



CBH | Investment
Management

ESTUDO

QUARTERLY INSIGHT

2º trimestre 2023

VERSION 2023.04.06

PORTUGUÊS



Face Lift - Larry Otoo
2010. Acrylic on canvas 118 x 146 cm
© CBH Private Collection
Photo: P. Bitz

Índice

Os bancos centrais enfrentam um difícil ato de equilíbrio	1
Perspetiva macro	2
Perspetivas de investimento	6
Ações	6
Taxas	7
Crédito	7
Moedas	8
Detalhes da alocação de ativos	9

Os bancos centrais enfrentam um difícil ato de equilíbrio

Os principais bancos centrais estão a enfrentar um difícil ato de equilíbrio. Têm de lidar com a inflação subjacente persistente, uma economia em abrandamento e dificuldades no sector bancário que ameaçam a estabilidade financeira. A escala e a velocidade da subida das taxas dos bancos centrais nos últimos 12 meses só poderia causar sérios danos económicos e levar a alguma rachadura no sistema financeiro em algum momento. O velho adágio de que o Fed aumenta as taxas até que algo se quebre parece estar a ser verdade. O Fed tem afirmado repetidamente que a sua prioridade é combater o maior choque de inflação dos últimos 50 anos e que está disposto a pagar o preço sob a forma de uma recessão rasa. Acreditamos que este dano económico foi um mal necessário para que o Fed pudesse conter a inflação rapidamente. As recentes fissuras no sistema bancário dos EUA lembram-nos que as taxas políticas já atingiram um nível significativamente restritivo.

Os mercados de taxas de juro estão a incorporar o facto de que o Fed irá atingir a taxa recorde de 5,25% na sua próxima reunião em Maio e começará a reduzir as taxas em Julho para apoiar a economia. Na nossa opinião, esta perspetiva não tem suficientemente em conta o ponto de partida da economia e da inflação. O aperto do mercado de trabalho assinala uma recessão para fazer baixar a inflação subjacente. Por conseguinte, é provavelmente demasiado otimista incorporar a possibilidade de o Fed recuar ao primeiro sinal de uma recessão. Também consideramos as medidas atuais das expectativas de inflação bastante otimistas. Por exemplo, apesar da inflação de base persistente e de um mercado de trabalho que se mantém extremamente apertado, a taxa de inflação breakeven de 10 anos caiu para cerca de 2,3%. Ainda mais preocupante é o nível dos mercados bolsistas, que não têm em conta a queda de 30% nos lucros tipicamente observada numa recessão. O crescimento esperado dos lucros para 2023 nos EUA e na Europa mal é negativo, e a tendência negativa nas revisões dos lucros está a mostrar sinais de inversão.

O denominador comum entre os mercados de obrigações e de ações é a expectativa de que o Fed irá reduzir as taxas e, assim, trazer um salvamento económico antes do final do ano. Na nossa opinião, as expectativas do mercado de um corte de taxas são demasiado otimistas e subestimam a severidade das compensações de longa data que os bancos centrais enfrentam. A luta contra a inflação significa a emergência ativa de uma recessão e não o seu desaparecimento. O risco no segundo trimestre é que as expectativas acomodáticas dos mercados sejam atenuadas, levando a uma reavaliação do caminho do Fed, prejudicando mecanicamente os ativos de risco ao aumentar as taxas de curto prazo.

Convicções

A dinâmica económica continua a abrandar nos EUA e na zona euro

Os preços de mercado para os cortes Fed este ano são demasiado otimistas

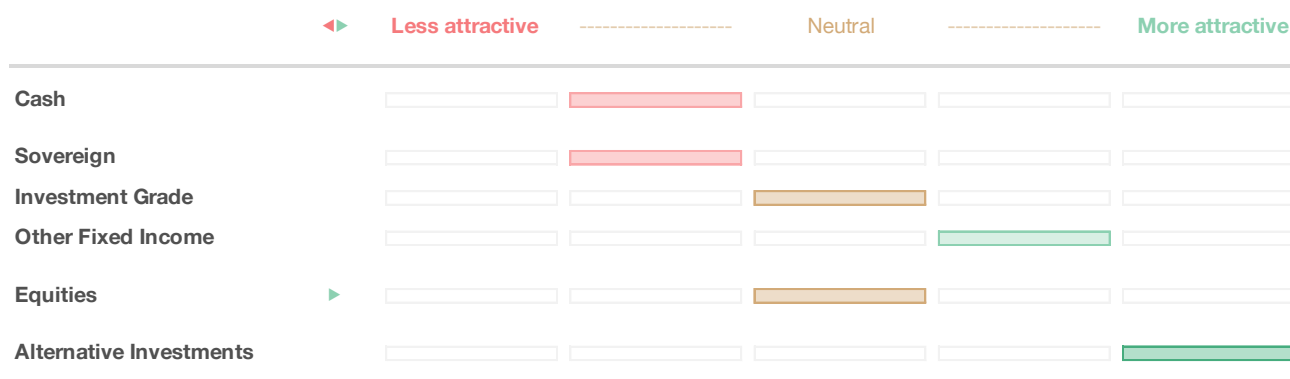
A inflação de base continuará a ser apertada nos EUA e na zona euro

China reabre para impulsionar o crescimento global em 2023

Os rendimentos nos EUA e na Europa continuam voláteis

O crescimento dos ganhos será negativo este ano nos EUA e na zona euro

O dólar americano enfraquece ainda mais



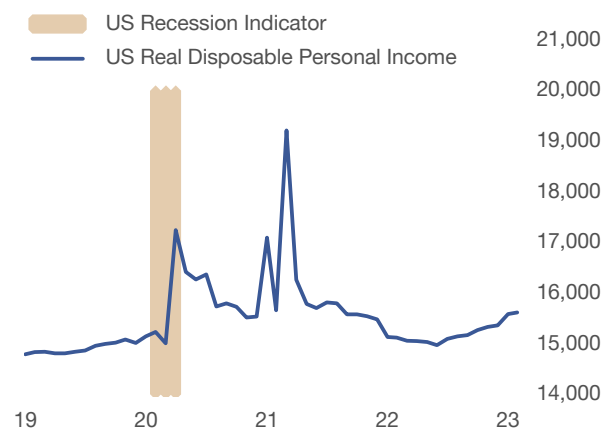
◀▶ Indicate the last change. Number of triangles indicates the movement amplitude

Perspetiva macro

Perspetiva macroeconómica dos EUA

A economia americana tem mostrado grande resistência nos últimos trimestres face ao pior choque inflacionário das últimas décadas e ao ciclo de aperto mais brutal da Reserva Federal na história moderna. A nossa análise indica que a economia dos EUA tem sido apoiada por um consumo saudável, que tem beneficiado do stock remanescente de poupanças excedentárias acumuladas desde a pandemia. Além disso, o rendimento disponível real, uma boa medida do poder de compra ajustado à inflação, atingiu um nível pré-pandémico mais elevado. Está de novo a subir.

Rendimento disponível pessoal real



Dito isto, esperamos que a economia dos EUA abraque ainda mais nos próximos meses. O canal de transmissão de taxas mais elevadas para uma menor atividade de crédito, levando a um menor crescimento económico e depois a uma menor inflação, caracteriza-se por longos desfasamentos. Estes desfasamentos são tipicamente superiores a 12 meses. Quando o Fed iniciou o seu ciclo de aperto em Março de 2022, os efeitos sobre a economia começam a fazer-se sentir. Além disso, desde o quarto trimestre de 2022, o aperto dos padrões de crédito tem abrandado a atividade de crédito e já amorteceu a vontade das empresas em fazer novos investimentos. Acreditamos que a recente turbulência no sistema bancário dos EUA irá acelerar o aperto dos padrões de crédito e das condições financeiras pela magnitude de um aumento das taxas de juro de pelo menos 50 pontos de base. O mercado aderiu a narrativa da desinflação global, com o índice de preços do consumidor norte-americano a atingir um pico de 9,05% em Junho de 2022 e o núcleo do índice de preços do consumidor norte-americano a 6,63% em Setembro de 2022. De facto, a normalização das cadeias de abastecimento num mundo pós-Covid continua a ser um fator de apoio à desinflação de bens, mas é provável que o efeito de base da queda dos bens tenha esgotado o seu curso. Estamos mesmo a assistir ao regresso de alguma inflação de bens, como no caso dos automóveis usados.

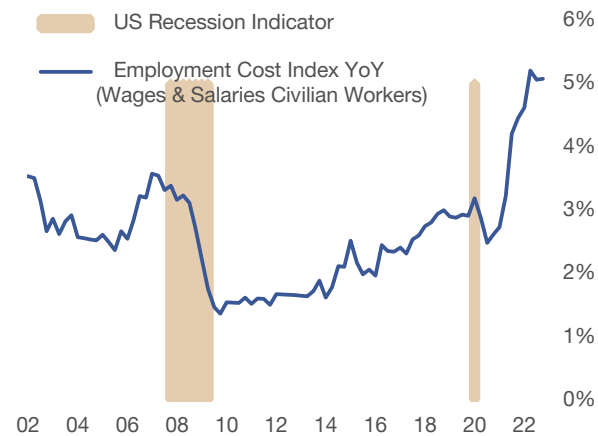
O verdadeiro problema da inflação para os banqueiros centrais é a rigidez das medidas de base das pressões sobre os preços. Por exemplo, a inflação dos serviços centrais excluindo a habitação (IPC supercore) permanece muito acima dos níveis que o Fed pode provavelmente tolerar e provou ser muito resistente. De facto, caiu apenas 0,33% de Setembro de 2022 a Fevereiro de 2023, de 6,46% a 6,13% respetivamente. O responsável por detrás desta rigidez é o apertado mercado de trabalho, o que impede um necessário abrandamento do crescimento dos salários.

IPC supercore



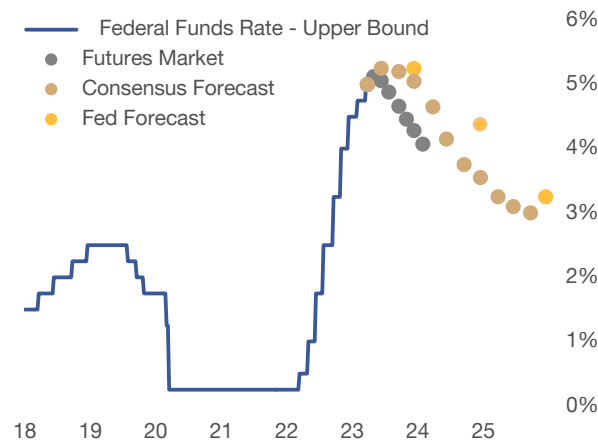
A proporção de vagas de emprego para candidatas a emprego saltou novamente em Dezembro de 2022 para 1,96 (ou seja, 1,96 postos de trabalho disponíveis para cada candidato), o que ainda está muito próximo do máximo histórico (1,99 em Março de 2022). O índice de custos de emprego fiável (salários e vencimentos de todos os trabalhadores civis em todas as indústrias e profissões) era ainda de 5,1% no final de 2022. Vemos apenas uma desaceleração no crescimento salarial para empregos pouco qualificados, enquanto que o crescimento salarial para empregos altamente qualificados ainda está em modo de sobreaquecimento. Esperamos, portanto, que devido às mudanças estruturais no mercado de trabalho provocadas pela pandemia, a pressão salarial demore muito mais tempo a diminuir, o que contribuirá para manter a inflação dos serviços essenciais.

Índice de custos do emprego



O Fed elevou o Fed Fund Rate para 5% (limite superior) na sua reunião política de Março pela nona vez consecutiva. Referiu-se à continuação de uma inflação elevada e ao facto de que novos aumentos de taxas estavam nas cartas, embora com menos convicção - abandonou a referência a "aumentos contínuos" nas taxas de juro, substituindo-a por "alguns aumentos adicionais". Além disso, o Presidente Powell admitiu que as recentes fissuras no sistema bancário dos EUA têm o potencial de apertar as condições de crédito e poderiam, portanto, fazer algum do trabalho. No entanto, manteve os seus objetivos de aperto quantitativo de 60 mil milhões de dólares de "cash flow rollover" e 35 mil milhões de dólares de "Mortgage Back Security" por mês. Ao aumentar as taxas e manter o aperto quantitativo enquanto simultaneamente fornece apoio de liquidez aos bancos, vemos provas de que o Fed está a fazer uma distinção clara entre objetivos financeiros e de estabilidade de preços. Na nossa opinião, esta separação contrasta com a resposta do banco central às falhas bancárias de 2008 e à pandemia, quando utilizou todas as suas ferramentas, incluindo cortes nas taxas, para estimular a economia. A este respeito, o recente aumento do balanço do Fed não deve ser visto como uma forma de flexibilização quantitativa (QE), uma vez que não está ligado à compra de títulos em mercados abertos, mas sim ao apoio à liquidez dos bancos.

A jornada do Fed



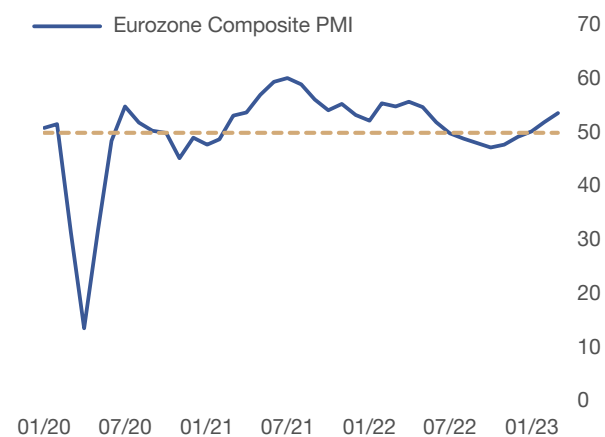
Os mercados foram rápidos a incorporar os cortes de taxas devido à turbulência no sector bancário. Pensamos

que esta é a velha estratégia dos dias em que o Fed se apressou a salvar a economia no caso de uma recessão. Não esperamos que uma nova ronda de flexibilização tenha início este ano. Dito isto, o Fed parece estar a aproximar-se da sua taxa terminal, uma vez que o crescente reconhecimento de que taxas de juro mais elevadas estão a começar a morder indica que as taxas de juro máximas estão a aproximar-se. Além disso, quando o efeito do aperto quantitativo e a próxima contração das condições de empréstimo do sistema bancário são adicionados, a atual taxa de juro diretora "sombra" é pelo menos 1% mais elevada. Reconhecemos que em ciclos anteriores, quando o Fed também caminhou agressivamente, não esperou muito antes de mudar de rumo (1 mês em '83-'84, 3 meses em '88-'89, 4 meses em '94-'95). Contudo, acreditamos que o cenário será diferente desta vez devido ao ambiente inflacionário persistente. Acreditamos que o Fed só seria capaz de fazer os cortes de taxas que os mercados esperam se uma crise de crédito mais profunda do que o esperado se instalasse e provocasse uma recessão mais profunda do que o esperado. Por conseguinte, esperamos mais um ou dois aumentos antes que o Fed faça uma pausa até ao próximo ano.

Perspetiva macroeconómica da zona euro

Apesar da tristeza no final do ano passado sobre uma recessão iminente na zona euro, a economia tem sido surpreendentemente resiliente, principalmente graças ao colapso dos preços do gás natural. Uma gestão eficaz da capacidade de armazenamento de energia e condições climáticas amenas levaram a uma queda acentuada do contrato de referência do gás natural TTF holandês para um nível bem abaixo do nível observado antes da guerra ucraniana. A economia da zona euro também provou ser mais flexível do que o esperado, uma vez que as indústrias diversificaram as suas fontes de energia. Estes custos energéticos mais baixos eliminaram o risco de racionamento de energia e apoiaram o consumo. Para ilustrar a dinâmica recente na zona euro, basta olhar para o PMI composto, que voltou bem acima do limiar de crescimento de 50 e se situa em 54,10 após um mínimo de 47,30 em Outubro de 2022. Embora a economia da Zona Euro tenha escapado por pouco ao crescimento negativo no 4T 2022, o consenso ainda espera um ligeiro declínio de -0,2% no 1T 2023. Espera-se que o aperto das condições financeiras e o nível continuado da inflação subjacente minem o poder de compra e a confiança das famílias.

PMI composto da zona euro



A inflação na zona euro atingiu um pico de 10,6% em Outubro de 2022, e as forças desinflationárias desde então têm sido impulsionadas principalmente pela queda dos preços da energia. A situação é diferente para a inflação de base, pois não esperamos que o IPC de base caia até ao terceiro trimestre de 2023, devido ao facto de os preços dos serviços subirem, em parte devido a pressões salariais. Depois de ter atingido um pico, quando a Europa se debateu com a propagação da Covid-19, a taxa de desemprego da zona euro caiu drasticamente de 8,5% em Agosto de 2022 para 6,6% em Janeiro de 2023, e uma medida ponderada pelo PIB da taxa de desemprego nas quatro maiores economias da zona encontra-se no seu nível mais baixo desde 1981. Este aperto do mercado de trabalho está a levar a maiores pressões salariais em todo o bloco. O problema é que o crescimento salarial mostra uma inércia muito maior na zona euro do que nos EUA devido a uma maior proporção de trabalhadores que fazem parte de acordos coletivos e acordos salariais multi-períodos. À medida que os trabalhadores negociam a compensação pela inflação recente, vemos a medida de compensação por trabalhador aumentar de 3,4% no terceiro trimestre de 2021 para 5,8% no quarto trimestre de 2022. Esperamos que este ajustamento ascendente dos salários continue nos próximos trimestres, embora a um ritmo mais moderado, uma vez que o aperto monetário do BCE alivia alguma da pressão sobre o mercado de trabalho.

Remuneração por empregado na zona euro

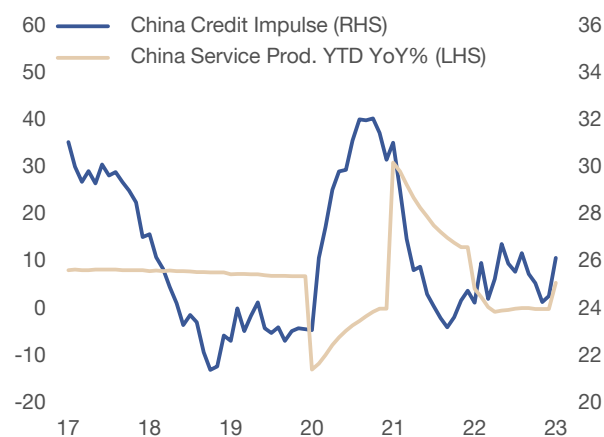


O BCE continuou a normalizar as taxas de juro, aumentando as taxas em 50 pontos base em Março de 2023, de acordo com a sua determinação em voltar a controlar a inflação. As declarações feitas não deram qualquer indicação significativa sobre as perspetivas das taxas diretas para além do mês de Março, limitando-se a assinalar que será adotada uma abordagem dependente de dados. Em termos de aperto monetário, o BCE afirmou que o corte será em média de 15 mil milhões de euros por mês até ao final de Junho de 2023, sendo o ritmo posteriormente determinado ao longo do tempo. As perspetivas melhoraram consideravelmente, mas uma economia mais resiliente significa um mercado de trabalho mais restrito, maiores pressões salariais e uma inflação mais persistente, o que deverá forçar o BCE a continuar a apertar a política monetária. O aperto dos padrões de crédito devido a tensões no sistema bancário irá provavelmente poupar ao BCE um ou dois aumentos. Na nossa opinião, os preços de mercado ainda são demasiado acomodaticios e terão de ser ajustados. As perspetivas para a economia da zona euro oriental estão, portanto, mais dependentes do que nunca das perspetivas da política monetária do BCE. Mantemos a nossa opinião de que a taxa terminal na zona euro atingirá pelo menos 4% antes de fazer uma pausa.

Perspetiva macroeconómica da China

A China decidiu inverter as suas políticas rigorosas de Covid que impediram o crescimento económico no início deste ano. O tema da "reabertura da China" ganhou, desde então, ímpeto, e estamos de facto a ver os dados de mobilidade de alta frequência normalizarem-se rapidamente. Estamos também a assistir a uma forte recuperação nos serviços. O índice de produção mensal de serviços situou-se em 5,5% em Fevereiro, em relação ao ano anterior, contra -0,1% em Janeiro. O sector imobiliário está também a estabilizar, como indicado pelo abrandamento da contração do investimento imobiliário no primeiro trimestre deste ano. Além disso, os preços das casas parecem ter atingido o seu ponto mais baixo.

O impulso de crédito da China e o índice de produção de serviços



Há algumas semanas, o Congresso Nacional do Povo estabeleceu uma meta de crescimento modesto de 5%, mas o PIB da China excedeu a meta após as duas remodelações governamentais anteriores em 2012-13 e

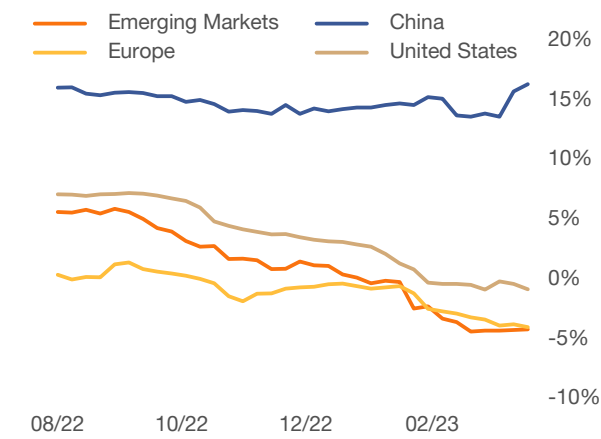
2017-18. Não se espera que a situação atual seja diferente. Ao mesmo tempo, os decisores políticos parecem dispostos a adotar uma posição pragmática sem grandes facilidades, mas optando por uma estratégia de medidas ad hoc. Globalmente, a recuperação da economia chinesa deverá ajudar a apoiar a economia global. Contudo, como a recuperação é principalmente impulsionada pelos serviços domésticos e menos pelas importações, o estímulo para outras economias, tais como a zona euro, é provável que seja mais limitado do que no passado. No entanto, será o principal motor do crescimento do PIB mundial este ano.

Perspetivas de investimento

Ações

As ações de mercado desenvolvidas enfrentam fortes ventos adversos macroeconómicos, uma vez que esperamos que a dinâmica económica nos EUA e na zona euro continue a abrandar à medida que a política monetária começa a apertar e, paralelamente, os padrões de empréstimo se tornam mais restritivos. Isto é suscetível de resultar em lucros mais baixos este ano. Contudo, as previsões de lucros das empresas nem sequer refletem um risco de recessão modesto, uma vez que o crescimento esperado dos lucros é modesto -1% para os EUA e -4% para a Europa. Embora as previsões de lucros tenham caído acentuadamente desde o topo do mercado no início de 2022, a dinâmica descendente das revisões parece ter pausado.

Crescimento esperado do lucro em 2023



Historicamente, os mercados de ações atingiram o fundo do poço na segunda metade de uma recessão. No entanto, não devemos basear a nossa estratégia de investimento no facto de estar em curso uma recessão. De facto, historicamente, o anúncio de uma recessão pelo National Bureau of Economic Research (NBER) tem tido um atraso médio de 8 meses. Uma vez que a duração média de uma recessão desde 1960 é de 12 meses (excluindo a contração da Covid de 2 meses), então, quando uma recessão for reconhecida, os mercados de ações já deverão ter atingido o seu ponto mais baixo em antecipação. Desde 1980, ocorreram 6 recessões nos EUA, e o retorno médio de 1 ano na formalização do S&P 500 tem sido de cerca de 15%. Por conseguinte, é importante olhar para os principais indicadores cíclicos, bem como utilizar a análise técnica.

A nossa análise técnica dos mercados acionistas desenvolvidos conduz a uma perspetiva mais otimista do que a nossa análise macro. Há mais sinais de que o fundo do mercado foi observado em Outubro de 2022 do que aqueles que indicam uma visita a novos mínimos. De facto, os preços dos índices quebraram-se a partir do topo e da média móvel de 200 dias em muitos índices

chave. Vários "surtos" de dinâmica e magnitude, geralmente vistos no início de uma nova tendência ascendente, têm ocorrido. Em termos de tendências, o comportamento recente do S&P500, Nasdaq100 e mesmo do Russell 2000 é um bom presságio, embora seja prematuro ver uma nova tendência de alta.

Por conseguinte, favorecemos uma posição defensiva, visando empresas de qualidade, baixa volatilidade e dividendos elevados. As ações cíclicas e de pequena e média capitalização estão mais em risco, dadas as nossas perspetivas macros. É provável que o debate crescimento versus valor continue a ser impulsionado pela direção dos rendimentos das obrigações. As empresas de tecnologia de grande capitalização têm agora fortes atributos de qualidade, dada a sua dimensão, liquidez e níveis de rentabilidade. Assim, o Nasdaq100 poderia também ter um bom desempenho em tal ambiente. Também vemos bolsas de oportunidades nos sectores da biotecnologia e dos consumidores não discricionários. As ações dos mercados emergentes devem continuar a beneficiar do esperado enfraquecimento adicional do dólar americano e do impacto positivo da reabertura da China. O mercado espera que o crescimento dos lucros na China exceda 15%. Além disso, as revisões dos lucros já estão a aumentar. No entanto, apesar da atratividade das ações chinesas, abstermo-nos de as aumentar nesta fase, dada a elevada volatilidade e a nossa posição já demasiado pesada.

Em resumo, parece que o mercado de ações está posicionado para uma ligeira e breve contração económica e cortes nas taxas Fed; parece já estar a antecipar uma recuperação. Na nossa opinião, os mercados de ações desenvolvidos não estão a avaliar corretamente os prejuízos económicos esperados, uma vez que estão a depositar muita confiança na assistência providencial do Fed. Existe, no entanto, um risco de desapontamento com um caminho Fed mais falso do que o esperado. Se fosse este o caso, então os ativos de risco sofreriam. Devido à divergência entre as nossas perspetivas macro e técnicas, mantemos portanto uma posição neutra em relação às ações, com um viés defensivo.

Foco na China Internet

Após quase dois anos de colapso devido à repressão de Pequim que destruiu mais de 80% do valor do sector desde o pico até ao baixo, acreditamos que as empresas chinesas na Internet estão finalmente em recuperação e são uma das histórias de recuperação mais notáveis deste ano. A China acabou finalmente com a sua política de Covid zero recentemente, o que provavelmente impulsionará o crescimento e encorajará ainda mais as despesas discricionárias. As empresas chinesas da Internet estão a ser alavancadas na história de reabertura do país, uma vez que têm ligações diretas aos consumidores chineses.

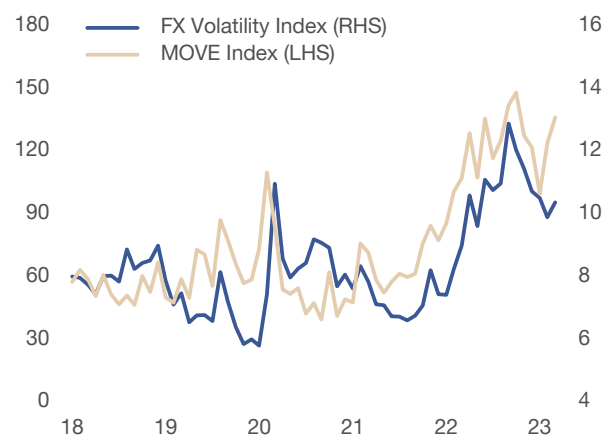
As empresas chinesas de Internet também tomaram medidas para apaziguar Pequim, enfraquecendo potencialmente de forma significativa os obstáculos regulamentares para o ano. Um alto funcionário chinês disse recentemente que as autoridades iriam procurar dar mais apoio às empresas tecnológicas e uma maior previsibilidade na supervisão do sector tecnológico no futuro.

Em termos de valorizações, o sector está a negociar com um desconto histórico significativo para os seus pares americanos, apesar dos fortes fundamentos. Acreditamos que a maior parte do movimento de preços nas empresas chinesas de Internet nos últimos anos não tem sido impulsionado por motivações fundamentais. Como resultado, estas empresas apresentam hoje uma das mais convincentes oportunidades de crescimento a longo prazo para os investidores, embora o caminho para a sua antiga glória possa ser longo.

Taxas

A perspetiva das taxas dos EUA faz parte do complexo panorama macroeconómico. A incerteza sobre a evolução das taxas permanece elevada, como evidenciado pela crescente volatilidade do mercado do Tesouro dos EUA (índice MOVE), que atingiu recentemente os níveis verificados durante a crise financeira global de 2008. Estas incertezas resultam da divergência entre as expectativas do mercado relativamente às futuras taxas Fed Fund Rate e as projeções oficiais do Fed (ou o chamado "ponto plot"). Após a erupção do stress no sistema bancário dos EUA, as expectativas sobre o caminho das futuras ações do Fed inverteram-se acentuadamente. Os participantes no mercado esperam atualmente que as taxas caiam do segundo semestre deste ano para 4,30% até ao final de 2023. Isto contrasta significativamente com a parcela de pontos divulgada pelo Fed na sua última reunião, que espera que o FFR seja de 5,15% até ao final do ano. Na nossa opinião, as hipóteses de uma redução da taxa pelo Fed em 2023 são improváveis. Esperamos que suba mais uma ou duas vezes durante o Verão e depois permaneça lá durante algum tempo antes de começar a cair no próximo ano.

Bilhetes do Tesouro dos EUA vs. volatilidade cambial



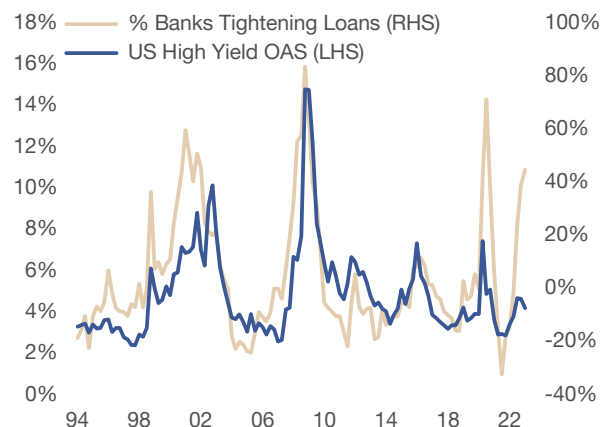
É provável que os rendimentos a curto prazo evoluam com as expectativas da política monetária, pelo que acreditamos que o rendimento a 2 anos dos EUA poderá aumentar novamente no segundo trimestre de 2023. As coisas são reconhecidamente mais complicadas para o rendimento a 10 anos. Teoricamente, deveríamos ver um aumento nos rendimentos. Os investidores exigem um rendimento mais elevado para os deter, dada a persistência e volatilidade da inflação. Se a inflação de base continuar a ser elevada e persistente, é também provável que as expectativas de inflação se ajustem para cima. Isto deverá traduzir-se em maiores rendimentos de obrigações com prazos de vencimento mais longos. Dito isto, esperamos que o rendimento a 10 anos dos EUA permaneça volátil e limitado ao intervalo de preços observado no segundo trimestre.

Na zona euro, assistimos a uma atenuação dos riscos para a estabilidade financeira e a um regresso gradual da inflação de base. Podemos assistir a um aumento dos rendimentos no curto final da curva do euro, dado o aumento dos mercados nos últimos tempos. Por enquanto, o nosso posicionamento permanece com uma duração mais curta do que o alvo. Gradualmente, será implementada uma duração neutra à medida que o BCE se aproxima do fim do seu ciclo de aperto.

Crédito

Os mercados de crédito permaneceram resilientes devido ao excesso de confiança de que o Fed cortaria as taxas de referência para salvaguardar a economia. Acreditamos que os spreads de crédito não refletem plenamente os riscos macroeconómicos, e consideramos que a dissociação dos padrões de crédito poderia reativar os spreads de crédito. Por conseguinte, continuamos a ter um peso inferior aos títulos de alto rendimento nos EUA e na zona euro. Os spreads alargaram-se nas últimas semanas, mas ainda não são suficientemente atrativos a longo prazo para representar uma oportunidade. Embora existam bolsas de oportunidade, os custos de financiamento mais elevados, uma economia mais fraca e baixa liquidez do mercado continuarão a exercer pressão sobre esta classe de ativos.

Spreads de crédito de alto rendimento vs. endurecimento dos padrões bancários



Estamos mais à vontade com o segmento de grau de investimento (IG). Deverá ser mais resistente a um maior alargamento dos riscos, especialmente no caso de um aperto significativo das condições de crédito, levando a uma recessão, mais cedo do que mais tarde. Além disso, o atual transporte da dívida IG é suficientemente atrativo para justificar uma posição neutra, tanto nos EUA como na Europa.

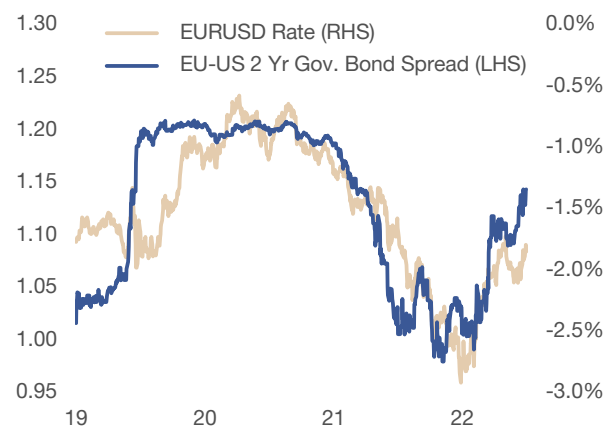
O valor da dívida dos mercados emergentes parece mais dinâmico do que o segmento de alto rendimento. Os decisores políticos das principais economias emergentes têm sido rápidos a adotar políticas monetárias restritivas para contrariar as pressões inflacionistas, a fim de se precaverem contra desvalorizações das suas moedas domésticas em relação às do mundo desenvolvido. Os países emergentes têm agora munições para o futuro. Um dólar mais fraco também deveria ser benéfico para a dívida dos mercados emergentes. No entanto, dada a sensibilidade dos mercados emergentes às mudanças no sentimento de risco, preferimos errar do lado da cautela com a classe de ativos e favorecer carteiras personalizadas caso a caso. Por exemplo, evitaremos os emissores mais endividados, que deverão mostrar dificuldades no refinanciamento.

Moedas

Os modelos quantitativos mostram que a política monetária relativa tem sido o principal motor dos movimentos do EURUSD ao longo do ano passado. Esperamos que o BCE continue a aumentar as taxas, mesmo depois de o Fed ter parado de aumentar as taxas. O diferencial de taxas deve, portanto, suportar o valor da moeda única em relação ao dólar, com uma possível quebra acima do nível 1,10.

O ouro ultrapassou recentemente a barreira psicológica chave de \$2000 por onça e pode estar a dirigir-se para o anterior máximo histórico de \$2070. Um recuo abaixo de \$1,950 proporcionaria um ponto de entrada atrativo. De um ponto de vista fundamental e a médio prazo, o provável pico de rendimento real nos EUA deverá ajudar a impulsionar o metal amarelo para novos máximos.

EURUSD vs. spread de 2 anos



Detalhes da alocação de ativos

	Less attractive	-----	Neutral	-----	More attractive
Sovereign		EUR Short & Mid Term	USD Long Term	USD Short & Mid Term	
	EUR Long Term				
Investment Grade		USD Long Term		USD Short & Mid Term	
		EUR Long Term		EUR Short & Mid Term	
Other Fixed Income		High Yield	Emerging Debt		
		Convertibles			
		Financial Subordinated			
Equities			United States	China	
			Europe	US Biotech	
			Emerging Markets	US Industrials	
Alternative Investments		Gold		Multi Assets	
				HF CTA	
				HF Global Macro	
Currencies			CHF		
				EUR	
		USD			

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

Presença geográfica

A CBH tem operações em Genebra, Zurique, Londres, Luxemburgo, Israel, Hong Kong e nas Bahamas. Devido à sua exposição internacional, está sob a supervisão consolidada da FINMA na Suíça e as suas filiais são supervisionadas pela CSSF no Luxemburgo, a FCA no Reino Unido, o Banco Central das Bahamas, o SFC em Hong Kong e a CVM no Brasil.



Geneva

Headquarter

CBH Bank
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7
P.O. Box
1211 Geneva 3, CH

cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurich

Branch Office

CBH Bank
Bahnhofstrasse 82
P.O. Box 1213
8021 Zurich, CH

cbhbank.com
t +41 44 218 15 15

Luxembourg

SICAV

1618 Investment Funds
106, route d'Arlon
8210 Mamer, L

1618am.com

London

Subsidiary

CBH Wealth UK Limited
2-4 Cork Street
London W1S 3LG, 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

Subsidiary

1618 Investimentos
Av. Ataulfo de Paiva,
204
Leblon
CEP: 22440-033
Rio de Janeiro – Brazil

1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

São Paulo

1618 Investimentos Subsidiary

1618 Investimentos
Rua Iguatemi, 192
Itaim Bibi
CEP: 01451-010
São Paulo - 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 77 693 51 28

Renúncia de responsabilidade

Esta publicação foi preparada em nome da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Não constitui um conselho de investimento ou uma oferta de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro. Embora tenham sido feitos todos os esforços para assegurar que as informações contidas neste documento não sejam enganosas ou falsas no momento da sua publicação, a CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA não faz qualquer representação ou garantia quanto à sua exactidão ou integralidade. As informações contidas nesta publicação estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

As opiniões expressas no presente relatório reflectem com exactidão as opiniões pessoais dos economistas, analistas e consultores relevantes relativamente aos títulos ou emitentes mencionados e a compensação passada, presente ou futura dos analistas não está de forma alguma directa ou indirectamente relacionada com a inclusão de recomendações ou opiniões particulares neste relatório. A CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, os seus directores e funcionários não aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda directa ou indirecta resultante da utilização deste documento ou do seu conteúdo.

A CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, os seus funcionários, funcionários, contas vinculadas e discricionárias podem, numa medida não especificada acima e na medida permitida por lei, deter posições longas ou curtas ou outros interesses em transacções ou investimentos (incluindo derivados) referidos no presente documento. Além disso, a CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA pode prestar ou oferecer serviços bancários, de seguros ou de gestão de activos às empresas mencionadas no presente documento

Os investimentos mencionados neste documento podem envolver riscos significativos, podem não estar disponíveis em todos os países, podem ser ilíquidos e podem não ser adequados para todos os investidores. O valor dos investimentos aqui mencionados ou os rendimentos derivados dos mesmos podem flutuar e/ou ser afectados por alterações nas taxas de câmbio. O desempenho passado não é indicativo de resultados futuros.

Os investidores devem tomar as suas próprias decisões sem se basearem neste documento. Apenas os investidores com conhecimentos e experiência suficientes em matéria financeira para avaliar os seus méritos e riscos devem considerar investir nas recomendações, questões ou mercados referidos no presente documento. Outras pessoas não devem agir com base nesta Publicação.

As recomendações do Banco baseiam-se no seu uso exclusivo de análise secundária, geralmente começando pelos títulos de grau de investimento, que são depois examinados de acordo com diferentes critérios.

Esta publicação é protegida por direitos de propriedade intelectual. Não pode ser reproduzida, distribuída ou publicada por ninguém para qualquer fim sem a autorização prévia expressa da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Todos os direitos reservados.

Importante Informação de Distribuição

Suíça - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, uma entidade FINMA licenciada e regulamentada na Suíça.

Bahamas - Esta publicação é distribuída a clientes da CBH Bahamas Ltd e não se destina à distribuição a pessoas designadas como cidadãos ou residentes das Bahamas para efeitos das regras e regulamentos de controlo de câmbios das Bahamas. Por conseguinte, é dirigida apenas a pessoas designadas ou consideradas como não residentes.

Hong Kong - Esta publicação é distribuída pela CBH Asia Ltd em seu próprio nome aos seus clientes. A CBH Asia Ltd é uma empresa autorizada pelo SFC e registada na MPFA e na Hong Kong Insurance Authority.

Reino Unido - Esta publicação é distribuída aos clientes da CBH Europe Ltd, autorizada e regulamentada no Reino Unido pela FCA [FRN 514546]. Este documento é para fins de informação geral e não se destina a ser uma pesquisa de investimento. Para mais informações sobre as comunicações da CBH Europe Ltd, por favor visite o nosso website ou contacte o seu gestor de relações.

Estados Unidos - Nem esta publicação nem qualquer cópia da mesma podem ser enviadas, introduzidas ou distribuídas nos Estados Unidos ou a qualquer pessoa norte-americana.

Esta publicação pode conter informações obtidas de terceiros, incluindo classificações, alterações de classificação, preços e outros dados. A reprodução e distribuição do conteúdo de terceiros sob qualquer forma é proibida sem a autorização prévia por escrito do terceiro em causa. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não garantem a exactidão, integridade, actualidade ou disponibilidade de qualquer informação, incluindo classificações, e não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (causados por negligência ou de outra forma), ou pelos resultados obtidos com a utilização de tais conteúdos. Os fornecedores de conteúdos de terceiros renunciam a todas as garantias, expressas ou implícitas, incluindo, mas não limitadas a, qualquer garantia de comerciabilidade ou adequação a um determinado fim ou utilização. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não são responsáveis por quaisquer danos directos, indirectos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequentes, custos, despesas, taxas legais ou perdas (incluindo perda de receitas ou lucros e custos de oportunidade) decorrentes da utilização dos seus conteúdos, incluindo classificações. As notações de crédito são declarações de opinião e não são declarações de facto ou recomendações para comprar, deter ou vender títulos. Não abordam o valor de mercado dos títulos ou a adequação dos títulos para fins de investimento e não devem ser considerados como conselhos de investimento. Esta publicação está sujeita a direitos de autor e protecção de bases de dados e não pode ser reproduzida, distribuída ou publicada por qualquer pessoa para qualquer fim sem o consentimento prévio expresso da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Todos os direitos reservados.

Dados ao 3 de Abril de 2023
Publicado a 6 de Abril de 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
www.cbhbank.com