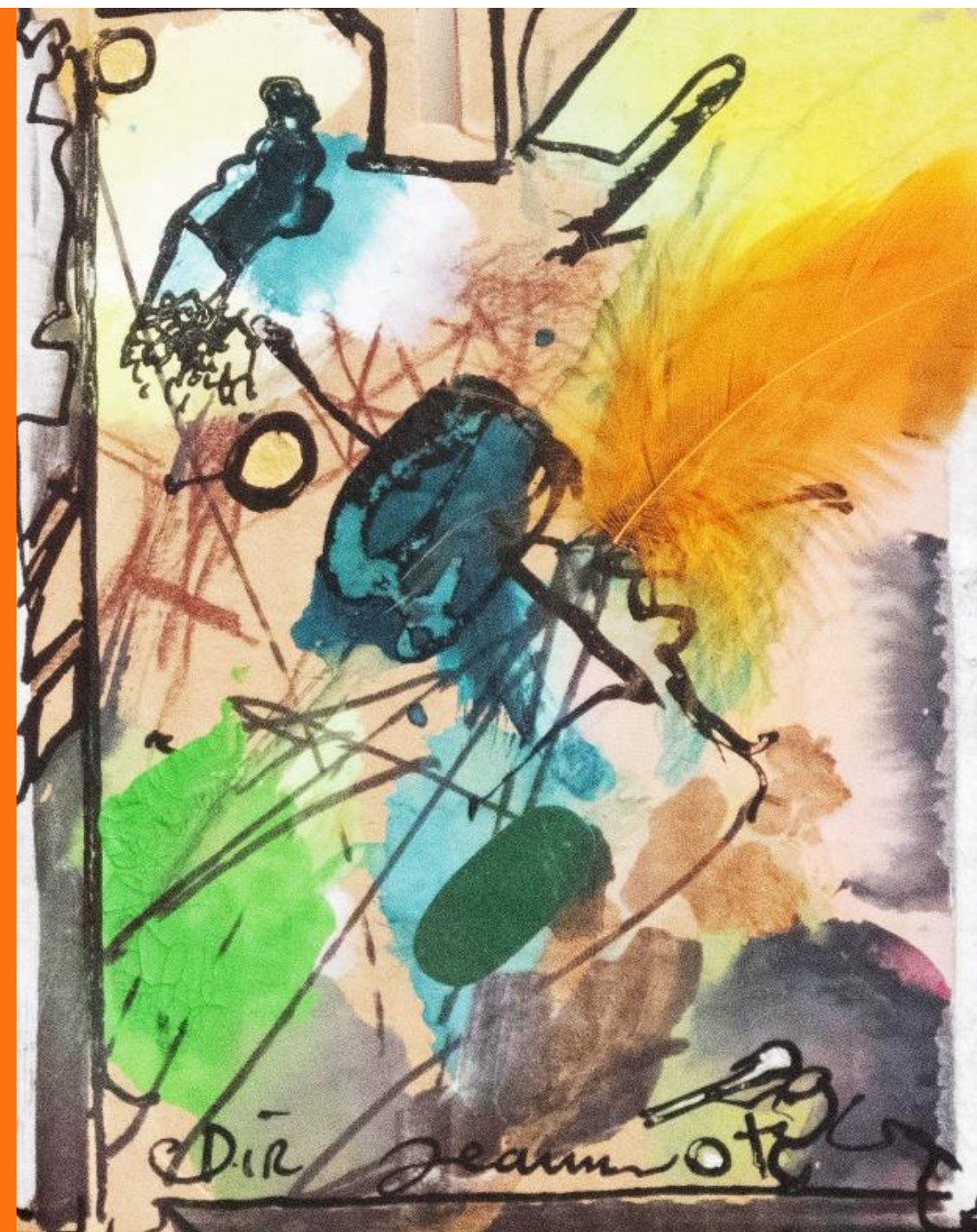


ESTUDO

QUARTERLY INSIGHT

4º Trimestre 2022





Pandemonium, Jean Tinguely
1981. Óleo, guache, aguarela e caneta de feltro a bordo
CBH Compagnie Bancaire Helvétique Coleção Privada
Foto: P. Bitz

Índice



Alocação de Ativos	1
Sumário Executivo	2
Perspectivas Macroeconómicas	3
Previsões do Consenso Forex	9
Desempenho do Mercado	10



Alocação de Ativos

		Neutral	Underweight	Overweight	Change
CASH	\$	5%		15%	
	€			30%	
Cash	\$	5%		15%	6%
Cash	€	5%		30%	6%
CORE BONDS	\$	50%		36%	
	€			21%	
Government 1-5Y	\$	15%	10%		
	€	15%	0%		
Government 5-10Y	\$	10%	5%		
	€	10%	0%		
Investment Grade 1-5Y	\$	15%		18%	
	€	15%		18%	
Investment Grade 5-10Y	\$	10%	3%		
	€	10%	3%		
SATELLITE BONDS		0%		4%	
High Yield 1 - 5 years				2%	
EM Hard currency				0%	-4%
EM Local currency				0%	
Senior loans				0%	
Convertible				2%	
EQUITIES		40%		34%	
North America		17%	15%		
Europe		8%	5%		
Asia Pacific & Japan		4%	3%		
China		2%		3%	
Emerging Markets		3%	2%		
Global		6%		6%	
OTHERS		5%		11%	
Gold		2%		0%	-2%
Other investments		3%		11%	

O desempenho passado não é um indicador fiável do desempenho futuro e não se deve confiar apenas nele.

Sumário Executivo

A desaceleração da dinâmica económica, o aumento da inflação, uma política monetária mais restritiva e tensões geopolíticas agravadas têm vindo a assolar os mercados financeiros no terceiro trimestre. Globalmente, vemos a inflação a atingir um pico nos próximos trimestres, embora esperemos que a desinflação seja um processo dolorosamente lento. Certas pressões inflacionistas estão a arrefecer, mas os salários estão a começar a subir com mercados de trabalho apertados. Isto irá dificultar a vida dos banqueiros centrais à medida que tentam devolver a inflação ao seu objetivo, independentemente do custo para o crescimento económico, mesmo que isso signifique empurrar a economia para a recessão. A atividade económica em muitos países desenvolvidos está destinada a contrair-se, enquanto a China deverá reunir um impulso mais positivo. As incertezas vieram para ficar, com faltas de energia na Europa, casos de COVID na China, e desenvolvimentos geopolíticos para estimular a volatilidade no quarto trimestre.

Ainda não apelamos ao pico da inflação nos EUA, uma vez que levará tempo para o Fed arrefecer o mercado de trabalho e controlar o crescimento salarial. As rendas ainda não atingiram o pico apesar do enfraquecimento do mercado imobiliário, e quando isso acontecer, levará meses a ser traduzido em números do IPC. Enquanto não estivermos confiantes de que a inflação atingiu o seu pico, esperamos que as condições financeiras se tornem ainda mais restritivas, uma vez que o Fed poderá ser forçado a caminhar de forma mais agressiva e por mais tempo do que o atualmente esperado. Neste contexto, acreditamos que os rendimentos soberanos dos EUA poderiam permanecer elevados e eventualmente continuar a moer mais alto.

O contexto macro europeu é um pouco diferente e mais sombrio. A maior fonte de inflação vem dos preços da energia, que aumentaram à medida que a Rússia suspende os fluxos de gás para a Europa através do gasoduto Nord Stream em retaliação ao seu envolvimento na guerra ucraniana. Embora o rápido enchimento das capacidades de armazenamento e as políticas de racionamento tenham aliviado alguma da pressão sobre os preços do gás, o impacto inflacionário e de crescimento dependerá das condições meteorológicas durante o inverno. Esta situação desastrosa complica uma dinâmica económica já de si lenta, e à medida que o aperto do BCE começa a morder, o consenso é que a zona Euro irá contrair-se durante os próximos dois trimestres. A magnitude da contração é difícil de prever, contudo, uma vez que será significativamente influenciada pelas consequências do conflito ucraniano e pela profundidade da crise energética.

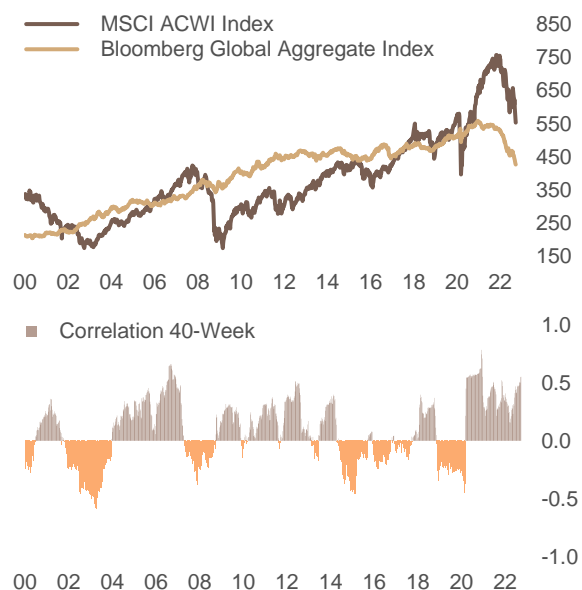
Isto traduz-se na nossa cautelosa atribuição tática de ativos. Embora tenhamos reduzido a diferença de duração no Q3, mantemos uma duração mais curta do que a referência, uma vez que não temos confiança de que ainda tenhamos atingido os picos de rendimento neste ciclo. Continuamos desconfiados em relação ao crédito a nível global, embora a avaliação seja atrativa, dado o

azedar das condições macro. Encerramos o nosso excesso de peso sobre a dívida emergente.

Mantemos um peso inferior nas ações, uma vez que ainda não pensamos ter atingido o ponto baixo deste “bear market”. As incertezas estão por todo o lado, desde a inflação aos bancos centrais, ao crescimento e à geopolítica. As expectativas de lucros são demasiado elevadas do nosso ponto de vista, dado o contexto macro, e duvidamos que as margens de lucro possam permanecer estáveis à medida que as empresas enfrentam mais dificuldades em manter o seu poder de fixação de preços no futuro. O sentimento é deprimido, e esperamos que isto persista, uma vez que os lucros continuarão provavelmente a ser revistos em baixa. De uma perspetiva de análise técnica, a tendência descendente permanece em força total, e a força relativa é encontrada em sectores e estilos defensivos. Continuamos a favorecer as ações dos EUA apesar da sua maior valorização e inclinação para o crescimento.

Embora reconheçamos que o ciclo é esticado, permanecemos ligeiramente otimistas em relação ao dólar americano. O dólar americano é caro, mas continua a ser o poderoso rei dos portos seguros. O corolário é que continuamos cautelosos em relação ao EUR, GBP, e JPY devido a fatores idiossincráticos e às nossas perspetivas de recessão. Esperamos que o ouro enfraqueça à medida que os rendimentos reais aumentam, embora as suas propriedades defensivas e de ativos reais devam amortecer o lado negativo. Por enquanto, reduzimos a nossa exposição ao metal amarelo a zero.

Ações versus Obrigações - Regime de Correlação Positiva



Perspectivas Macroeconómicas

Estados Unidos da América

A inflação nos EUA foi impressa a 9,1% em Junho, o nível mais alto desde o quarto trimestre de 1981, e posteriormente diminuiu para 8,5% em Julho e 8,3% em Agosto. Será que assistimos assim ao pico do ciclo inflacionário? Embora essa seja uma possibilidade, a domesticação das pressões inflacionistas a partir de máximos de várias décadas será, a nosso ver, um processo teimosamente lento. Embora o IPC de Agosto tenha diminuído numa base anual, ainda surpreendeu por ser mais elevado do que o esperado e mostrar uma progressão de 0,1% numa base mês a mês. Mais importante ainda, as duas últimas impressões do IPC mostram que os motores da inflação dos EUA estão a passar de mercadorias para serviços. O aumento lento dos produtos de base globais, juntamente com melhorias para os estrangulamentos na cadeia de fornecimento, aliviaram alguma pressão ascendente sobre a inflação dos bens. Além disso, o PPI mais baixo, os preços de importação, os preços pagos pelo ISM e os preços dos automóveis usados sugerem que esta tendência irá persistir. No entanto, também vemos sinais de que a inflação de bens poderá permanecer pegajosa, uma vez que as margens de lucro das empresas ainda são elevadas, apesar do aumento dos custos unitários de mão-de-obra. Isto sugere que as empresas retêm muito poder de fixação de preços e se sentem confortáveis em passar custos mais elevados para os consumidores em vez de reduzir os custos, uma ocorrência rara durante um abrandamento económico.

Para as perspetivas da política monetária, a inflação de base é, a nosso ver, mais importante. Embora os preços dos bens essenciais tenham desacelerado de 10,7% no final de 2021 para 7,1% em Agosto, a inflação dos serviços essenciais acelerou de 3,7% para 6,1% numa base anual até à data, e permanecerá rígida enquanto o mercado de trabalho permanecer apertado e o crescimento dos salários continuar a acelerar. A questão é que os serviços de base contribuem muito mais para o cabaz do IPC de base, e cerca de 40% do IPC de base é contribuído apenas pelo abrigo (renda equivalente do proprietário e renda da residência primária). Embora vejamos a dinâmica da renda a abrandar nos próximos meses, após um pico superior a 7% no primeiro semestre de 2023, é provável que sejam necessários vários trimestres para que os dados do IPC fluam.

Assim, embora se espere que a inflação global dos EUA comece a diminuir gradualmente no próximo ano, suspeitamos que a inflação de base permanecerá elevada durante mais tempo do que o esperado, uma vez que a inflação salarial e de rendas, ambas já acima dos 6%, poderão piorar a curto prazo. E com a inflação de base a permanecer muito acima da zona de conforto da Reserva Federal, o Fed está muito longe de fazer uma pausa, e as subidas de taxas poderão muito bem estender-se até o segundo semestre de 2023.

Inflação do Abrigo & Crescimento Salarial dos EUA



Depois de perceber que estava atrás da curva, o Fed mostrou a sua determinação em combater a inflação aumentando a taxa do fundo Fed em 3% desde Março, mesmo à custa do crescimento a curto prazo. Na nossa opinião, o Presidente Jerome Powell e o FOMC estão empenhados em manter as taxas elevadas enquanto a inflação permanecer acima da meta de 2% do Fed. Depois de as esperanças "dovish" terem sido reduzidas a frio no simpósio de Jackson Hole, e na sequência da surpresa positiva na impressão da inflação do IPC de Agosto, o mercado voltou a fixar os preços para um ciclo de aperto do Fed um pouco mais longo e agressivo e espera agora que a taxa de fundo Fed termine o ano a 4,25-4,50% depois de ter dado mais duas subidas (75 bp em Novembro, 50 bp em Dezembro). Durante a sua última reunião de Setembro, o Fed entregou a esperada subida de 75 pb e voltou a confirmar a sua posição "hawkish". Os membros do FOMC continuam determinados em reduzir a inflação, e o novo "dot plot", que apresenta as expectativas dos membros do Fed para o final do ano para a taxa do fundo Fed, mostra agora uma mediana de 4,375% para o final deste ano, 4,625% para o final de 2023, e 3,875% para o final de 2024. Os preços de mercado mostram que o consenso é que o Fed vai terminar o seu ciclo de aperto em Março com uma taxa terminal de 4,5-4,75%.

O Fed não está a prever explicitamente uma recessão, mas a retórica dos membros indica que eles pensam que o cenário cor-de-rosa de uma aterragem suave é improvável, uma vez que reviu para baixo as suas perspetivas de crescimento para 2022 para uns escassos 0,2%. No seu discurso de Jackson Hole, o Presidente do Fed Powell salientou que a prioridade do Fed é reduzir a inflação e advertiu que os esforços para o fazer iriam induzir dores económicas. Declarou também que "ninguém sabe se este processo (aperto monetário) conduzirá a uma recessão ou, em caso afirmativo, quão significativa seria essa recessão". De facto, como a política precisa de ser mais restritiva e provavelmente prolongar-se por mais tempo, a taxa de desemprego deveria aumentar acentuadamente; por conseguinte, as hipóteses de uma aterragem suave estão claramente a diminuir. Na nossa opinião, o caminho da política monetária do Fed depende da inflação de base, e como

os salários e as rendas ainda não atingiram o seu pico, esperamos que a inflação de base permaneça elevada nos próximos trimestres. O Fed continuará assim a aumentar a taxa do fundo Fed na primeira metade de 2023, e acreditamos que poderá ser forçado a alargar o ciclo de caminhadas a uma taxa terminal de 5% no segundo semestre de 2023.

Para que o Fed possa aproximar a inflação do seu objetivo de 2%, precisa de arrefecer o mercado de trabalho a fim de limitar o crescimento dos salários. O facto é que o mercado dos EUA permanece muito apertado, com os salários dos trabalhadores não agrícolas de volta aos seus máximos pré-COVID e a taxa de desemprego a 3,7%. A taxa de abertura de postos de trabalho permanece a um nível recorde (6,9%), e a oferta de mão-de-obra permanece baixa, uma vez que a economia dos EUA ainda não tem os trabalhadores que naturalmente seriam adicionados à mão-de-obra através do crescimento da população. Além disso, não se espera que a taxa de participação aumente de forma sustentada, estudos realizados mostram que cerca de 2 milhões a 4 milhões de americanos poderiam estar desempregados devido a sequelas "longas de Covid". Para arrefecer o crescimento salarial mais próximo de um nível consistente com o seu objetivo de 2% de preços, o Fed precisa assim de se concentrar mais no arrefecimento da procura em vez de contar com uma maior oferta de mão-de-obra. O Fed espera agora que a taxa de desemprego atinja 4,4% em 2023 e 2024, mas muitos economistas dizem que esta é uma expectativa conservadora. A questão central é, portanto, se o Fed pode engendrar uma aterragem suave ou se irá empurrar a economia dos EUA para uma recessão. Na nossa opinião, o cenário Goldilocks de um mercado de trabalho robusto sem salários em espiral é pouco provável que aconteça. Olivier Blanchard, perito macroeconómico de renome mundial, não vê qualquer hipótese de diminuição das vagas de emprego sem um grande aumento do desemprego.

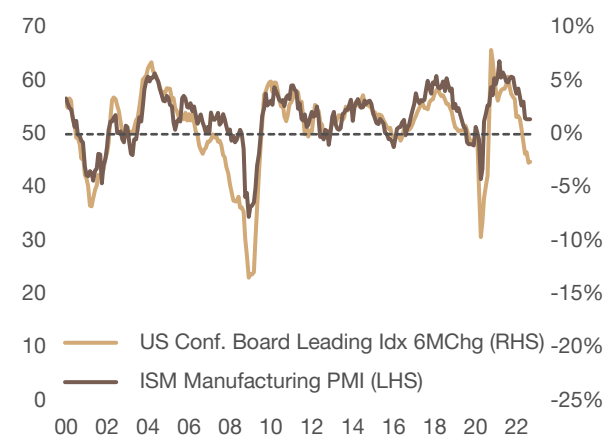
Ofertas de Emprego e Taxa de Desemprego nos EUA



Após a recuperação pós-COVID, a economia dos EUA está a abrandar acentuadamente, e os economistas reviram as suas estimativas de crescimento do PIB este ano. Eles esperam agora que a economia americana cresça 1,6% em 2022 (vs 3,9% no início do ano) e 0,8%

no próximo ano (vs 2,5% no início do ano). Os dados económicos mostram que o sentimento das empresas e dos consumidores está a deteriorar-se acentuadamente, enquanto os dados concretos têm permanecido até agora relativamente fortes, provavelmente apoiados pelo excesso de poupança entre as famílias e pelo poder de fixação de preços das empresas. Esta resiliência pode, no entanto, não durar muito, uma vez que as condições financeiras estão a começar a apertar. Como a economia americana enfrenta o pior choque inflacionário das últimas décadas, o poder de compra dos consumidores está a ser prejudicado, e o colapso da confiança dos consumidores sugere que estes se estão a sentir apertados.

Índice Económico Líder dos EUA & ISM Manufacturing PMI



No entanto, com um mercado de trabalho tão forte, a probabilidade de uma recessão grave parece mínima para o quarto trimestre, uma vez que pode levar algum tempo para que as condições financeiras mais apertadas induzidas pelo Fed aumentem a taxa de desemprego. Além disso, os lucros empresariais saudáveis pressagiam bem a resiliência da economia dos EUA a curto prazo. Ainda assim, na nossa opinião, a hipótese de a economia dos EUA se contrair no segundo semestre do próximo ano é elevada.

Zona Euro

O quadro da inflação é diferente na Europa em relação à situação nos EUA. A crise energética, uma consequência direta do conflito ucraniano, continua a ser o principal contribuinte para a inflação na zona euro, uma vez que o velho continente é altamente dependente das importações de gás russo (45% das importações de gás da UE). Mais especificamente, cerca de 40% da recente inflação global pode ser atribuída aos preços da energia, que aumentaram mais de 50% numa base anual. Como consequência, a inflação global da zona euro subiu para 10% em Setembro, o 15º aumento mensal consecutivo e o mais alto de sempre desde a criação da União Europeia. Normalmente, o aumento dos preços do gás natural deve continuar a passar para os consumidores, empurrando os preços da zona Euro para cima nos próximos meses. No entanto, esperamos que os estados membros da UE protejam de alguma forma as famílias, limitando os preços da energia com políticas específicas, o que estabilizará as

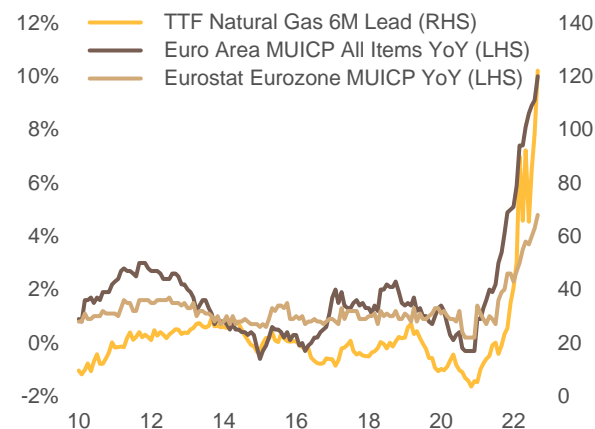
faturas de energia até 2023 e aliviará a contribuição da energia para a inflação global. Em Setembro, a inflação de base aumentou de 0,5% a 4,8%, mas permanece 1,8% abaixo do nível da inflação de base nos EUA. Embora o aperto do mercado de trabalho esteja a exercer uma pressão ascendente sobre os salários em algumas partes do bloco, esperamos que a procura agregada mais fraca tire parte do calor do mercado de trabalho. Dito isto, as pressões inflacionistas de base são amplas, decorrentes tanto de bens como de serviços, e o IPC central da Alemanha deverá continuar a sua subida, uma vez que algumas políticas de amortecimento dos preços dos transportes expiraram em Setembro e que o salário mínimo foi aumentado. Por conseguinte, esperamos que as pressões subjacentes sobre os preços se mantenham elevadas a curto prazo.

O BCE aumentou a sua taxa da Operação Principal de Refinanciamento em 75 pb para 1,25% durante a sua última reunião, e o mercado espera que a taxa de política seja de 2,00% no final de 2022, após um aumento de 75 pb em Outubro e um aumento de 50 pb em Dezembro. O consenso é que o BCE terminará o seu ciclo de caminhadas no próximo Verão a uma taxa terminal de 2,75-3,00%. Dada a elevada inflação de todos os tempos e a expectativa de que os preços de base possam continuar a subir nos próximos meses, acreditamos que existe uma hipótese justa de o BCE aumentar o seu jogo e caminhar de forma mais agressiva e por mais tempo do que o esperado, uma vez que ainda está alguma distância atrás da curva no combate à inflação em comparação com o Fed. No entanto, os especialistas concordam que o BCE terá, em última análise, de apertar menos do que o Fed para combater a inflação, uma vez que o mercado de trabalho na zona euro está menos sobreaquecido do que nos EUA. Tal como o Fed, o BCE está preso entre uma inflação em alta e uma economia em enfraquecimento e está também disposto a sacrificar o crescimento para domar a inflação. Reconhecemos que os preços do gás natural diminuíram um pouco à medida que a Europa enche rapidamente a sua capacidade de armazenamento de gás antes do inverno. Vemos também como uma evolução positiva que a UE elaborou planos para reduzir o consumo em 15-20%. Além disso, as importações estão a mudar para o gás natural liquefeito, e as indústrias estão a mudar para a utilização de mais petróleo. No entanto, segundo os peritos, mesmo com todos estes desenvolvimentos positivos recentes, a capacidade de armazenamento será consumida em 10 semanas com condições normais de inverno. Os estados membros e a CE tentaram diversificar os fornecedores de gás (países nórdicos, Médio Oriente, Argélia), mas a falta de infraestruturas aumenta o desafio de assegurar um fornecimento regular de energia durante os próximos seis meses. Isto significa que a crise energética está longe de estar resolvida e que poderia agravar-se significativamente durante o inverno. Os economistas da Bloomberg estimaram que os encargos para a economia europeia variarão entre -1% a -5%, dependendo das condições meteorológicas e do racionamento.

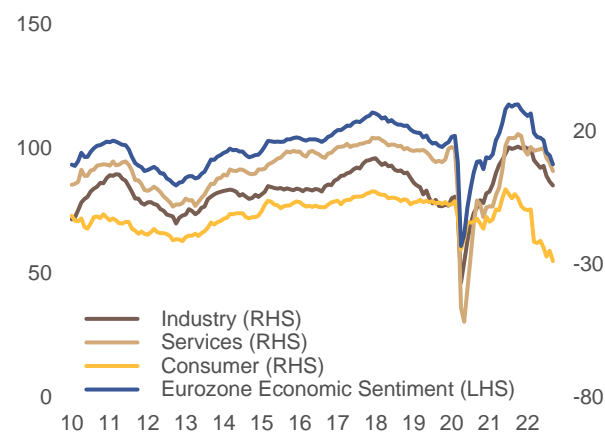
A economia da zona euro mostrou resistência no primeiro semestre de 2022 apesar da inflação crescente que espremia o poder de compra e baixava a confiança. A razão é que o choque de crescimento negativo da guerra

e da inflação foi de certa forma compensado pelo efeito de crescimento positivo da reabertura das economias europeias. No futuro, a situação parece mais desanimadora para a Zona Euro, uma vez que alguns indicadores chave, tais como o Índice de Gerente de Compras de Manufatura (PMI) caíram abaixo dos níveis pré-pandémicos e estão a indicar que a economia já está a contrair-se.

Inflação & Preços do Gás Natural



Inquéritos de Sentimento Económico da UE



Como sinal de que a procura está a abrandar, o subíndice de novas encomendas caiu enquanto os inventários subiram acentuadamente. A desaceleração económica é agravada pelo impacto negativo do crescimento da atual crise energética, e espera-se agora que a economia europeia se contraia nos próximos seis meses.

É evidente que o risco de recessão está a aumentar na Europa e o risco está inclinado para uma recessão mais severa e prolongada, mas esta recessão deve mais à crise energética em curso do que às ações do BCE, ao contrário do que acontece nos EUA, onde a causa mais provável de uma recessão a curto prazo são as ações do Fed necessárias para matar a inflação.

China

Pequim anunciou recentemente um pacote de estímulo infraestrutural de 160 mil milhões de dólares para apoiar a economia, e, do nosso ponto de vista, há margem para mais apoios à política monetária até ao final do ano. Além disso, no 20º Congresso do Partido Comunista Chinês, em Outubro, poderiam ser anunciados novos estímulos económicos e relaxamento das políticas de saúde para relançar ainda mais a economia. Estrategicamente, a China concentrar-se-á na sua "circulação interna" (isto é, consumo interno) como a sua principal estratégia de desenvolvimento com a "circulação externa" (isto é, comércio internacional e investimento) como uma estratégia suplementar. Vemos também a incerteza regulamentar e o risco de desclassificação das ADR chinesas diminuir, uma vez que houve uma resolução entre os EUA e a China sobre relatórios financeiros e regras contabilísticas.

Do lado negativo, antecipamos que a luta geopolítica entre os EUA e a China não diminuirá tão cedo, e que a política de COVID zero continuará a prejudicar os investidores globais num futuro próximo. As perspetivas para a China são assim incertas, uma vez que é difícil prever como os positivos irão equilibrar os negativos.

Ações

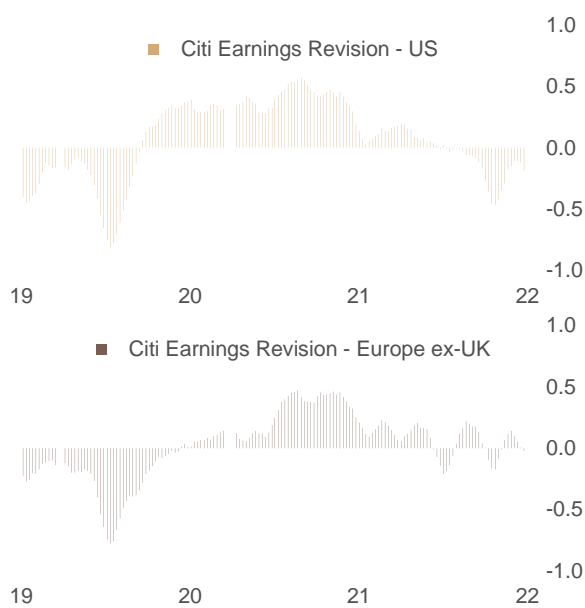
O cenário macro deteriorou-se para as ações globais no terceiro trimestre. A incerteza sobre o crescimento, a inflação e a política monetária irá provavelmente manter a volatilidade a um nível elevado. Embora a inflação global possa estar perto do seu pico, receamos que a inflação de base possa permanecer elevada durante algum tempo e forçar os bancos centrais a prolongar o seu ciclo de aperto. Isto, por sua vez, empurraria os rendimentos para cima, pesaria no momento económico, e acabaria por levar à contração, ao aumento do desemprego, e ao sentimento deprimido dos consumidores e das empresas.

De uma perspetiva empresarial, embora a expansão pós COVID nas margens de lucro possa ter atingido o seu pico no primeiro trimestre deste ano, até agora têm-se mantido bastante resistentes. Isto pode explicar porque é que os analistas de ações continuam otimistas e esperam "EPS" positivos em todas as regiões, embora com elevada dispersão. Entre os mercados desenvolvidos, espera-se um crescimento dos ganhos nos próximos doze meses de 11% na Suíça, 7% nos EUA, 6% na zona Euro, e 4% no Reino Unido. Contudo, dadas as incertezas relacionadas com o crescimento, inflação, e função de reação dos bancos centrais, acreditamos que as expectativas de ganhos são demasiado ambiciosas e que o crescimento do "EPS" continuará a ser revisto em baixa e a pesar ainda mais no sentimento. O rácio de revisão do "EPS" dos EUA continua negativo, enquanto receamos que o rácio de revisão do "EPS" europeu (oscilando em torno de 0) possa mergulhar substancialmente no vermelho nos próximos trimestres.

Do ponto de vista da valorização, as ações globais foram fortemente desvalorizadas desde o início de 2021, na sequência do aumento das taxas reais. Os modelos

quantitativos mostram que os rendimentos reais e as taxas de "breakeven" têm sido recentemente os principais motores do mercado de ações dos EUA, e vemos que esta tendência persiste. De facto, na nossa opinião, o aumento dos rendimentos contribuiu de forma significativa para a "selloff" no primeiro semestre do ano, atingindo nomeadamente as ações de crescimento. Como exemplo, a compressão de valorização ("12M Forward PE") para o S&P 500 nos últimos doze meses é a quarta maior desde 1975. No entanto, as métricas de avaliação a longo prazo, tais como o rácio PE Shiller ou Tobin'Q, ainda não estão ao nível do valor de pechincha.

Revisão dos ganhos (EUA & Europa ex-UK)



Rácios de "PE" Shiller S&P 500

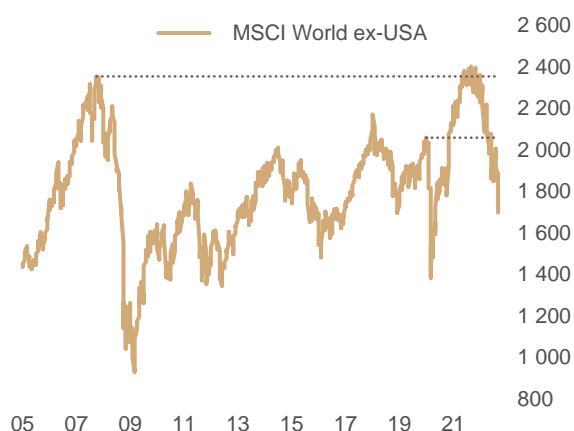


O mercado dos EUA continua a ser o mais caro em termos absolutos, mas isso pode ser justificado dado que é também o mercado de ações regional mais rentável. O caso de valorização das ações europeias é convincente, uma vez que estão no desconto mais profundo de sempre em relação às ações americanas em algumas métricas. Ainda assim, abstermo-nos de sobrevalorizar a Europa,

uma vez que a valorização não é um incentivo suficiente, dadas as terríveis perspectivas macros para a Europa.

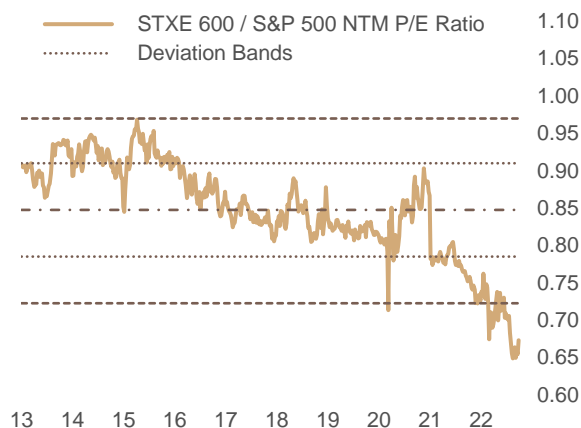
As ações globais ex-EUA já atingiram o seu máximo em Junho do ano passado, enquanto as ações dos EUA atingiram o seu máximo no início de Janeiro deste ano. Do ponto de vista da análise técnica, a maioria dos índices de ações está numa tendência de baixa sustentada. Ainda precisamos de ver um aglomerado de sinais de que o mercado está a esculpir um fundo. Os indicadores de sentimento de curto prazo são esticados e podem voltar a atingir o nível de pânico e eventualmente despoletar outro rally de “bear market”. Contudo, de uma perspectiva a longo prazo, não observamos o típico “wash out” nos indicadores de sentimento, tais como o VIX, que geralmente coincide com o fim de um “bear market”.

MSCI Mundo ex-USA



O sentimento para as ações Europeias é extremamente baixo, resultando em investidores globais terem o seu maior peso a menos de sempre na região. A guerra ucraniana e as suas consequências, principalmente a crise energética, está no centro desta visão pessimista para o mercado de ações europeu. Curiosamente, o Stoxx Europe 600 tem sido um pouco mais resistente do que o S&P 500 este ano. Os rendimentos aumentaram na mesma magnitude em termos absolutos na Europa e nos EUA, mas a maior sensibilidade dos mercados de ações dos EUA às taxas explica provavelmente este facto. Além disso, o câmbio foi um fator de apoio para o mercado de ações europeu, enquanto foi um obstáculo para as ações americanas. Abstemo-nos de aumentar a nossa exposição ao mercado acionista europeu por três razões. Em primeiro lugar, as condições macroeconómicas são piores na Europa do que nos EUA, uma vez que a probabilidade de uma recessão é maior. Segundo, as estimativas de crescimento dos ganhos europeus parecem estar dissociadas das condições económicas e provavelmente serão revistas em baixa de forma mais significativa. Terceiro, na nossa opinião, a recente evolução da guerra ucraniana sugere que a situação irá piorar primeiro, antes de eventualmente melhorar. É provável que isso continue a ser um forte vento de proa para os ativos europeus em geral.

Avaliação relativa da Europa versus EUA



Também nos mantemos cautelosos em relação às ações emergentes, desde que não vejamos com confiança o topo dos rendimentos dos EUA e do dólar. Os ganhos continuam a ser revistos em baixa para as ações dos mercados emergentes, e as perspectivas das políticas monetárias, fiscais e reguladoras chinesas são incertas. É difícil avaliar como os negativos - política de COVID zero, compressão da liquidez do mercado imobiliário - podem ser equilibrados por positivos, tais como mais apoios de política monetária e fiscal. Dito isto, as avaliações do mercado chinês recuaram para níveis mais razoáveis, com o MSCI China a negociar agora abaixo da média a longo prazo a 11x para o “forward PE”.

Dadas as nossas perspectivas para a inflação, o Fed, e os rendimentos, mantemo-nos cautelosos quanto às ações de crescimento altamente sensíveis às taxas de juro. Favorecemos sectores menos cíclicos, como serviços públicos e cuidados de saúde. Estamos ligeiramente otimistas em relação ao sector energético, porque os fundamentos e as avaliações continuam a ser favoráveis. Por último, mas não menos importante, as empresas do sector da defesa poderiam ser bem apoiadas devido ao aumento dos riscos geopolíticos.

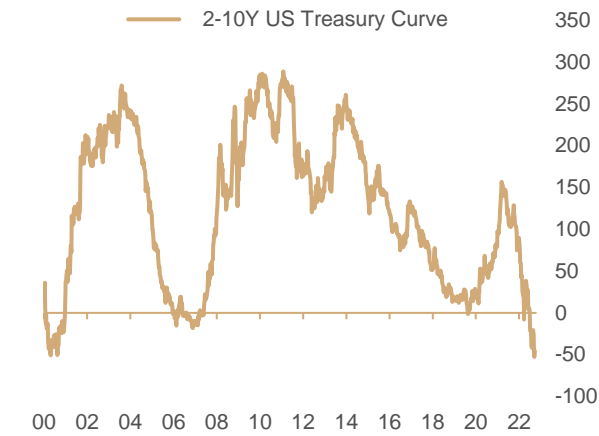
Rendimento fixo

Com níveis de inflação elevados e os bancos centrais a anteciparem o seu ajustamento da taxa de juro para cima a fim de recuperarem o controlo da estabilidade dos preços, é difícil prever uma forte recuperação dos ativos de rendimento fixo a curto prazo. Para os Tesouros dos EUA, o ajustamento antecipado da taxa de juro do Fed irá empurrar as taxas para cima na parte curta da curva de rendimento, enquanto os riscos de recessão são suscetíveis de exercer pressão descendente sobre os rendimentos longos mais tarde, em 2023.

O rendimento a 2 anos ultrapassou os 4%, abrindo o caminho para um teste ao nível de 4,5-5,0%, enquanto o rendimento a 10 anos atingiu brevemente 4% no final de Setembro, levando a tendência eventualmente a 4,5%. Consequentemente, esperamos que a curva de rendimento dos EUA se mantenha invertida. A perspectiva é muito semelhante para a Europa, uma vez que

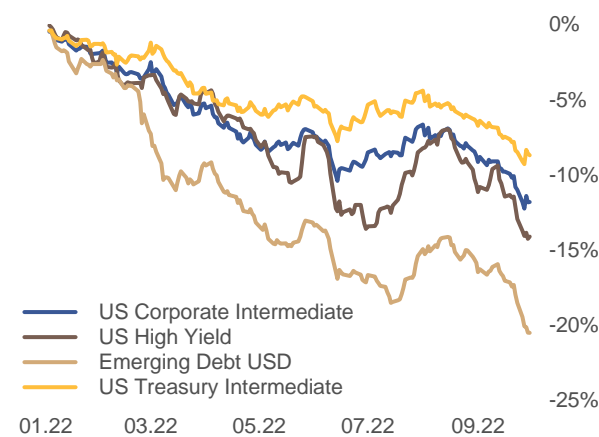
pre vemos um novo achatamento da curva de rendimentos do governo, uma vez que o BCE aumentará o seu aperto e os riscos de recessão reduzirão as pressões ascendentes na parte longa da curva.

Curva de 2/10 anos do Tesouro dos EUA



Neste ambiente, e enquanto não tiver sido alcançada uma reviravolta clara nas pressões inflacionistas, acreditamos que ainda se justifica uma abordagem de duração relativamente curta. É certo que ninguém sabe exatamente quando e onde será atingido o topo dos rendimentos, e enquanto os rendimentos das obrigações do Estado continuarem a aumentar, apenas se justifica um aumento gradual da exposição de duração. Esperamos que haja mais oportunidades mais tarde, em 2023, para aumentar mais significativamente a exposição à duração.

Atuação das Classes de Subativos de Rendimento Fixo

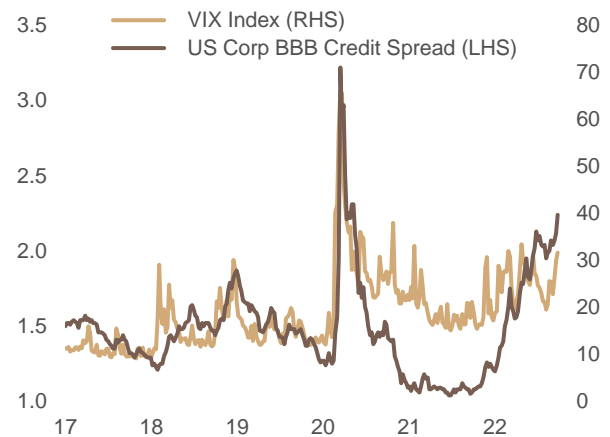


Crédito

Considerando a quantidade sem precedentes de macro incertezas que turvam as perspetivas, e dada a dinâmica atual do mercado, pensamos que a subida da qualidade do crédito é justificada para o quarto trimestre. Especificamente, favorecemos o espectro de crédito cruzado (obrigações classificadas BBB-BB) em obrigações denominadas em USD, enquanto preferimos o espectro de baixo grau de investimento para os papéis

denominados em Euro, uma vez que a dinâmica de crescimento está mais em risco na Europa. Consideramos os instrumentos de taxa variável atrativos, uma vez que são mais imunes ao aumento das taxas de juro graças às suas características de regulação de cupões. Contudo, concentrar-nos-íamos em obrigações de taxa variável de alta qualidade, uma vez que os seus preços podem cair de qualquer forma se os riscos de crédito aumentarem. Como as obrigações de elevado rendimento tendem a estar menos correlacionadas com o ciclo da taxa de juro e muito mais com o ciclo económico, estão mais em risco no caso de uma recessão se materializar. Assim, apesar de oferecerem uma valorização convincente, a classe de ativos poderia permanecer volátil no ambiente atual, considerando o seu “beta” mais elevado. Concentrar-nos-íamos no elevado rendimento americano, que nos parece mais imune aos caprichos dos mercados em comparação com as suas contrapartes europeias, e visar emissores de relativamente boa qualidade (“BB rated”).

Índice VIX & US BBB Spreads de Crédito

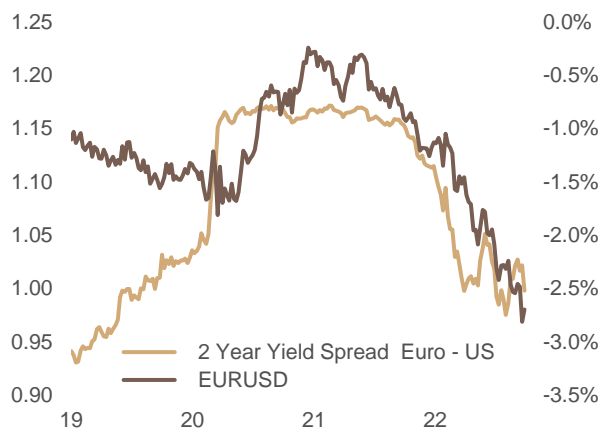


Adotamos uma posição cautelosa em relação à dívida emergente; empiricamente, sofrem substancialmente durante os movimentos de risco nos mercados financeiros, provavelmente devido aos fluxos de fundos. Além disso, os títulos emergentes têm tido historicamente um mau desempenho durante as fases de aperto do Fed e um forte dólar. Sendo uma classe de ativos muito heterogénea, visariamos apenas os países e emissores empresariais mais fortes - ou seja, aqueles com baixos riscos de refinanciamento, menor dependência de financiamento externo, e métricas de crédito decentes. Olhando para as finanças subordinadas, embora a avaliação seja muito convincente, isto justifica-se de certa forma pelo aumento dos riscos de extensão, uma vez que os mercados reavaliam a probabilidade de estas obrigações serem chamadas na data da sua primeira chamada. Pensamos que os investidores devem visar obrigações subordinadas emitidas por bancos e seguradoras sistémicas mais fortes que tenham datas de chamada relativamente curtas e níveis de reposição de cupão mais elevados e que percam as suas características de componente de capital próprio se não forem chamadas.

Mercado Forex

Desde Agosto, o EURUSD desligou-se dos diferenciais de taxas de juro e das expectativas monetárias relativas. No ambiente atual, acreditamos que os dois principais motores do EURUSD são os perspetivos de crescimento relativo e a aversão ao risco global. Ambos estão a proporcionar um forte vento de cauda para o dólar americano. Embora reconheçamos que o ciclo do dólar está a ser esticado de uma perspetiva histórica e de valorização, abstermo-nos de nos posicionarmos para o pico do dólar nesta conjuntura, dadas as circunstâncias excecionais que estamos a viver. Na nossa opinião, a receita para o pico do dólar é feita de três ingredientes principais. Primeiro, as perspetivas para a economia global precisam de virar a esquina e acelerar de novo. Em segundo lugar, a inflação, a política monetária e os rendimentos devem também parar de subir e atingir o pico nos EUA. Em terceiro lugar, os ativos de risco, especialmente as ações, precisam de retomar, e a volatilidade precisa de ser reduzida. A peça final do puzzle seria ver melhorias positivas em relação à guerra ucraniana.

Diferencial EURUSD vs. Euro-EUA 2 Anos de Rendimento



Do outro lado da equação, o euro é flagelado por questões idiossincráticas, tais como o arrastamento do crescimento da guerra e da crise energética, saídas maciças de capital, e stress renovado nos rendimentos soberanos periféricos. Além disso, os elevados preços da energia no mercado internacional transformaram um sólido excedente comercial na zona euro num défice comercial substancial. A libra está em desordem e atingiu o seu nível mais baixo de sempre na sequência do novo pacote fiscal do governo, que foi recebido com grande ceticismo. O Japão é o único país desenvolvido que não aderiu ao partido de aperto; a sua moeda caiu para um mínimo de 24 anos em Setembro, derrotado por um aumento do diferencial de rendimento com os EUA.

US 2 anos de Rendimento Real vs Ouro \$



Previsões do Consenso Forex

Principais Moedas

		Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23
EURUSD	0.98	0.98	1.01	1.02	1.04	1.06
EURCHF	0.97	0.96	0.97	0.98	0.99	1.00
EURGBP	0.88	0.87	0.87	0.88	0.87	0.88
EURJPY	142	138.0	137.0	137.5	136.0	137.0
EURNOK	10.67	10.10	10.00	9.80	9.80	9.65
USDCAD	1.38	1.32	1.32	1.30	1.29	1.27
USDCHF	0.99	0.98	0.98	0.97	0.96	0.95
USDJPY	145	140.0	138.0	135.0	130.0	130.0
USDCNY	7.12	7.00	7.00	7.00	6.95	6.82
GBPUSD	1.12	1.14	1.14	1.16	1.19	1.20
NZDUSD	0.56	0.60	0.62	0.63	0.64	0.65
AUDUSD	0.64	0.68	0.69	0.70	0.71	0.73

Outras Moedas

		Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23
USDMXN	20.1	20.3	20.4	20.4	20.5	20.6
USDBRL	5.41	5.3	5.3	5.2	5.2	5.2
USDARS	147.3	165.0	190.1	212.3	234.2	260.0
USDTRY	18.53	20.0	21.0	21.6	23.0	22.6
USDILS	3.57	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4
USDHKD	7.85	7.9	7.9	7.8	7.8	7.8
USDINR	81.3	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0
USDRUB	60.1	62.0	65.0	68.0	72.5	77.5
USDPLN	4.95	4.9	4.9	4.7	4.5	4.3

O quadro acima fornece uma visão geral das previsões de mercado para as principais moedas. É composto por dezenas de fornecedores de previsões individuais e fornece uma previsão consensual. Estas previsões de consenso representam um número mediano e todas as previsões avaliadas correspondem a datas de fim de trimestre de calendário.

O desempenho passado não é um indicador fiável do desempenho futuro e não se deve confiar apenas nele.

Desempenho do Mercado

	Name	QTD *	YTD**	2021	2020	2019	2018	2017
Cash	Dollar 3m Total Return	0.5%	0.5%	0.1%	1.0%	2.5%	2.4%	1.1%
	Euro 3m Total Return	-0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Government bonds	US 3-5	-3.4%	-9.1%	-2.0%	6.2%	5.3%	1.5%	1.0%
	Eurozone 3-5	-3.2%	-8.7%	-1.2%	1.3%	1.9%	0.1%	0.1%
	US 7-10	-5.5%	-15.7%	-3.1%	10.0%	8.5%	0.9%	2.6%
	Eurozone 7-10	-5.7%	-17.5%	-2.9%	4.5%	6.7%	1.4%	1.3%
Corporate bonds IG	USD Corp 1-5	-1.9%	-7.4%	-0.5%	5.4%	7.0%	1.0%	2.6%
	EUR Corp 1-5	-2.1%	-8.6%	-0.1%	1.1%	2.8%	-0.5%	1.2%
	USD Corp 5-10	-4.7%	-17.0%	-1.5%	9.7%	14.3%	-1.7%	5.6%
	EUR Corp 7-10	-4.9%	-22.6%	-2.0%	4.4%	10.9%	-2.4%	4.2%
Corporate bonds HY	USD Corp 1-5	-0.6%	-14.1%	5.0%	5.8%	13.9%	-1.8%	7.0%
	EUR Corp 1-5	-0.3%	-14.7%	3.4%	2.3%	11.3%	-3.8%	6.9%
	USD Corp 5-10	0.8%	-9.4%	4.7%	-2.0%	9.1%	-1.9%	7.6%
	EUR Corp 5-10	-0.9%	-20.9%	2.2%	2.8%	13.2%	-4.4%	8.0%
EM bonds (in \$)	Hard currency	-4.1%	-20.5%	-1.7%	6.5%	13.1%	-2.5%	8.2%
	Local currency	-5.0%	-13.5%	-1.6%	5.3%	9.5%	-3.4%	14.3%
	Chinese Yuan	-4.0%	-7.2%	8.7%	9.3%	2.8%	3.0%	5.0%
Others	S&P Leverage Loan Index	1.4%	-3.3%	5.2%	3.1%	8.6%	0.4%	4.1%
	Global Convertible	-1%	-17%	3%	26.5%	18.2%	-1.2%	7.2%
Equities	North America	-5%	-26%	25%	19%	29%	-6%	19%
	Europe	-5%	-19%	22%	-5%	22%	-13%	7%
	Japan	-3%	-9%	11%	7%	16%	-17%	18%
	Asia Pacific	-12%	-28%	-3%	17%	16%	-16%	29%
	Developed Markets	-7%	-26%	20%	14%	25%	-10%	20%
	China	-14%	-18%	-11%	23%	38%	-21%	32%
	Latin America	1%	-4%	-13%	-16%	14%	-9%	21%
	Emerging Markets	-12%	-29%	-5%	16%	15%	-17%	34%
Other investments	HFRX Alternative	1%	-4%	4%	7%	9%	-7%	6%
	VIX	10%	84%	-24%	65%	-46%	130%	-21%
	G7 Currency Volatility	20%	115%	-15%	23%	-34%	21%	-36%
	DJ Global Commodity	-5%	12%	27%	-4%	5%	-13%	1%
	Gold	-8%	-9%	-4%	25%	18%	-2%	14%
	Industrial metals	-8%	-17%	30%	16%	5%	-21%	28%
	Agriculture index	-1%	12%	27%	16%	0%	-13%	-12%
	WTI Oil	-25%	6%	55%	-21%	34%	-25%	12%
Currencies (vs. \$)	Dollar Index	7%	17%	6%	-7%	0%	4%	-10%
	EM Currency Index	-6%	-8%	-9%	-6%	-1%	-11%	6%
	Euro	-7%	-14%	-7%	9%	-2%	-4%	14%
	British Pounds	-8%	-17%	-1%	3%	4%	-6%	10%
	Swiss Francs	-3%	-8%	-3%	9%	1%	-1%	5%
	Japanese Yen	-6%	-20%	-10%	5%	1%	3%	4%
	Chinese Yuan	-6%	-11%	3%	7%	-1%	-5%	7%

* Quarter to date

** Year to date

O desempenho passado não é um indicador fiável do desempenho futuro e não se deve confiar apenas nele.

Presença Geográfica

CBH está presente em Genebra, Zurique, Londres, Luxemburgo, Israel, Hong Kong, Rio de Janeiro, São Paulo e Bahamas. Devido à sua presença internacional, está sob a supervisão consolidada da FINMA na Suíça e suas empresas afiliadas são supervisionadas pelo CSSF no Luxemburgo, a FCA no Reino Unido, o Banco Central das Bahamas, o SFC em Hong Kong e a CVM no Brasil.



Genebra

Headquarter
CBH Compagnie
Bancaire Helvétique SA
Bd Emile-Jaques-
Dalcroze 7
P.O. Box
1211 Geneva 3, CH
cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurique

Branch Office
CBH Compagnie
Bancaire Helvétique SA
Bahnhofstrasse 82
P.O. Box 1213
8021 Zurich, CH
cbhbank.com
t +41 44 218 15 15

Luxemburgo

SICAV
1618 Investment Funds
106, route d'Arlon
L-8210 Mamer
Grand Duché de
Luxembourg
1618am.com

Londres

Subsidiary
CBH Wealth UK Limited
18 Savile Row,
London W1S 3PW, UK
cbhbank.com
t +44 207 647 1300

Hong Kong

Subsidiary
CBH Asia Limited
Suite 2001, 20th Floor,
K11 ATELIER, 18-24
Salisbury Road, Tsim Sha
Tsui, Kowloon, Hong
Kong, HK
cbhbank.com
t +852 2869 0801

Nassau

Subsidiary
CBH Bahamas Ltd.
CBH House, East Bay
Street
P.O. Box N-1724
Nassau, N.P., Bahamas
cbhbank.com
t +1 242 394 61 61

Rio de Janeiro

Asset management Co.
1618 Investimentos
Av. Ataulfo de Paiva,
204 Salas 305 a 308
Leblon, Rio de Janeiro/RJ
CEP: 22440-033, Brazil
1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

São Paulo

Asset management Co.
1618 Investimentos
Rua Iguatemi, 192
Itaim Bibi, São Paulo -SP
CEP: 01451-010
Brazil
1618investimentos.com
t +55 11 4550 4401

Tel Aviv

Representative Office
CBH Bank
Rehov Tuval 40
Ramat Gan
5252247 Israel
cbhbank.com
t +972 73 793 62 22

Renúncia de Responsabilidade

Esta publicação tem por único objetivo informar e não constitui de forma nenhuma qualquer oferta, incentivo nem recomendação por parte de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ou qualquer membro do grupo. Em particular, esta publicação não constitui um prospeto e a informação publicada não deve ser assimilada a uma oferta de venda de qualquer título ou proposta de investimento de qualquer tipo.

Trata-se de informação em geral baseada no conhecimento privativo, informação fornecida por outras partes e fontes públicas acessíveis. Como esta não resulta unicamente de pesquisa financeira independente, os requerimentos legais relativos a pesquisa financeira independente não se aplicam. A informação e opiniões enunciadas nesta publicação foram emitidas por CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, no momento em que foram escritas e estão sujeitas a modificações sem aviso prévio, em particular, os preços indicados são os atuais no momento desta publicação e estão sujeitos a mudanças sem aviso prévio.

Os investimentos nas diferentes classes de ativos mencionados nesta publicação podem não ser adequados para todos os destinatários e podem não estar disponíveis em todos os países. Esta publicação não é dirigida a, ou pretendida para distribuição a, ou utilizada por, qualquer pessoa ou entidade que seja cidadão ou residente de, ou localizada em, qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição onde a distribuição, publicação, disponibilidade ou uso seria contrária a lei ou regulamentação. Esta publicação foi preparada sem qualquer consideração pelos objetivos, situação financeira ou necessidades de um investidor particular. Antes de iniciar qualquer transação, os investidores devem avaliar a adequação da transação com as circunstâncias e objetivos individuais. O conselho profissional, incluído o fiscal, é aconselhado em caso de dúvida. O valor dos investimentos assim como os rendimentos deles derivados podem baixar como subir sem qualquer garantia, por conseguinte, e possível que o valor inicialmente investido não seja recuperado, o valor de um investimento pode baixar abruptamente e substancialmente; os resultados passados não são indicadores de resultados futuros; e os níveis e bases de, e reduções de, tributação podem alterar de quando em quando. Variações nas taxas de câmbio podem gerar efeitos adversos nos preços, valores ou rendimentos de investimentos.

Não há representação quanto a conformidade e integridade desta publicação, e não se deve fiar nesta publicação. Possíveis erros ou incompletudes de informação contidos nesta publicação não constituem motivos de responsabilidade. Nem a Compagnie Bancaire Helvétique SA nem qualquer outro membro do grupo são responsáveis pela informação contida nesta publicação.

Esta publicação pode ser unicamente distribuída em países onde a sua distribuição é permitida legalmente pelas entidades locais da CBH. Esta publicação não é dirigida a qualquer pessoa ou qualquer jurisdição onde (por razões de nacionalidade, residência ou outras) essa publicação é proibida.

Informação importante sobre a distribuição

Suíça – Esta publicação é distribuída por CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, entidade autorizada e regulamentada pela FINMA Autoridade de Supervisão dos Mercados Financeiros na Suíça

Bahamas – Esta publicação é distribuída aos clientes de CBH Bahamas Ltd. e não com a intenção de distribuição a pessoas designadas como cidadãos do Bahamas ou residentes por questões de regulação e leis de Bahamas Exchange Control.

Hong Kong – Esta publicação é editada por CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, e distribuída por CBH Asia Limited em seu próprio nome aos seus clientes. CBH Asia Limited é uma sociedade com licença da Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC), registada na Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) e a Autoridade Seguradora de Hong Kong.

Reino Unido – Esta publicação é distribuída aos clientes de e por CBH Wealth UK Ltd., autorizada e regulamentada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority. E unicamente dirigida a, e deveria só ser fiado por pessoas fora do Reino Unido ou pessoas dentro do RU para situações que não são regulamentadas pela Financial Services Authority.

Estados Unidos – NEM ESTA PUBLICAÇÃO NEM QUALQUER COPIA DESTA PODE SER ENVIADA, LEVADA PARA OU DISTRIBUÍDA NOS ESTADOS UNIDOS OU A QUALQUER CIDADÃO AMERICANO.

Esta publicação pode conter informações obtidas de outras entidades, incluindo ratings, medidas de pontuação, preços ou outros dados. A reprodução e distribuição de conteúdo de outrem de qualquer método e feito é proibido a menos que haja uma autorização por escrito por parte da pessoa ou entidade legítima. As outras entidades que fornecem conteúdo não garantem a precisão, a integridade, eternidade ou disponibilidade de qualquer informação, incluindo ratings, e não são responsáveis por erros ou omissões (negligentes ou outros), independentemente da causa, ou pelos resultados obtidos devido a utilização de tal conteúdo.

As outras entidades fornecedoras de conteúdo não dão qualquer específica ou implícita garantia, incluindo, mas não limitado a, garantia de comercialização ou de adequação para qualquer motivo ou uso particular.

As outras entidades fornecedoras de conteúdo não podem ser responsáveis por qualquer direto, indireto, acidental, exemplar, compensatório, punitivo, especiais ou danos de consequência, custos, despesas, encargos legais, ou perdas (incluindo perdas de rendimento ou lucro e custos de oportunidade) em relação com a utilização do próprio conteúdo, incluindo ratings.

Os ratings de crédito são pareceres de opiniões e não afirmações de factos ou recomendações de compra, guarda ou venda de títulos. Eles não tratam do valor de mercado dos títulos ou da adequação dos mesmos para fins de investimento, e não devem ser fiados como recomendação de investimento. A proteção de copyright e direitos relativos aos dados existem nesta publicação e, ela não pode ser reproduzida.

Datos al 31 de marzo de 2022

Todos os dados a 30 de Setembro de 2022
Publicado em 1 de Outubro de 2022

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7
P.O.Box
CH - 1211 Geneva 3

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com