CHF	0.94		0.79			1.03	3.9%	-2.4%	-1.8%	-0.4%	-0.5%	0.7%
USD/JPY	111		76			124	3.9%	1.9%	3.0%	1.4%	-0.3%	9.6%
USD/MXN	20.43		11.50			24.17	-2.0%	8.0%	-13.7%	4.0%	5.6%	20.0%
USD/ARS	92		4.08			92	2.4%	53.6%	42.8%	65.9%	83.9%	183.1%
USD/CLP	719		458			855	-0.9%	-4.4%	-15.9%	6.0%	2.4%	14.8%
USD/BRL	5.63		1.55			5.75	0.5%	39.8%	8.2%	19.4%	16.6%	51.9%
USD/COP	3,704		1,763			4,056	2.7%	13.0%	-8.7%	9.8%	6.9%	26.0%
USD/CNY	6.55		6.05			7.16	1.1%	-5.9%	-7.5%	1.5%	0.4%	0.0%
EUR/SEK	10.24		8.34			10.93	0.5%	-2.5%	-6.3%	-0.1%	3.4%	4.5%
EUR/NOK	10.03		7.29			11.48	-4.1%	1.9%	-12.7%	1.2%	2.0%	8.7%

## Commodities

Fonte: Bloomberg e Santander

	Última Preço	Alteração 12 meses	Últimos 10 anos			Rendimento			Rendimento anual		
			Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	1.º Trim. 21	Varição homóloga	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo bruto (Brent)	62,4		21		126	-3.1%	-6.0%	190.7%	-3.4%	18.1%	-19.3%
Petróleo bruto (W. Texas)	59,2		19		114	-3.8%	-3.1%	188.9%	-3.1%	17.2%	-18.2%
Ouro	1,714		1,060		1,971	-0.9%	12.5%	8.2%	9.0%	11.9%	6.3%
Cobre	8,786		4,561		9,830	-3.2%	42.3%	77.4%	9.4%	22.0%	-2.1%
Índice CRB	185		117		371	-2.9%	-0.4%	51.9%	-1.8%	3.3%	-20.0%
Rogers International	2,517		1,560		4,406	-2.4%	2.5%	51.0%	0.7%	8.3%	-16.3%
Soja	570		334		697	2.3%	50.4%	62.2%	11.2%	16.1%	1.0%

# "Tabela periódica" de rendimientos de ativos\*

Classe de ativo	Índice de referência	Rendimentos do Ano Civil										
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1T'21
RV EE.UU.	S&P 500 TR	38,3% Gobierno Zona Euro	28,1% Gobierno Zona Euro	54,4% RV Japón	71,3% Gobierno Zona Euro	15,4% RV Europa	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	3,3% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	10,7% RV Europa
RV Japón	Topix TR	7,6% Gobierno España	20,9% RV Japón	32,4% RV EE.UU.	61,3% Gobierno España	12,1% RV Japón	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	0,1% Gobierno Zona Euro	27,7% RV Mundial	18,3% RV Emergente	10,2% Materias Primas
RV España	Ibex35 TR	2,6% HY Global	19,3% HY Global	27,8% RV España	13,7% RV EE.UU.	1,4% RV EE.UU.	11,4% Materias Primas	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	26,8% RV Europa	15,9% RV Mundial	9,3% RV Japón
RV Emergentes	MSCI EM TR	2,1% RV EE.UU.	18,2% RV Emergente	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	-0,1% Liquidez	11,2% RV Emergente	21,8% RV EE.UU.	-1,5% IG Europa	18,4% RV Emergente	8,0% HY Global	6,7% RV España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	2,0% IG Europa	18,1% RV Europa	21,1% Gobierno España	8,6% RV España	-0,5% IG Europa	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	6,2% RV EE.UU.
Materias Primas	Commodity RB TR	0,9% Liquidez	16,0% RV EE.UU.	20,8% RV Europa	8,3% IG Europa	-0,8% RV Mundial	6,6% Gobierno Zona Euro	10,6% RV Europa	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	6,4% Gobierno Zona Euro	4,9% RV Mundial
RV Mundial	MSCI World TR	-5,5% RV Mundial	15,8% RV Mundial	8,0% HY Global	7,2% RV Europa	-3,6% RV España	5,7% Gobierno España	10,2% HY Global	-8,7% RV Mundial	12,6% HY Global	4,4% Gobierno España	2,3% RV Emergente
IG Europa	ERLO TR	-7,8% RV España	13,2% IG Europa	2,4% IG Europa	4,9% RV Mundial	-4,2% HY Global	4,8% IG Europa	1,9% IG Europa	-10,8% RV Europa	10,1% Gobierno España	2,7% IG Europa	-0,1% HY Global
Liquidez EUR	Eonia TR	-8,6% RV Europa	2,8% RV España	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Gobierno España	2,6% RV España	1,7% Gobierno España	-11,5% RV España	8,1% Gobierno Zona Euro	-0,5% Liquidez	-0,1% Liquidez
HY Global	HW00 TR	-13,4% Materias Primas	0,2% Liquidez	-2,6% RV Emergente	-0,1% HY Global	-14,9% RV Emergente	1,7% RV Europa	0,7% Materias Primas	-13,0% Materias Primas	6,2% IG Europa	-3,2% RV Europa	-0,7% IG Europa
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	-17,0% RV Japón	-1,1% Materias Primas	-9,6% Materias Primas	-2,2% RV Emergente	-16,3% Gobierno Zona Euro	0,6% RV Japón	-0,2% Gobierno Zona Euro	-14,6% RV Emergente	5,4% Materias Primas	-9,3% Materias Primas	-1,8% Gobierno España
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-18,4% RV Emergente	-3,8% Gobierno España	-46,6% Gobierno Zona Euro	-17,0% Materias Primas	-22,3% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-12,7% RV España	-6,9% Gobierno Zona Euro

+ ↑ Rentabilidad ↓

\*Datos a 31 de marzo de 2021.

Índices de rentabilidad total, incorporan cambios en los precios de las acciones, pagos de dividendos y otros tipos de remuneración a los accionistas. El índice refleja así el efecto que estos pagos tienen en una cartera que sigue el índice.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Equipa de Estratégia de Investimento Global Santander Private Banking



 Álvaro Galiñanes

 Alfonso García Yubero

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Gustavo Schwartzmann

 Rafael Arelios Neves

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs

 Paulo Jorge Sá Luis

 Carlos Mansur

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

## Aviso legal importante:

O presente relatório foi elaborado pela Santander Wealth Management & Insurance ("WMI"), uma unidade de negócios global do Banco Santander S.A. (WMI juntamente com o Banco Santander, S.A. e as suas filiais, doravante, "Santander"). Contém previsões económicas e informação recolhida de várias fontes, incluindo 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 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. Igualmente, a disponibilização do mesmo a um cliente ou a um terceiro, não implica a oferta ou prestação de um serviço de consultoria de investimento.

O Santander não se responsabiliza pelas previsões 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 deverá ser interpretada como uma indicação de 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 constituem uma obrigação do Santander nem estão garantidos por esta 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 do capital investido. 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 administradores, representantes, advogados, funcionários ou agentes não assumem nenhum tipo de responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado ou que possa decorrer da utilização parcial ou total deste relatório.

Em qualquer momento, o Santander (ou os seus funcionários) pode(m) ter posições em linha com 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.

As informações contidas neste relatório são confidenciais e pertencem ao Santander. Este relatório não pode ser total ou parcialmente, reproduzido, distribuído, publicado ou entregue em circunstância alguma a nenhuma pessoa, nem devem ser emitidas informações ou opiniões sobre este relatório sem o consentimento prévio, por escrito, caso a caso, da WMI.

circunstância alguma a nenhuma pessoa, nem devem ser emitidas informações ou opiniões sobre este relatório sem o consentimento prévio, por escrito, caso a caso, da WMI.

Quaisquer materiais de terceiros (incluindo logótipos e marcas comerciais) sejam literários (artigos / estudos / relatórios / etc. ou excertos dos mesmos) ou artísticos (fotos / gráficos / desenhos / etc.) incluídos neste relatório estão registados em nome os seus respetivos proprietários e só são reproduzidos em conformidade com as práticas honestas da indústria e do comércio.



Levamos o seu património mais longe

[www.santanderprivatebanking.com](http://www.santanderprivatebanking.com)

  @santanderpb