

Julho de 2021



Relatório Trimestral de Mercado

A recuperação atinge a velocidade de cruzeiro

O processo de vacinação está a progredir rapidamente nas economias desenvolvidas e a atividade económica está a voltar ao normal. Os indicadores económicos de reabertura são surpreendentemente fortes, e o crescimento pode atingir níveis record nos próximos trimestres devido à procura contida.

Espera-se que o crescimento permaneça forte no curto prazo e a inflação alta - embora temporária - de acordo com os bancos centrais. Estes deverão transmitir esta alteração de contexto e, eventualmente, tornar as condições monetárias mais restritivas não devendo implicar uma grande desvantagem para o ciclo de negócios. As taxas de juro globais ainda estão muito abaixo de um nível neutro, mas os períodos de transição na política monetária costumam estar associados a aumentos na volatilidade do mercado.

O cenário deve permanecer construtivo para ativos de risco. Muitas das boas notícias já estão descontadas nas avaliações atuais, portanto, esperamos menos direcionalidade nos mercados e recomendamos alguma neutralidade nos ativos de risco. Depois de atingir a velocidade de cruzeiro em tempo record, os mercados podem experimentar alguma turbulência na segunda metade do ano.

Mensagens chave para o 3.º Trim. de 2021

A saúde financeira dos consumidores dos EUA sustenta um aumento nos gastos

Depois de um ano muito difícil, os consumidores estão financeiramente otimistas e prontos para aumentar os seus gastos. A economia dos EUA, repleta de dinheiro de estímulos da COVID-19 e associada ao sucesso da campanha nacional de vacinação, está a ganhar tanto fôlego que os seus ganhos impulsionarão a economia global. O consumidor médio nas economias desenvolvidas desfruta de boa saúde financeira e esperamos uma procura de consumo sólida nos próximos trimestres, à medida que a economia global avança em direção a uma nova fase autossustentável.

Os Bancos Centrais estão a considerar tornar a política monetária menos expansionista

Os mercados preparam-se para uma mudança na política monetária, dado que a recuperação económica e as perspetivas de inflação se encontram ambas mais altas do que o antecipado há alguns meses. Os Bancos Centrais estão a começar a preparar os mercados para uma retirada progressiva dos estímulos e a redução das compras de títulos será discutida e implementada em breve.

O ciclo está a desenvolver-se muito rapidamente: tempo para uma pausa?

Os mercados tomaram em consideração o impacto positivo da reabertura a alta velocidade e recompensaram os ativos e setores mais sensíveis à recuperação económica. Esperamos menos direcionalidade no comportamento dos ativos de risco e, portanto, estamos a caminhar para uma ponderação mais neutra na alocação de risco nos portefólios. Níveis excepcionais de crescimento e baixas taxas de juros continuam a desencorajar a fuga para a liquidez.

01 A saúde financeira dos consumidores dos EUA sustenta um aumento nos gastos

Após um ano muito difícil, os consumidores estão financeiramente otimistas e preparados para aumentar os seus gastos. A economia dos EUA, repleta de dinheiro de estímulo para mitigar os efeitos da COVID-19 e uma campanha de vacinação bem-sucedida em todo o país, está a ganhar força e a liderar o mundo para um crescimento económico mais forte. **Os consumidores de economias desenvolvidas desfrutam de um grau de saúde financeira que irá promover um aumento sólido do consumo nos trimestres vindouros** à medida que a economia global avança em direção a uma nova fase autossustentável.

A economia dos EUA continuou a mostrar sinais de força cíclica num contexto marcado por avanços substanciais na vacinação, o que levou a um relaxamento ainda maior das poucas restrições existentes em alguns estados. **O setor dos serviços está agora a começar a assumir-se como o principal impulsionador da atividade**, tal como pode ser visto na leitura do índice de atividade do setor dos serviços ISM de maio (atingindo 64 pontos, um novo máximo da série), já que a procura vigorosa, auxiliada por condições financeiras favoráveis e o estímulo fiscal em vigor, continua a impulsionar o ritmo da atividade, com expectativa de que o PIB recupere o seu nível pré-pandemia até ao final do trimestre atual.

De ora em diante, o potencial para as famílias dos EUA gastarem alguns dos USD 2,3 trilhões de poupanças excedentes que acumularam desde março de 2020 deve impulsionar o crescimento durante o resto do ano e mantê-lo bem acima da tendência em 2022. O excesso de poupanças decorrentes da pandemia será o principal impulsionador de gastos, mas a valorização do portefólio e do preço das casas ajudarão na margem. Em suma, as poupanças e os aumentos nos preços dos ativos financeiros e dos imóveis levaram a um aumento rápido e sem precedentes no património líquido das famílias como uma parte do PIB para sustentar um aumento no consumo. **O consumidor americano foi quem mais beneficiou dos incentivos fiscais, mas o consumo noutras regiões deve beneficiar de fortes ventos favoráveis nos próximos trimestres em resultado da reabertura.**

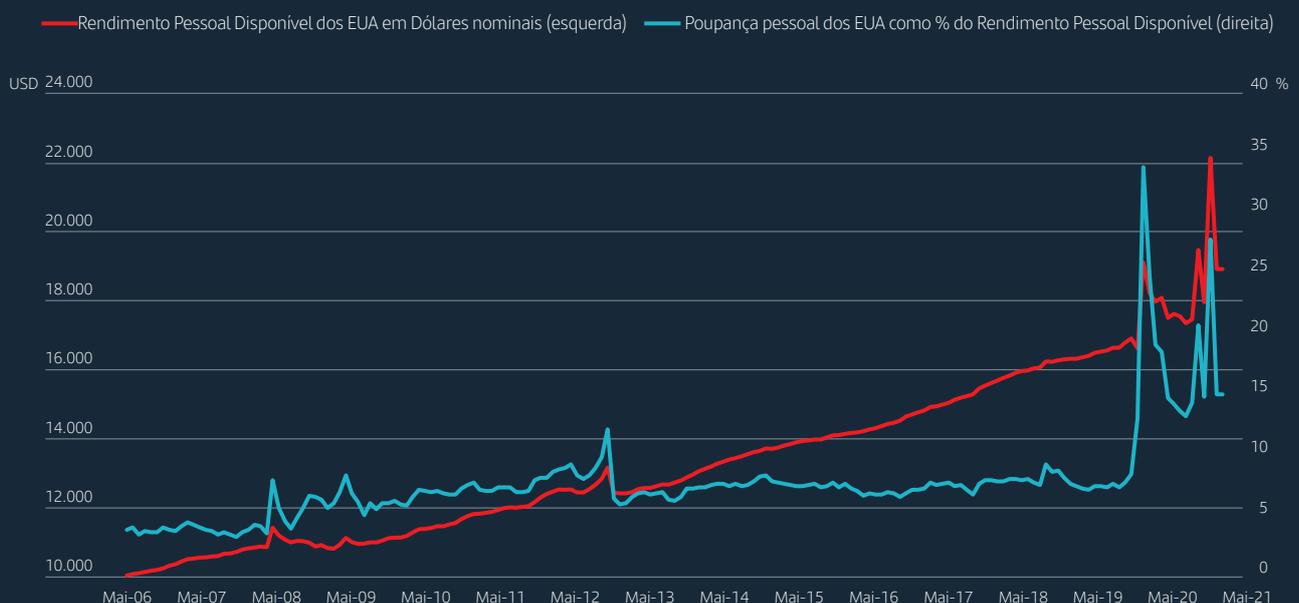
Programas de estímulo generosos amorteceram o impacto da pandemia nas economias familiares

Excesso de poupanças e efeitos positivos de riqueza sustentam o forte crescimento do consumo nos trimestres vindouros

A taxa de poupança das famílias e o rendimento disponível estão em níveis recorde

Fonte: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg e produção própria. Os dados são corrigidos sazonalmente.

A nível agregado, as finanças pessoais demonstram força após a pandemia



Corrida dos consumidores pós-confinamento

Como os consumidores em agregado não assumiram mais dívidas, os balanços patrimoniais estão sólidos e a poupança pode estimular o consumo. **A reabertura do setor dos serviços ao consumidor provavelmente resultará numa explosão de gastos contidos** à medida que as pessoas voltam a restaurantes, teatros, eventos desportivos e viagens. Isto é muito diferente do comportamento pós-recessão normalmente conservador do ponto de vista financeiro dos consumidores que, mesmo com a recuperação do emprego, tendem a permanecer cautelosos sobre os gastos. Este é um ciclo diferente.

À medida que mais pessoas são vacinadas, os níveis de conforto e os comportamentos de pandemia mudam gradualmente. A pesquisa do The Cleveland Fed mostra como os níveis de conforto do consumidor mudaram nos últimos meses. Desde o início de abril, a percentagem de consumidores que aumentaram as poupanças e os depósitos de dinheiro enquanto evitavam grandes compras está a diminuir. Esta melhoria no conforto do consumidor reflete-se em dados de alta frequência em tempo real. O estudo de mobilidade da Google mostra uma **melhoria da mobilidade em locais de retalho e de entretenimento desde o início do ano**. Estava 25% abaixo dos níveis pré-pandemia no início do ano e agora está apenas 5% abaixo dos níveis pré-pandemia.

Os dados da rede de reservas online OpenTable usados para fazer reservas em restaurantes mostram que após o colapso em março de 2020, quando os restaurantes estavam completamente vazios ou fechados, o total de jantares sentados diários está a melhorar e agora é quase o mesmo que os níveis pré-pandemia de 2019. Indicadores de mobilidade, como ocupação hoteleira e volume de passageiros em viagens aéreas, que também são os mais sensíveis, também estão a melhorar depois de caírem em março de 2020. Desde janeiro de 2021, tem apresentado uma tendência de subida forte. A ocupação nos hotéis é agora de 60%, em comparação com 20% no início da pandemia. O aumento na procura hoteleira está associado ao aumento do volume de passageiros de companhias aéreas, que se encontra a recuperar rapidamente, mas ainda está 27% abaixo dos níveis pré-pandemia.

Indicadores de mobilidade mostram que o consumidor americano está de volta aos centros comerciais, restaurantes e aeroportos

É muito provável que a flexibilização das restrições da pandemia proporcione um boom nas tendências de consumo global

O consumidor dos EUA está de regresso e o resto do mundo deverá seguir-se

Fonte: Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports", OpenTable, TSA, Bloomberg e produção própria

Mudando do trabalho em casa para o regresso ao escritório e o regresso aos gastos

De volta às compras (indicador de entretenimento e de retalho do Google Mobility)



De volta a conduzir (Administração Federal de Autoestradas dos EUA Milhas percorridas por veículos)



De volta a viajar (Número Total de Passageiros nos Checkpoints da TSA dos EUA)



De volta às refeições fora (Jantares sentados nos EUA em comparação com fevereiro de 2020)



Vagas de emprego sinalizam que a recuperação no mercado de trabalho irá continuar

A recuperação do emprego continua e a discussão sobre os dados do mercado de trabalho mudou rapidamente. Não muito tempo atrás, o emprego estava cerca de 10 milhões abaixo do nível pré-pandemia e a questão principal era como fazer com que todos aqueles trabalhadores voltassem ao trabalho. Agora **as pesquisas de negócios estão repletas de comentários sobre a escassez de mão-de-obra e como os empregadores estão em dificuldades para preencher as vagas**. Isto não corresponde ao facto de que o emprego ainda está abaixo em cerca de 8 milhões de pessoas e o mercado de trabalho está em dificuldades para voltar ao equilíbrio pré-pandemia.

Longe de desaparecer, as tensões do mercado de trabalho continuaram presentes nos Estados Unidos durante o mês de maio. 559.000 empregos líquidos foram criados, acima dos 278.000 em abril, mas abaixo dos 650.000 esperados. **A taxa de desemprego caiu para 5,8% (desceu de 6,1% em abril) e os salários aceleraram para 2% ano por ano**, adicionando pressão devido a fatores de atrito nas margens negociais. A oferta, e não a procura, continua a ser o principal obstáculo ao mercado de trabalho dos EUA: a queda no subíndice de emprego do setor de Manufatura ISM (50,9 em maio contra 59,6 em março) reflete isso. Com um número recorde de vagas, questões como creches (devido ao encerramento de escolas) ou o efeito de benefícios de desemprego suplementares, estão a restringir as contratações.

As vagas de emprego em abril dispararam para um recorde de 9,3 milhões, à medida que a economia recuperou do fundo da pandemia. O gráfico abaixo mostra como **a recuperação da taxa de desemprego está a desacelerar em função das dificuldades para preencher as vagas**. O aumento sem precedentes na procura de mão-de-obra significa que as perspetivas para quem procura emprego neste momento são relativamente auspiciosas e isso corrobora o otimismo do consumidor. A nossa previsão de base assume que o crescimento do emprego continuará forte nos próximos dois anos nos EUA (com a Europa a ficar para trás) e que a economia se deverá aproximar do pleno emprego.

As empresas continuam otimistas em relação à sua recuperação, mas interrupções na oferta e escassez de mão-de-obra começaram a impulsionar os preços e prejudicar a produção

O boom de empregos nos EUA está apenas a começar e continua no caminho certo para eliminar o restante desemprego da pandemia nos próximos dois anos

Taxas de número de vagas de emprego em níveis recorde são um sinal de confiança na recuperação

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Congestionamentos e obstáculos temporários limitam o crescimento do emprego a curto prazo



Reabertura irá trazer crescimento económico recorde em 2021

A recessão pandémica foi *sui generis* graças às medidas políticas sem precedentes levadas a cabo para limitar os seus danos. Pela primeira vez em mais de 50 anos, a taxa de crescimento do rendimento nominal disponível acelerou durante uma recessão. Curiosamente, do ponto de vista financeiro, **esta crise foi positiva para o consumidor médio dos EUA, pois as transferências do governo aumentaram o rendimento familiar, enquanto as medidas de distanciamento social reduziram os gastos.**

No seu último relatório, o Federal Reserve aumentou a sua previsão de 6,5 para 7% para o crescimento do PIB em 2021 e manteve um crescimento sólido para 2022, na ordem dos 3%. **Na Europa, o crescimento económico será suportado pelos níveis mais elevados de investimento público em proporção do PIB em mais de uma década** Isto será impulsionado em parte pelo **Next Generation EU package**, que deve começar a ser pago no Verão, assim que os Estados-Membros tenham os seus planos de recuperação aprovados pela Comissão. **No Reino Unido, o consenso também é positivo** e os economistas acreditam que a flexibilização mais rápida das restrições e a implementação bem-sucedida da vacinação num contexto orçamental expansionista, irão provavelmente aumentar o ritmo da recuperação.

Hoje, ainda que **a Covid-19 continue a ser um problema para as economias em desenvolvimento**, as economias mais desenvolvidas estão à beira de um boom pós-pandemia. A velocidade e a força da recuperação parecem muito pouco familiares quando comparadas aos ciclos económicos anteriores, mas se analisarmos outros períodos de grande rutura não financeira, como guerras e pandemias, o PIB aumenta fortemente. Os desastres naturais interrompem temporariamente a atividade económica, deixando intacta a procura e a oferta de bens e serviços. Assim que o desastre é ultrapassado, a economia recupera-se mais rapidamente do que numa recessão típica.

A atividade económica acelerou e irá permanecer forte ao longo de 2021.

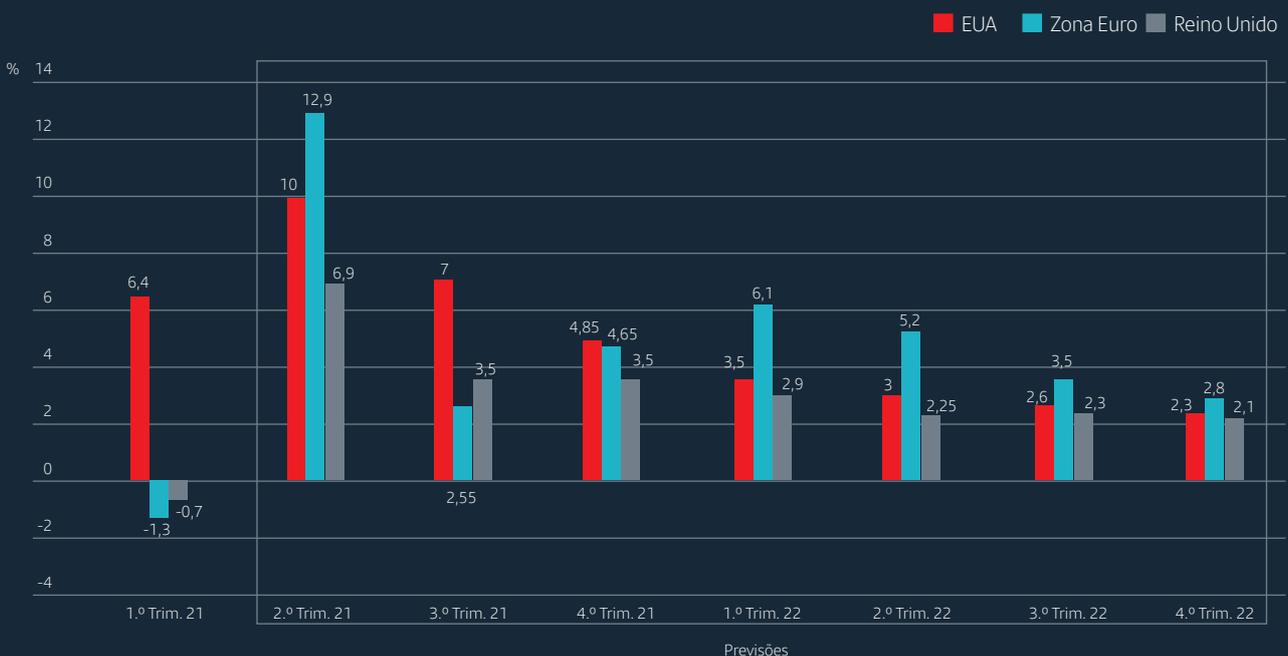
O aumento da atividade é resultado do progresso da vacinação, da reabertura económica e do estímulo fiscal em grande escala

Esperamos um forte crescimento económico nos próximos trimestres, como resultado do stock acumulado de poupanças e procura reprimida, combinado com o estímulo fiscal e condições financeiras favoráveis

O consenso nas projeções económicas apontam para um forte crescimento nos próximos trimestres

Fonte: Bloomberg e produção própria.

O progresso na vacinação está a impulsionar a reabertura das economias



02 Os Bancos Centrais estão a considerar tornar a política monetária menos expansionista

Os efeitos de base e os desencontros entre a oferta e a procura resultantes da reabertura económica fizeram com que a inflação disparasse nos últimos meses. **A questão é se os fatores sobrepostos de escassez de oferta, aumento da procura e maior poder de compra são temporários ou se revelarão mais persistentes.** Por enquanto, a recuperação está a afetar sobretudo os setores da economia que reabriram após paralisações forçadas, refletindo-se nos preços do petróleo e nas cadeias de abastecimento que ainda não superaram tal escassez.

O principal Índice de Preços ao Consumidor (CPI) de junho confirmou que as pressões inflacionistas se estão a intensificar. Num período de 12 meses, o core CPI aumentou para 4,5% de apenas 1,6% apenas três meses antes. Foi a quarta vez desde março de 2020 que o índice superou a meta média de 2% do FED. Deste aumento pronunciado, estimamos que metade foi devido ao efeito de base, enquanto que a outra metade foi devido ao aumento das pressões inflacionistas.

A inflação deve permanecer relativamente forte o resto do ano – esperamos que o índice de preços core PCE (Personal Consumption Expenditures) termine em 2021 próximo dos 2% - mas a atual pressão de subida sobre os preços será transitória. A nossa análise sugere que, embora as pressões inflacionistas representem um desafio de curto prazo, **os princípios fundamentais não corroboram um cenário de inflação persistente**, a saber: (i) a história mostra que as pressões da cadeia de oferta tendem a diminuir após 16 meses, (ii) o crescimento do crédito na China está a desacelerar e pode trazer algum alívio para as pressões inflacionistas globais provenientes dos preços das commodities, (iii) o output gap dos EUA ainda é grande e não é esperado pelo Congressional Budget Office (CBO) que feche antes de 2025 e, por último, (vi) estima-se que os efeitos de base desempenhem um papel no início do próximo ano, colocando uma pressão de descida no período de 12 meses.

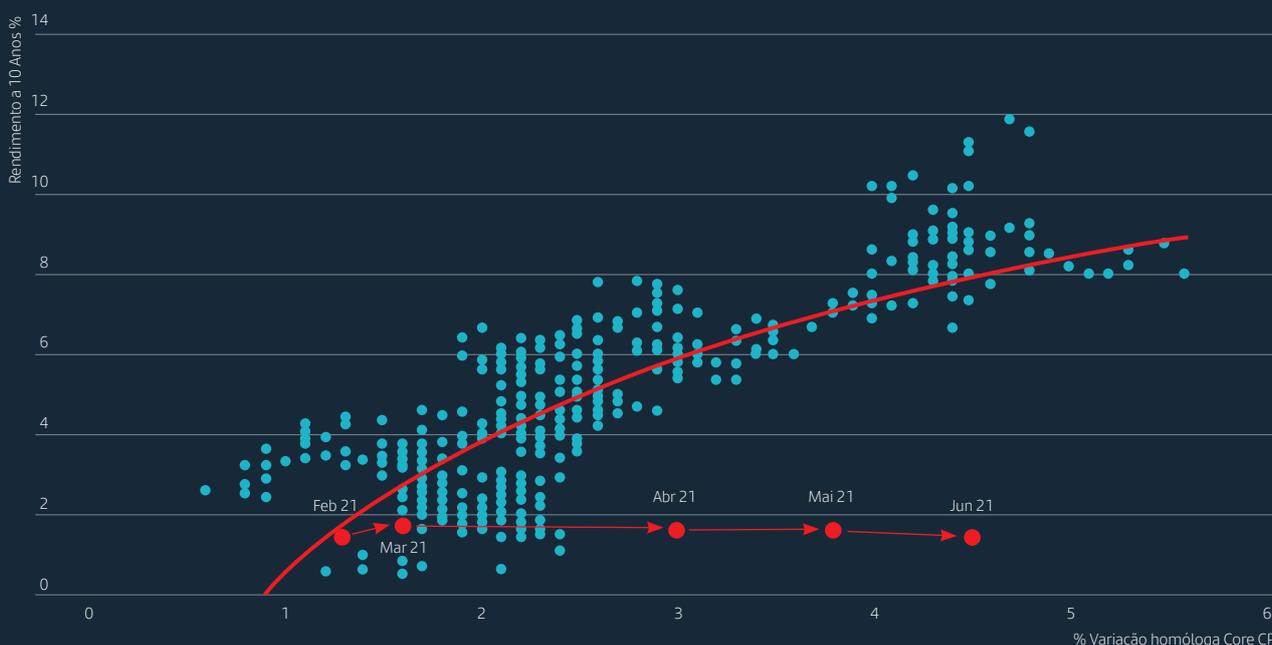
Como a inflação dos preços ao consumidor subiu nos últimos meses, os rendimentos dos títulos públicos dos Estados Unidos e da Europa não acompanharam

A inflação nas economias emergentes tem-se mostrado mais preocupante, na medida em que estas dependem mais dos preços das commodities e os mercados de obrigações pressionam mais as autoridades monetárias

A correlação entre inflação e taxas é ignorada pelos mercados

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Os mercados de obrigações dos EUA reagem sem tensões ao aumento da inflação



De pensar para falar. Fase 1: redução gradual das compras de ativos

A inflação alta e as expectativas de inflação em alta irão testar a determinação do Fed durante os próximos meses, mas achamos que o Fed provavelmente irá manter as suas armas e abster-se de endurecer a política até que os objetivos do mercado de trabalho sejam alcançados.

O primeiro passo que as autoridades monetárias irão dar no processo de remoção das políticas expansionistas será o de reduzir o montante das compras de obrigações ("tapering"). A Reserva Federal Americana (FED) irá reduzir o ritmo de compras de obrigações assim que a economia americana atinja o pleno emprego. **Esperamos que a FED inicie as discussões sobre quando reduzirá as suas compras de ativos no decorso deste Verão**. De seguida, a redução da compra de ativos será anunciada na reunião da FED de dezembro de 2021, com compras definidas para serem reduzidas no início de 2022. A FED planeia avisar os mercados com bastante antecedência antes de começar a apertar e evitar desencadear o tipo de turbulência no mercado ou "taper tantrum" que se seguiu ao anúncio da Fed de planejar a redução de um programa de compra de obrigações semelhante em 2013.

Muitos economistas questionam se a FED ainda deveria estar a comprar obrigações garantidas por hipotecas, dada a força das vendas de casas e as condições financeiras benignas (ver gráfico abaixo). **O mercado terá de enfrentar o facto de que os bancos centrais irão reduzir em breve o tamanho do seu apoio à economia** e a redução das compras de ativos e assistência de programas de liquidez será o primeiro passo nessa direção.

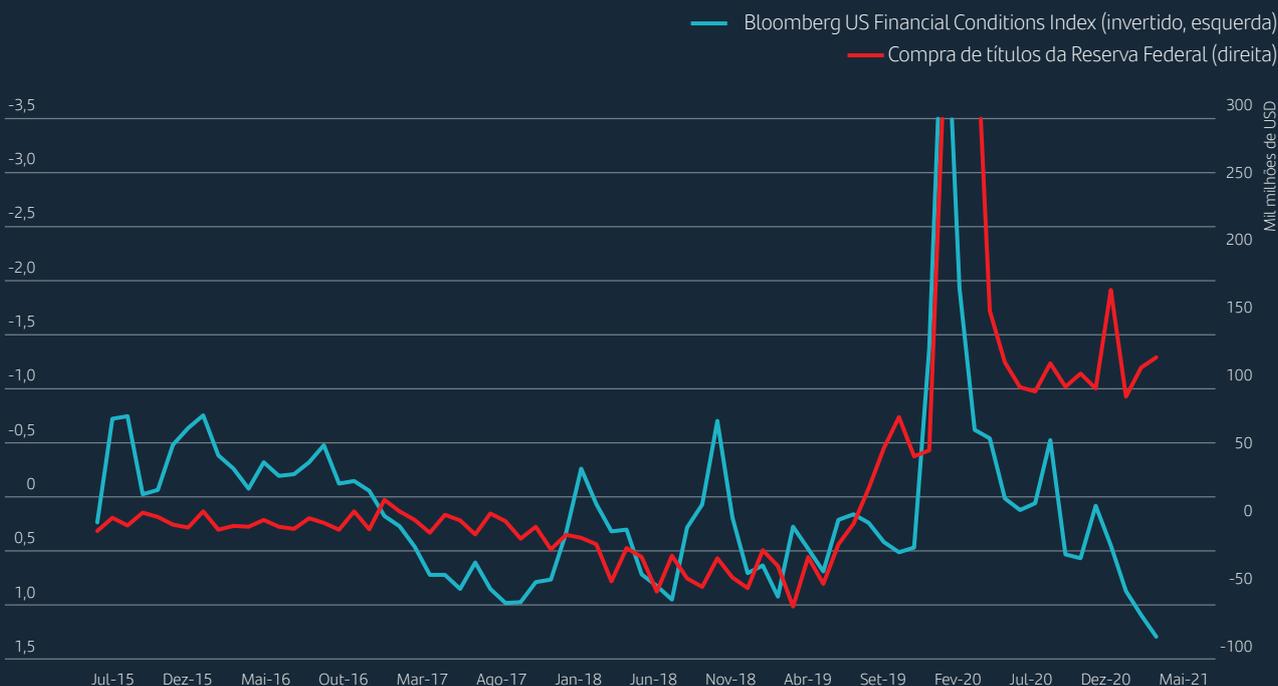
A força da recuperação económica e do mercado imobiliário está a desencadear um debate na FED relativamente à redução do estímulo à compra de obrigações

A FED tem como plano dar aos mercados bastante antecedência e será paciente com o aperto das suas políticas de forma a garantir que não exagera e reduza o ritmo da recuperação económica

A melhoria nas condições financeiras não levou a uma redução na compra de obrigações QE

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Está-se a aproximar o momento para o Fed reduzir as compras de ativos



Fase 2: Serão implementadas restrições mais cedo do que o esperado

Os funcionários da Reserva Federal há muito que disseram que uma condição-chave para aumentar as taxas de juro é o regresso ao pleno emprego. As suas visões em relação à evolução do crescimento do emprego necessário poderia levá-los a reduzir o apoio à economia mais cedo do que o esperado anteriormente. A definição da Fed de pleno emprego exige uma taxa de desemprego entre 3,5% e 4,5% e uma recuperação total da taxa de participação da força de trabalho para o seu nível pré-pandemia. Calculamos que o aumento médio dos custos do factor trabalho em cerca de 400 mil faria com que a economia atingisse o "máximo emprego" até o final de 2022. Dada a força da economia e o nível recorde de vagas de emprego, **é muito plausível que antes do final do próximo ano os funcionários da Fed possam ficar sem argumentos para adiar a decisão de aumentar as taxas.**

O **resultado da última reunião da Fed foi um pouco mais duro do que o esperado**, mas totalmente em linha com as atuais perspetivas económicas e condições financeiras. O mercado ficou surpreso com as mudanças nas perspetivas das taxas de juros ("dot plot"). A previsão da taxa de juro mediana para 2023 mostra agora dois aumentos de 0,25% cada, em comparação com nenhum na reunião anterior do FOMC em março. Em particular, neste momento 13 dos 18 membros da Fed estão à espera de aumentos até 2023.

Os legisladores fora dos Estados Unidos estão a enfrentar muitos dos mesmos problemas que a Fed enfrenta - a saber, economias em rápida recuperação a sair da pandemia, ultrapassagens de inflação e preços dos ativos em alta. No caso do Banco Central Europeu (BCE), o fator mais importante é o momento para o fim das compras de ativos (PEPP). **Esperamos que o BCE comece a preparar o mercado para o fim do PEPP na reunião de política do BCE de dezembro de 2021.** O primeiro aumento das taxas de juro da Zona Euro ainda está muito distante.

A recente mudança da FED na sua reunião de junho é um sinal de que os mercados se devem preparar para falar mais sobre restrições

Embora o mercado possa não gostar de um tom moderadamente forte, as condições monetárias e financeiras continuam de todo o modo a ser extremamente favoráveis para a economia e para os mercados

Expectativas futuras das taxas de juros: Comparando os pontos da Fed com as visões de mercado e consensuais

Fonte: Bloomberg e produção própria.

Não há motivo para pânico: o primeiro aumento não está programado até 2023 e os mercados já estão a considerá-lo



Fase 3: redução do estímulo fiscal também é uma preocupação futura

O Presidente Joe Biden atuou rapidamente desde que assumiu o cargo em 20 de janeiro ao assinar uma lei de estímulo à COVID-19 de US \$ 1,9 trilhões; com outra ronda de cheques de estímulo, benefícios pelo desemprego, apoio a pequenas empresas e recursos para ajudar a reabertura das escolas com segurança. Logo depois, Biden revelou um plano ambicioso para melhorar a infraestrutura do país e fazer a transição para energia mais verde: o **American Jobs Plan**. Um grupo bipartidário de legisladores tem trabalhado num pacote de infraestruturas reduzido para \$ 1 trilhão, dos quais cerca de US \$ 600 biliões complementaríamos os esperados gastos federais com infraestruturas. Apesar de os democratas controlarem marginalmente as duas câmaras do Congresso, o partido enfrenta desafios para aprovar o plano de infraestrutura, já que os republicanos se opõem aos aumentos de impostos antes das eleições de meio de mandato em novembro de 2022. Os democratas podem fazer avançar a legislação sem o apoio dos republicanos se usarem uma manobra orçamentária chamada reconciliação, mas isso iria implicar uma série de regras legislativas restritivas e apoio unânime entre os democratas.

A administração Biden está igualmente a propor aumentar os impostos sobre as famílias e as empresas com rendimentos altos para financiar uma proposta separada de US \$ 1,8 trilhões focada em medidas de educação e combate à pobreza (American Families Plan). Muitos dos aumentos de impostos propostos reduziriam ou alterariam elementos da lei tributária de 2017, aprovada quando os republicanos controlavam o governo. **A médio prazo, acreditamos que será necessário reequilibrar o nível excessivo de déficit público** através da redução de gastos ou do aumento de impostos. O mercado terá muito provavelmente de assimilar um nível mais baixo de apoio fiscal a partir de 2022.

Na Europa, o processo de aprovação e implementação do Next Generation EU Recovery Plan encontra-se a avançar e a economia da Zona Euro terá apoio fiscal positivo nos próximos doze meses. Os investidores nos mercados europeus poderão contar com o apoio fiscal e monetário por um período mais longo do que no outro lado do Atlântico. No Reino Unido, o pacote de estímulo fiscal equivalente a 12,5% do PIB terá que ser reduzido e o déficit adequado.

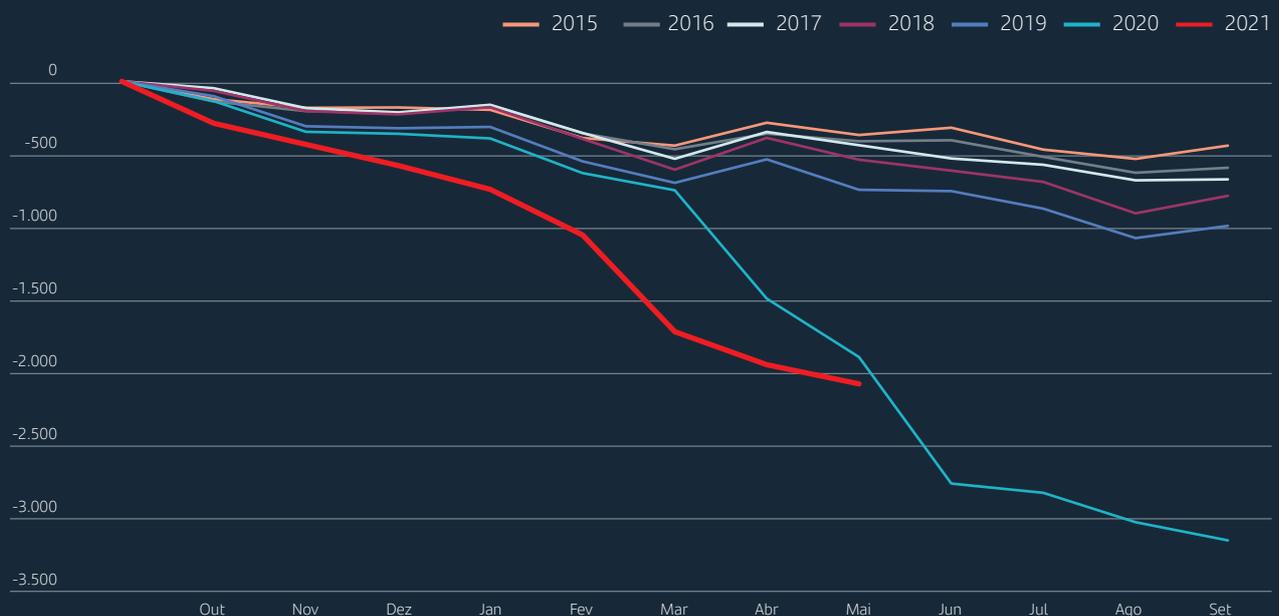
Biden iniciou o seu mandato com um ambicioso plano fiscal que dificilmente será aprovado devido ao seu grande montante e aos altos aumentos de impostos que acarreta

O ciclo económico terá de enfrentar quatro obstáculos de forma a conseguir prosseguir: inflação, redução e restrição monetária e fiscal

US Déficit Federal do Tesouro (ano fiscal acumulado até a data em USD Biliões)

Fonte: Bloomberg e produção própria.

A atual trajetória fiscal não é sustentável daqui para frente



03 O ciclo está a desenvolver-se muito rapidamente: tempo para uma pausa?

As quatro fases do ciclo económico também são chamados de ciclo de negócios. Essas quatro fases são expansão, pico, contração e depressão. Durante a fase de expansão, a economia vivencia um crescimento relativamente rápido, as taxas de juro tendem a ser baixas, aumenta a produção e aumentam as pressões inflacionistas. A economia global vivenciou uma contração muito acentuada no ano passado e muitas palavras poderiam ser usadas para descrever o que aconteceu na economia global como resultado da externalidade da pandemia, mas a característica mais fascinante é a rapidez com que tudo aconteceu por causa do ritmo fenomenal deste ciclo. **A desaceleração foi a mais rápida já registada, e muito do mesmo pode ser dito acerca da recuperação.** A velocidade da recuperação pode ser analisada no gráfico abaixo que destaca como ocorreu a recuperação em termos de risco de crédito (spreads de obrigações) associada a uma menor probabilidade de falências em 3x o ritmo dos ciclos anteriores. **As empresas têm conseguido recuperar os seus balanços e ter acesso aos mercados de crédito em níveis de financiamento pré-pandemia** como resultado do maior otimismo sobre a economia e da dimensão do estímulo económico posto em prática.

Alguns analistas têm comparado os pontos fortes desta recuperação com a observada após a anterior pandemia de 1919. Os 'loucos anos 20' foram uma década (aproximadamente entre 1921-1929) de crescente prosperidade no mundo Ocidental, alimentada por gastos diferidos, um boom na construção e a rápida expansão dos bens de consumo, como automóveis e eletrodomésticos. Estes fatores materializaram-se no seguimento da devastação da Primeira Guerra Mundial e, principalmente, da pandemia de "gripe espanhola" de H1N1. Assim, vários analistas e académicos têm traçado paralelos com este período histórico, sugerindo que **a recuperação pós-Coronavírus poderá ser caracterizada por um boom económico** como o que estamos a experienciar em muitas economias neste trimestre.

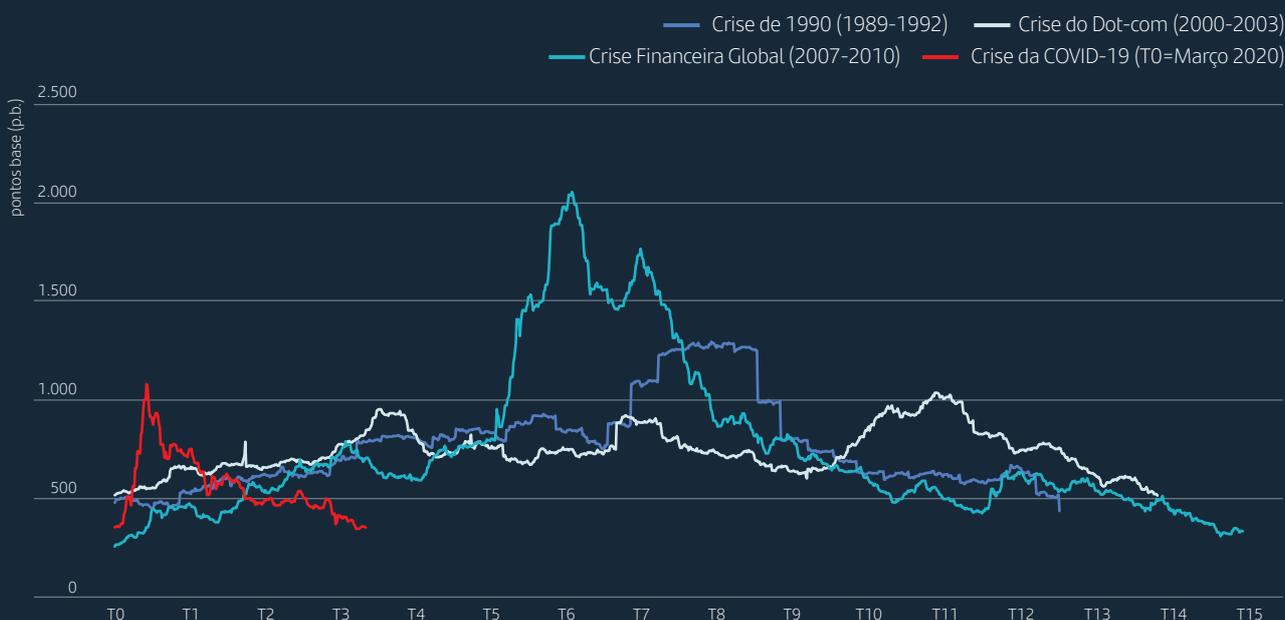
Choques económicos produzidos por fatores exógenos levam a ciclos onde a recuperação é mais robusta e com dificuldades temporárias

A visão otimista: Uma estrondosa década de 20 alimentada por fatores psicológicos e fortes ganhos de produtividade com base em investimentos numa economia mais digital e mais verde

Os spreads de obrigações de alto rendimento voltaram aos níveis pré-pandemia em tempo recorde

Fonte: Bloomberg (Índice CSI BARC = BarCap US Corp HY - US 10 Anos Tesouro) e produção própria.

A atual recuperação dos mercados de crédito tem sido muito mais rápida do que nos ciclos anteriores



Muito crescimento a nível micro: os resultados estão a crescer

Os resultados das empresas raramente pareceram tão bons e recuperaram de forma tão rápida após uma recessão. O gráfico abaixo mostra como **os resultados recuperaram os níveis anteriores à crise em apenas quatro trimestres, enquanto nas três crises anteriores o período de recuperação foi três vezes maior.** As condições de crédito são excelentes e a rentabilidade recuperou, apesar de muitos setores e mercados de serviços não terem beneficiado do efeito pleno da reabertura.

Durante o primeiro trimestre do ano, a maioria das empresas do S&P 500 superou as expectativas de lucro dos analistas e os números de resultados finais são os mais altos de todos os tempos. Espera-se que as empresas americanas aumentem os seus resultados em cerca de 50% no primeiro semestre do ano. O ímpeto das revisões para cima dos resultados é muito forte, já que um recorde de 86% das empresas reportou resultados no primeiro trimestre melhores do que o esperado, de acordo com a Refinitiv. Voltando a 1994, as empresas superaram as estimativas de resultados em média em 4%, mas **nesta época de resultados, as empresas registaram lucros 23% acima das expectativas.** Os números de crescimento homólogo foram muito fortes no primeiro trimestre, beneficiando em parte do efeito base. A questão do efeito base será ainda mais evidente no segundo trimestre, pois o período correspondente de 2020 representou o impacto mais severo da pandemia. Para o segundo trimestre de 2021, a taxa de crescimento de resultados estimada para o S&P 500 é de 61,9%.

O crescimento mais forte dos resultados internacionais está a ter lugar em setores cíclicos, como energia, financeiro, industrial e de materiais, por serem os que mais beneficiaram com a melhoria da economia real. **Esta tendência está a favorecer as regiões com maior exposição a estes setores cíclicos, nomeadamente a Europa e o Japão, onde os setores cíclicos representam 55% do mercado.** Como exemplo, a taxa de crescimento dos resultados do índice europeu STOXX 600 para o primeiro trimestre de 2021 foi de 95% e os analistas esperam um crescimento de 49% para o ano como um todo. O mercado pode contar com o crescimento dos resultados nos próximos trimestres, mas a projeção para os lucros do próximo ano implica uma desaceleração significativa.

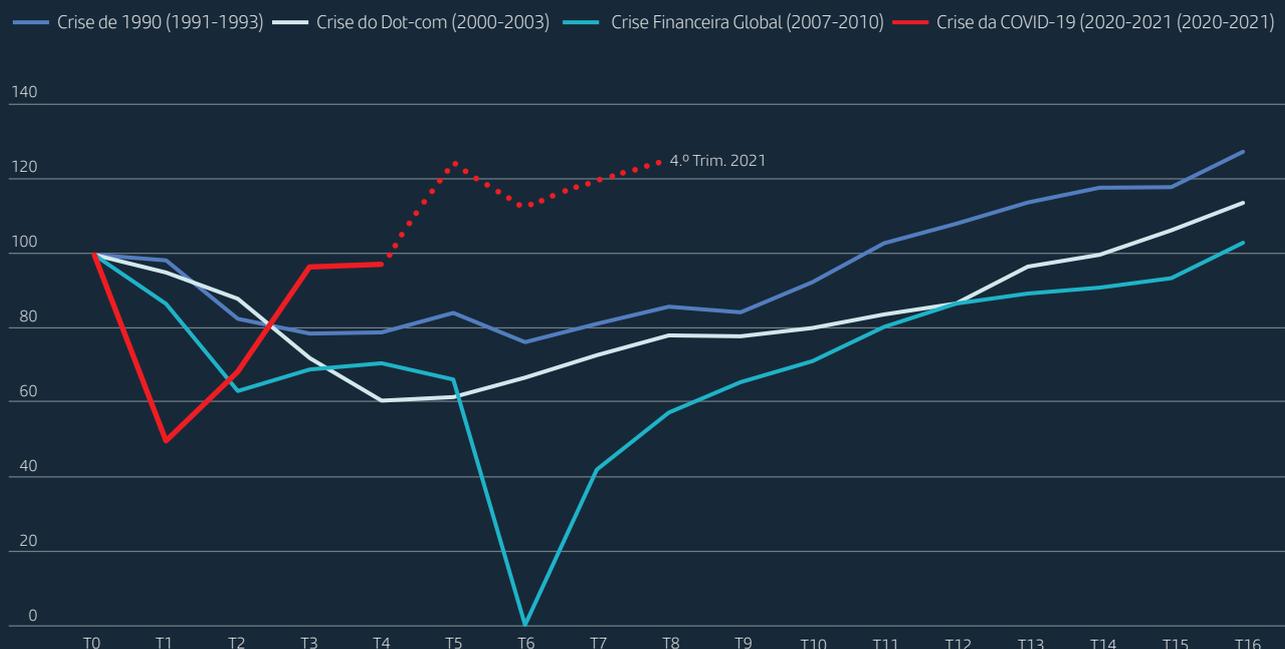
O crescimento económico e de ganhos deve permanecer robusto, a procura de serviços deve exceder a procura de bens e os fluxos de comércio global estão a disparar

A dinâmica dos ganhos deve continuar forte no segundo trimestre, mas irá provavelmente marcar o ponto mais alto em termos de crescimento relativo

S&P 500 - Comparação da recuperação dos resultados com as três crises económicas anteriores

Fonte: Bloomberg, S&P Global Ratings e produção própria.

No ciclo atual a recuperação dos ganhos foi realizada em apenas quatro trimestres



A diferença que um ano faz

Os mercados não têm problemas com a falta de suporte económico ou ao nível de resultados. **A recuperação não é dececionante de forma alguma, tanto a nível macro como a nível micro.** O problema principal que os investidores enfrentam é que os mercados desconsideraram toda a força desta recuperação. Todo o espectro de ativos de risco observou uma recuperação recorde desde os mínimos de 2020. O Índice S&P 500 registou o seu melhor desempenho a 12 meses da história entre 23 de março de 2020 e 23 de março de 2021, ganhando 74,8%.

O mercado ficou significativamente supervalorizado e os múltiplos price to earnings (PER) estão acima dos níveis históricos. No gráfico abaixo, traçamos o rácio PER ajustado ciclicamente (CAPE) do início do ciclo económico até ao fim e comparamos a recuperação atual com todos os ciclos anteriores. Normalmente, no início do ciclo, os investidores enfrentam muitas incertezas e não estão dispostos a investir em múltiplos elevados. Como consequência, a tendência normal é iniciar o ciclo com avaliações baixas (múltiplos de ganhos) e, à medida que a economia recupera e se aproxima do pleno emprego, o apetite pelo risco aumenta e o mesmo acontece com as avaliações dos ativos. **Este ciclo é diferente mais uma vez em termos de avaliação, e os investidores têm estado dispostos a aceitar múltiplos altos muito no início do ciclo.**

Esses esperados múltiplos elevados implicam uma elevada confiança no crescimento contínuo ou uma crença determinada de que os ganhos de curto prazo serão melhores do que os números consensuais. **Acreditamos que os ganhos de mercado podem ser mais modestos e difíceis de realizar na segunda metade do ano** — especialmente porque as ações já subiram para níveis recorde de avaliação. O mercado de obrigações também parece sobrevalorizado, já que os rendimentos reais do Tesouro - a diferença entre os rendimentos do Tesouro e as expectativas de inflação - encontram-se firmemente negativos. É difícil perspetivar isto, dada a forte expectativa de que a economia irá regressar rapidamente ao pleno emprego.

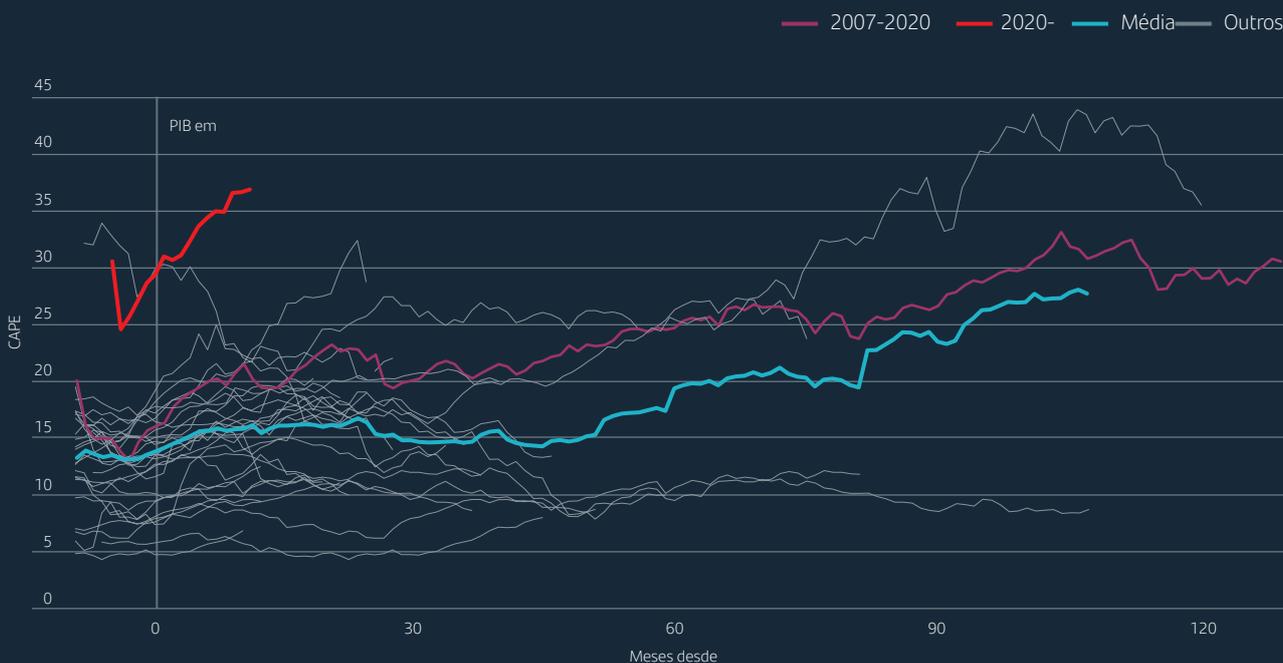
O gráfico com a evolução do PER demonstra a extraordinária velocidade desta recessão e recuperação, em comparação com ciclos anteriores

A desaceleração foi a mais rápida já registada, e muito do mesmo pode ser dito sobre a recuperação. Muitas métricas mostram que a economia e os mercados avançaram para o meio do ciclo e continuam a mover-se a alta velocidade

S&P 500 - Comparação de múltiplos de ganhos (CAPE Price Earnings Ratio) com ciclos de mercado anteriores

Fonte: Bloomberg, Robert Shiller e produção própria.

Os investidores geralmente começam ciclos com avaliações baixas. Desta vez é diferente



O fluxo de notícias positivas está a chegar ao ponto máximo: está na hora de reduzir a tomada de risco

Os mercados financeiros estão apenas a começar a ajustar-se à realidade de que, eventualmente, **a política monetária e fiscal não será mais um forte vento favorável para o crescimento e pode em breve tornar-se um vento contrário**. Tudo isto é um pouco contra-intuitivo, mas o resultado é que, com a recuperação económica em pleno andamento, a política monetária e fiscal não pode continuar a ser tão favorável e os mercados de ações, obrigações e outros ativos podem corrigir mediante qualquer revés.

A combinação de uma desaceleração do crédito chinês, uma potencial transição no fator motriz de crescimento de bens para serviços e uma mudança no tom dos bancos centrais globais pode provocar um aumento na volatilidade do mercado na segunda metade do ano.

Houve entre uma e duas correções de 5% a 10% ao ano nas últimas três décadas. No mesmo período, houve em média uma correção de 10 a 20% a cada 2 anos e uma correção de pelo menos 20% a cada 10 anos, coincidindo com mudanças nos ciclos económicos e recessões. Um facto interessante é que em 2021 o mercado ainda não observou qualquer correção superior a 5%.

Atualmente, o sentimento do mercado é muito otimista, os fatores técnicos parecem inelásticos, a volatilidade é baixa e o mercado de opções tem mais participantes a negociar em alta do que a proteger-se contra potenciais correções que venham a ocorrer. **Os nossos indicadores mostram um mercado bastante complacente em relação aos riscos potenciais e, embora seja necessário um gatilho para uma correção, percebemos que um posicionamento menos agressivo se justifica após uma recuperação tão sólida**. Como mostra o gráfico seguinte, se acreditarmos que este ciclo é semelhante ao anterior, o mercado pode enfrentar um período de volatilidade crescente nos próximos trimestres.

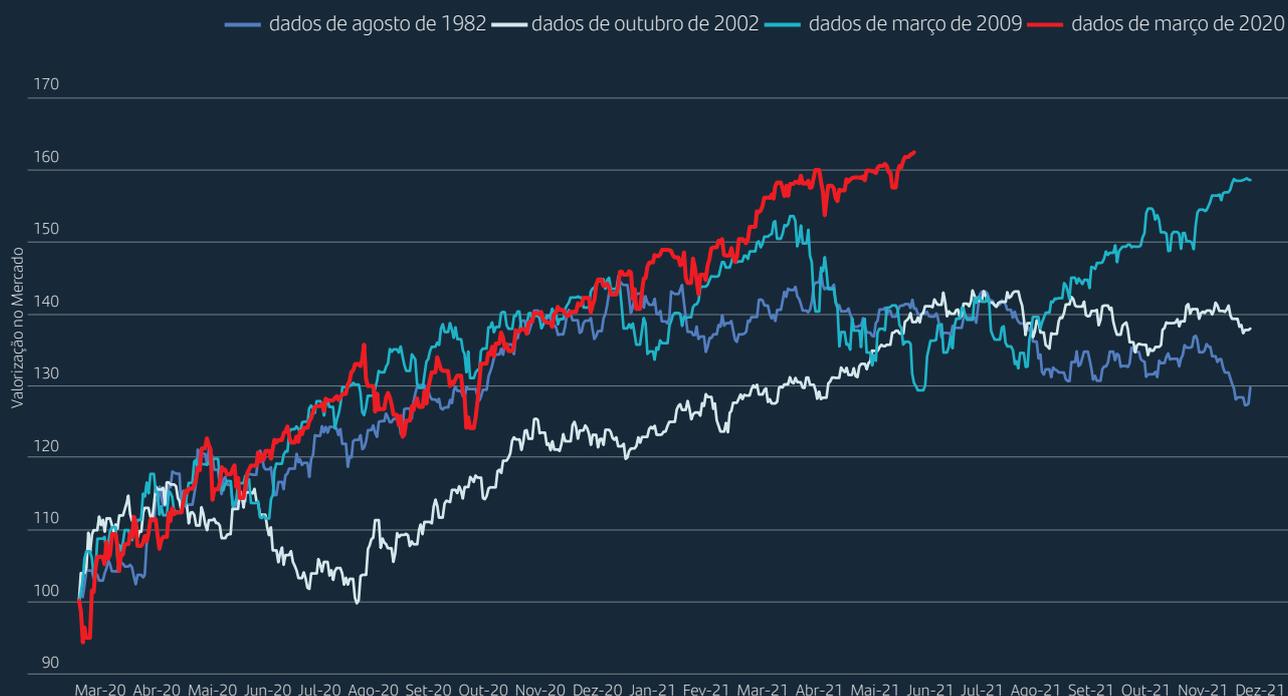
O mercado está vulnerável a uma expansão mais fraca do que o esperado, leituras de inflação acima do esperado ou tensões geopolíticas imprevistas

Com os mercados a descontar a recuperação que agora está a tomar forma, eles têm que executar, e com isso vem o risco de execução e surpresas potenciais que não estão totalmente avaliadas

S&P 500 – Comparação de valorização do mercado bolsista vs. outros ciclos

Fonte: Bloomberg e produção própria.

O mercado bolsista atingiu a velocidade cruzeiro



Apêndice: Tabelas

Rendimentos dos principais ativos nos últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados em 30/06/2021

						Rendimentos		Rendimentos anuais		
	Abr-21	Mai-21	Jun-21	Acumula- do do Ano	Varição homóloga	2019	2020	3 anos	5 anos	10 anos
Curto prazo (USD) ⁽¹⁾	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	2,2%	0,4%	1,2%	1,1%	0,6%
Curto prazo (EUR) ⁽²⁾	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,1%
Rendimento fixo global ⁽³⁾	1,3%	0,9%	-0,9%	-3,2%	2,6%	6,8%	9,2%	4,2%	2,3%	2,1%
Rendimento fixo (USD) ⁽⁴⁾	0,8%	0,3%	0,7%	-1,6%	-0,3%	8,7%	7,5%	5,3%	3,0%	3,4%
Dívida Soberana (USD) ⁽⁵⁾	0,4%	0,3%	-0,1%	-1,1%	-1,2%	5,2%	5,8%	4,0%	1,9%	2,2%
Dívida de Empresas (USD) ⁽⁶⁾	1,1%	0,8%	1,6%	-1,3%	3,3%	14,5%	9,9%	7,8%	4,8%	5,2%
Dívida High Yield (USD) ⁽⁷⁾	1,1%	0,3%	1,3%	3,6%	15,4%	14,3%	7,1%	7,4%	7,4%	6,6%
Rendimento fixo (EUR) ⁽⁸⁾	-0,7%	-0,1%	0,4%	-2,3%	0,4%	6,0%	4,0%	2,6%	1,4%	3,9%
Dívida Soberana (EUR) ⁽⁹⁾	-1,1%	0,0%	0,5%	-3,0%	-0,2%	6,8%	5,0%	3,0%	1,4%	4,3%
Dívida de Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	0,0%	-0,1%	0,4%	-0,4%	3,6%	6,2%	2,8%	2,6%	2,0%	3,7%
Dívida High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	0,4%	0,3%	0,6%	3,6%	11,9%	12,3%	1,8%	5,0%	4,9%	6,5%
Rendimento Fixo Global Mercados Emergentes (USD) ⁽¹²⁾	1,3%	0,9%	0,7%	-0,6%	6,3%	13,1%	6,5%	6,7%	4,8%	5,4%
AmLat (USD) ⁽¹³⁾	2,1%	1,0%	1,0%	-1,8%	8,5%	12,3%	4,5%	5,0%	4,2%	4,8%
MSCI Global (USD)	4,5%	1,3%	1,4%	12,2%	37,0%	25,2%	14,1%	13,0%	12,7%	8,4%
MSCI Europa (EUR)	1,6%	2,1%	1,6%	13,6%	25,1%	22,2%	-5,4%	5,4%	6,0%	4,7%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	2,4%	2,1%	-0,1%	6,5%	38,1%	15,4%	15,8%	8,7%	10,4%	1,7%
MSCI Ásia Pac. excluindo Japão (USD)	2,8%	1,5%	-0,3%	6,8%	39,3%	19,2%	22,4%	11,9%	13,8%	6,7%
MSCI América Latina (USD)	3,2%	7,8%	2,4%	6,9%	40,4%	13,7%	-16,0%	1,9%	2,8%	-5,3%

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

Índices de Ações

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados em 30/06/2021

		Último Preço	Alteração		Últimos 10 anos		Rendimento			Rendimento anual			
			12 meses	Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	Acumulado do Ano	Varição homóloga	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	4.298		1.131		4.298	2,2%	14,4%	16,3%	40,8%	16,5%	15,7%	12,5%
	DOW JONES INDUS.	24.503		10.913		34.529	-0,1%	12,7%	7,2%	33,7%	12,4%	14,3%	10,8%
	NASDAQ	14.504		2.415		14.504	5,5%	12,5%	43,5%	44,2%	24,5%	24,9%	18,0%
Europa	Stoxx 50	3.513		2.160		3.513	2,1%	13,0%	-8,7%	17,5%	4,9%	4,8%	3,2%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.064		2.119		4.064	0,6%	14,4%	-5,1%	25,7%	6,2%	7,5%	3,6%
	Espanha (IBEX 35)	8.821		6.090		11.521	-3,6%	9,3%	-15,5%	22,0%	-2,9%	1,7%	-1,6%
	França (CAC 40)	6.508		2.982		6.508	0,9%	17,2%	-7,1%	31,8%	6,9%	9,2%	5,0%
	Alemanha (DAX)	15.531		5.502		15.531	0,7%	13,2%	3,5%	26,2%	8,1%	10,1%	7,7%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.037		5.128		7.749	0,2%	8,9%	-14,3%	14,1%	-2,7%	2,0%	1,7%
	Itália (MIB)	25.102		12.874		25.171	-0,3%	12,9%	-5,4%	29,6%	5,1%	9,5%	2,2%
	Portugal (PSI 20)	5.035		3.945		7.608	-2,8%	2,8%	-6,1%	14,7%	-3,1%	2,5%	-3,7%
	Suíça (SMI)	11.943		5.529		11.943	5,1%	11,6%	0,8%	18,9%	11,5%	8,4%	6,8%
AmLat	México (MEXBOL)	50.290		33.503		51.210	-1,2%	14,1%	1,2%	33,3%	1,8%	2,0%	3,2%
	Brasil (IBOVESPA)	126.802		40.406		126.802	0,5%	6,5%	2,9%	33,4%	20,3%	20,0%	7,3%
	Argentina (MERVAL)	62.372		2.257		62.372	5,2%	21,8%	22,9%	61,2%	33,8%	33,7%	33,9%
	Chile (IPSA)	4.331		3.439		5.855	-0,6%	3,7%	-10,5%	9,4%	-6,5%	1,7%	-1,0%
Ásia	Japão (NIKKEI)	28.792		8.435		29.179	-0,2%	4,9%	16,0%	29,2%	8,9%	13,1%	11,4%
	Hong-Kong (HANG SENG)	28.828		17.592		32.887	-1,1%	5,9%	-3,4%	18,0%	-0,1%	7,1%	2,6%
	Coreia do Sul (KOSPI)	3.297		1.755		3.297	2,9%	14,7%	30,8%	56,4%	12,3%	11,0%	4,6%
	Índia (Sensex)	52.483		15.455		52.483	1,0%	9,9%	15,8%	50,3%	14,0%	14,4%	10,8%
	China (CSI)	5.224		2.140		5.353	-2,0%	0,2%	27,2%	25,5%	14,2%	10,6%	5,5%
Mundo	MSCI MUNDO	3.017		1.104		3.017	1,4%	12,2%	14,1%	37,0%	13,0%	13,0%	8,5%

Ações por tipo e setor

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados em 30/06/2021

	Último Preço	Alteração		Últimos 10 anos		Rendimento			Rendimento anual				Rácios		
		12 meses	Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	Acumulado do Ano	Varição homóloga	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE	Rendimento dos dividendos	
	MSCI Mundo	3.017		1.104		3.017	1,4%	12,2%	14,1%	38,6%	13,0%	13,0%	8,5%	20,61	1,67
Tipo	MSCI World High Dividend Yield	1.397		797		1.412	-1,0%	8,8%	-3,0%	24,6%	6,0%	5,8%	4,4%	14,29	3,48
	MSCI World Momentum	3.663		878		3.663	1,1%	7,3%	28,3%	34,1%	17,1%	17,9%	14,0%	18,64	1,28
	MSCI World Quality	3.678		889		3.678	3,7%	13,9%	22,2%	39,0%	20,5%	18,8%	14,0%	24,44	1,36
	MSCI World Minimum Volatility	4.434		1.673		4.434	1,0%	7,1%	2,6%	19,6%	10,0%	8,8%	9,7%	21,03	2,00
	MSCI World Value	11.126		4.423		11.283	-1,4%	14,7%	-1,2%	39,2%	8,4%	10,1%	7,6%	15,12	2,63
	MSCI World Small Cap	690		202		690	0,2%	14,9%	16,0%	54,5%	12,1%	14,7%	10,5%	23,60	1,46
	MSCI World Growth	8.890		2.103		8.890	4,5%	11,1%	33,8%	41,6%	21,2%	19,8%	13,5%	31,86	0,74
	Setor	Energia	290		164		428	3,0%	32,4%	-31,5%	42,1%	-7,2%	-0,4%	-1,5%	14,95
Materiais		549		229		573	-4,1%	11,3%	19,9%	45,8%	12,1%	15,1%	4,7%	13,58	2,48
Indústria		490		152		498	-1,6%	12,2%	11,7%	45,5%	12,5%	13,6%	9,7%	23,63	1,54
Bens não-essenciais		556		119		556	2,3%	-10,2%	36,6%	50,8%	19,4%	19,4%	14,5%	27,38	0,84
Bens essenciais		432		172		434	-0,3%	5,2%	7,8%	20,9%	10,0%	7,0%	8,9%	21,35	2,78
Cuidados de Saúde		476		124		476	3,0%	9,9%	13,5%	24,3%	15,8%	12,5%	13,1%	18,82	1,62
Financeiro		243		84		251	-3,4%	20,7%	-2,8%	54,0%	9,2%	13,2%	8,3%	12,81	2,36
Tecnologias da Informação		594		87		594	6,9%	13,1%	43,8%	45,2%	28,8%	29,9%	20,0%	30,43	0,77
Imobiliário		469		194		469	2,0%	16,8%	-5,0%	31,2%	8,8%	6,9%	7,3%	30,52	2,70
Serviços de Comunicações		208		77		208	2,4%	16,7%	23,0%	47,8%	21,6%	11,0%	9,2%	22,18	1,16
Serviços Básicos		297		147		308	-2,9%	-0,2%	4,8%	14,6%	9,1%	7,2%	6,2%	18,26	3,56

Obrigações Soberanas

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados em 30/06/2021

	Rating (S&P)	Taxa de juro			Alteração 12 meses	Últimos 10 anos			10 anos Alteração das taxas de juro (pb) 10 anos			Curva de rendimento 10-2 Anos
		C. Banco*	2 anos	10 anos		Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	Acumulado do Ano	Variação homóloga	
Desenvolvidos												
EUA	AA+	0,25%	0,25%	1,47%		0,53%		3,14%	-13	55	81	1,22
Alemanha	AAA	-0,50%	-0,66%	-0,21%		-0,70%		2,54%	-2	36	25	0,46
França	AA	-0,50%	0,64%	0,13%		-0,40%		3,39%	-4	46	24	0,76
Itália	BBB	-0,50%	-0,37%	0,82%		0,54%		7,11%	-9	28	-44	1,19
Espanha	A	-0,50%	-0,51%	0,41%		0,05%		6,86%	-5	37	-6	0,92
Reino Unido	AA	0,10%	0,06%	0,72%		0,10%		3,02%	-8	52	54	0,65
Grécia	BB	-0,50%	n.d.	0,83%		0,63%		34,96%	0	21	-38	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	-0,60%	0,39%		0,03%		16,40%	-7	36	-9	0,99
Suíça	AAA	-0,75%	-0,78%	-0,25%		-1,05%		1,34%	-5	33	22	0,53
Polónia	A-	0,10%	0,29%	1,61%		1,15%		5,91%	-25	38	24	1,32
Japão	A+	-0,10%	-0,09%	0,06%		-0,27%		1,08%	-3	4	3	0,15
Mercados Emergentes												
Brasil	BB-	4,25%	7,70%	9,09%		6,49%		15,51%	-4	218	214	1,40
México	BBB	4,25%	5,59%	6,98%		4,49%		9,16%	39	144	114	1,39
Chile	A	0,50%	2,05%	4,40%		2,19%		4,80%	26	175	200	2,35
Argentina	CCC+	38,00%	n.d.	n.d.	n.d.	0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	1,75%	n.d.	n.d.	n.d.	4,85%		8,98%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Turquia	B+	19,00%	17,63%	16,68%		6,21%		20,69%	-113	417	n.d.	-0,95
Rússia	BBB-	5,50%	6,84%	7,20%		5,55%		12,98%	66	235	239	0,37
China	A+	2,93%	2,65%	3,09%		2,51%		4,58%	1	-5	25	0,44
Índia	BBB-	4,00%	4,90%	6,05%		5,84%		8,87%	3	18	17	1,15

* Facilidades de crédito do Banco Central, exceto nos países da Zona Euro, onde é utilizada a facilidade marginal de depósito.

Moedas

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados em 30/06/2021

	Último Preço	Alteração		Últimos 10 anos			Rendimento			Rendimento anual		
		12 meses	Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	Acumulado do Ano	Varição homóloga	3 anos	5 anos	10 anos	
EUR/USD	1,1858		1,05		1,44	-3,0%	-2,9%	5,6%	0,5%	1,3%	-2,0%	
EUR/GBP	0,86		0,70		0,92	-0,4%	-4,1%	-5,4%	-1,0%	0,4%	-0,5%	
EUR/CHF	1,10		1,03		1,24	-0,2%	1,4%	3,1%	-1,8%	0,2%	-1,2%	
EUR/JPY	132		96		148	-1,7%	4,4%	8,7%	0,6%	2,9%	1,2%	
EUR/PLN	4,52		4,00		4,63	1,0%	-0,9%	1,7%	1,1%	0,5%	1,4%	
GBP/USD	1,38		1,22		1,71	-2,7%	1,2%	11,5%	1,6%	0,8%	-1,5%	
USD/CHF	0,93		0,79		1,03	2,9%	4,5%	-2,4%	-2,3%	-1,0%	0,9%	
USD/JPY	111		76		124	1,4%	7,6%	2,9%	0,1%	1,6%	3,2%	
USD/MXN	19,94		11,74		24,17	-0,1%	0,1%	-13,3%	0,0%	1,7%	5,6%	
USD/ARS	95,72		4,14		95,72	1,1%	13,8%	35,9%	49,0%	44,8%	37,0%	
USD/CLP	734		458		855	1,7%	3,2%	-10,6%	3,9%	2,1%	4,7%	
USD/BRL	4,97		1,55		5,75	-4,8%	-4,4%	-9,1%	8,6%	9,0%	12,3%	
USD/COP	3.752		1.763		4.056	1,1%	9,4%	-0,1%	8,6%	5,1%	7,8%	
USD/CNY	6,46		6,05		7,16	1,4%	-1,1%	-8,6%	-0,8%	-0,6%	0,0%	
EUR/SEK	10,14		8,34		10,93	-0,1%	0,9%	-3,2%	-1,0%	1,5%	1,1%	
EUR/NOK	10,20		7,29		11,48	0,2%	-2,7%	-5,6%	2,3%	1,9%	2,7%	

Commodities

Fonte: Bloomberg e Santander.

	Último Preço	Alteração		Últimos 10 anos			Rendimento			Rendimento anual		
		12 meses	Reduzido	Intervalo	Elevado	Mês	Acumulado do Ano	Varição homóloga	3 anos	5 anos	10 anos	
Petróleo bruto (Brent)	75,1		21		124	9,3%	46,8%	83,7%	-1,5%	15,1%	-12,3%	
Petróleo bruto (W. Texas)	73,5		19		108	10,8%	51,4%	87,1%	-0,3%	14,5%	-8,2%	
Ouro	1.771,6		1.060		1.971	-6,9%	-6,5%	-1,6%	12,2%	9,8%	6,1%	
Cobre	9.474,5		4.561		10.258	-8,6%	20,7%	55,9%	12,3%	24,0%	-0,2%	
Índice CRB	213,4		117		343	3,7%	27,2%	54,7%	2,1%	3,2%	14,1%	
Rogers International	2.907,1		1.560		4.034	3,7%	28,3%	59,2%	4,4%	8,5%	-9,5%	
Soja	555,4		334		697	-8,6%	6,7%	58,6%	16,7%	7,1%	2,2%	

"Tabela periódica" de rendimento de activos

Classe de ativo	Índice de referência	Rendimentos do Ano Civil										
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	H1'2021
Ações dos EUA	S&P 500 TR	38,3% Governo da Zona Euro	28,1% Governo da Zona Euro	54,4% Ações do Japão	71,3% Governo da Zona Euro	15,4% Ações da Europa	14,8% Alto Rendimento Global	37,3% Ações de Mercados Emergentes	3,3% Governo de Espanha	31,5% Ações dos EUA	18,4% Ações dos EUA	27,2% Commodities
Ações do Japão	Topix TR	7,6% Governo de Espanha	20,9% Ações do Japão	32,4% Ações dos EUA	61,3% Governo de Espanha	12,1% Ações do Japão	12,0% Ações dos EUA	22,4% Ações Globais	0,1% Governo da Zona Euro	27,7% Ações Globais	18,3% Ações de Mercados Emergentes	16,1% Ações da Europa
Ações de Espanha	Ibex35 TR	2,6% Alto Rendimento Global	19,3% Alto Rendimento Global	27,8% Ações de Espanha	13,7% Ações dos EUA	1,4% Ações dos EUA	11,4% Commodities	22,2% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	26,8% Ações da Europa	15,9% Ações Globais	15,3% Ações dos EUA
Ações de Mercados Emergentes	MSCI ME TR	2,1% Ações dos EUA	18,2% Ações de Mercados Emergentes	26,7% Ações Globais	10,3% Ações do Japão	-0,1% Liquidez	11,2% Ações de Mercados Emergentes	21,8% Ações dos EUA	-1,5% Europe IG	18,4% Ações de Mercados Emergentes	8,0% Alto Rendimento Global	13,0% Ações Globais
Ações da Europa	Eurostoxx50 TR	2,0% Europe IG	18,2% Ações da Europa	21,1% Governo de Espanha	8,6% Ações de Espanha	-0,5% Europe IG	7,5% Ações Globais	11,3% Ações de Espanha	-3,3% Alto Rendimento Global	18,1% Ações do Japão	7,4% Ações do Japão	10,7% Ações de Espanha
Commodities	Commodity RB TR	0,9% Liquidez	16,0% Ações dos EUA	20,8% Ações da Europa	8,3% Europe IG	-0,8% Ações Globais	6,6% Governo da Zona Euro	10,6% Ações da Europa	-4,4% Ações dos EUA	16,6% Ações de Espanha	6,4% Governo da Zona Euro	8,9% Ações do Japão
Ações Globais	MSCI World TR	-5,5% Ações Globais	15,8% Ações Globais	8,0% Alto Rendimento Global	7,2% Ações da Europa	-3,6% Ações de Espanha	5,7% Governo de Espanha	10,2% Alto Rendimento Global	-8,7% Ações Globais	12,6% Alto Rendimento Global	4,4% Governo de Espanha	7,4% Ações de Mercados Emergentes
Europe IG	ERLO TR	-7,8% Ações de Espanha	13,2% Europe IG	2,4% Europe IG	4,9% Ações Globais	-4,2% Alto Rendimento Global	4,8% Europe IG	1,9% Europe IG	-10,8% Ações da Europa	10,1% Governo de Espanha	2,7% Europe IG	2,5% Alto Rendimento Global
Liquidez EUR	Eonia TR	-8,6% Ações da Europa	2,8% Ações de Espanha	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-10,5% Governo de Espanha	2,6% Ações de Espanha	1,7% Governo de Espanha	-11,5% Ações de Espanha	8,1% Governo da Zona Euro	-0,5% Liquidez	-0,2% Liquidez
Alto Rendimento Global	HW00 TR	-13,4% Commodities	0,2% Liquidez	-2,6% Ações de Mercados Emergentes	-0,1% Alto Rendimento Global	-14,9% Ações de Mercados Emergentes	1,7% Ações da Europa	0,7% Commodities	-13,0% Commodities	6,2% Europe IG	-3,2% Ações da Europa	-0,5% Europe IG
Governo de Espanha	ESPAÑHA 10 ANOS	-17,0% Ações do Japão	-1,1% Commodities	-9,6% Commodities	-2,2% Ações de Mercados Emergentes	-16,3% Governo da Zona Euro	0,6% Ações do Japão	-0,2% Governo da Zona Euro	-14,6% Ações de Mercados Emergentes	5,4% Commodities	-9,3% Commodities	-2,9% Governo de Espanha
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 Anos	-18,4% Ações de Mercados Emergentes	-3,8% Governo de Espanha	-46,6% Governo da Zona Euro	-17,0% Commodities	-22,3% Commodities	-0,3% Liquidez	-0,4% Liquidez	-16,0% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	-12,7% Ações de Espanha	-7,9% Governo da Zona Euro

Rendimentos

*Dados em 30/06/2021

*Os índices de rendimento total acompanham tanto as mais-valias como quaisquer distribuições em numerário, tais como dividendos ou juros, atribuídos às componentes do índice.

Equipa global Diretores de Investimento

Santander Private Banking



 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CEFA, CIIA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca,
CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Rafael Arelios Neves

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs

 Paulo Jorge Sa Luis

 Carlos Mansur

 David Sterland

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

Aviso legal:

Este relatório foi preparado pelo Santander Wealth Management & Insurance ("WMI"), uma unidade de negócios global do Banco Santander, SA (WMI, juntamente com o Banco Santander, S.A. e as suas afiliadas, será doravante referido como "Santander"). Este relatório contém previsões económicas e informações reunidas de várias fontes, incluindo terceiros. Embora tais fontes sejam consideradas dignas de confiança, a precisão, completude ou natureza atual dessas informações não são garantidas, implícita ou explicitamente, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Quaisquer opiniões incluídas neste relatório podem não ser consideradas irrefutáveis e podem divergir de ou ser inconsistentes com as opiniões (expressas verbalmente ou por escrito), conselhos ou decisões de investimento de outras áreas do Santander.

Este relatório não se destina a ser, e não deve ser, interpretado em relação a um objetivo de investimento específico. Foi publicado apenas para fins informativos e não constitui consultoria de investimento, uma oferta ou solicitação de compra ou venda de ativos, serviços, contratos financeiros ou outro tipo de acordos, ou outros produtos de investimento de qualquer tipo (coletivamente, os "Ativos Financeiros"), e não deve ser considerado a única base para apreciar ou avaliar Ativos Financeiros. Da mesma forma, a distribuição deste relatório a um cliente, ou a terceiros, não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimento.

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

Salvo se expressamente estipulado em documentos jurídicos de Ativos Financeiros específicos, os Ativos Financeiros não são, e não serão, segurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo a Federal Deposit Insurance Corporation. Eles não são uma

obrigação do, ou garantida pelo, Santander e podem estar sujeitos a riscos de investimento, incluindo, mas não se limitando a, riscos de mercado e de câmbio, risco de crédito, risco do emitente e da contraparte, risco de liquidez e possível perda do capital investido. Relativamente aos Ativos Financeiros, recomenda-se aos investidores que consultem seus consultores financeiros, jurídicos, fiscais e outros, conforme considerem necessário para determinar se os Ativos Financeiros são adequados com base nas circunstâncias particulares e situação financeira desses investidores. O Santander, os seus respetivos administradores, funcionários, advogados, trabalhadores e agentes não assumem qualquer responsabilidade por qualquer tipo de perda ou dano relacionado com, ou decorrente de, o uso de ou confiança em toda ou qualquer parte deste relatório.

A qualquer momento, o Santander (ou os seus trabalhadores) pode concordar com ou ser contrário às informações aqui declaradas para os Ativos Financeiros; atuar como principal ou agente nos Ativos Financeiros relevantes; ou fornecer consultoria ou outros serviços ao emitente de Ativos Financeiros relevantes ou a uma sociedade relacionada com um emissor dos mesmos.

As informações contidas neste relatório são confidenciais e pertencem ao Santander. Este relatório não pode ser reproduzido no todo ou em parte, ou posteriormente distribuído, publicado ou referido de qualquer forma a qualquer pessoa, nem as informações ou opiniões aqui contidas podem ser referidas sem, em cada caso, o consentimento prévio por escrito do WMI.

Qualquer material de terceiros (incluindo logótipos e marcas registadas), seja literário (artigos/estudos/relatórios, etc. ou excertos dos mesmos) ou artístico (fotos/gráficos/desenhos, etc.), incluído neste relatório estão registados em nome dos seus respetivos proprietários e apenas reproduzidos de acordo com as práticas comerciais e industriais honestas.



Levamos o seu património mais longe
www.santanderprivatebanking.com
🐦 @santanderpb
📷 @santanderpb
🌐 @santanderprivatebanking