

Julho de 2022

# Perspetivas trimestrais

## Aposta na qualidade enquanto as perspectivas de crescimento continuam a ser incertas

O primeiro semestre deste ano trouxe uma série de choques adversos que aumentaram drasticamente a inflação, enquanto pesavam significativamente sobre o crescimento.

Pensamos que a volatilidade e a incerteza irão continuar elevadas, até que haja um ponto de inflexão na trajetória ascendente da inflação. Até lá, os investidores irão continuar a questionar se o aumento das taxas de juro que os bancos centrais implementaram até agora é suficiente para controlar a inflação. O risco é que, ao restringir a política monetária de forma agressiva e com o crescimento a ser ameaçado pelo conflito, os bancos centrais possam desencadear uma recessão. Neste momento é a credibilidade dos bancos centrais que está em causa, uma vez que a inflação, que atingiu os valores mais elevados dos últimos 40 anos, representa o desafio mais difícil que enfrentam.

Uma vez que continua a haver muita incerteza sobre as taxas de juro e o crescimento, achamos que faz sentido manter as carteiras com níveis moderados de risco e apostar na qualidade: empresas rentáveis com uma forte geração de fluxos de caixa, com poucas necessidades de crédito e de liquidez, e com margens elevadas e estáveis. A diversificação em ativos reais, private equity, produtos estruturados com capital garantido e estratégias de retorno absoluto, serão fundamentais neste complexo contexto de investimento.

# Principais Mensagens para o 3.º Trimestre de 2022

## Está em causa a credibilidade dos bancos centrais

Os mercados obrigacionistas fizeram um profundo ajustamento para encaixarem um novo cenário em que as condições monetárias deixaram de ser ultra flexíveis. Ainda assim, a inflação continua a subir, e isto está a introduzir um novo fator de incerteza: o mercado está a interrogar-se sobre o nível de procura que tem de ser removida para aliviar as pressões sobre os preços. Acharmos que os valores da inflação devem começar a moderar nos próximos trimestres à medida que os principais efeitos de base forem sendo removidos, mas este cenário contém alguns pontos frágeis que podem conduzir a um cenário de aumento das taxas de juro para lá das estimativas de mercado. Os bancos centrais têm a sua credibilidade em jogo neste contexto complexo, uma vez que enfrentam dilemas no sentido de terem de cumprir metas contraditórias.

## Fraturas nas perspectivas de crescimento

A deterioração dos principais indicadores está a generalizar-se e os elevados níveis de crescimento esperados no início do ano começam a desvanecer-se para níveis que abrem o debate a uma possível recessão nos próximos doze meses. A continuidade do ciclo económico dependerá do nível restritivo da política monetária, e do nível de deterioração da confiança dos consumidores e empresários. Analisamos várias fontes de fragilidade que podem desencadear um cenário de maior desaceleração económica: a escassez de energia na Europa, o impasse e as condições financeiras nos Estados Unidos, e a crise do mercado imobiliário na China.

## Enviesamento defensivo e diversificação

O aumento da inflação representa um grande desafio para a colocação de ativos, pois afeta negativamente tanto as obrigações como as ações. A gestão de risco é fundamental neste contexto de incerteza macro-económica e geopolítica, até que o cenário das taxas de juro e do crescimento fiquem mais claros. Os investidores podem querer manter carteiras com um orçamento de baixo risco, diversificação em ativos reais e investimentos alternativos. Aposta na qualidade do balanço, e em dividendos e fluxos de caixa resilientes na seleção de empresas, e gestão de risco através de produtos estruturados e estratégias de retorno absoluto.

## 1.1 Combater a inflação constitui a principal prioridade

O conflito na Ucrânia foi um grande choque a nível geopolítico e económico e os analistas e investidores ainda estão a tentar avaliar a magnitude e complexidade das repercussões desta guerra. A esperança de que a guerra possa ser resolvida a curto prazo por algum acordo que ambos os lados possam considerar razoável está a diminuir à medida que as partes estão cada vez mais entrenchadas nas suas posições. Além disso, as sanções impostas pelos países ocidentais à Rússia, em resposta à invasão da Ucrânia, estão a aumentar e os seus efeitos sobre o comércio e no mundo corporativo estão a espalhar-se pela economia global. Ao mesmo tempo, as cadeias globais de abastecimento voltaram a ser novamente afetadas com a imposição de novos confinamentos em diversas regiões da China. **O contexto geopolítico e económico está a atravessar um momento de incerteza, o que tem conduzido a um crescente grau de nervosismo nos mercados, que corrigiram drasticamente no primeiro semestre do ano.** Neste relatório vamos resumir as mudanças que estão a acontecer a nível das principais esferas económicas e financeiras, de forma a avaliar as suas implicações à luz das oportunidades de investimento. Neste primeiro capítulo analisaremos as **implicações em termos de estabilidade de preços e taxas de juro**, e no segundo capítulo iremos abordar as **repercussões em termos de abrandamento económico**. Na última parte iremos analisar o impacto destas duas tendências nos mercados financeiros e que **conclusões se podem tirar a nível do reequilíbrio das carteiras de investimento**. O mundo passou por mudanças significativas a nível de uma série de variáveis geopolíticas e económicas, e quase todas estas variações têm um sinal negativo marcante.

A primeira consequência do conflito, em termos económicos, foi o extraordinário aumento da inflação e a consequente mudança de direção da política monetária da grande maioria dos bancos centrais globais. Como se pode ver no gráfico abaixo, a Fed, o Banco da Inglaterra e o BCE iniciaram (ou anunciaram) o processo de ajustamento das taxas de juro. As mensagens dos decisores de política monetária fizeram com que o mercado ajustasse as curvas das taxas de juro e refletisse que num curto período de tempo as taxas de juro estarão na zona neutra ou acima. O crescimento económico ao longo dos últimos quinze anos tem sido impulsionado por taxas de juro inferiores a este nível de neutralidade (estimadas em cerca de 3% para a economia dos EUA e 2% para a Zona Euro e Reino Unido). **Os agentes económicos estão a observar a situação com preocupação, à medida que as curvas de juros começam a pesar a probabilidade de que o processo de aumento dos juros tenha de se deslocar para um território restritivo** para conter o aumento das expectativas de inflação.

O conflito da guerra está para ficar, com o que diminuem as probabilidades de ter apenas efeitos económicos transitórios

A inflação, que atingiu os valores mais elevados dos últimos 40 anos, representa neste momento o desafio mais difícil em termos das políticas a implementar

As opções de política monetária são extremamente complexas e a credibilidade dos bancos centrais está a tornar-se cada vez mais frágil

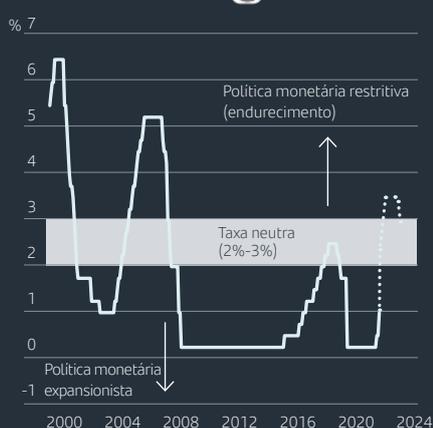
Creem os receios de que manter a neutralidade pode não ser suficiente. A incerteza quanto às taxas de juro continua extremamente elevada

### A inflação está a forçar os bancos centrais a elevar as taxas acima da taxa neutra para tentar moderar o excesso de procura que está a empurrar os preços para cima

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/05/2022

### A política monetária à escala mundial irá tornar-se restritiva pela primeira vez desde a crise financeira global

Reserva Federal dos EUA



Banco Central Europeu



Banco da Inglaterra



## 1.2 O pico da inflação foi adiado para o 4º trimestre

Neste processo de normalização das taxas de juros, **os bancos centrais já concluíram a fase inicial de neutralização das políticas expansionistas** (elevando as taxas de juros para a zona neutra e retirando os programas de compra de obrigações). Este ajustamento das expectativas das taxas de juro foi um dos mais rápidos da história, com o conseqüente impacto em termos de volatilidade e de redução dos preços das obrigações. O aspeto fundamental em relação às decisões de política monetária nos próximos meses será determinado pelo comportamento da inflação. **Se as pressões sobre os preços persistirem, os bancos centrais não terão outra opção senão continuar com a política monetária restritiva para conter a procura excessiva.** Qualquer movimento ascendente adicional na curva de juros vai implicar um tradeoff em relação ao crescimento económico, e deteriorar ainda mais a confiança das empresas e dos consumidores.

A decisão da Reserva Federal (Fed) dos EUA de ignorar a sua anterior orientação futura e de aumentar em 75 pb (o aumento mais elevado desde 1994) é um sinal de uma viragem radical. Foi isto que foi explicado por Jerome Powell na conferência de imprensa após a reunião do FOMC no dia 15 de junho, deixando claro o desejo da Fed de manter as taxas de juros em território ligeiramente restritivo nos próximos meses. **O Banco Central Europeu (BCE) também tomou medidas de política monetária restritiva, quando Lagarde anunciou recentemente um aumento da taxa do BCE em julho e outro em setembro.** A decisão da Fed foi por sua vez seguida pelo Banco Nacional Suíço, que aumentou a sua taxa de juros pela primeira vez em 15 anos (um aumento de +0,5%), e pelo Banco da Inglaterra (com um aumento de 0,25% para 1,25%). **A prioridade para os bancos centrais neste momento é controlar a inflação.**

**Conseguir o equilíbrio entre estabilidade de preços e pleno emprego no contexto atual é uma tarefa cada vez mais complexa.** A atual situação inflacionista tem muitos culpados não recorrentes, nomeadamente a Covid-19, os estímulos excessivos, as conseqüências da guerra na Ucrânia, a aceleração da transição para uma economia mais verde, etc., que afetam uma economia já de si com pouca margem de manobra (cadeias de abastecimento globalizadas "just in time" e escassa capacidade ociosa em muitas matérias-primas...). **À medida que estes efeitos transitórios são mitigados e os efeitos de base são eliminados, as taxas de inflação devem atingir o seu pico nos próximos meses.** Se não ocorrerem outros choques a nível da energia, esperamos que a inflação global atinja o pico no final do terceiro trimestre, mas as pressões sobre os preços irão continuar até 2023.

A Fed está a acelerar o ritmo de aumento das taxas de juro para chegar a níveis mais restritivos antes do final do ano

O BCE está a tomar as medidas necessárias para se afastar das taxas de juros negativas até ao final do 3.º Trimestre de 2022

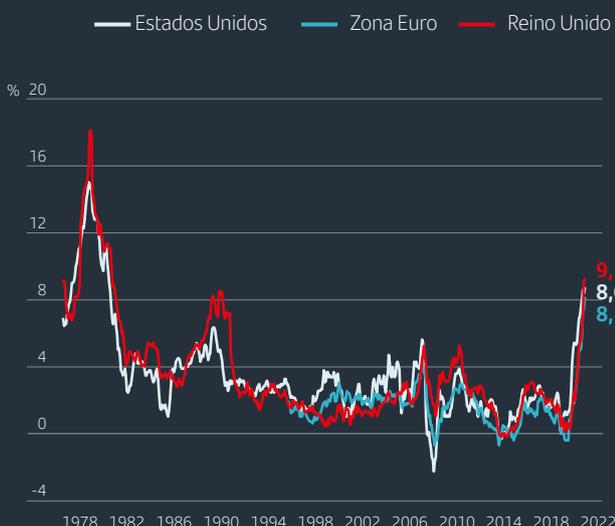
A inflação subjacente está mais controlada na Zona Euro, mas ainda não há sinais de desaceleração

### Os níveis de inflação e tendências recentes exigem medidas restritivas de política monetária

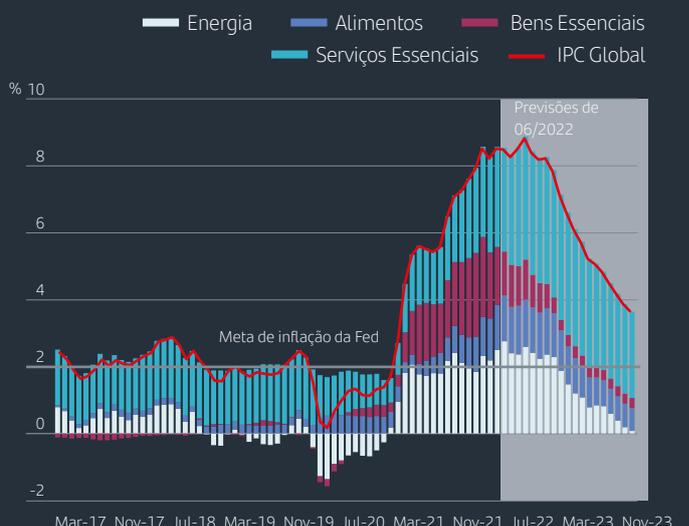
Fonte: Estimativas do Santander Asset Management. 31/05/2022

### Os próximos meses são fundamentais para determinar se haverá um ponto de viragem na inflação

#### IPC global



#### Contributos para o IPC dos EUA de parte de diferentes componentes



## 1.3 Mercados de trabalho mais restritivos

Como se pode ver no gráfico abaixo, a inflação nas décadas anteriores tem estado persistentemente abaixo da meta oficial de 2% que tanto a Fed como o BCE têm como referência para manter a estabilidade dos preços, o que foi particularmente evidente durante os mandatos de Draghi e Yellen na década seguinte à crise financeira global, onde as tendências deflacionistas implicaram uma diferença de -2% nos EUA e -8% na Zona Euro. A vigorosa recuperação da procura depois dos confinamentos, dos generosos programas de estímulo orçamental e das perturbações na oferta global fizeram com que a inflação acumulada durante os atuais mandatos de Powell e Lagarde esteja bem acima da taxa tendencial de 2%. **A subida acentuada da inflação na sequência do conflito na Ucrânia esgotou a margem de segurança que permitiu aos bancos centrais adotarem políticas expansionistas.** A chave para as futuras decisões de política monetária residirá no grau em que as fontes de pressão sobre os preços sejam transferidas para a economia em geral e para o mercado de trabalho em particular. **Toda a atenção está agora voltada para a evolução dos salários e da inflação subjacente.**

A inflação está a mudar de bens e serviços essenciais para não essenciais (à medida que o desconfinamento e a procura reprimida enfrentam a oferta limitada), afetando diferentes geografias de formas não idênticas, dependendo das suas características e políticas. Os dados da inflação do mês de maio continuaram a mostrar que as dinâmicas de pressão sobre os preços continuam elevadas. **O principal problema é que estas dinâmicas inflacionistas estão a ocorrer num mercado de trabalho muito retraído, que já tem vindo a apresentar sinais de tensões salariais devido à escassez de mão de obra qualificada.** Os níveis de desemprego atingiram mínimos históricos nas economias desenvolvidas, especialmente nos Estados Unidos, Alemanha e Reino Unido. O aumento dos salários no último relatório de emprego nos Estados Unidos é de 5,2% e será difícil moderar esta pressão sobre os salários se a inflação for mais elevada e se houver uma oferta muito elevada de vagas não preenchidas. Neste momento há uma taxa de empregos disponíveis de 7% (um recorde histórico), que é quase o dobro da taxa de desemprego de 3,6% (a mais baixa desde a década de 1960). **O Reino Unido é outro exemplo de uma economia onde o mercado de trabalho está muito retraído e muito sensível às tendências inflacionistas.** O nível de desemprego caiu para 3,7% (o mais baixo desde 1974) e o número de empregos disponíveis supera os níveis de desemprego pela primeira vez na história. Os bancos centrais irão estar atentos aos efeitos da segunda vaga da inflação sobre o mercado de trabalho.

A margem de manobra em termos de estabilidade de preços desapareceu

Qualquer desvio adicional no aumento da inflação terá de ser compensado com uma política monetária mais restritiva

Os níveis de desemprego historicamente baixos dificultam que a inflação não seja transmitida para os salários

### A Fed e o BCE têm um histórico misto de manterem a inflação sob controlo de acordo com a meta dos 2%

Fonte: Bloomberg e informação interna. Dados de 31/05/2022

Tanto Powell como Lagarde correm o risco de perderem a credibilidade em relação à estabilidade de preços

#### Reserva Federal dos EUA

Bernanke (2006-2014)



Yellen (2014-2018)



Powell (2018 - titular do cargo)



#### Banco Central Europeu

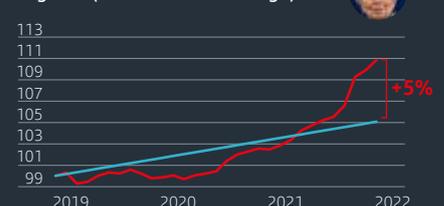
Trichet (2003-2011)



Draghi (2011-2019)



Lagarde (2019 - titular do cargo)



## 1.4 A política monetária é um desafio

As decisões de política monetária de ambos os lados do Atlântico estão a tornar-se cada vez mais complexas, uma vez que a cartilha dos bancos centrais das décadas anteriores não se aplica à situação económica atual. A sensibilidade do mercado ao aumento das taxas de juro e às surpresas inflacionistas é extremamente elevada, como resultado do período bastante prolongado de políticas monetárias acomodaticias. As autoridades monetárias enfrentam riscos estagflacionistas e, com a diferença entre a inflação real e a meta a ser tão grande, **que terão provavelmente de sacrificar o crescimento para que haja uma maior estabilidade de preços. A Fed deve restringir a política monetária de forma decisiva até que os níveis da procura diminuam suavemente e a rigidez do mercado de trabalho também diminua.** A Fed tem de explicar tudo isto abertamente e reconstruir a credibilidade ao colocar a política monetária num ambiente verdadeiramente restritivo. Caso contrário, a inflação elevada irá persistir e as expectativas de inflação irão aumentar, o que significa que o único caminho viável para a estabilidade de preços será uma recessão ainda mais profunda. A solução implica que as expectativas de inflação não venham a desancorar depois 2023. O gráfico abaixo, do lado esquerdo, mostra **a tendência preocupante quanto às expectativas da inflação a 2 anos nos Estados Unidos.** Enquanto essas expectativas excederem os 4% (o dobro da meta de 2% da Fed), a política monetária terá de se manter rígida para que a Fed consiga manter a sua credibilidade como estabilizador de preços. **Quanto mais a Fed for adiando as coisas, pior será o conflito entre os objetivos incompatíveis que tem de cumprir: manter a estabilidade dos preços e o nível de desemprego baixo.**

O BCE enfrenta um dilema ainda mais difícil, pois um efeito colateral da política monetária restritiva é o aumento da pressão financeira sobre os países endividados. As finanças dos governos irão ser comprimidas, tanto pelo aumento das taxas, como pelo aumento dos spreads, num contexto de restrições quantitativas. O gráfico abaixo à direita mostra a ampliação dos spreads entre obrigações do governo alemão e das economias periféricas do sul da Europa. O BCE tem tentado lidar com os temores de que a Zona Euro esteja à beira de outra crise da dívida, dizendo que está a trabalhar numa nova ferramenta para combater os crescentes custos dos empréstimos nas economias mais fracas da região. **A credibilidade do BCE está em jogo ao implementar decisões que implicam uma política monetária restritiva, preservando ao mesmo tempo a estabilidade financeira e evitando a fragmentação na Zona Euro.**

Os bancos centrais enfrentam um difícil equilíbrio entre crescimento e estabilidade de preços, ao mesmo tempo que têm a credibilidade em jogo

A Fed pode ter de continuar a aumentar as taxas para conter a inflação, com repercussões tanto na bolsa como para as pessoas em geral

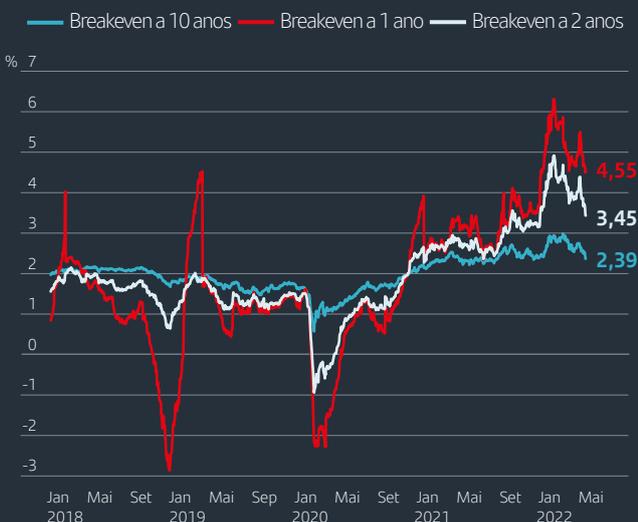
O BCE deve equilibrar os riscos de fragmentação com a necessidade de conter o aumento da inflação

### Esperam-se elevados níveis de volatilidade nos mercados obrigacionistas, uma vez que os bancos centrais enfrentam importantes dilemas

Fonte: Bloomberg. Dados em 30/06/2022

#### Variáveis fundamentais: Expectativas de inflação nos EUA e riscos de fragmentação na Zona Euro

Ponto de equilíbrio da inflação dos EUA a 1, 2 e 10 anos



Spreads das obrigações dos governos europeus a 10 anos em relação ao Bund alemão



## 2.1 Ou abrandamento ou recessão

As projeções de crescimento económico global estão a ser revistas continuamente à medida que os fatores de desaceleração se acumulam. O ano fiscal de 2022 começou com um forte impulso a nível de crescimento, com condições financeiras muito favoráveis, com o consumo sustentado por um mercado de trabalho em expansão e com a recuperação das despesas com serviços. Mas **os choques geopolíticos, inflacionistas e monetários estão a afetar o crescimento económico e o potencial para a continuidade do ciclo de expansão diminuiu significativamente.**

**A área geográfica mais afetada pelo abrandamento é a Europa,** devido à sua proximidade com a Rússia e a Ucrânia, e pelo facto de ser mais diretamente afetada pelas sanções económicas impostas à Rússia. A Europa começou com expectativas de crescimento muito favoráveis no início do ano (com projeções de 4,0%) que entretanto foram revistas abruptamente (o consenso de economistas da Bloomberg neste momento espera um crescimento de apenas 2,8% na Zona Euro). No entanto, este nível de **crescimento continua a ser vulnerável a dois potenciais choques adversos: um possível embargo de energia e um aumento nos prémios de risco das economias do sul da Europa.**

O principal risco potencial para as projeções é que as exportações de energia da Rússia para a Europa possam cessar completamente. O impacto de um choque dessa natureza é difícil de quantificar, mas pode ser grave se ocorrer através de uma interrupção repentina das importações da Rússia, numa altura em que os níveis de stocks ainda não recuperaram e há uma margem muito limitada para se mudar rapidamente para fontes alternativas de abastecimento. Os próximos embargos da UE às importações de carvão e ao transporte marítimo de petróleo da Rússia também apresentam problemas e podem ser mais perturbadores do que o esperado, caso haja uma escassez prolongada de oferta. De acordo com um estudo realizado pelo Banco de Espanha<sup>1</sup>, **no caso de um embargo total ao fornecimento de energia por parte da Rússia, haveria uma diminuição da taxa de crescimento do PIB na União Europeia entre 2,5 e 4,2 pontos percentuais, e um aumento da taxa de inflação entre 1,6 e 2,7 pontos percentuais.** O petróleo e o gás representam uma parte considerável do consumo total de energia na UE, e os seus aumentos têm um efeito psicológico muito importante sobre os consumidores. Este é um dos motivos pelos quais, **apesar do mercado de trabalho estar forte, a deterioração da confiança dos consumidores tem sido tão significativa,** como se mostra no gráfico abaixo.

O ciclo económico global expansionista enfrenta o duplo desafio de uma desaceleração no crescimento e políticas monetárias restritivas

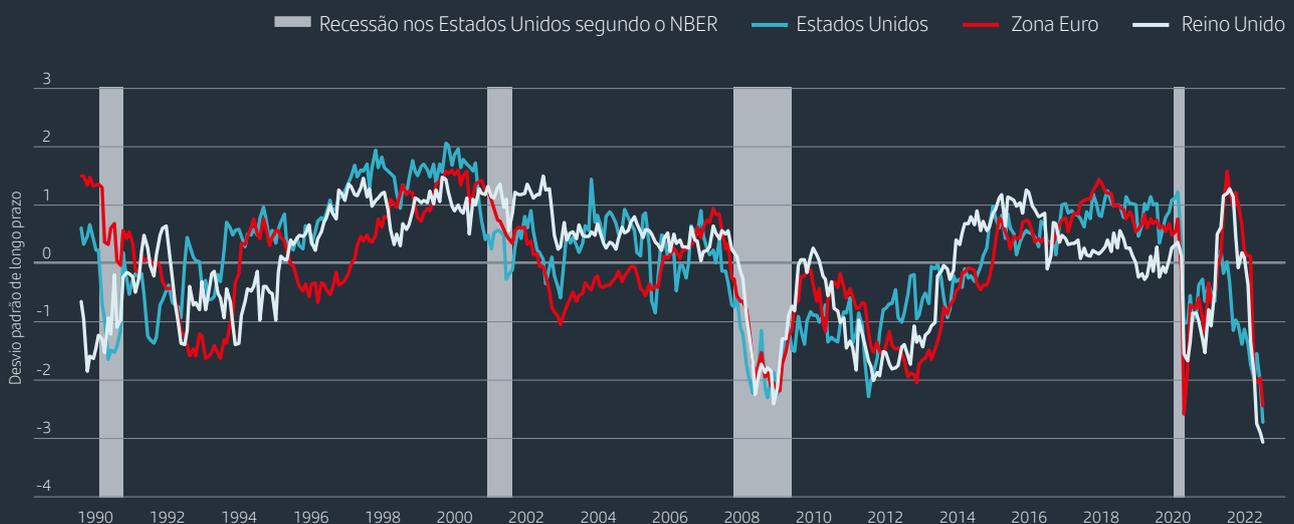
A expansão económica na Europa é ainda mais frágil por causa da espada de Dâmocles da dependência energética

A inflação está a corroer os rendimentos pessoais e este choque no custo de vida está a afetar a confiança dos consumidores

### A deterioração da confiança dos consumidores tem sido surpreendente em termos de velocidade e magnitude

Fonte: Bloomberg e informação interna. Dados em 30/06/2022

A fragilidade da confiança é particularmente significativa na Zona Euro e no Reino Unido



1. Javier Quintana, Boletim Económico do Banco de Espanha: "Economic consequences of a hypothetical trade closure between Russia and the European Union"

## 2.2 A China enfrenta dilemas de crescimento

A economia chinesa passou por seis meses desafiadores com o ressurgimento do COVID, a incerteza regulamentar, as dificuldades no mercado imobiliário e a desaceleração económica global após a invasão da Ucrânia. **A política de "Covid zero", que envolve confinamentos rigorosos, está a representar um preço muito elevado em termos de crescimento e agitação social.** Os gráficos abaixo mostram como é que os indicadores económicos se deterioraram para níveis semelhantes aos do início da pandemia, à medida que a confiança das famílias caiu para o nível mais baixo dos últimos anos. As medidas de flexibilização monetária não tiveram impacto até agora na procura de crédito por parte do setor corporativo. O crescimento no primeiro trimestre foi melhor do que o esperado, mas evidenciou um abrandamento significativo em termos do investimento na indústria, enquanto tanto **o investimento no setor imobiliário como as vendas a retalho registaram uma contração em relação ao ano anterior.** O agravamento do sentimento do setor privado sugere que a procura de crédito não deve recuperar tão cedo.

**O consenso no mercado é que se espera uma taxa de crescimento de 4,3% em 2022, contra a meta do governo de 5,5%.** Os dados económicos, como se pode observar nos gráficos, mostram níveis de crescimento mais moderados do que no passado, com destaque para a acentuada desaceleração do investimento imobiliário. Mais de uma dezena de empresas do setor entraram em incumprimento nos últimos meses. As vendas de casas desaceleraram, os preços caíram e os bancos estão bastante relutantes em conceder empréstimos, apesar da insistência do governo. O crescimento do crédito é o mais lento desde 2015. A não ser que hajam grandes confinamentos, a economia da China irá bater no fundo provavelmente em meados de 2022. Esperamos uma recuperação discreta no segundo semestre do ano, apesar de uma acelerada flexibilização das políticas.

Apesar da desaceleração significativa da economia, **a China tem um fator diferencial em relação aos outros países: tem maior margem de manobra quando se trata de implementar medidas de estímulo monetário e orçamental.** À medida que o Congresso do Partido Comunista se aproxima (outono), é altamente provável que um grande pacote de medidas de estímulo ao crescimento seja aprovado. O presidente Xi Jinping vai querer dar o seu melhor para ser reeleito no Congresso, que deve decidir se irá prolongar o seu mandato por mais cinco anos. A implementação do Plano Comum de Prosperidade e da sua vasta gama de medidas regulamentares colocaram o crescimento económico em segundo plano, mas a desaceleração irá provavelmente fazer com que seja necessário dar prioridade à recuperação económica no curto prazo.

O governo chinês enfrenta um duplo dilema em relação ao crescimento, entre manter a política "Covid zero" e regular o setor imobiliário

O setor imobiliário, outrora o motor da economia, continua a viver uma grande estagnação

A China tem espaço para medidas de estímulo orçamental e monetário, mas tem de agir com urgência para revitalizar um setor privado cada vez mais relutante em investir

### A China tem de revitalizar a economia e espera-se que os planos de estímulo sejam aprovados antes da reeleição de Xi Jinping

Fonte: Bloomberg e informação interna. Dados em 31/05/2022

#### O setor imobiliário, o consumo e o crédito refletem as consequências da política de Covid zero

Valor das vendas no retalho na China, em relação ao ano anterior



Preços de Edifícios Residenciais Novos para Venda - Média Anual



Vendas anuais de automóveis na China



Propriedades na China - Vendas anuais de Edifícios Residenciais



## 2.3 A economia dos EUA tem de abrandar

A economia dos EUA não partilha da fragilidade energética da Europa, nem dos problemas dos setores imobiliário e da saúde da China, mas também não está a escapar à desaceleração a nível global. A principal origem da deterioração das expectativas de crescimento encontra-se nas condições monetárias e financeiras restritivas. Os gráficos abaixo mostram que, um declínio destas métricas (confiança e condições monetárias) geralmente antecede uma desaceleração. **Os investidores estão a questionar-se se a Fed será capaz de equilibrar as pressões inflacionistas com um custo moderado em termos de emprego e crescimento mais baixos: o famoso "soft landing" ou abrandamento** como esperado pelas projeções de crescimento e emprego da própria Fed (aumento da taxa de desemprego de apenas 0,2 pontos percentuais em 2023, enquanto se consegue reduzir a inflação para metade, i.e., para 2,6%) divulgadas no dia 15 de junho

Dos 12 ciclos anteriores de política monetária restritiva da Fed desde a década de 1950, nove terminaram em recessão, como mostram os dados oficiais. Em 1961-66, as taxas de juro subiram de forma constante sem que houvesse uma recessão, mas a inflação desacelerou apenas temporariamente, e houve eventualmente uma recessão em 1970. Talvez o "soft landing" mais bem-sucedido tenha sido o que foi planeado em 1983-84, embora a economia estivesse a acabar de recuperar de duas recessões. Atualmente, o mercado de trabalho está excessivamente restringido e os níveis de inflação estão longe da meta dos 2%. A Fed não pode fazer nada para aliviar os problemas da cadeia de abastecimento global e o risco é que tenha de compensar isso sendo ainda mais restrito no combate à inflação. **Quanto maior for o desvio inicial da inflação e do desemprego em relação à meta, mais a Fed terá de fazer para arrefecer a economia e menores serão as possibilidades de um "soft landing"**. As despesas orçamentais excessivas no período pós-pandemia foram um dos principais motivos para o sobreaquecimento da economia. As dificuldades da administração Biden em aprovar legislação e a esperada perda de controlo do Congresso nas eleições de novembro minimizam as possibilidades de um estímulo orçamental futuro.

Os últimos dados económicos mostram quedas acentuadas em setores-chave, como o imobiliário (a construção de habitação nova caiu significativamente em maio). Há também fraquezas evidenciadas pelos dados do consumo privado, como se mostra nos últimos dados de despesas do retalho, que também mostraram um declínio e estão a implicar cortes acentuados nas projeções de crescimento do segundo trimestre. Uma previsão amplamente seguida, o indicador GDPNow do Federal Reserve Bank de Atlanta, estima que o PIB irá sofrer uma acentuada desaceleração no segundo trimestre.

Um mercado de trabalho forte não é suficiente para compensar os danos causados pelo disparar da inflação nas despesas pessoais

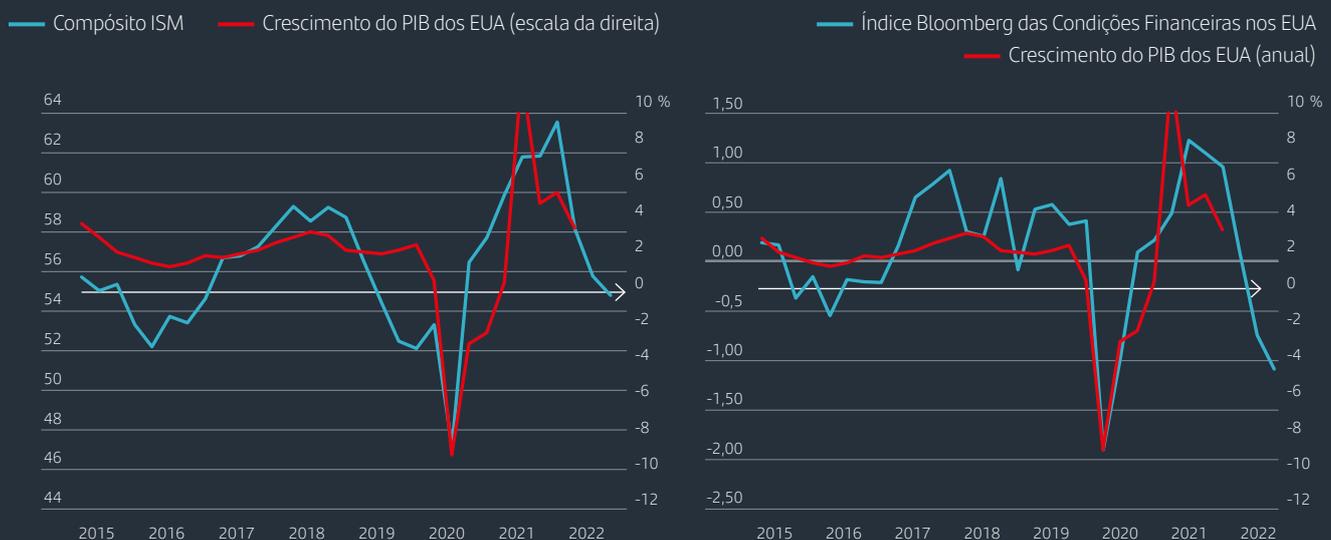
A história mostra que a Fed não tem um histórico muito bom em conseguir "soft landings"

O crescimento económico é agora a vítima, e não um impulsor das escolhas de política monetária. Biden está a enfrentar um impasse e é muito improvável que haja mais estímulos orçamentais

### Os principais indicadores apontam no sentido da continuidade no processo de desaceleração

Fonte: Bloomberg e informação interna.

### A deterioração das condições financeiras irá acabar por afetar o crescimento económico



## 2.4 Chegou a altura de monitorizar a desaceleração

As projeções de crescimento de economistas e agências internacionais ainda continuam a colocar a economia global numa trajetória de crescimento em 2022 e 2023. No entanto, a probabilidade de recessão nas principais economias nos próximos 12 a 18 meses aumentou e **as atuais perspectivas de crescimento são mesmo muito frágeis**. Sem ainda estimar que um cenário de recessão seja inevitável, achamos que é oportuno monitorizar alguns dos principais indicadores para ver se há sinais crescentes de desaceleração.

Na tabela abaixo tentamos resumir alguns dos indicadores mais relevantes. Nos mercados obrigacionistas, os analistas prestam muita atenção à **inclinação entre as taxas com maior e menor maturidade**. Quando a inclinação da curva se achatam e se invertem (como aconteceu brevemente em abril), isso significaria que as políticas monetárias restritivas (aumento das taxas na extremidade curta da curva) irão causar uma desaceleração significativa que irá forçar o banco central a cortar nas taxas daqui para frente (e é por isso que as taxas de juro de longo prazo são mais baixas). A **tendência ascendente dos spreads de crédito** também constitui um sintoma, pois o aumento do custo do crédito pode ser transmitido para o aumento dos índices de insolvência das empresas. **Os indicadores sobre o sentimento do mercado são muito negativos** (volatilidade, condições financeiras e sentimento dos investidores), enquanto **os indicadores de confiança são mistos: positivos do lado das empresas e negativos do lado dos consumidores**. A força do crescimento do emprego e a resiliência das margens e lucros das empresas são os argumentos mais citados pelos analistas com uma visão mais construtiva sobre o ciclo. Por enquanto, a visão geral dos indicadores não aponta para uma deterioração irreversível da economia norte-americana, que é o fator determinante na evolução do ciclo económico mundial. Outro aspeto que merece ser destacado é que **não se veem grandes desequilíbrios nos setores mais cíclicos da economia** que façam com que seja necessário um ajustamento generalizado, de modo que, caso haja uma recessão, não seja da mesma intensidade da que ocorreu no boom tecnológico (excesso de investimento empresarial) ou na crise financeira (excesso de investimento residencial).

A maioria dos analistas continua a apostar no crescimento económico, mas há várias áreas de fragilidade

Os indicadores mais preocupantes são os que são apresentados pelos mercados obrigacionistas (achatamento da curva e spreads de crédito)

Os lucros das empresas e a criação de emprego ainda mostram alguma resiliência e os sectores cíclicos não apresentam grandes áreas de desequilíbrio

### Os principais indicadores apontam para uma nova desaceleração da economia

Fonte: Bloomberg e informação interna. Os dados são de 12 meses até maio ou junho de 2022

#### Os indicadores financeiros e os indicadores de taxas de juro apresentam sinais extremamente negativos

Indicador	Evolução nos últimos 12 meses	Última leitura	Média a 5 anos	Comentário
<b>Indicadores de sentimento</b>				
Fabricação ISM		53	56,2	Ainda acima do nível crítico de 50, mas com uma clara tendência de queda
Expectativas de confiança dos consumidores		66,4	99,0	O aumento do custo de vida está a ter um impacto significativo na confiança dos consumidores
<b>Mercado de Trabalho</b>				
Salários		5,2%	3,8%	Baixo nível de desemprego significa que as expectativas de inflação mais elevadas são transferidas para os salários
Desemprego		3,6%	5,0%	Os dados de criação de emprego ainda são fortes, e as taxas de emprego disponível muito elevadas sinalizam que estamos perante um mercado de trabalho muito retraído
<b>Indicadores financeiros</b>				
Condições financeiras da Bloomberg		-1,08	0,31	A disponibilidade de crédito e a liquidez do mercado começam a deteriorar-se à medida que aumentam as expectativas de aumento das taxas de juro
EUA — Confiança dos investidores Sentix		-23	56	Os títulos dos jornais sobre a recessão e os mercados em baixa afetaram o sentimento dos investidores
<b>Obrigações</b>				
10-2 spread (Tesouro dos EUA)		5,1	55	O achatamento da curva reflete que a rigidez monetária começa a deteriorar as perspectivas de crescimento
Spread de crédito		236,04	218	As maiores probabilidades de recessão estão a elevar os spreads de crédito
<b>Ações</b>				
Crescimento dos resultados em 2022		10%	8%	As empresas continuam a sentir-se relutantes em reduzir os lucros, mas a pressão para baixo nas margens das empresas está a aumentar
Volatilidade		29,5	19,9	Os níveis de volatilidade refletem um elevado grau de incerteza e o S&P500 corrigiu mais de 20%

Julho de 2022

## 3.1 Momentos difíceis para os responsáveis pela atribuição de ativos

O aumento da inflação, a política monetária restritiva e, conseqüentemente, o crescimento económico mais lento, estão a configurar-se como uma tempestade perfeita que afeta todos os mercados (com exceção de alguns preços de commodities). A rentabilidade negativa acumulada nos índices das obrigações ao longo do primeiro semestre do ano é uma das mais baixas do histórico de dados disponíveis. Embora não seja invulgar que em períodos de elevada volatilidade, os segmentos de obrigações de maior risco (aqueles que incluem emissores de baixa qualidade de crédito - elevado rendimento - ou países emergentes) sofram quedas de mais de 10%, esta é a primeira vez na história recente do mercado que isto aconteceu às obrigações do governo de elevada qualidade de crédito. A subida acentuada das taxas de juro e a baixa margem dos rendimentos das obrigações (muitas vezes perto de 0% ou até negativos) resultaram em que os investidores em títulos do Tesouro dos EUA acumularam um retorno negativo de 10% (-15% para os investidores em títulos dos governos europeus). **Este contexto de mercado está a ser particularmente dramático para os investidores mais conservadores**, que apostam mais em obrigações nas suas carteiras de investimento.

As taxas de juros crescentes estão no centro da correção atual, como evidenciado pelo maior castigo que sofreram as obrigações de longo prazo e as ações de crescimento (o declínio do Nasdaq é quase 10 pontos percentuais maior do que o do S&P500). As medidas de política monetária ultra-expansionistas (QE) que minimizaram as taxas de juro de longo prazo impulsionaram a valorização de ativos com fluxos de caixa distantes no futuro. São estes mesmos ativos que sofrem agora o efeito contrário, pois o valor e dividendos distantes são descontados a taxas de juro mais elevadas. Começamos o ano com uma visão cautelosa relativamente às obrigações, mas a nossa perspectiva está a tornar-se mais construtiva à medida que o risco de uma política monetária restritiva começou a estar refletido e os rendimentos do crédito investment grade atingiram os níveis mais elevados da última década.

Outro aspeto excepcionalmente invulgar tem sido a ineficácia da diversificação entre investimentos em obrigações e ações, com ambos os componentes a experimentarem quedas de mais de 10% pela primeira vez na história (cf. gráfico abaixo). As carteiras diversificadas tradicionais, das quais a mais conhecida é a carteira "60/40" (60% de ações e 40% de obrigações), apresentam normalmente um desempenho positivo numa das suas duas componentes. Os investidores têm de olhar para lá das estratégias tradicionais de diversificação para conseguirem equilibrar as suas carteiras.

A correção atual é particularmente dramática para perfis conservadores, uma vez que o epicentro está no mercado de obrigações

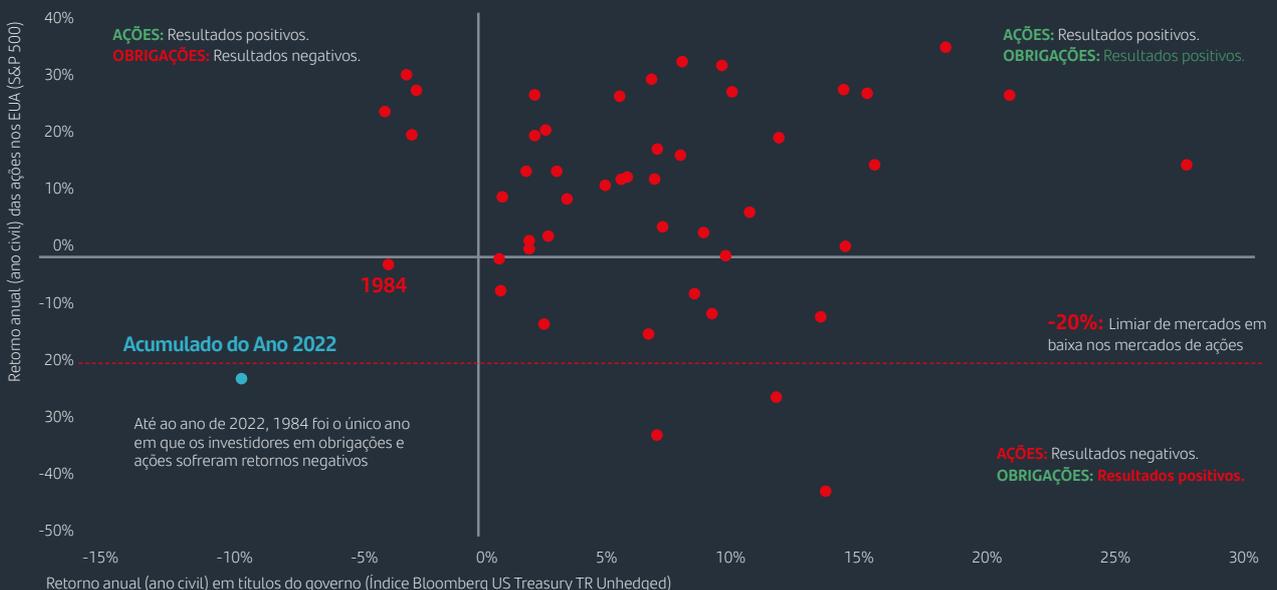
A mudança de paradigma nas políticas monetárias implica um ajustamento bastante duro nos ativos de longo prazo

A eficácia decrescente da diversificação clássica entre obrigações e ações acrescenta outro fator de complexidade à gestão das carteiras

### Retornos anuais de um investidor em US\$ em ações (S&P500) e em obrigações (Títulos do tesouro americanos)

Fonte: Bloomberg e informação interna. Dados em 30/06/2022

Nunca na história recente houve um cenário tão adverso para uma carteira diversificada entre ações e obrigações



## 3.2 Os investidores têm de se focar na inflação

Os bancos centrais têm de se concentrar no combate à inflação e os investidores também. Os próximos meses serão críticos em relação à evolução da inflação como variável crítica para o sentimento dos investidores, sendo o nosso cenário central o de que haverá uma mudança de tendência até o final do terceiro trimestre. No entanto, como explicámos nos capítulos anteriores, há uma **probabilidade não desprezível de cenários alternativos de inflação mais persistente se as tensões nos mercados de energia continuarem** pelo inverno dentro, em linha com os recentes cortes no fornecimento de gás pela Rússia. O efeito do aumento da inflação é direto e adverso sobre os ativos de valor nominal, e também sobre os retornos conforme observámos abruptamente nos últimos meses. **Para reduzir os riscos de inflação, é preciso aceitar uma certa quantidade de risco de mercado, uma vez que é necessário entrar no mundo dos investimentos em ativos reais.** Não há almoços grátis, no sentido de proteção contra a inflação e zero volatilidade. Investir em liquidez só oferece segurança no curtíssimo prazo. Embora a posse de liquidez proteja contra a perda do capital, não protege contra a perda do poder de compra. Investir em obrigações indexadas à inflação oferece alguma cobertura de médio prazo, mas é um instrumento complexo com risco de alta duração que tem de ser minimizado para ser eficaz. Alguns académicos argumentam que **as ações constituem uma boa cobertura contra a inflação, pois as empresas podem eventualmente transferir o aumento dos custos para os consumidores e os retornos reais das ações têm sido constantes ao longo do tempo.** Portanto, os retornos do mercado acionista são neutros à inflação a muito longo prazo. Mas, embora esta relação se possa manter no longo prazo, **a inflação parece ter um efeito significativo sobre os preços das ações a curto prazo.** Podemos ver este impacto no gráfico abaixo, onde vemos que há uma **elevada correlação negativa entre os níveis de inflação e a valorização do mercado acionista nos Estados Unidos.** À medida que o nível de inflação aumenta, os mercados tendem a exigir um prémio de risco mais alto para os investimentos em ações. Portanto, os múltiplos de valorização (medidos neste caso através do índice P/L de Shiller ajustado ciclicamente) tendem a cair com o consequente ajustamento do preço das ações. Além disso, os níveis atuais dos múltiplos de lucros nos Estados Unidos estão bem acima dos níveis históricos e, se os elevados níveis de inflação persistirem, há um elevado risco de correção. Este ajustamento é menor se os níveis atuais de resultados se puderem manter (as margens atuais são muito superiores à média dos últimos dez anos), e se **o risco de deflação múltipla também for reduzido no caso de ações europeias negociadas em avaliações muito mais baixas.**

Os mercados irão manter-se voláteis até atingirem um equilíbrio em relação às perspectivas sobre taxas e inflação

É viável uma "soft landing", mas irá exigir que os choques a nível da oferta diminuam e que a procura continue resiliente

O mercado de ações é um ativo adequado para se proteger contra a inflação a longo prazo, mas no curto prazo é suscetível de sofrer um ajustamento de valorização

### Correlação entre a inflação subjacente e a valorização do mercado de ações (Rácio CAPE Shiller)

Fonte: <https://www.multip.com/shiller-pe> e Bloomberg. Dados de 30/06/2022

Os múltiplos de resultados deflacionam à medida que as perspectivas inflacionistas se deterioram



### 3.3 Resultados para refletir as piores condições económicas

Se analisarmos a queda das ações no primeiro semestre do ano, vemos que praticamente todo o ajustamento se deve a uma contração de múltiplos (ou valorização relativa - um método que tenta comparar empresas com métricas financeiras padronizadas) (o nível de resultados tem sido mantido, mas o mercado ajustou o nível de valorização). Nos gráficos abaixo podemos ver como é que **o mercado ainda estima que as empresas possam obter crescimentos de dois dígitos em 2022, e um pouco menores em 2023**. Esta tendência de margens corporativas estáveis aplica-se tanto às ações europeias quanto às americanas. No entanto, **os estrategas do mercado questionam esta resiliência das estimativas de resultados num contexto como o que se tem vivido desde o início do conflito na Ucrânia**. Desde o início de 2022, houve vários eventos que devem vir a ter um impacto no crescimento dos resultados: a procura dos consumidores está a enfraquecer, uma vez que o crescimento negativo dos salários reais prejudica a confiança dos consumidores e reduz o seu poder de compra, os preços das commodities dispararam e as perturbações no abastecimento têm sido exacerbadas pelas paralisações na China e pela guerra na Ucrânia. Finalmente, a força do dólar vai afetar negativamente os lucros das multinacionais norte-americanas. Tudo isto aponta para um **enfraquecimento da dinâmica dos resultados no segundo semestre de 2022**. O sentimento dos investidores vai provavelmente continuar a ser fraco até que os mercados estejam mais esclarecidos sobre as duas principais variáveis de investimento: taxas de juro e crescimento.

Também vale a pena perguntar se as más notícias já foram descontadas, uma vez que os múltiplos tendem a andar à frente do crescimento. Um exemplo é o forte desempenho do mercado em 2020 devido à expansão dos múltiplos, antecipando o efeito da recuperação pós-pandemia no crescimento dos resultados. Dentro da estratégia de seleção de ações e setores **em termos de ações é necessário ser seletivo e apostar nas empresas com maior capacidade de gerir a compressão de margens neste contexto de crescimento lento**. Dentro das obrigações, também faz sentido reduzir a exposição aos segmentos mais sensíveis às variações cíclicas. **Dado que há condições financeiras mais restritivas no horizonte, as obrigações de elevado rendimento podem não ser tão atrativas como têm sido nos últimos anos**. No entanto, se olharmos para as métricas que quantificam a solidez dos balanços das empresas, não vemos riscos elevados a todos os níveis. Ao contrário de outros ciclos (o setor financeiro na Global Financial Crisis de 2008 ou o setor de tecnologia na crise das dot.com), não houve grandes excessos de investimento e alavancagem nas empresas a nível global. Mas a experiência mostra que em tempos de desaceleração é melhor apostar em emissores que possam lidar com um aumento dos custos de financiamento. **Navegar pelas incertezas atuais em relação ao crescimento e à inflação exige um posicionamento mais cauteloso da carteira**.

Até agora, a desaceleração a nível macro não se traduziu numa diminuição das expectativas de crescimento dos lucros

A atual reavaliação dos preços está a tirar a maior parte da sobrevalorização do mercado, mas os níveis atuais são vulneráveis a qualquer deterioração nos fundamentais corporativos

A fragilidade do crescimento económico recomenda uma recomendação dos ativos cíclicos e ter menos exposição a crédito de menor qualidade

#### Os analistas têm tido alguma relutância em reduzir as estimativas dos lucros, apesar das mudanças nas condições macroeconómicas

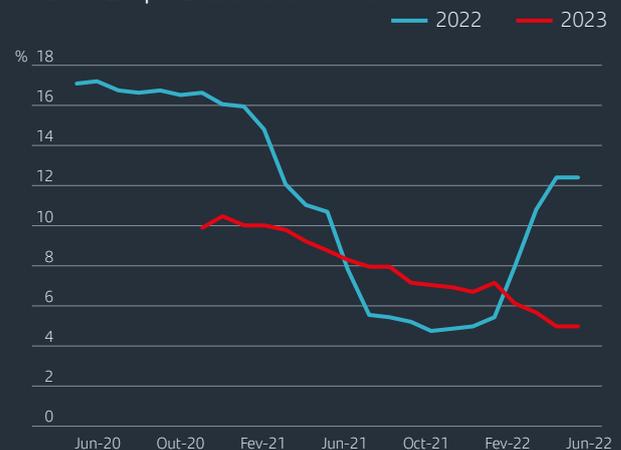
Fonte: Bloomberg e informação interna. Dados em 30/06/2022

As margens de lucro daqui para a frente devem enfrentar pressões negativas à medida que os custos das matérias-primas continuam a subir

S&P 500 - Estimativas de resultados



Stoxx 600 Europa - Estimativas de resultados



### 3.4 Chegou a altura de investir em qualidade

Achamos que o cenário de elevada incerteza e crescente fragilidade dos mercados e das economias exige uma maior aposta em ativos defensivos, dando prioridade à diversificação e qualidade quando se trata de selecionar títulos e estratégias. Chegou a hora de jogar à defesa: os investidores podem preferir abster-se de aumentar o risco até que as perspectivas de inflação e crescimento se tornem mais claras. Em menos de dois trimestres, os investidores sofreram um dos maiores choques geopolíticos e a maior mudança de rumo nas políticas monetárias das últimas décadas. **Do lado positivo, o mercado está agora mais consciente dos riscos**, e os termos estagflação e recessão tornaram-se recorrentes nos comentários dos analistas, e o mercado pode reagir com força caso surjam surpresas positivas. **A desvantagem é que, no caso de eventualmente ocorrer uma recessão, é provável que hajam quedas adicionais nos mercados acionistas** (a queda média do S&P500 durante as recessões é de 31%, como se pode ver no gráfico abaixo).

Achamos que o contexto atual exige uma aposta em ações de qualidade, que normalmente têm métricas financeiras mais resilientes. Em períodos de recessão, estas ações tendem a apresentar um desempenho superior ao índice, pois têm maior facilidade em navegar através da desaceleração económica. Nas últimas quatro recessões, as ações de qualidade global superaram o índice global (ACWI) três meses antes e três meses após o início de uma recessão. Outro segmento de ações que historicamente tiveram um bom desempenho relativo em tempos de recessão é representado por empresas **que pagam dividendos mais altos e têm balanços sólidos**. Continuamos a preferir um posicionamento enviesado para setores que beneficiam com a subida da inflação (financeiros, industriais e materiais) ou setores defensivos (farmacêuticos). Dada a sua alavancagem operacional positiva, a forte geração de fluxos de caixa e a relativa sub-valorização, o setor de energia continua a ser atrativo. Os investidores podem querer considerar a exposição a temas de inovação com elevadas taxas de crescimento e margens resilientes, como a transição energética e a "Internet das coisas". Os clientes com perfil de risco mais conservador podem querer considerar a exposição a essas tendências com **produtos estruturados que garantem parcialmente o capital**.

O atual cenário complexo, que está a afetar negativamente tanto as obrigações como as ações, implica **a necessidade de incluir outros ativos e estratégias para manter um nível adequado de diversificação**. Continuamos a ver valor em estratégias de retorno absoluto e em veículos que permitam o investimento direto em imóveis ou ativos alternativos (private equity e dívida privada) com a possibilidade de tirar partido da correção dos mercados para se posicionarem em empresas com perfil de crescimento para o próximo ciclo.

Mantemos uma perspectiva cautelosa em relação ao futuro, com os bancos centrais a darem prioridade ao controle da inflação em detrimento do crescimento

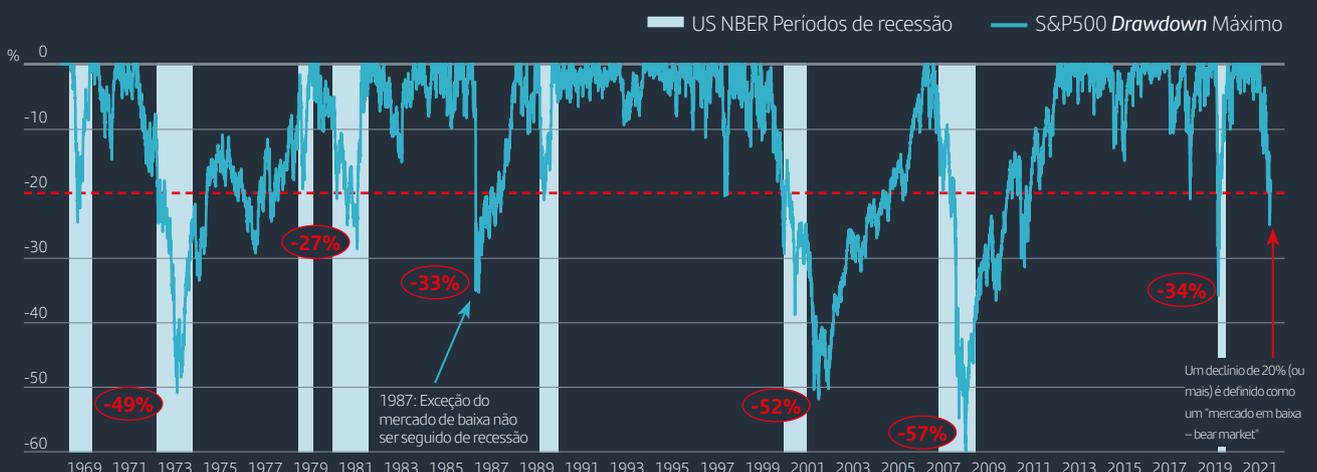
Em tempos de turbulência económica, os investidores tendem a recorrer a ativos reais como reservas tangíveis de valor

A correlação positiva entre obrigações e ações exige níveis mais elevados de diversificação em estratégias alternativas e ativos reais

#### Recessões económicas e mercados em baixa na história recente dos Estados Unidos

Fonte: Bloomberg. Dados em 30/06/2022

Os mercados em baixa (com poucas exceções) normalmente combinam com recessões



# Anexo: Quadros

## Retornos dos principais ativos nos últimos 10 anos.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2022

	Retorno						Retorno anualizado			
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Acumulado do Ano	3 anos	5 anos	10 anos
<b>Curto Prazo (USD) <sup>(1)</sup></b>	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	0,2%	0,6%	1,1%	0,7%
<b>Curto Prazo (EUR) <sup>(2)</sup></b>	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,2%	-0,5%	-0,4%	-0,2%
<b>Obrigações - Global <sup>(3)</sup></b>	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-13,9%	-3,2%	-0,6%	0,1%
<b>Obrigações (USD) <sup>(4)</sup></b>	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-10,3%	-0,9%	0,9%	1,5%
Soberano (USD) <sup>(5)</sup>	1,1%	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-5,8%	-0,3%	0,9%	1,0%
Empresas (USD) <sup>(6)</sup>	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-14,4%	-1,0%	1,3%	2,6%
Elevado Rendimento (USD) <sup>(7)</sup>	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-14,2%	0,2%	2,1%	4,5%
<b>Obrigações (EUR) <sup>(8)</sup></b>	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-12,1%	-3,7%	-0,9%	1,9%
Soberano (EUR) <sup>(9)</sup>	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-12,3%	-3,6%	-0,6%	2,2%
Empresas (EUR) <sup>(10)</sup>	4,7%	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-11,9%	-3,3%	-0,9%	1,8%
Elevado Rendimento (EUR) <sup>(11)</sup>	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-14,3%	-1,8%	0,1%	4,4%
<b>Obrigações Global Emergente (USD) <sup>(12)</sup></b>	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-17,1%	-3,5%	-0,3%	2,5%
LatAm (USD) <sup>(13)</sup>	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-16,7%	-4,9%	-1,2%	1,8%
<b>MSCI Global (USD)</b>	5,3%	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-21,2%	5,3%	5,8%	7,5%
S&P 500 (USD)	9,5%	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-20,6%	8,8%	9,3%	10,8%
MSCI Europa (EUR)	-0,5%	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-15,5%	1,7%	1,3%	4,6%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	8,6%	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-18,8%	-1,7%	-0,2%	0,7%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	6,8%	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-15,7%	2,1%	3,3%	5,3%
MSCI América Latina (USD)	27,9%	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-4,2%	-10,5%	-4,3%	-5,3%

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

## Índices de ações.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2022

		Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno			Retorno anualizado			
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
<b>EUA</b>	S&P 500	3.785		1.379		4.766	16,3%	26,9%	-20,6%	-11,9%	8,5%	9,3%	10,8%
	DOW JONES INDUS.	30.775		13.009		36.338	7,2%	18,7%	-15,3%	-11,9%	4,8%	7,6%	9,1%
	NASDAQ	11.029		2.940		15.645	43,6%	21,4%	-29,5%	-24,8%	10,9%	12,4%	14,2%
<b>Europa</b>	Stoxx 50	3.450		2.479		3.818	-8,7%	22,8%	-9,7%	-3,0%	2,5%	2,0%	3,8%
	Zona Euro (EuroStoxx)	3.455		2.326		4.298	-5,1%	21,0%	-19,6%	-15,5%	-0,4%	0,1%	4,3%
	Espanha (IBEX 35)	8.099		6.452		11.521	-15,5%	7,9%	-7,1%	-6,7%	-4,4%	-5,0%	1,3%
	França (CAC 40)	5.923		3.292		7.153	-7,1%	28,9%	-17,2%	-10,4%	2,1%	3,0%	6,4%
	Alemanha (DAX)	12.784		6.772		15.885	3,5%	15,8%	-19,5%	-17,8%	0,7%	0,7%	7,1%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.169		5.577		7.749	-14,3%	14,3%	-2,9%	1,9%	-1,5%	-0,4%	2,6%
	Itália (MIB)	21.294		13.891		27.347	-5,4%	23,0%	-22,1%	-16,0%	0,1%	0,7%	4,1%
	Portugal (PSI 20)	6.045		3.945		7.608	-6,1%	13,7%	8,5%	20,2%	5,2%	3,2%	2,6%
	Suíça (SMI)	10.741		6.388		12.876	0,8%	20,3%	-16,6%	-11,4%	2,5%	3,8%	5,9%
<b>LatAm</b>	México (MEXBOL)	47.524		34.555		56.537	1,2%	20,9%	-10,8%	-6,6%	3,0%	-1,0%	1,7%
	Brasil (IBOVESPA)	98.542		40.406		126.802	2,9%	-11,9%	-6,0%	-19,1%	-0,9%	9,4%	6,1%
	Argentina (MERVAL)	88.450		2.323		92.288	22,9%	63,0%	5,9%	34,0%	28,7%	32,2%	43,8%
	Chile (IPSA)	4.950		3.439		5.855	-10,5%	3,1%	14,9%	16,4%	-0,7%	0,8%	1,2%
<b>Ásia</b>	Japão (NIKKEI)	26.393		8.695		29.453	16,0%	4,9%	-8,3%	-3,3%	6,7%	5,7%	11,4%
	Hong Kong (HANG SENG)	21.860		19.112		32.887	-3,4%	-14,1%	-6,6%	-15,8%	-8,5%	-3,2%	1,2%
	Coreia do Sul (KOSPI)	2.333		1.755		3.297	30,8%	3,6%	-21,7%	-27,2%	3,1%	-0,5%	2,3%
	Índia (Sensex)	53.019		17.236		59.307	15,8%	22,0%	-9,0%	0,8%	10,1%	11,4%	11,8%
	China (CSI)	4.485		2.140		5.352	27,2%	-5,2%	-9,2%	-6,8%	4,5%	4,1%	6,2%
<b>Mundo</b>	MSCI Global	2.546		1.251		3.232	14,1%	20,1%	-21,2%	-17,0%	5,1%	5,8%	7,5%

## Ações por fator e por setor.

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2022

	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno		Retorno anualizado				Rácios		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Cotização de Dividendos)	Rendimento
MSCI Global	2.546		1.251		3.232	14,1%	20,1%	-21,2%	-15,6%	5,1%	5,8%	7,5%	14,92	2,24
<b>Fator</b>														
MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	1.303		884		1.447	-3,0%	12,6%	-10,0%	-6,8%	1,5%	2,4%	4,2%	12,20	3,89
MSCI - Dinâmica Global	3.021		1.061		3.978	28,3%	14,6%	-22,8%	-17,5%	6,4%	10,1%	11,2%	11,73	2,86
MSCI - Qualidade Global	3.085		1.063		4.058	22,2%	25,7%	-24,0%	-16,1%	9,4%	11,0%	11,5%	17,44	1,90
MSCI - Volatilidade Mínima Global	4.146		1.898		4.730	2,6%	14,3%	-12,3%	-6,5%	2,9%	5,9%	8,4%	17,65	2,36
MSCI - Valor Mundial	10.388		5.039		11.827	-1,2%	21,9%	-12,2%	-6,6%	4,3%	4,7%	7,6%	11,39	3,38
MSCI - Pequena Capitalização Global	539		232		705	16,0%	15,8%	-22,6%	-22,0%	4,0%	4,8%	8,8%	14,17	2,33
MSCI - Crescimento Global	6.901		2.457		9.693	33,8%	21,2%	-28,8%	-22,4%	8,2%	10,0%	11,0%	22,28	1,03
<b>Sector</b>														
Energia	381		164		448	-31,5%	40,1%	24,0%	5,8%	-1,8%	0,9%	0,3%	6,97	4,06
Materiais	474		229		590	19,9%	16,3%	-17,5%	4,5%	13,5%	10,9%	7,8%	8,95	4,29
Industriais	398		177		509	11,7%	16,6%	-21,8%	3,9%	11,4%	9,5%	11,2%	15,25	2,28
Consumo Discricionário	405		141		595	36,6%	17,9%	-31,9%	7,0%	19,7%	16,5%	15,5%	18,73	1,41
Bens de Primeira Necessidade	419		204		465	7,8%	13,1%	-9,8%	7,5%	9,1%	7,2%	8,9%	19,87	2,64
Cuidados de Saúde	465		149		518	13,5%	19,8%	-10,3%	9,0%	14,9%	12,2%	13,5%	16,49	1,74
Financeiros	212		97		263	-2,8%	27,9%	-17,5%	5,9%	10,4%	7,6%	10,4%	10,91	3,49
Tecnologias de Informação	479		103		682	43,8%	29,8%	-29,7%	14,8%	28,9%	25,8%	20,9%	20,79	1,09
Imobiliário	416		247		517	-5,0%	28,7%	-19,7%	10,2%	8,8%	8,4%	8,1%	24,17	3,32
Serviços de Comunicações	147		86		220	23,0%	14,4%	-27,8%	-2,0%	15,2%	11,2%	9,2%	15,53	1,52
Água, Gás, Eletricidade	307		154		331	4,8%	9,8%	-6,2%	10,1%	7,8%	8,1%	7,7%	17,98	3,47

## Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2022

		10 anos									
		Taxa de juro			Varição	Últimos 10 anos			Curva de rendimentos		
País	Classificação (S&P)	Banco C.*	2 anos	10 anos	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	Acumulado do Ano	Y-o-Y	10-2 anos
		<b>Desenvolvido</b>									
EUA	AA+	1,75%	2,95%	3,01%		0,53%		3,14%	150	179	0,06
Alemanha	AAA	-0,50%	0,65%	1,34%		-0,70%		1,93%	151	180	0,69
França	AA	-0,50%	0,55%	1,92%		-0,40%		2,56%	172	202	1,36
Itália	BBB	-0,50%	1,20%	3,26%		0,54%		6,08%	209	264	2,07
Espanha	A	-0,50%	0,97%	2,42%		0,05%		6,86%	186	216	1,45
Reino Unido	AA	1,25%	1,84%	2,23%		0,10%		3,02%	126	166	0,39
Grécia	BB+	-0,50%	n.d.	3,62%		0,61%		25,46%	228	301	n.d.
Portugal	BBB	-0,50%	0,98%	2,42%		0,03%		11,20%	195	224	1,43
Suíça	AAA	-0,25%	0,03%	1,02%		-1,05%		1,06%	117	142	0,99
Polónia	A-	6,00%	7,84%	6,90%		1,15%		6,90%	325	522	-0,94
Japão	A+	-0,10%	-0,06%	0,23%		-0,27%		0,86%	16	21	0,29
<b>Mercados Emergentes</b>											
Brasil	BB-	13,25%	13,51%	13,07%		6,49%		16,51%	223	352	-0,44
México	BBB	7,75%	9,39%	9,05%		4,49%		9,16%	148	215	-0,34
Chile	A	9,00%	#N/A N/A	#N/A N/A		2,19%		6,26%	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC+	52,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	7,50%	10,10%	11,55%		4,85%		11,55%	335	n.d.	1,44
Turquia	B+	14,00%	23,14%	n.d.		6,21%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Rússia	NR	9,50%	#N/A N/A	n.d.		5,55%		15,99%	n.d.	n.d.	n.d.
China	A+	2,86%	2,25%	2,82%		2,51%		4,58%	4	-4	0,57
Índia	BBB-	4,90%	6,53%	7,45%		5,84%		8,86%	99	125	0,92

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

**Moedas.**

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2022

	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno anualizado				
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUR / USD	1,0484		1,05		1,39	8,5%	13,5%	2,8%	1,8%	1,9%
EUR / GBP	0,86		0,70		0,92	-2,3%	-0,1%	1,3%	0,4%	-0,7%
EUR / CHF	1,00		1,00		1,24	3,6%	9,5%	3,5%	1,8%	1,8%
EUR / JPY	142		96		148	-8,0%	-7,6%	-4,8%	-2,0%	-3,4%
EUR / PLN	4,70		4,04		4,70	-2,4%	-3,8%	-3,3%	-2,0%	-1,1%
GBP / USD	1,22		1,22		1,71	11,1%	13,6%	1,4%	1,3%	2,6%
USD / CHF	0,96		0,88		1,03	-4,4%	-3,6%	0,7%	0,0%	-0,1%
USD / JPY	136		78		136	-15,2%	-18,6%	-7,4%	-3,7%	-5,2%
USD / MXN	20,12		12,13		24,17	2,0%	-1,5%	-1,5%	-2,2%	-4,0%
USD / ARS	125,22		4,59		125,22	-18,0%	-23,6%	-30,3%	-33,3%	-28,3%
USD / CLP	918		471		918	-7,2%	-20,7%	-9,6%	-6,2%	-5,7%
USD / BRL	5,26		1,98		5,75	6,1%	-5,7%	-9,9%	-8,9%	-9,2%
USD / COP	4,155		1,763		4,155	-1,8%	-9,3%	-8,2%	-6,0%	-8,1%
USD / CNY	6,70		6,05		7,16	-5,1%	-3,5%	0,8%	0,3%	-0,5%
EUR / SEK	10,72		8,34		10,93	-4,0%	-5,4%	-0,5%	-2,0%	-2,0%
EUR / NOK	10,32		7,29		11,48	-2,9%	-1,3%	-2,1%	-1,5%	-3,1%

**Commodities.**

Fonte: Bloomberg.

Dados de 30/06/2022

	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno			Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2020	2021	Acumulado do Ano	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	115,0		21		120	-23,0%	51,4%	48,5%	21,3%	35,0%	5,9%
Petróleo Bruto (W. Texas)	105,8		19		115	-20,5%	58,7%	37,4%	21,8%	33,0%	7,6%
Ouro	1.807,3		1.060		1.971	24,4%	-3,5%	-1,2%	8,5%	13,2%	4,1%
Cobre	8.258,0		4.561		10.375	25,8%	25,2%	-15,0%	11,3%	11,6%	2,4%
Índice CRB	291,1		117		317	-9,7%	38,5%	25,3%	17,2%	19,2%	0,8%
Rogers Internacional	3.934,2		1.560		4.345	-7,7%	41,1%	23,1%	18,4%	22,6%	4,6%
Gás Natural	248,3		30		306	-7,7%	315,9%	61,3%	77,7%	82,7%	n.d.

# "Tabela periódica" de rentabilidade dos ativos

Classe de Ativos	Índice de Referência	Retornos do Ano Civil											
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Acumulado do Ano	
Ações dos EUA	S&P 500 TR	20,9% Ações do Japão	54,4% Ações do Japão	16,7% Governo de Espanha	12,1% Ações do Japão	14,8% Elevado Rendimento Global	37,3% Ações de Mercados Emergentes	2,6% Governo de Espanha	31,5% Ações dos EUA	18,4% Ações dos EUA	36,5% Commodities	25,7% Commodities	+ ↑
Ações do Japão	Topix TR	19,3% Elevado Rendimento Global	32,4% Ações dos EUA	13,7% Ações dos EUA	6,4% Ações da Europa	12,0% Ações dos EUA	22,4% Ações Globais	2,4% Governo da Zona Euro	28,2% Ações da Europa	18,3% Ações de Mercados Emergentes	28,7% Ações dos EUA	-0,2% Liquidez	
Ações de Espanha	Ibex35 TR	18,2% Ações de Mercados Emergentes	27,8% Ações de Espanha	10,3% Governo da Zona Euro	1,6% Governo de Espanha	11,2% Ações de Mercados Emergentes	22,2% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	27,7% Ações Globais	15,9% Ações Globais	23,2% Ações da Europa	-4,8% Ações do Japão	
Ações de Mercados Emergentes	MSCI ME TR	18,1% Ações da Europa	26,7% Ações Globais	10,3% Ações do Japão	1,4% Ações dos EUA	9,7% Commodities	21,8% Ações dos EUA	-1,2% IG da Europa	18,4% Ações de Mercados Emergentes	8,0% Elevado Rendimento Global	21,8% Ações Globais	-5,3% Ações de Espanha	
Ações da Europa	Eurostoxx50 TR	16,0% Ações dos EUA	21,5% Ações da Europa	8,6% Ações de Espanha	0,3% Governo da Zona Euro	7,5% Ações Globais	11,3% Ações de Espanha	-3,3% Elevado Rendimento Global	18,1% Ações do Japão	7,4% Ações do Japão	12,7% Ações do Japão	11,2% Governo da Zona Euro	
Commodities	RB TR Commodities	15,8% Ações Globais	11,0% Governo de Espanha	8,3% IG da Europa	-0,1% Liquidez	4,8% IG da Europa	10,2% Elevado Rendimento Global	-4,4% Ações dos EUA	16,6% Ações de Espanha	4,4% Governo de Espanha	10,8% Ações de Espanha	11,9% Governo de Espanha	
Ações Globais	MSCI TR Global	13,2% IG da Europa	8,0% Elevado Rendimento Global	4,9% Ações Globais	-0,5% IG da Europa	4,2% Governo de Espanha	9,2% Ações da Europa	-8,7% Ações Globais	13,7% Elevado Rendimento Global	3,0% Governo da Zona Euro	1,4% Elevado Rendimento Global	-12,3% IG da Europa	
IG da Europa	TR ERL0	5,5% Governo de Espanha	2,3% IG da Europa	4,0% Ações da Europa	-0,9% Ações Globais	4,0% Governo da Zona Euro	2,5% IG da Europa	-10,7% Commodities	11,8% Commodities	2,7% IG da Europa	-0,5% Liquidez	-16,7% Elevado Rendimento Global	
Liquidez EUR	TR Eonia	4,6% Governo da Zona Euro	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-3,5% Ações de Espanha	3,7% Ações da Europa	1,7% Commodities	-11,5% Ações de Espanha	8,6% Governo de Espanha	-0,5% Liquidez	-1,1% IG da Europa	-17,6% Ações de Mercados Emergentes	
Elevado Rendimento Global	TR HW00	2,8% Ações de Espanha	-2,3% Governo da Zona Euro	-0,1% Elevado Rendimento Global	-4,2% Elevado Rendimento Global	2,6% Ações de Espanha	1,1% Governo de Espanha	-12,0% Ações da Europa	6,3% IG da Europa	-3,2% Ações da Europa	-2,5% Ações de Mercados Emergentes	17,9% Ações da Europa	
Governo de Espanha	ESPAÑA 10 ANOS	0,2% Liquidez	-2,6% Ações de Mercados Emergentes	-2,2% Ações de Mercados Emergentes	-14,9% Ações de Mercados Emergentes	0,3% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	-14,6% Ações de Mercados Emergentes	3,0% Governo da Zona Euro	-9,3% Commodities	-2,7% Governo da Zona Euro	-20,0% Ações dos EUA	
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-3,3% Commodities	-5,0% Commodities	-17,9% Commodities	-23,4% Commodities	-0,3% Liquidez	-1,4% Governo da Zona Euro	-16,0% Ações do Japão	-0,4% Liquidez	-12,7% Ações de Espanha	-3,1% Governo de Espanha	-20,5% Ações Globais	

\* Dados de 30/06/2022

\* Os índices de retorno total registam tanto os ganhos de capital como quaisquer distribuições de liquidez, como dividendos ou juros, atribuídos aos componentes do índice.

# Equipa Global.

## Responsáveis pelo 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

 Duarte Nunes

 Carlos Mansur

 Ben Covey

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

### Aviso Legal:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão de Gestão de Património e Seguros do Santander ("WMI"), uma unidade de negócios global do Banco Santander S. A. (A WMI, em conjunto com o Banco Santander, S. A. e as respetivas afiliadas, serão doravante denominados simplesmente como "Santander"). Este relatório contém previsões económicas e informações recolhidas de várias fontes, incluindo de terceiros. Embora todas essas fontes sejam consideradas dignas de crédito, a precisão, integridade ou atualização dessas informações não estão garantidas, seja implícita ou explicitamente, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Quaisquer opiniões contidas neste relatório não podem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir ou ser, de alguma forma, inconsistentes com as opiniões expressas, verbalmente ou por escrito, com os conselhos ou as decisões de investimento de outras áreas do Santander.

Este relatório não se destina a ser e não deve ser interpretado em relação a um objetivo de investimento específico. Este relatório foi publicado apenas com fins informativos e não constitui um conselho de investimento, uma oferta ou solicitação para se comprarem ou venderem ativos, serviços, contratos financeiros ou outro tipo de contratos, ou outros produtos de investimento seja de que tipo forem (coletivamente designados como os "Ativos Financeiros"), e não deve ser tido como a única base para avaliar ou apreciar os Ativos Financeiros. De igual forma, a distribuição deste relatório a um cliente, ou a uma entidade terceira, não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimento.

O Santander não oferece quaisquer garantias em relação a quaisquer previsões ou opiniões de mercado, ou em relação aos Ativos Financeiros 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 constituir um indicador do desempenho futuro de tais mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste relatório podem não ser elegíveis para venda ou distribuição em certas jurisdições ou a certas categorias ou tipos de investidores.

Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de um Ativo Financeiro específico, os Ativos Financeiros não são, e não serão, assegurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo pela Federal Deposit Insurance Corporation. E

não constituem uma obrigação ou garantia do Santander e podem estar sujeitos a riscos de investimento, incluindo, entre outros, a riscos de mercado e de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e contraparte, riscos de liquidez e possível perda do capital investido. Em relação aos Ativos Financeiros, recomenda-se aos investidores que consultem os seus consultores financeiros, jurídicos, fiscais e outros consultores que considerem necessários para determinar se os Ativos Financeiros são adequados com base nas circunstâncias particulares e na situação financeira de tais investidores. O Santander, os seus respetivos administradores, diretores, advogados, colaboradores ou agentes não assumem qualquer responsabilidade de qualquer tipo por quaisquer perdas ou danos relacionados com ou decorrentes do uso ou de se confiar na totalidade ou em qualquer parte do conteúdo deste relatório.

A qualquer momento, o Santander (ou os seus colaboradores) podem ter posições alinhadas ou contrárias ao que é declarado neste documento em relação aos Ativos Financeiros, ou negociar como mandante ou mandatário em relação aos Ativos Financeiros relevantes ou fornecer consultoria ou outros serviços a um emissor de Ativos Financeiros relevantes ou a uma empresa ligada a um emissor dos mesmos.

As informações contidas neste relatório são confidenciais e pertencem ao Santander. Este relatório não pode ser reproduzido, na totalidade ou parcialmente, nem pode ser distribuído, publicado ou referido seja de que forma for a qualquer pessoa, nem as informações ou opiniões nele contidas podem ser citadas sem, em cada caso, o consentimento prévio e por escrito da WMI.

"Santander Private Client" é uma marca registada do Santander Bank, N. A. e pode ser usada pelas suas afiliadas. Produtos de valores mobiliários e seguros não são oferecidos pelo "Santander Private Client" ou pelo Santander Bank, N. A.

Quaisquer materiais de terceiros (nomeadamente, logotipos e marcas comerciais), sejam literários (artigos / estudos / relatórios / etc. ou trechos dos mesmos) ou artísticos (fotos / gráficos / desenhos / etc.) incluídos neste relatório estão registados em nome dos seus respetivos proprietários e apenas foram reproduzidos de acordo com práticas honestas em questões industriais ou comerciais.



Levando a sua riqueza mais longe  
[www.santanderprivatebanking.com](http://www.santanderprivatebanking.com)  
  @santanderpb