

ESTUDO

QUARTERLY INSIGHT

1º Trimestre 2023





© CBH Compagnie Bancaire Helvétique Coleção Privada  
Foto: P. Bitz

## Índice

---

Navegar na transição da contração para a recuperação econômica	1
Perspetiva macro	2
Alocação de bens	4
Ações	4
Taxas	5
Crédito	6
Forex	6
Alocação de bens por item	8

---

# Navegar na transição da contração para a recuperação econômica

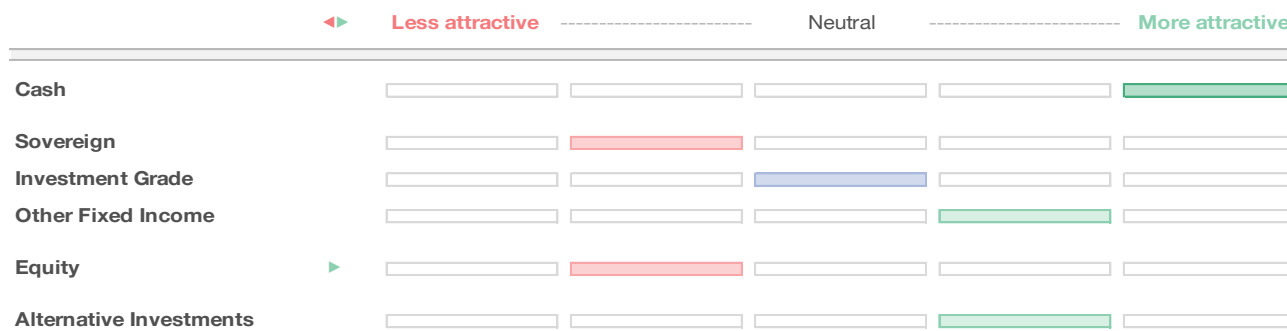
Os investidores vão se lembrar de 2022 como o ano que apresentou uma série de estreias e agravamentos. A inflação tem estado no centro das atenções, uma vez que a economia global não tinha visto um tal choque inflacionista desde os anos 80. O Fed, depois de se ter enganado descaradamente na sua visão transitória da inflação, que causou ao injetar liquidez excessiva durante a pandemia, embarcou no seu ciclo de aperto monetário mais rápido e mais agressivo em décadas para recuperar o controlo das pressões sobre os preços. À medida que o dólar se fortaleceu, os bens e serviços noutros locais tornaram-se mais caros, aumentando as pressões de aperto dos bancos centrais. 2022 será recordado como o *annus horribilis* para investidores multi-ativos, uma vez que as carteiras passaram por uma tempestade perfeita criada pela combinação de um choque inflacionista, uma guerra, uma crise energética, e o aperto global das condições financeiras. Quase todas as classes de ativos caíram sem praticamente nenhum lugar para se esconder. As ações e obrigações declinaram em unísono, ambas perdendo cerca de 20% no ponto mais baixo, e o dinheiro superou quase todas as outras classes de ativos. Será que 2023 será da mesma colheita, ou será que o pêndulo oscilará no sentido contrário?

2022 lembrou-nos que as previsões econômicas são, no mínimo, uma arte difícil de dizer, e 2023 não é mais fácil de prever. As forças desinflacionárias em 2023 permitirão provavelmente aos bancos centrais, primeiro, reduzir a escala e depois acabar com as subidas de taxas, primeiro nos EUA e mais tarde na Europa. O crescimento deverá piorar nos EUA em 2023, uma vez que o ciclo de aperto do Fed (tanto de subida de taxas como de aperto quantitativo) foi provavelmente suficientemente rigoroso para causar uma contração econômica. A recessão pode acontecer mais cedo na Zona Euro devido ao cocktail tóxico de condições financeiras mais restritivas e a um choque energético. O lado positivo é que os mercados lideram o ciclo económico, e acreditamos que os investidores vão começar a concentrar-se na recuperação econômica de 2024. Como esperamos que um regime de mercado passe da contração para a recuperação em algum momento no próximo ano, 2023 poderá, em última análise, proporcionar oportunidades atrativas para investidores multi-ativos.

Como é provável que entremos em recessão tanto na Europa como mais tarde nos EUA, mantemos o nosso posicionamento defensivo, entrando no novo ano. Isto começa com os ativos de rendimento fixo, que oferecem agora, pela primeira vez em muitos anos, um verdadeiro valor de carteira. Também esperamos que esses títulos ofereçam mais benefícios de diversificação, uma vez que qualquer outra descida nas ações poderia ser parcialmente amortecida pelos rendimentos de títulos fixos, ainda mais se os rendimentos baixarem. As obrigações de curto prazo do Tesouro dos EUA são uma alternativa convincente ao dinheiro, e as obrigações empresariais de grau de investimento oferecem rendimentos mais elevados em cada vencimento. Em ações, continuamos a ter um peso inferior ao normal nos mercados desenvolvidos (DM) e neutro nos mercados emergentes (EM). Contudo, apesar desta prudência ao nível da classe de ativos, estamos expostos taticamente a temas específicos como a biotecnologia e os industriais dos EUA. À medida que 2023 se desdobra, continuaremos a seguir uma abordagem dinâmica à afetação tática de ativos.

## Convicções

- A inflação nos EUA cai e o Fed atinge taxas máximas
- Recessão primeiro na Europa e depois nos EUA
- China para recuperar
- O rendimento dos EUA a 10 anos atinge o seu pico cíclico
- O dólar dos EUA sobe e começa a enfraquecer
- Os spreads de crédito DM HY alargam-se
- 2023e declínio do EPS nos EUA e na Europa



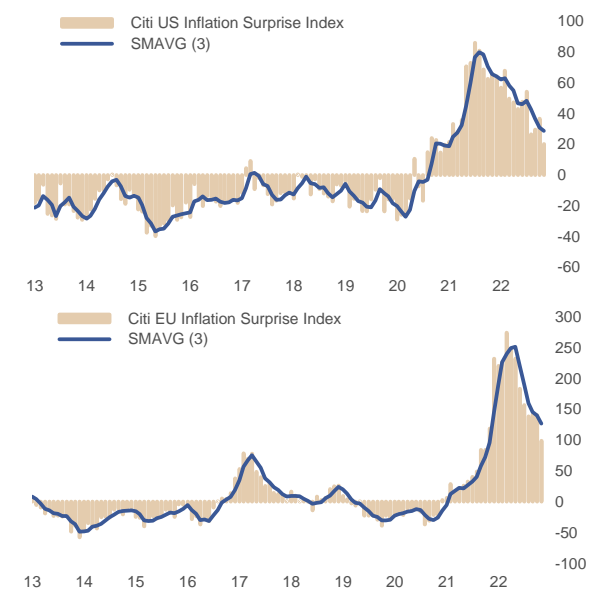
◀▶ Indicate the last change. Number of triangles indicate the movement amplitude

# Perspetiva macro

Na nossa opinião, o Fed está a ganhar a sua batalha contra a inflação, uma vez que a inflação nos EUA provavelmente atingiu o seu pico em junho de 2022, graças à diminuição dos estrangulamentos nas cadeias de abastecimento e à redução dos preços das mercadorias. A inflação de base, que é mais importante para medir a função de reação do Fed, é uma história diferente. Os seus principais contributos são o crescimento dos salários e a inflação das rendas, que levam mais tempo a arrefecer. Dito isto, vemos fortes sinais de que ambas as componentes devem também ser moderadas nos próximos meses. Os custos de abrigo acabarão por refletir o abrandamento acentuado em curso no mercado imobiliário e a desaceleração econômica. Os principais indicadores para o mercado de trabalho apontam para um abrandamento da procura de mão-de-obra, pelo que esperamos que a taxa de desemprego aumente em 2023. A questão-chave é a rapidez e o aumento da taxa de desemprego, uma vez que a duração e a magnitude da próxima recessão dependem disso.

Na base das nossas perspetivas de inflação, acreditamos que o Fed terminará o seu ciclo de subida de taxas no 2T2023. O pico de aperto deverá marcar a curva para os rendimentos dos EUA e do dólar americano e será central para a nossa afetação de ativos em 2023. No 1S2023, esperamos que os rendimentos dos EUA a 10 anos e o índice do dólar americano continuem o seu processo de subida antes de mais decididamente baixarem. É difícil identificar o momento exato, e acreditamos que permanecer ágil e reativo será a chave para a gestão de carteiras em 2023.

## Surpresas da inflação nos EUA e na Zona Euro



A conta do Fed para recuperar o controlo da inflação é suscetível de assumir a forma de uma contração econômica. Esperamos que a economia dos EUA entre em

recessão aproximadamente a meio do ano, à medida que as condições financeiras mais apertadas começam a morder e a taxa de desemprego aumenta. Nunca se previu uma recessão tão generalizada por parte dos analistas. Por mais tentador que seja ter uma opinião contrária quando o consenso é tão unilateral, confiamos nos nossos muitos indicadores económicos, que apontam na verdade para uma recessão iminente.

### Principais riscos para as nossas perspetivas

O IPC central dos EUA é mais rígido do que o esperado e o Fed continua a apertar acima dos 5% durante mais tempo

O desemprego nos EUA sobe acima dos 5% e deixa a economia numa grave recessão

Os casos Covid na China voltam a subir e o governo desiste dos seus planos para aliviar as restrições e reabrir

A guerra na Ucrânia aumenta e as ameaças de utilização de armas nucleares pela Rússia intensificam-se

Desconhecidos desconhecidos

Além disso, todas as curvas de rendimento estão agora invertidas, um sinal historicamente fiável de recessão dentro de um ano, indicando que a disponibilidade de crédito está a apertar, o que geralmente leva a um crescimento mais lento.

A resposta subsequente do Fed dependerá da gravidade da desaceleração, mas os mercados já efetuam cortes nos preços logo no 3T2023. A história mostra que o *Fed Funds* se manteve em níveis máximos durante uma média de 8 meses desde 1988, variando de 4 meses em 1989 a 15 meses de 2006 a 2007. Assim, se o Fed for mais apertado no 1S2023, não podemos inferir com precisão a partir destas estatísticas o início do ciclo de abrandamento em 2023. Acreditamos que o quadro inflacionário atual é bastante diferente de outros ciclos e que é provável que o Fed faça uma pausa mais longa antes de inverter o curso e manter uma política apertada para todo o ano 2023. Os funcionários do Fed indicaram mesmo que planeiam manter as taxas elevadas até estarem confiantes de que a inflação se está a encaminhar para o seu objetivo de 2%. Na nossa opinião, a Reserva Federal só irá efetivamente girar após vários relatórios negativos sobre o emprego, por outras palavras, numa altura em que a economia já está a enfraquecer. É importante notar que, como o mercado irá provavelmente antecipar o pivot do Fed (como fez várias vezes no 2S2022), existe a possibilidade de a transição para um regime de recuperação ocorrer antes do final de 2023, levantando ativos cíclicos, tais como ações e obrigações de elevado rendimento.

O cenário macro é (novamente) mais sombrio na Europa. Em primeiro lugar, a recuperação do crescimento pós-

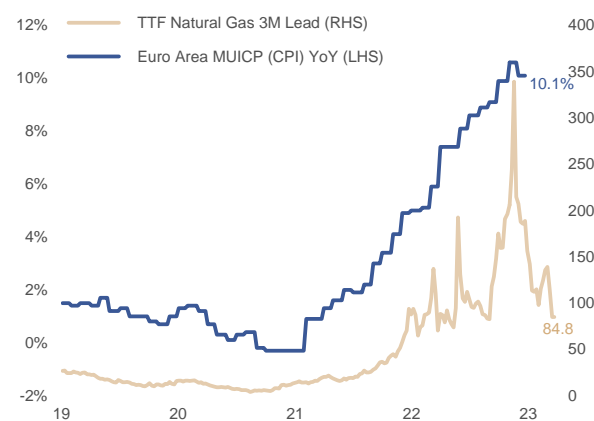
pandémico foi mais fraca na Europa, e o ciclo inflacionário é agravado pela guerra e pela crise energética que lhe está associada. Em segundo lugar, o BCE chegou tarde à parte de aperto e também embarcou num ciclo de aperto muito agressivo para matar o monstro da inflação. Os gastos dos consumidores deverão enfraquecer nos próximos trimestres, uma vez que a confiança das famílias entrou em colapso devido aos elevados níveis de inflação (dois dígitos em alguns países) e à diminuição do rendimento disponível. As elevadas incertezas e o rápido aperto das condições de financiamento levarão provavelmente a que as corporações aparem as contratações e o investimento no 1S2023. Embora o IPC possa ter atingido o seu pico à medida que os preços da energia diminuam a partir do pico do Verão, a inflação de base poderá não ter atingido o seu ponto alto cíclico. De facto, espera-se que medidas fiscais pandémicas afetem a economia real em 2023 e 2024, e o IPC central em média atrase o IPC central dos EUA em 6 meses. Além disso, o mercado de trabalho é mais rígido na Europa continental e poderá demorar mais tempo a arrefecer. Isto provavelmente explica porque Christine Lagarde reafirmou a posição muito aguerrida do BCE na reunião de Dezembro e advertiu que ainda não era altura de fixar o preço de um pivot. O BCE projeta um IPC central de 4,2% em Dezembro de 2023, e o mercado regista atualmente um pico de preços da política do BCE de cerca de 3,5% apenas. Na nossa opinião, o BCE ainda tem um longo caminho a percorrer e poderá apertar até 4T2023 a 4% ou mais, dependendo do caminho do IPC de base.

As previsões anteriores sobre a magnitude do choque energético europeu revelaram-se demasiado pessimistas, uma vez que a evolução tem sido mais favorável do que inicialmente se temia. Os níveis de armazenamento de gás natural foram rapidamente enchidos acima dos 90% a tempo para o inverno à medida que o GNL alternativo fluía para a Europa. Coincidentemente, a procura mais fraca da China e o clima ameno proporcionaram algum alívio. Como resultado, o racionamento do gás natural já não é provavelmente necessário para passar o inverno. As indústrias reduziram um pouco a sua dependência do gás natural caro com apenas um pequeno impacto na produção (exceto para produtos de energia intensiva). As campanhas de incentivo às famílias para reduzir a utilização de gás estão também aparentemente a começar a dar frutos. Finalmente, os governos intervieram para proteger parcialmente as famílias com medidas fiscais generosas para limitar os aumentos nas faturas de gás e eletricidade das famílias. Dito isto, mesmo que a fase aguda do choque energético tenha sido bem gerida, a fatura energética permanecerá provavelmente mais alta do que no passado durante os próximos anos e terá um peso no crescimento.

Na China, na sequência da reunião de dezembro do Politburo, o Conselho de Estado lançou medidas de 10 pontos para facilitar ainda mais as limitações da COVID, o que, na nossa opinião, é o início do tão esperado processo de reabertura da China. À medida que a situação da COVID-19 se estabiliza e a economia avança para a normalização, é provável que se verifique uma forte recuperação do consumo devido a uma procura reprimida. Espera-se que o crescimento do PIB da China aumente de 3,2% para 4,9% em 2023, e uma dinâmica contínua deverá ver o crescimento continuar em 2024. Em dezembro, o

Banco Popular da China (PBoC) cortou o rácio de reservas exigido em 25bps e injetou 500 mil milhões de RMB no mercado, e esperamos que o governo chinês continue a prestar apoio monetária com mais facilidade no 1S2023. Além disso, a fim de apoiar e revitalizar o mercado imobiliário, o PBoC também concedeu RMB 200 mil milhões em empréstimos sem juros a bancos comerciais chineses para a conclusão de projetos imobiliários parados, e os bancos ofereceram assim RMB 2 triliões de linhas de crédito a promotores imobiliários. A estabilização do sector da habitação deverá assim ajudar a atividade de construção, bem como a procura mais vasta dos consumidores através do efeito riqueza.

Zona Euro IPC homóloga vs Gás Natural

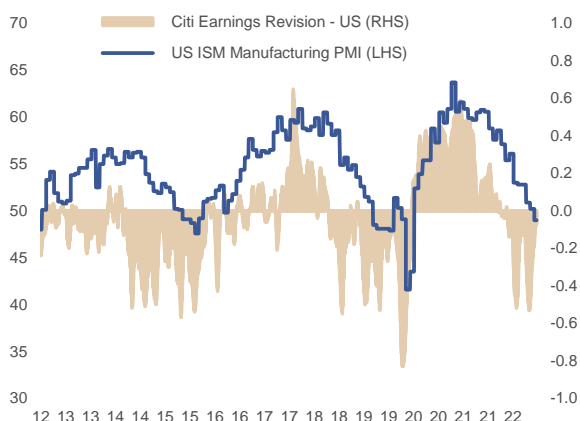


# Alocação de bens

## Ações

O S&P 500 atingiu o seu pico no início do ano e está em baixa mais de 20% até à data. O mercado de ações provavelmente afundou-se à medida que a avaliação se comprimiu na sequência do choque inflacionário e da reação do Fed a este choque que levou a um aumento das taxas nominais e reais. Embora uma parte do declínio deste ano possa também ser atribuível ao facto de o mercado começar a fixar os preços em risco de recessão, os investidores continuam demasiado otimistas e continuam a descontar uma aterragem suave sem recessão de rendimentos, um contraste acentuado com as nossas perspetivas macros. Os principais indicadores económicos apontam para um declínio no crescimento do EPS no próximo ano, e acreditamos que os ganhos são suscetíveis de lutar face a condições financeiras mais restritivas e ao enfraquecimento dos fundamentos, levando a mais reduções e pesando nos sentimentos e fluxos. A orientação empresarial no início do próximo ano poderia ser um catalisador para mais revisões negativas dos ganhos.

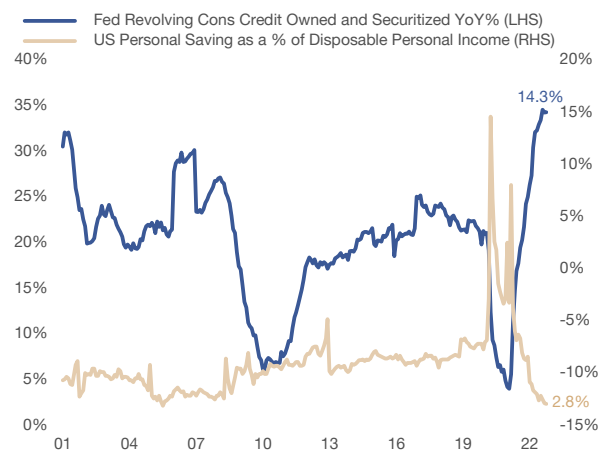
## Revisão dos Resultados dos EUA vs ISM Manufatura PMI



Na nossa opinião, as recuperações temporárias do mercado em 2H2022 têm-se baseado na esperança de uma aterragem suave e que os ganhos permanecerão resistentes apesar da desaceleração económica. No entanto, nos últimos 100 anos, um novo mercado cíclico de subida nunca começou antes mesmo de uma recessão ter começado, uma vez que os mercados de ações tipicamente atingem o fundo do poço antes de a economia estar a cerca de meio caminho de uma recessão. Os consumidores estão a ser atingidos simultaneamente por um efeito de riqueza negativo dos ativos financeiros e da habitação, numa altura em que a taxa de poupança está a um mínimo de 17 anos e o endividamento das famílias já é maior do que o rendimento disponível. O uso do cartão de crédito dos consumidores é outro indicador preocupante da verdadeira força do consumidor americano. Assim, na nossa opinião, o mercado de ações poderia visitar os

mínimos anteriores nos próximos meses antes de começar a recuperar no final do ano.

## Taxa de Poupança vs Crédito ao Consumo



A análise técnica envia uma mensagem mais mista. Embora a recente rejeição das resistências-chave confirme que a tendência negativa se mantém no lugar, os sinais de alta provêm de alguma amplitude e medidores de sentimentos. Embora não seja uma ferramenta de *timing* de mercado, a mais rápida desvalorização em décadas em algumas métricas tornou as ações globais muito mais atrativas a longo prazo.

Ao entrar no novo ano, o nosso posicionamento patrimonial continua a ser prudente, uma vez que mantemos uma ligeira exposição abaixo do peso da classe de ativos. Estamos abaixo do peso nos mercados desenvolvidos, neutros nos mercados emergentes, e o balde oportunista acima do peso. De facto, apesar da nossa visão cautelosa para o 1T2023, a nossa estratégia de gestão oportunista da carteira permite-nos identificar nichos atrativos, e recentemente iniciámos uma exposição sobre os industriais e a biotecnologia dos EUA.

Nos mercados desenvolvidos, continuamos a favorecer a qualidade das ações dos EUA, particularmente nos sectores defensivos como os bens de consumo, os cuidados de saúde e os aristocratas dos dividendos. Na nossa opinião, as ações de empresas com balanços fortes e fluxos de caixa saudáveis proporcionarão aos investidores uma maior resiliência da carteira. Também nos mantemos cautelosos quanto à tecnologia e empresas em crescimento de mega capitalização (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Tesla) apesar da forte desvalorização, e acreditamos que a mudança de liderança no mercado de ações dos EUA irá persistir durante algum tempo. As ações europeias continentais têm uma recessão a negociar antes dos EUA e os riscos geopolíticos de cauda continuam a ser um poderoso vento contrário. Embora as ações da zona euro nunca tenham sido tão atrativas em relação às dos EUA, as incertezas permanecem elevadas, e esperamos melhores oportunidades mais tarde, em 2023.

### Posição tática na biotecnologia dos EUA

Na sequência do aumento das taxas reais, as ações biotecnológicas diminuíram drasticamente e caíram cerca de 40% do 4T21 para o 2T22. No ponto mais baixo de maio, mais de 20% do índice Biotecnológico NASDAQ estava a ser negociado (valorização agregada de 11 mil milhões de USD) por menos da sua posição cash (20 mil milhões de USD em dinheiro em caixa). Nunca houve nada como isto nos dados que remontam a 2002, e na nossa opinião isso assinalou o fundo do poço. Estamos agora a ver investidores voltarem às partes mais promissoras do sector biotecnológico listado para aproveitarem as oportunidades oferecidas por avaliações atrativas. O índice de Biotecnologia NASDAQ está atualmente mais de 20% acima dos mínimos de maio e mostrou uma força relativa contra o S&P500 e o Nasdaq 100. Uma das razões para esta força pode residir na necessidade de os grandes fabricantes de medicamentos reabastecerem as suas condutas devido a expedientes de patentes. Grandes fabricantes de drogas como a Pfizer ou a Johnson & Johnson estão sentados em quase 300 mil milhões de dólares em dinheiro, alimentando as perspetivas de uma onda de compras. As biotecnologias são normalmente compradas por grandes empresas farmacêuticas que têm o músculo financeiro para financiar grandes ensaios clínicos de fase 3 e comercializar tratamentos bem-sucedidos. Tudo considerado, pensamos que o sector pode ter atingido o fundo e iniciado uma nova tendência ascendente e os investidores devem prestar atenção a isso.

Apesar de estarmos abaixo do peso nas ações, somos neutros nos mercados emergentes, devido às nossas perspetivas positivas a médio prazo para a China e às nossas expectativas de que o dólar dos EUA possa estar a enfraquecer. Na segunda fase do ano, quando o Fed tiver girado e o dólar tiver claramente rolado, esperamos que os ativos emergentes beneficiem de fortes ventos de cauda macro. Continuamos a favorecer a Ásia e a China em particular, mas à medida que o ano avança - e dependendo da forma como o cenário macro evolui - podemos acrescentar outras regiões ou países específicos.

### Taxas

Vemos oportunidades em taxas em 2023 como rendimentos fixos de grau elevado que agora proporcionam rendimentos mais atraentes com riscos mais baixos do que temos visto durante anos. O nosso otimismo em relação às obrigações americanas deriva do atual nível de rendimentos, que é o mais elevado em anos, e do facto de o Fed se estar a aproximar do ponto final do seu ciclo de aperto, uma vez que a inflação provavelmente atingiu o seu pico nos EUA. Rendimentos reais mais elevados (rendimentos nominais ajustados às expectativas de inflação) nos Tesouros dos EUA sem risco também significam que os investidores já não são forçados a olhar para segmentos mais arriscados do mercado para obterem rendimentos que superem a inflação.

### Rendimentos em Corporações de IG de curto prazo dos EUA e Tesouros dos EUA

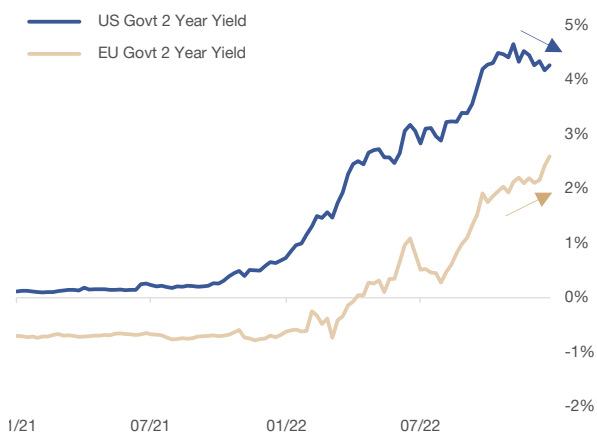


Se o Fed mantém os Fundos Fed perto de ou acima de 5% todo o ano, prevemos que o final mais longo da curva permaneça volátil, com os rendimentos do Tesouro a 10 anos a poderem voltar a testar os máximos de 2022 durante a primeira parte do ano. Além disso, como recentemente evidenciado pelo surpreendente alargamento das bandas de controlo de rendimento do Banco do Japão em obrigações do governo japonês a 10 anos, os mercados financeiros interligados significam que a ação fora dos bancos centrais pode ainda ter efeitos colaterais (temporários) no mercado do Tesouro dos EUA, ainda mais tendo em conta a enorme quantidade de Tesouro dos EUA retido pelos bancos centrais em todo o mundo, o BOJ *in primis*. Pretendemos tirar partido de eventuais aumentos nos rendimentos para adicionar duração, mantendo ao mesmo tempo a qualidade do crédito. Uma vez que esperamos que o rendimento a 10 anos caia duradouramente abaixo dos 3,50% antes do final de 2023, haverá oportunidades atrativas de investimento para rendimentos e potenciais ganhos de capital.

A situação é diferente na Europa. O BCE confirmou a sua posição *ultra-hawkish* na reunião política de Dezembro, e o banco central da zona euro tem provavelmente um longo caminho a percorrer antes de controlar a inflação e atingir taxas máximas de política. Acreditamos que o BCE terá de subir para pelo menos 4%, uma vez que prevêm que o IPC central seja de 4,2% em Dezembro de 2023. Assim, continuamos a favorecer o mercado monetário do euro em relação ao rendimento fixo do euro no 1T2023, e esperamos oportunidades mais atrativas para adicionar duração às obrigações do Tesouro da zona euro mais tarde, em 2023.



## Rendimentos dos EUA e da Zona Euro a 2 anos



## Crédito

As obrigações empresariais de alta qualidade são a nossa classe de ativos geradores de rendimento preferida, pois consideramos o spread de crédito suficientemente generoso para os emissores de alta qualidade, apesar da perspectiva macro sombria. Na nossa opinião, as obrigações empresariais americanas de grau de investimento são atrativas, uma vez que rendem na vizinhança de 4% a 5% sem riscos de duração excessivamente elevados. Em contraste, uma vez que os EUA (e a Europa) enfrentam um abrandamento económico e uma potencial recessão, continuamos cautelosos quanto aos riscos de crédito de alto rendimento. Apesar da atrativa valorização do elevado rendimento, acreditamos que ainda não é o momento de sobrevalorizar a classe de ativos, uma vez que é provável que os spreads de crédito se alarguem ainda mais e que as taxas de incumprimento aumentem num contexto de recessão. Na nossa opinião, há melhores oportunidades à nossa frente.

O alívio das pressões inflacionistas, menos aperto monetário, e as perspectivas de um dólar americano mais fraco pressagiam bem a dívida dos mercados emergentes em 2023. Os principais bancos centrais dos mercados emergentes aumentaram as taxas de juro antes das contrapartes dos seus mercados desenvolvidos para vencer a inflação e proteger as suas moedas. Assim, eles estão à frente no ciclo e têm mais munições para apoiar a sua economia com potenciais cortes de taxas no futuro. Além disso, os mercados emergentes deveriam beneficiar fortemente da potencial flexibilização da política de COVID da China. Os investidores a longo prazo podem beneficiar de oportunidades atrativas criadas pela generalizada venda de ativos dos mercados emergentes, mas continuaremos a adotar uma abordagem defensiva, aumentando o espectro de qualidade de crédito e concentrando-nos em nomes com baixos requisitos de refinanciamento e balanços sólidos.

## Forex

A tendência do dólar é sempre fundamental para as relações entre ativos, mas parece que será ainda mais importante em 2023, já que muitas relações entre mercados são influenciadas pela direção do dólar. Embora

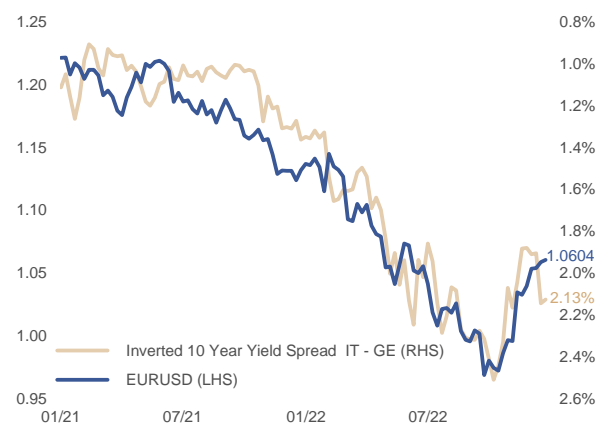
o dólar possa realmente ter atingido o pico, não prevemos um declínio acentuado, mas esperamos que o EURUSD seja negociado na faixa de 1,00–1,10 no primeiro trimestre do ano. A narrativa de consenso é que o ciclo do dólar está terminando quando o Fed está atingindo o ponto de pico das taxas, colocando assim um limite nos rendimentos dos EUA. Além disso, a tendência dos diferenciais de taxas de curto prazo, bem como o ímpeto da trajetória relativa da política monetária, se voltaram a favor do euro ultimamente. E o dólar nunca esteve tão caro em relação ao euro desde o início da moeda comum com base na paridade do poder de compra.

Embora concordemos que o ar está ficando rarefeito para o dólar americano, acreditamos que as estrelas ainda não estão alinhadas para o euro do outro lado da equação.

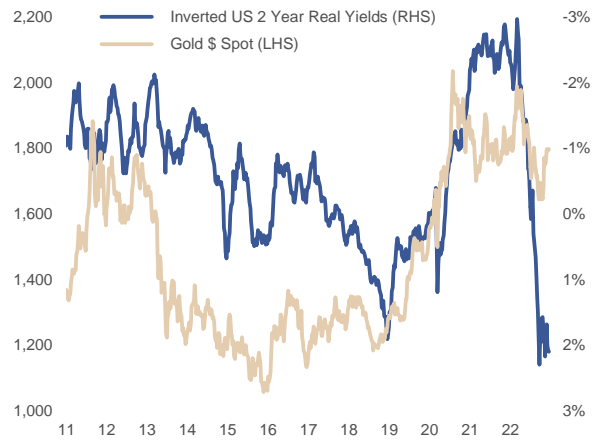
Primeiro, taxas de juros mais altas geram correntes cruzadas para o EUR. Por um lado, o diferencial de rendimento em relação ao dólar é favorável, mas, por outro lado, pressiona negativamente os ativos de risco e amplia os spreads soberanos periféricos. Em segundo lugar, as previsões de crescimento ainda são favoráveis aos EUA e, portanto, podem impedir que o dólar enfraqueça significativamente, já que a zona do euro deve entrar em recessão antes dos EUA. Por fim, as incertezas persistentes relacionadas à guerra ucraniana e à crise energética devem limitar os fluxos de capital em ativos denominados em euros.

Apesar das compras recorde dos bancos centrais no 2T2022, o ouro continua supervalorizado em relação ao nível implícito pelos atuais rendimentos reais e nominais. Além disso, as taxas reais nos EUA estão viesadas para cima, já que a inflação está esfriando mais rapidamente do que as taxas nominais, atuando como um forte vento contrário ao metal amarelo. No entanto, a curto prazo, a chave para o ouro – e para todos os metais preciosos – provavelmente será o dólar. Se o USD depreciar significativamente, isso aumentaria mecanicamente todos os metais preciosos cotados em relação ao dólar e desencadearia entradas de portfólio. Por enquanto, permanecemos neutros sem exposição, mas podemos visitar o caso otimista de metais preciosos em breve.

## EURUSD vs. Diferença do rendimento de 10 anos Itália-Alemanha



### EUA 2 anos de Rendimento Real vs Ouro \$



# Alocação de bens por item

	Less attractive	Neutral	More attractive
<b>Sovereigns</b>	EUR Short & Mid Term		USD Long Term
	EUR Long Term		USD Short & Mid Term
<b>Investment Grade</b>		USD Long Term	USD Short & Mid Term
		EUR Long Term	EUR Short & Mid Term
<b>Other Fixed Income</b>			High Yield
			Convertibles
			Senior Loans
<b>Equities</b>		North America	China
		Europe	Emerging Markets
			US Biotech ▶ new
			US Industrials ▶ new
<b>Alternative Investments</b>		Gold	Multi Assets
			HF CTA
			HF Global Macro
<b>Currencies</b>		EUR	CHF
			USD ◀

◀▶ Indicate the last change. Number of triangles indicate the movement amplitude

## 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 Bank  
Bd Emile-Jaques-  
Dalcroze 7  
P.O. Box  
1211 Geneva 3, CH  
cbhbank.com  
t +41 22 839 01 00

### Zurique

Branch Office  
CBH Bank  
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 publicas 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 de 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.

Favor observar que o valor dos investimentos e a renda que eles geram pode tanto descer quanto subir e não são garantidos. Como resultado, os investidores podem não recuperar o montante originalmente investido; o valor de um investimento pode cair repentina e significativamente; o desempenho passado não é indicativo de desempenho futuro; e os níveis e bases tributárias, e as isenções fiscais, podem mudar de tempos em tempos. Alterações nas taxas de câmbio podem afetar negativamente o preço, valor ou renda de um investimento.

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 e 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 a clientes da e pela CBH Wealth UK Limited, autorizada e regulamentada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority [FRN 514546]. Este documento é destinado a fins de informação geral, e não é considerado como pesquisa de investimento. Para obter informações completas sobre as comunicações da CBH Wealth UK Limited, visite nosso website ou fale com seu Gerente de Relacionamento.

**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.

Todos os dados a 27 de dezembro de 2022  
Publicado no 28 de dezembro de 2022  
Atualizado em 3 de janeiro 2023

*Creativity within Excellence*

**CBH** | Compagnie Bancaire Helvétique

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

[am@cbhbank.com](mailto:am@cbhbank.com)  
[www.cbhbank.com](http://www.cbhbank.com)