

ESTUDO

QUARTERLY INSIGHT

Verão 2022





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

Índice



Alocação de Ativos	1
Comentário de Alocação	2
Cenário Macroeconómico	3
Expectativas do Mercado de Câmbio	11
Desempenho do Mercado	12
Presença Geográfica	13
Renúncia de Responsabilidade	14



Alocação de Ativos

		Neutro	Subexposição	Sobreexposição	Δ
LIQUIDEZ	\$			9%	
	€	5%		24%	
Cash	\$			9%	-4%
Cash	€	5%		24%	6%
PRINCIPAIS OBRIGAÇÕES	\$			36%	
	€	50%		21%	
Governamentais 1-5 anos	\$		10%		5%
	€	15%	0%		
Governamentais 5-10 anos	\$		5%		5%
	€	10%	0%		
Investment Grade 1-5 anos	\$			18%	
	€	15%		18%	
Investment Grade 5-10 anos	\$		3%		
	€	10%	3%		
OUTRAS OBRIGAÇÕES		0%		8%	
High Yield 1-5 anos				2%	
Emergentes moeda forte				4%	
Emergentes moeda local				0%	
Senior loans				0%	-3%
Convertíveis				2%	
ACÇÕES		40%		34%	
América do Norte		17%	15%		-2%
Europa		8%	5%		-3%
Ásia Pacífico & Japão		4%	3%		
China		2%		3%	1%
Emergentes		3%	2%		
Global		6%		6%	
OUTROS		5%		13%	
Ouro		2%		2%	
Outros investimentos		3%		11%	3%

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

Comentário de Alocação

No nosso cenário central, esperamos que a economia global evite uma recessão graças, em grande parte, ao apoio fiscal e a um ritmo mais gradual de aperto dos bancos centrais durante o segundo semestre do ano. Dito isto, é necessário um certo grau de humildade nas previsões económicas. Prever economias e mercados nunca é fácil, especialmente em tempos em que o risco de um potencial "Cisne Negro" é elevado.

Isto é ainda mais difícil dado o comportamento económico pós-pandémico caracterizado por uma resposta política sem precedentes. Além disso, as projecções são influenciadas não só por factores económicos e financeiros, mas também pelas decisões (binárias) que serão tomadas por um punhado de indivíduos-chave: círculos políticos de Moscovo, OTAN, bancos centrais e prioridades dos políticos, o Presidente Xi e a política Covid zero da China, para citar apenas alguns.

Com tantas variáveis a turvar as perspectivas, justifica-se um grau de humildade na previsão das perspectivas económicas. Isto reflecte-se na nossa alocação de ativos, onde é dada prioridade a uma carteira mais equilibrada e defensiva. Como resultado, estamos a adoptar uma alocação mais neutra aos ativos de risco e às obrigações do Estado, em comparação com as edições trimestrais anteriores.

Na categoria de rendimento fixo, após o forte aumento dos chamados rendimentos das obrigações do Estado "sem risco" (especialmente nos EUA) no primeiro semestre do ano, estamos a aumentar a nossa exposição a obrigações do Estado de alta qualidade. Ao mesmo tempo, a duração média será também aumentada nas nossas carteiras, assumindo que o mercado já incorpora um elevado grau de aperto da política monetária. Simetricamente, esperamos que as taxas de inflação abrandem no segundo semestre deste ano.

Finalmente, os riscos de recessão devem penalizar os bens mais arriscados e favorecer aqueles que são vistos como portos seguros. Mantemos uma visão relativamente positiva sobre as obrigações empresariais de grau de investimento, visando os segmentos de menor notação do grau de investimento, bem como o segmento de alto rendimento de maior qualidade. Estamos a reduzir significativamente a nossa exposição a obrigações de alto rendimento, particularmente através de uma redução nos empréstimos de alto rendimento menos líquidos dos EUA, onde se espera que as taxas de incumprimento aumentem no futuro devido a uma economia mais fraca.

É mantida uma posição de peso inferior à nossa referência para as acções. O risco de novas correcções é real e acreditamos que podemos alcançar um melhor ponto de entrada no futuro para voltar a uma posição neutra ou com excesso de peso no terceiro ou quarto trimestre do ano. Continuamos a ter um peso inferior as acções da UE em favor dos mercados dos EUA. Somos cautelosos em

relação aos mercados emergentes e apenas visariamos países mais fortes ou exportadores de mercadorias com indicadores de crédito decentes. Evitaríamos a exposição a países com riscos políticos e geopolíticos demasiado elevados. No entanto, estamos a tornar-nos mais optimistas em relação à China. Esperamos que a maior parte da correcção fique para trás e já estamos a assistir a um ambiente regulamentar mais favorável e a uma política fiscal e monetária mais acomodatória. Numa base sectorial, favoreceríamos os sectores defensivos em detrimento de sectores mais cíclicos. Em termos de estilo, acreditamos que as acções de valor devem continuar a ter um desempenho superior e a alcançar as acções de crescimento, pelo menos em termos relativos.

Em termos de investimentos alternativos, acreditamos que os investimentos imobiliários e em infraestruturas devem continuar a ter um bom desempenho no ambiente actual. Por um lado, estes veículos tendem a sofrer menos num ambiente de inflação elevada. Por outro lado, também podem proporcionar diversificação dentro de uma carteira, graças à sua baixa correlação com acções e obrigações. Os hedge funds são também susceptíveis de prosperar num ambiente de maior volatilidade, especialmente estratégias tais como « global macro », « valor relativo » e « long/short ».

Temos uma visão neutra para suportar as mercadorias. Após a forte e vertical subida de muitos preços de mercadorias, enfrentamos agora riscos de descida mais assimétricos, especialmente a médio prazo. Por exemplo, mercados como o petróleo e os metais industriais são susceptíveis de sofrer consideravelmente no caso de um abrandamento acentuado ou mesmo de uma recessão na economia global. Os múltiplos choques que atingiram os mercados financeiros nos últimos trimestres não conseguiram aumentar significativamente os preços do ouro face a um forte dólar e à subida das taxas de juro. A médio prazo, espera-se uma visão neutra a ligeiramente descendente do metal amarelo.

Cenário Macroeconómico

Um tumultuoso primeiro semestre do ano

A primeira metade do ano caracterizou-se por uma volatilidade crescente nas principais classes de ativos, sem quase nenhum ativo para os investidores se esconderem atrás.

Uma "tempestade perfeita" atingiu os principais mercados financeiros do mundo. Inicialmente, a economia global foi afetada pelos efeitos retardados das pandemias. Os múltiplos confinamentos adotados na China nos últimos meses são significativos. Isto exacerbou ainda mais os problemas da cadeia de abastecimento já presentes após a reabertura gradual das principais economias.

Durante este período, o consumo (no lado da procura da equação) aumentou rapidamente (procura reprimida). A política monetária acomodatória, as medidas de estímulo dos bancos centrais e do governo apoiaram ainda mais a recuperação da atividade económica.

O lado da oferta da equação não tem sido capaz de acompanhar a procura crescente (rugas na cadeia de abastecimento). O recente conflito na Ucrânia exacerbou ainda mais este desequilíbrio e levou a um aumento acentuado dos preços das mercadorias.

A combinação de alta procura e baixa oferta levou a um novo equilíbrio caracterizado por pressões inflacionistas mais elevadas. Os principais bancos centrais (EUA in primis) descobriram que estão a ficar dramaticamente para trás na corrida contra a inflação.

Na nossa anterior publicação trimestral, salientámos o risco de erro de política monetária como uma das principais ameaças económicas e financeiras.

Os principais bancos centrais caíram dramaticamente "atrás da curva"

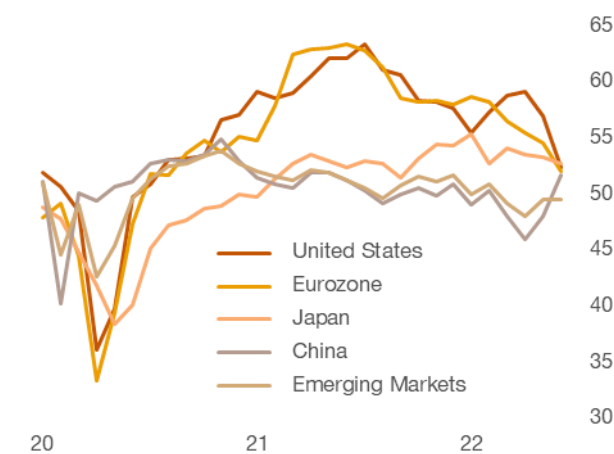
A estratégia do Fed dos EUA de permitir que a inflação aumente em 2021 teve um efeito contrário dramático nos primeiros meses de 2022. Os banqueiros centrais viraram a sua narrativa de cabeça depois de se aperceberem que não foi apenas um choque inflacionário temporário, mas também o resultado de um período de impressão monetária sem precedentes e de um movimento gradual de desglobalização.

Esta inversão estratégica requer, portanto, ações mais arrojadas e mais dispendiosas para evitar perder o controlo, arriscando uma perda de credibilidade das instituições monetárias.

Nos EUA, as próximas eleições intercalares em Novembro complicam ainda mais o exercício. O risco agora é que os bancos centrais apertem a política monetária mais do que o esperado, a fim de recuperarem o controlo da dinâmica inflacionista. Estas ações poderiam conduzir a um abrandamento acentuado ou mesmo a uma recessão técnica em 2023.

Este risco foi pessoalmente reconhecido pelo Presidente do Fed Powell. Na sua reunião de 15 de Junho, o FOMC aumentou a gama de objetivos dos fundos federais em 75 pontos de base para 1,50-1,75%. Foram reforçadas orientações políticas apertadas. A parcela de pontos do FOMC que projeta o nível adequado das taxas de juro no final de 2022 é de 3,375% em comparação com 1,9% anteriormente, e 3,75% em comparação com 2,8% para 2023.

Índices Fabricantes de PMI



Além disso, o Fed está a avançar para uma nova subida de 75bp na sua reunião de Julho. De forma sincronizada, o Fed está a reduzir as suas projeções de crescimento para 1,7% este ano, 1,9% para 2023, e 1,9% para 2024. Claramente, o FOMC deve parecer suficientemente restritivo durante um período de tempo. O Fed deve permanecer em modo de gestão de risco para reduzir os efeitos de "segunda ronda" que estão enraizados nas expectativas de inflação, que ultrapassaram temporariamente 3% a longo prazo.

Expectativas de inflação (taxa swap de inflação 5a-5a)



Com efeito, o mercado está a ajudar o trabalho de política anti-inflacionista do Fed. O mercado imobiliário já mostra alguns sinais de fadiga e os últimos dados sobre os gastos dos consumidores indicam uma clara quebra. Os

preços elevados da energia estão também a reduzir o poder de compra, um fator-chave para reduzir o comportamento dos gastos quentes e, consequentemente, a inflação. Finalmente, as condições financeiras já se tornaram consideravelmente mais rigorosas, o que equivale a um aumento implícito das taxas de juro. As expectativas de inflação são um dos principais fatores que determinam a direção real da inflação.

Taxa de inflação do IPC (% a/a)



Está a tornar-se cada vez mais claro que um abrandamento económico acentuado, ou mesmo uma recessão, será essencial para conter ou abrandar a inflação de uma forma sustentável. No entanto, uma recessão seria atualmente prejudicial, dado o nível de dívidas colossais do governo (e em alguns casos do sector privado). O serviço da dívida ainda está a esgotar os poucos recursos que restam dos governos para estimular a economia. A longo prazo, os bancos centrais deveriam provavelmente ser forçados a adotar políticas mais acomodáticas a fim de evitar uma dupla crise, económica e fiscal. É provável que tenham de aceitar de facto níveis de inflação mais elevados do que o seu objetivo a longo prazo de 2%. Como resultado, esperamos que os países mais fracos e mais endividados experimentem severas dores de ajustamento. Isto já é visível para os países emergentes mais fracos.

O BCE enfrenta um duro acto de equilíbrio

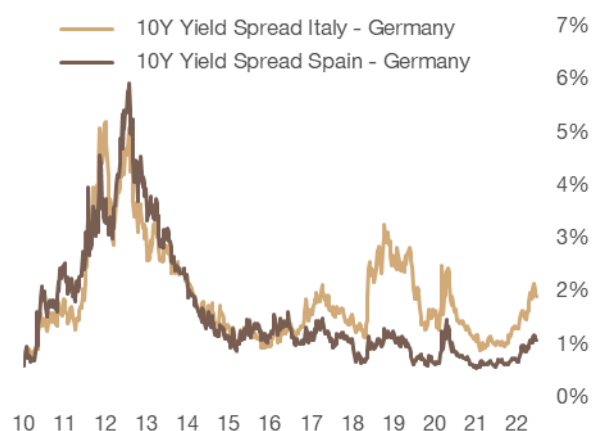
Na Europa, as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida nos países periféricos e o risco de desintegração do euro estão a reaparecer. O crescente fosso da dívida entre os países europeus mais fortes e estruturalmente mais fracos está a ressurgir. Isto traduz-se num alargamento dos spreads significativos das taxas de juro da sua dívida notada. Não será fácil para o BCE equilibrar a necessidade de uma política monetária mais restritiva com um objetivo de sustentabilidade do euro e da sua dívida subjacente. Um evento é particularmente indicativo deste stress. O BCE teve de realizar uma reunião de emergência na quarta-feira 15 de Junho, pouco antes de o FOMC anunciar um aumento de 75 pontos base na taxa de

fundos federais, para fazer face à atual turbulência do mercado. Com os rendimentos italianos a 10 anos acima dos 4% e os spreads a alargarem-se, os riscos para a sustentabilidade da dívida e a fragmentação do euro estão de novo em cima da mesa. O BCE está determinado a ser flexível na sua estratégia de reinvestimento e anunciou a conceção de um novo instrumento anti fragmentação. Faltam ainda os detalhes. No entanto, os detalhes destas medidas deverão ser anunciados antes da reunião de política monetária de 20-21 de Julho, quando se espera um aumento das taxas de juro de pelo menos um quarto de ponto.

Os países beneficiários destas medidas teriam provavelmente de preencher determinadas condições para evitar que o BCE financiasse diretamente os governos. Perante isto, os decisores políticos estão determinados a neutralizar qualquer intervenção nos mercados de dívida, de modo a não exacerbar as pressões inflacionistas. Até estes detalhes serem revelados, é pouco provável que se instale uma calma mais sustentável nos mercados de dívida europeus.

Após a subida da taxa de 25 pontos base anunciada para Julho, o BCE também assinalou uma nova subida de 25-50 pontos base em Setembro, se as perspetivas de inflação a médio prazo persistirem. O BCE prevê uma inflação média de 3,3% em 2022, 2,8% em 2023 e 2,3% em 2024, com um crescimento económico de 2,8% em 2022 e 2,1% em 2023 e 2024. Dito isto, os aumentos de taxas anunciados pelo BCE estão muito abaixo dos 200 pontos de base previstos até ao final de 2022 que já estão implicitamente fixados pelos mercados. Por conseguinte, acreditamos que ainda se justifica uma posição de curto prazo nos mercados obrigacionistas denominados em euros. Dados os fracos fundamentos económicos da zona euro, os spreads de crédito (IG & HY) também se alargaram naturalmente. Ainda não estão a um nível suficientemente atrativo para recomendar uma posição de alta neste segmento.

Spreads periféricos da UE (10 anos Itália e Espanha vs Alemanha; %)



Correções de mercado significativas mas ordenadas

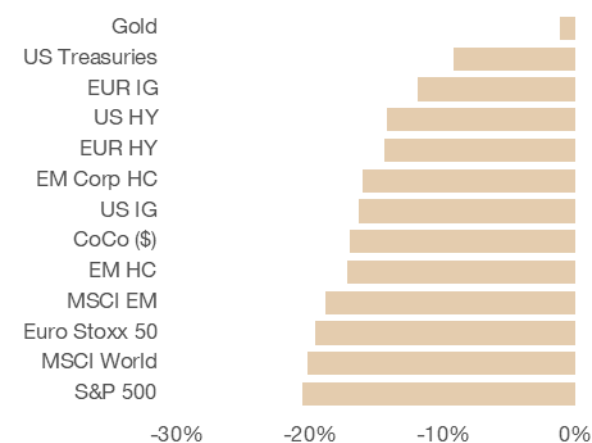
Após décadas de declínio dos níveis de inflação nos mercados desenvolvidos, ao contrário dos mercados emergentes que têm alguma experiência, um ambiente de inflação real é uma experiência inédita para muitos investidores. Isto explica o maior grau de stress e volatilidade nos principais mercados financeiros. Os mercados estão a corrigir de uma forma relativamente "ordenada" e não estamos a assistir a movimentos extremos, como os verificados nas crises de 2000 ou 2008, quando as economias estavam a enfrentar desafios sistémicos. Isto acrescenta uma nota positiva ao quadro. O "Índice do Medo", o chamado VIX (índice de volatilidade) subiu, mas permanece contido em comparação com crises sistémicas anteriores. Do mesmo modo, outras medidas de stress como o TED-Spread e HY spreads aumentaram em comparação com o passado recente, mas permanecem muito contidas em comparação com o nível alcançado em crises sistémicas passadas.

No entanto, seria particularmente ingénuo negar que estamos perante uma mudança de regime plurianual, após décadas de rendimentos nominais e reais em declínio. É habitual em tais situações verem-se grandes deslocamentos nos mercados financeiros. De um ponto de vista técnico, significa também que ainda falta o potencial para uma recuperação sustentável a curto prazo, uma vez que o pânico (capitulação) não foi observado de acordo com muitos indicadores estatísticos. O último indicador da próxima mudança de regime é que, pela primeira vez em muitos anos, os mercados globais de ações e obrigações venderam-se em uníssono. Os receios de estagflação resultaram na tradicional carteira 60:40 (60% ações - 40% obrigações) com um rendimento negativo de 17,8% no ano até à data. Isto deve ser comparado com um desempenho positivo médio de 7% por ano entre 2008 e 2021.

Quase todas as classes de ativos no vermelho no último trimestre e no acumulado do ano

Olhando para o desempenho das principais classes de ativos desde o início do ano, a imagem é a seguinte.

Desempenho dos principais mercados (% , YTD)



Os mercados acionistas em geral têm registado quedas de dois dígitos desde o início do ano. Entre os mercados desenvolvidos, um dos com melhor desempenho tem sido o Reino Unido - de acordo com a última publicação trimestral - que tem beneficiado de uma exposição acima da média a empresas relacionadas com produtos de base, bem como a empresas defensivas. A fraqueza da libra esterlina também contribuiu para este desenvolvimento. As ações japonesas também beneficiaram de um BoJ mais acomodado e de um iene mais fraco. Por outro lado, os mercados de ações da zona euro foram um dos principais atores em baixa - mais uma vez, de acordo com a nossa visão negativa - devido à sua proximidade geográfica do conflito, a uma economia menos dinâmica e à crise energética em curso. Os mercados dos EUA também sofreram de renovadas preocupações recessivas relacionadas com um Fed agressivo.

Em termos de estilo de ações, as ações de valor superaram as ações de crescimento. É pouco provável que isto se altere a curto ou médio prazo. Do mesmo modo, a nível do sector, as ações de petróleo e gás e de mercadorias ultrapassaram o desempenho do mercado. Cíclicos de consumo atrasaram, uma vez que as valorizações parecem ainda ser exigentes e enfrentar ventos contrários estruturais.

O espectro das obrigações não oferecia nenhum porto seguro contra as perdas de capital. As obrigações do mercado emergente em moeda local tiveram um desempenho relativamente superior, com a América Latina a beneficiar da subida dos preços das mercadorias. As obrigações emergentes em moeda forte foram os principais subperformadores, arrastados pela venda em papel russo, bem como a Europa emergente. As obrigações do Estado e as obrigações indexadas à inflação também sofreram uma correção significativa, arrastadas por baixos rendimentos e longas maturidades.

No sector das matérias-primas, o petróleo e o gás natural dos EUA foram os que tiveram melhor desempenho. Em contraste, os metais industriais (alumínio, cobre e aço) e os metais preciosos com aplicações industriais (prata) foram os de pior desempenho, face aos receios de um ambiente de recessão global.

O que podemos esperar no futuro?

Acreditamos que um enfoque em bens reais faz sentido. O atual ambiente de mercado é um dos mais desafiantes que muitos investidores têm enfrentado nas suas carreiras. Em primeiro lugar, a geopolítica desempenhará novamente um papel importante no futuro. A desglobalização irá acelerar à medida que os governos tentam reconstruir cadeias de abastecimento complexas e eficientes, reduzindo a dependência de parceiros não fiáveis. Estamos também a assistir a uma instrumentalização do sistema financeiro, com o objetivo claro de punir os países não cumpridores, mesmo que isso signifique que os investidores nos mercados desenvolvidos sofrerão de uma forma particularmente significativa. O risco de confiscação de capital para investimentos em países sancionados está vivo e bem

presente. Os investidores terão agora de ter em conta este importante fator na construção das suas carteiras.

Em segundo lugar, a inflação está de volta e parece estar aqui para ficar. Como esperamos que as taxas de inflação abrandem na segunda metade do ano e até 2023, a luta contra a erosão do capital torna-se uma questão-chave. Em termos concretos, isto significa ter de se concentrar em ativos reais (mercadorias, bens imóveis e, até certo ponto, ações) em oposição aos ativos nominais (dinheiro, rendimento fixo). De facto, a história diz-nos que os bens reais têm tido tendência a superar o desempenho do dinheiro e das obrigações durante períodos de inflação elevada mas contida.

Permanecer investido nas ações, de preferência defensivas

É aconselhável continuar a investir em ações. No entanto, há muitos riscos no horizonte. Por conseguinte, aconselhamo-lo a investir com um preconceito defensivo. As carteiras geridas estão, portanto, a caminhar para um viés defensivo em relação às ações e, ao mesmo tempo, para um aumento da qualidade da classe das obrigações, especialmente no segmento das obrigações do Estado.

Os riscos de recessão aumentaram, mas isto tende a ser mais uma preocupação para 2023 do que para o ano corrente. Embora seja provável um forte abrandamento do crescimento, não esperamos que a economia global escorregue. A inflação também disparou em resultado de acontecimentos fora do controlo dos bancos centrais (preços da energia e das mercadorias, problemas na cadeia de abastecimento, contenção da China). Até à data, a inflação não tem prejudicado a procura e os consumidores continuam a gastar, mesmo com preços mais elevados. Nos EUA, a criação de emprego permanece forte e os níveis de desemprego são historicamente baixos.

Gastos reais dos consumidores dos EUA (em mil milhões de dólares)



As empresas têm hoje em geral balanços mais fortes do que durante as crises anteriores, nomeadamente as de 2000 e 2008. Tiraram partido do ambiente de taxas de

juízo baixas para refinarçar a níveis mais baixos, tirando também partido da antecipação dos seus prazos de vencimento. Como resultado, o montante da dívida que as empresas terão de refinarçar durante os próximos dois anos parece relativamente baixo pelos padrões históricos. Isto reduz grandemente as hipóteses de uma crise de liquidez.

As empresas também têm continuado a investir em todas as áreas. Espera-se que a inflação, como já mencionado acima, abrande gradualmente nos próximos meses e trimestres. De um ponto de vista técnico, os efeitos de base desaparecerão. Por exemplo, o preço dos carros usados secundários nos EUA, que é um dos maiores contribuintes para o aumento da inflação, teria de quase duplicar em relação aos níveis atuais para ter um efeito semelhante ao aumento do nível geral de preços. Possível, mas improvável.

Índice de valor de veículos usados nos EUA (1995 = 100)

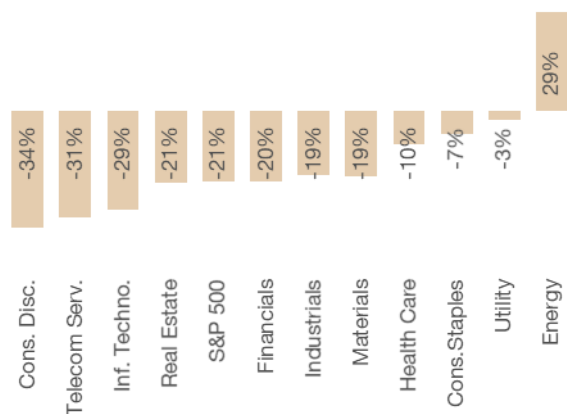


Além disso, o declínio esperado na componente da procura e uma normalização gradual das cadeias de abastecimento perturbadas deverá permitir uma redução da pressão inflacionista. Ao mesmo tempo, o potencial para aumentos futuros dos preços da energia é, a nosso ver, mais limitado do que no passado recente. Os preços do petróleo já incorporaram um enorme risco de abastecimento. O seu preço elevado atual deverá estimular a oferta e amortecer a procura. Dito isto, é provável que a elevada volatilidade persista, dependendo do fluxo de desenvolvimentos geopolíticos.

Finalmente, o declínio esperado do crescimento económico e o conceito de "descarbonização" são estruturais e ventos frontais para o sector energético. A médio e longo prazo, o aumento da oferta, a destruição da procura e um prémio de risco reduzido são suscetíveis de empurrar os preços da energia para sul. Por todas estas razões, acreditamos, pelo menos com base nos dados atualmente disponíveis, que uma crise sistémica do tipo 2000 (dot-com) ou 2008 (subprime) não está nos cartões. Os investidores devem, portanto, continuar a investir na classe de ativos de capital próprio. Para aqueles que ainda não estão presentes, parece justificar-se uma mobilização gradual e sistemática de capital.

No entanto, apontaremos claramente para uma abordagem defensiva dentro das carteiras. Os nossos alvos seriam sectores menos cíclicos. Ou seja, empresas com forte poder de fixação de preços e assim capazes de proteger as suas margens.

Desempenho do sector dos EUA (% ano até à data)

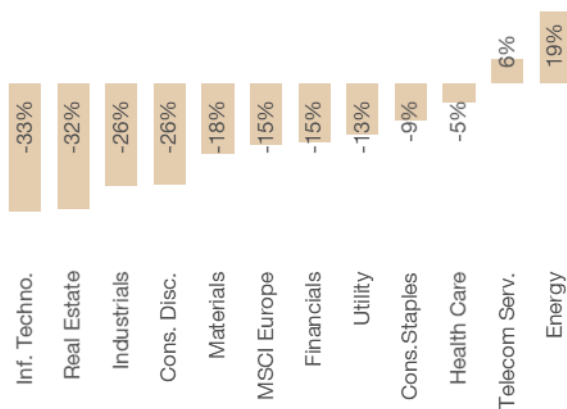


Por exemplo, o sector da saúde tende a ter balanços muito fortes, um crescimento decente e uma sensibilidade relativamente baixa ao espectro da inflação. Acrescentar a isto um forte pipeline de novos produtos.

As ações suíças também podem parecer atrativas num ambiente incerto, sobretudo devido à forte componente defensiva dos índices. O mercado britânico também parece atrativamente valorizado, ao mesmo tempo que oferece exposição a empresas relacionadas com produtos de base que desfrutam de fluxos de caixa e lucros em linha com o aumento dos preços dos produtos de base.

As empresas alimentares, farmacêuticas, de bens pessoais e domésticos devem também ter um bom desempenho em tempos de incerteza devido a uma procura relativamente inelástica, uma vez que estas são uma necessidade da vida quotidiana.

Desempenho sectorial da UE (% ano até à data)



As ações de elevados dividendos devem ter um desempenho relativamente bom. Estes tipos de empresas tendem a ter balanços fortes, avaliações atrativas e uma forte geração de fluxo de caixa livre. Além disso, as recompras de ações são bastante comuns.

Em contraste, as chamadas ações de crescimento devem continuar a sofrer num ambiente de taxas crescentes. Muitos deles, apesar da correção recente, e se forem introduzidos parâmetros realistas nos vários modelos de avaliação, ainda revelam valores atuais líquidos negativos significativos (que é a diferença entre o que se espera que valha a longo prazo, trazendo-o de volta ao presente e o preço atual). Mas nem tudo tem de ser deitado fora. Algumas ações de crescimento de qualidade parecem ter sido punidos de uma forma discriminatória. Por outras palavras, a seletividade nestes sectores é um fator particularmente importante. Com um atalho semântico, os perdedores dos últimos 2 anos (alimentação & bebidas, tabaco, defesa, etc.) podem ser os vencedores do ano seguinte, e vice-versa.

A nível regional, é dada uma preferência às ações dos EUA em detrimento das ações europeias. Na Europa, o Reino Unido continua a ser o nosso mercado de eleição, graças a uma moeda barata e à exposição aos produtores de mercadorias.

Os mercados emergentes requerem uma elevada seletividade. Mercados com fundamentos mais fortes e economias orientadas para produtos de base são alvos potenciais e particularmente seguros. Os países expostos ao risco de uma escalada geopolítica devem ser definitivamente evitados. Na China, estamos novamente a tornar-nos mais positivos, graças a medidas pró-ativas do governo para apoiar a economia e a uma política acomodatória do banco central. Depois de um notável fraco desempenho, parece que o mercado chinês está a mostrar sinais tangíveis de recuperação.

Os investimentos alternativos também devem ter um desempenho relativamente bom num ambiente real volátil, mas estão associados a níveis de liquidez mais baixos. Os bens imobiliários e as infraestruturas mostram baixas correlações com ações e obrigações e geram fluxos de rendimento que tendem a aumentar com a inflação. Os fundos de cobertura devem prosperar no atual ambiente volátil, particularmente estratégias como « global macro », « valor relativo » e os veículos de capital « long/short ».

Não é ideal liquidar carteiras aos níveis actuais

Em tempos de grande volatilidade, os investidores tendem a aumentar a sua alocação de cash. Numa base tática, esta parece ser uma boa decisão. Por outro lado, numa base mais estratégica, pode revelar-se um erro notável, especialmente em tempos de inflação elevada. Enquanto o montante absoluto de cash não muda, dando ao investidor uma sensação de segurança, o poder de compra desse dinheiro será constante e incessantemente corroído pelo avanço da inflação.

Vale a pena lembrar que os desafios a curto prazo tendem muitas vezes a criar a base para oportunidades a longo

prazo. Assim, tal como o choque petrolífero dos anos 70, a atual crise energética é suscetível de "impulsionar" a transição energética. As valorizações das empresas de tecnologia climática corrigiram consideravelmente. Se os seus lucros aumentarem à medida que a transição se acelera, estas empresas poderão agora oferecer oportunidades atrativas a médio prazo.

Os investidores precisam de identificar o seu perfil de risco, objetivos de retorno e requisitos de fluxo de caixa futuros. Também precisam de assegurar que têm uma carteira de investimentos diversificada para minimizar as correlações entre os ativos. Muitos investidores, incluindo profissionais, tentam "prever o mercado" a fim de adquirirem ativos aos preços mais baixos possíveis. Estudos empíricos mostram que esta estratégia não é muito rentável e leva os investidores a perderem muito do lado positivo do mercado a longo prazo, ou pior, a tomarem todo o lado negativo. Uma estratégia mais sensata é utilizar a liquidez gradualmente e de forma disciplinada, calculando a média dos preços de entrada para baixo, respeitando ao mesmo tempo, evidentemente, a tolerância ao risco pré-definida.

A grande maioria dos investidores é influenciada pelo fluxo constante de informação, que em muitos casos não passa de ruído Browniano. Este ruído pode ter uma influência a curto prazo, mas não a longo prazo. Isto resulta numa fonte crítica de erro, especialmente durante a queda do mercado. Aumenta o mal-entendido e a confusão, tanto no lado positivo como no lado negativo. A probabilidade de tomar a decisão errada no pior momento possível torna-se particularmente elevada. Isto leva frequentemente os investidores a negociar com demasiada frequência, a reequilibrar as suas carteiras com demasiada frequência e, por fim, a não aumentar o número de más decisões. Em vez disso, a história mostra que o investidor médio tende a ter um desempenho inferior a uma estratégia de compra e retenção pura.

Esta mensagem não se destina a ser interpretada de forma otimista. De facto, os riscos nas nossas carteiras estão a deslocar-se para características mais defensivas, sem liquidar aos níveis atuais. Isto permitir-nos-á constituir reservas, que poderão ser reafectadas em devido tempo.

Os mercados obrigacionistas incorporam uma enorme quantidade de notícias negativas

A estratégia acima também se aplica aos investidores em obrigações. A tempestade perfeita que caracterizou o início do ano levou a uma correção significativa, rápida e sem precedentes nos mercados obrigacionistas mundiais na história financeira conhecida. A correção foi particularmente rápida e violenta em comparação com o passado, também porque o ponto de partida foi diferente. Durante os últimos anos, temos vivido num ambiente global de retorno zero. Uma correção deste nível de rendimento é muito mais prejudicial para os investidores do que, por exemplo, o período após o choque petrolífero nos anos 70, quando as taxas "sem risco" estavam em dígitos duplos.

Desde o início do ano, o Bloomberg Global Aggregate Bond Index - uma medida líder de dívida global de grau de investimento em vinte e quatro mercados de moeda local, incluindo obrigações de rendimento fixo de tesouros, governos e empresas de emittentes de mercados desenvolvidos e emergentes - perdeu 13,9%, a maior correção de todos os tempos. O índice global de títulos do governo perdeu ainda mais, caindo 14,8%. O índice global de alto rendimento também registou uma correção de dois dígitos, caindo em mais de 16,8%.

Embora os mercados financeiros tendam a exagerar os movimentos, parece que muitas notícias negativas já estão incorporadas nos preços atuais. Tal correção de preços oferece, mecanicamente, rendimentos de obrigações atrativos novamente. Atualmente, o Fed concentra-se mais na inflação do que na promoção do crescimento. As ações e a retórica do Fed tornaram-se claramente restritivas, levando os participantes no mercado a ajustar as suas expectativas. Embora não esteja fora de questão que os rendimentos das obrigações subam ainda mais, provocando a queda dos preços das obrigações, parece-nos que os preços atuais já refletem muitos ventos de proa.

Nos segmentos de obrigações mais arriscados, os spreads também se alargaram para níveis mais atrativos. Os spreads no índice Markit iTraxx Europe Crossover (a 575 bps) estão agora acima das médias históricas. No entanto, permanecem muito abaixo do pico atingido no pior momento da crise da Covid-19 em Março de 2020, aos 707 bps. Parece demasiado tarde para vender agora, mas ainda é demasiado cedo para aumentar significativamente a nossa alocação a este segmento. Para os mercados obrigacionistas denominados em euros, a situação pressagia um futuro próximo bastante sombrio. O BCE ainda não iniciou a sua política de normalização e, sem uma verdadeira união monetária e fiscal, a sua tarefa não será fácil.

Voltando ao que ainda é o barómetro global, o mercado dos EUA, e no ambiente atual, manter-nos-íamos, portanto, fiéis à estratégia adaptada nos últimos trimestres. Teríamos como alvo obrigações de curto a médio prazo. O tempo para aumentar agressivamente a duração ainda não parece correto. Se a inflação não atingir um pico em breve, os participantes no mercado podem ser tentados a empurrar os rendimentos do Tesouro dos EUA a 10 anos para os níveis observados em 2007-08 (a 4,0-4,5%). Uma carteira com uma curta duração média deve ser menos sensível ao aumento das taxas. Dito isto, após o forte aumento dos rendimentos, as obrigações do Estado estão a tornar-se cada vez mais atrativas. Além disso, a inclinação da curva de rendimentos, que é definida como a diferença entre os rendimentos a 10 anos e a 2 anos, continua a aplanar. Isto significa que, proporcionalmente, as taxas curtas estão a aumentar mais rapidamente do que as taxas longas. Um aumento gradual da duração não seria inútil para captar o maior rendimento oferecido, proporcionando assim uma cobertura valiosa no caso de entrarmos numa recessão. Além disso, vale a pena lembrar que uma curva invertida é normalmente um indicador principal da ocorrência de uma futura recessão.

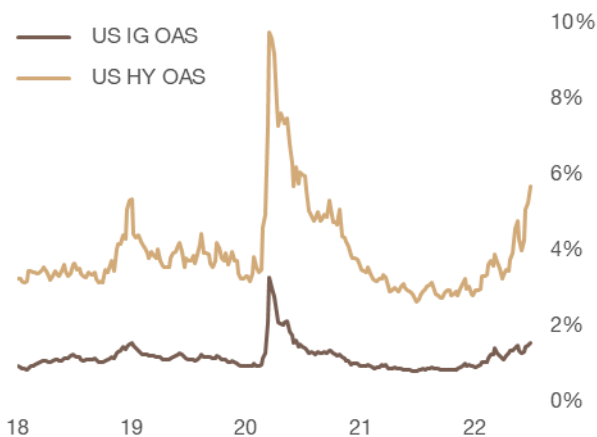
Em tal situação, as taxas longas caem, de modo que os preços das obrigações sobem mecanicamente.

Inclinação da curva de rendimento das obrigações dos EUA e da Alemanha (10Y-2Y)



Uma estratégia de tipo "barbell" (investir nas partes curta e longa da curva, evitando a parte média), visando uma duração de carteira próxima de 3 anos, também poderia fazer sentido. As obrigações de prazo mais curto deveriam ser menos sensíveis a taxas de referência mais elevadas do que as obrigações de prazo mais longo, mas as obrigações de prazo mais longo obteriam um rendimento mais elevado, o que deveria ser benéfico no caso de o Fed exagerar. Outras fraquezas dos Tesouros dos EUA podem ser usadas para adicionar mais duração e proteções de carteira, mas esta mudança seria gradual. O peso das obrigações do governo dos EUA está, portanto, a aumentar na nossa alocação de ativos, após muitos anos de forte sub-peso no segmento. As obrigações de empresas são preferidas às obrigações do Estado. O segmento alvo continua a ser o segmento cruzado (emitentes com classificação BBB-BB) que oferece spreads mais amplos, uma vantagem que pode cobrir parcialmente os efeitos negativos de taxas de referência mais elevadas.

Spreads de títulos de grau investimento e alto rendimento (%)

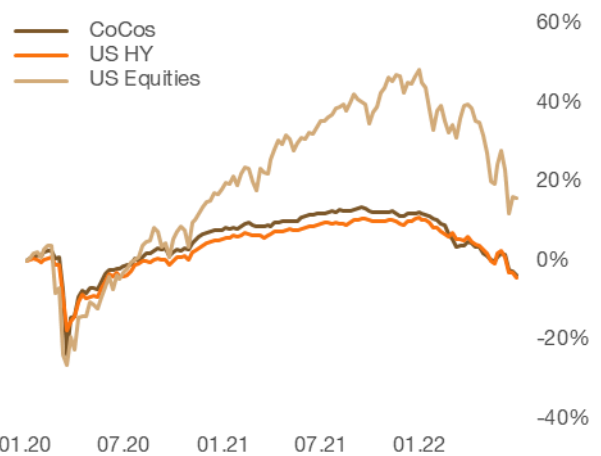


Adotamos uma abordagem seletiva dos créditos de alto rendimento (HY). O abrandamento económico, ou mesmo uma recessão, conduzirá inevitavelmente a taxas de incumprimento mais elevadas, afetando principalmente empresas com uma base de capital fraca e, por conseguinte, emittentes de HY.

Graças ao viés político restritivo do FED e à revalorização das taxas oferecidas, o rendimento está finalmente de volta. Isto permite-nos aumentar a qualidade das nossas carteiras de obrigações, visando as obrigações no universo do grau de investimento. Ao mesmo tempo, a exposição a obrigações de maior rendimento, que estão mais correlacionadas com as ações e, portanto, suscetíveis de sofrer mais no contexto de uma grave recessão económica, é reduzida. A seletividade e a diversificação continuam a ser fatores chave para evitar uma perda de capital. Em conclusão, o ambiente atual oferece rendimentos e spreads atrativos com riscos de crédito moderados. Em euros, a nossa preferência vai para o extremo inferior do grau de investimento. O ambiente macroeconómico é sem dúvida muito mais frágil e vulnerável, e portanto mais arriscado, do que nos EUA.

Dada a forte capitalização dos bancos da UE, a dívida financeira subordinada é novamente atrativa após o forte aumento dos rendimentos. No entanto, se a ameaça da sustentabilidade da dívida periférica voltar à moda, este sector deverá continuar a sofrer significativamente. Os chamados bancos/seguradoras "sistémicos" mais fortes da região são o alvo preferido. Este tipo de instrumento só é adequado para clientes com um perfil de risco acima da média. Em resumo, para rendimentos fixos, no mesmo caso que para ações, acreditamos que vale a pena permanecer investido, com uma exposição de duração relativamente curta. Numa base de avaliação diária, como no primeiro semestre do ano, as carteiras de obrigações poderiam voltar a sofrer. É certo que é quase impossível atingir corretamente o pico de rendimento. No entanto, tenha em mente o seu horizonte temporal, diversifique as suas carteiras e seja seletivo para evitar o mais possível os incumprimentos.

Correção de títulos de rendimento fixo mais arriscados (HY, CoCos) em linha com as ações



Deve-se também lembrar que os preços dos instrumentos de rendimento fixo tendem a avançar para o par à medida que a sua maturidade se aproxima. Assim, um desempenho negativo a curto prazo deve ser gradualmente absorvido ao longo do tempo. Isto é, claro, desde que o emissor não vá à falência. Excluindo este último caso, a realização de perdas hoje em dia não faz sentido. Se possuir uma carteira relativamente curta, a correção de preço que já experimentou este ano significa que a sua carteira está agora a ganhar muito mais e o tempo de retorno será mais curto. Em termos reais, no final do seu horizonte de investimento, ainda estará melhor do que se tivesse percebido as perdas imediatamente, e ao fazê-lo, deixará o dinheiro adormecido. De facto, a inflação irá corroer o seu dinheiro, reduzindo o seu poder de compra.

Os produtos de base parecem estar a ficar sem vapor

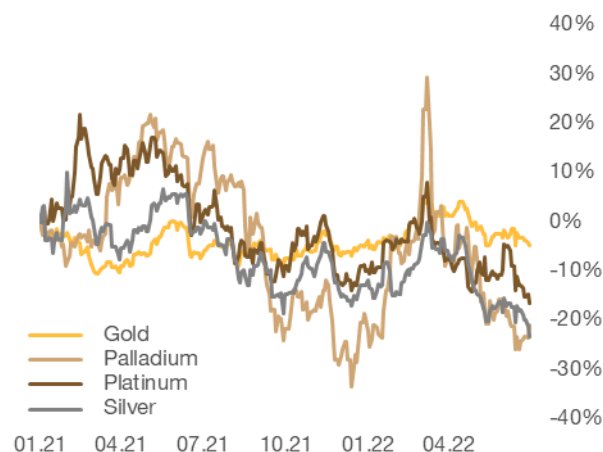
Os preços das mercadorias, enquanto subsistirem fatores geopolíticos e estrangulamentos na cadeia de abastecimento, são suscetíveis de se manterem em níveis elevados. Contudo, se ocorrer um acentuado abrandamento económico global (ou mesmo uma recessão), com a probabilidade de um aumento gradual, então estes devem ser corrigidos à medida que a procura for diminuindo. Os preços do petróleo dão-nos uma ideia da provável evolução futura. Apesar dos múltiplos ventos contrários que afetam o mercado petrolífero, os preços caíram nas últimas semanas sob a influência crescente de ameaças de recessão. Isto levou-nos naturalmente a adotar uma abordagem neutra em relação ao ouro negro a curto e médio prazo. A longo prazo, a curva dos contratos futuros continua a mostrar um padrão de retrocesso, indicando que, a longo prazo, os mercados esperam que os preços se normalizem. Espera-se que o crescimento económico global abrande consideravelmente nos próximos trimestres, o que irá naturalmente afetar a procura de energia. Com uma oferta inalterada e uma procura em queda, os preços devem ser mecanicamente corretos.

A curto prazo, o ouro parece estar a comportar-se mais como uma moeda do que como uma cobertura de inflação. O fluxo significativo de contratemplos económicos e geopolíticos nos últimos meses não foi suficiente para empurrar o preço do metal amarelo acima dos máximos de 2020. Um fator importante que poderia fazer subir os preços do ouro numa base mais regular seria provavelmente um dólar em enfraquecimento. A curto prazo, isto parece pouco provável de acontecer dada a postura do Fed. Como o horizonte temporal para este lançamento é trimestral, estamos a tomar uma posição neutra em relação ao metal precioso.

Para além destas considerações técnicas, o ouro é historicamente a única "moeda" que não perde o seu poder de compra a longo prazo. Tomemos o exemplo trivial do preço de um "Ford T" em 1920. Este veículo destinava-se às classes médias altas e era amplamente comercializado. Este veículo valia cerca de 400 USD e uma onça de ouro valia 20,68 USD. Cada veículo valia, portanto, 19,34 onças de ouro. Convertido ao preço atual, estas 19,34 onças representariam mais ou menos o preço

atual de 35.000 dólares, ou por outras palavras, o preço de um carro de classe média (Golfe e comparável). O ouro não é, portanto, um investimento, mas uma reserva de valor não imprimível e relativamente menos confiscável do que o dinheiro, para não mencionar o dinheiro escrita, desde que seja físico e não o produto da engenharia financeira.

Desempenho dos metais preciosos desde 2021 (%)



Em termos mais gerais, o índice Bloomberg de mercadorias não ultrapassou a sua alta de 2014. É altamente provável que o índice tenha atingido um pico temporário. Tal como o petróleo, parece razoável esperar que os rápidos ganhos obtidos na primeira parte do ano sejam revertidos bruscamente. Um movimento vertical de preços, mais especificamente medido na escala semi-logarítmica, é normalmente seguido por um declínio igualmente vertical. Assim, o espectro de mercadorias tem atualmente um perfil de risco assimétrico, com o risco enviesado para uma correção, sendo todas as outras coisas iguais. Naturalmente, novos eventos geopolíticos inesperados ou perturbações na cadeia de abastecimento poderiam desafiar este cenário. Sem descartar tal cenário, parece que o mercado tem fixado preços maciços no pior dos cenários ou algo próximo do pior.

Desempenho dos principais índices de mercadorias desde 2021 (%)



Expectativas do Mercado de Câmbio

Principais Moedas

		Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
EURUSD	1.05	1.06	1.08	1.09	1.10	1.12
EURCHF	1.00	1.02	1.03	1.03	1.04	1.05
EURGBP	0.86	0.86	0.86	0.86	0.87	0.87
EURJPY	142	140.0	139.0	138.0	138.0	138.0
EURNOK	10.32	10.20	10.08	10.00	9.90	9.53
USDCAD	1.29	1.27	1.26	1.25	1.25	1.24
USDCHF	0.96	0.97	0.97	0.96	0.95	0.96
USDJPY	136	132.0	130.0	127.0	125.5	120.0
USDCNY	6.70	6.75	6.74	6.74	6.67	6.60
GBPUSD	1.22	1.23	1.24	1.26	1.27	1.30
NZDUSD	0.62	0.64	0.65	0.66	0.67	0.69
AUDUSD	0.69	0.71	0.73	0.74	0.74	0.76

Outras Moedas

		Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q4-23
USDMXN	20.1	20.1	20.3	20.3	20.0	20.4
USDBRL	5.26	5.2	5.2	5.3	5.3	5.2
USDARS	125.2	140.0	149.0	170.0	179.0	218.0
USDTRY	16.70	18.0	19.0	18.8	21.0	19.3
USDILS	3.49	3.5	3.5	3.4	3.4	3.2
USDHKD	7.85	7.9	7.9	7.8	7.8	7.8
USDINR	79.0	78.5	79.0	78.5	78.5	78.0
USDRUB	54.2	65.0	69.4	73.4	75.0	80.0
USDPLN	4.48	4.4	4.3	4.2	4.1	4.1

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.

As previsões futuras não garantem um desempenho futuro e devem ser utilizadas apenas para fins indicativos.

Desempenho do Mercado

	Nome	QTD *	YTD**	2021	2020	2019	2018	2017
Cash	Dollar 3m Total Return	0.1%	0.1%	0.1%	1.0%	2.5%	2.4%	1.1%
	Euro 3m Total Return	-0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Obrigações governamentais	US 1-5	-1.4%	-6.0%	-2.0%	6.2%	5.3%	1.5%	1.0%
	Eurozone 1-5	-2.8%	-5.6%	-1.2%	1.3%	1.9%	0.1%	0.1%
	US 5-10	-4.5%	-10.8%	-3.1%	10.0%	8.5%	0.9%	2.6%
	Eurozone 5-10	-7.0%	-12.5%	-2.9%	4.5%	6.7%	1.4%	1.3%
Obrigações "investment grade"	USD Corp 1-5	-1.9%	-5.6%	-0.5%	5.4%	7.0%	1.0%	2.6%
	EUR Corp 1-5	-4.1%	-6.7%	-0.1%	1.1%	2.8%	-0.5%	1.2%
	USD Corp 5-10	-6.4%	-12.9%	-1.5%	9.7%	14.3%	-1.7%	5.6%
	EUR Corp 5-10	-11.6%	-18.6%	-2.0%	4.4%	10.9%	-2.4%	4.2%
Obrigações "High Yield"	USD Corp 1-5	-9.6%	-13.6%	5.0%	5.8%	13.9%	-1.8%	7.0%
	EUR Corp 1-5	-10.7%	-14.4%	3.4%	2.3%	11.3%	-3.8%	6.9%
	USD Corp 5-10	-8.0%	-10.2%	4.7%	-2.0%	9.1%	-1.9%	7.6%
	EUR Corp 5-10	-14.7%	-20.1%	2.2%	2.8%	13.2%	-4.4%	8.0%
Emergentes	Hard currency	-8.7%	-17.1%	-1.7%	6.5%	13.1%	-2.5%	8.2%
	Local currency	-7.0%	-9.0%	-1.6%	5.3%	9.5%	-3.4%	14.3%
	Chinese Yuan	-4.4%	-3.3%	8.7%	9.3%	2.8%	3.0%	5.0%
Outros	S&P Leverage Loan Index	-4.5%	-4.6%	5.2%	3.1%	8.6%	0.4%	4.1%
	Convertíveis Globais	-11.8%	-16.6%	2.5%	26.5%	18.2%	-1.2%	7.2%
Ações	North America	-17%	-22%	25%	19%	29%	-6%	19%
	Europe	-10%	-15%	22%	-5%	22%	-13%	7%
	Japan	-5%	-7%	11%	7%	16%	-17%	18%
	Asia Pacific	-12%	-18%	-3%	17%	16%	-16%	29%
	Mercados Desenvolvidos	-17%	-21%	20%	14%	25%	-10%	20%
	China	9%	-5%	-11%	23%	38%	-21%	32%
	América Latina	-24%	-4%	-13%	-16%	14%	-9%	21%
Mercados Emergentes	-12%	-19%	-5%	16%	15%	-17%	34%	
Outros investimentos	HFRX Alternative	-3%	-5%	4%	7%	9%	-7%	6%
	VIX	40%	67%	-24%	65%	-46%	130%	-21%
	G7 Currency Volatility	33%	79%	-15%	23%	-34%	21%	-36%
	DJ Global Commodity	-6%	18%	27%	-4%	5%	-13%	1%
	Gold	-7%	-1%	-4%	25%	18%	-2%	14%
	Industrial metals	-27%	-10%	30%	16%	5%	-21%	28%
	Agriculture index	-6%	13%	27%	16%	0%	-13%	-12%
WTI Oil	5%	41%	55%	-21%	34%	-25%	12%	
Moedas (vs. \$)	Índice do dólar	6%	9%	6%	-7%	0%	4%	-10%
	Moedas emergentes	-3%	-2%	-9%	-6%	-1%	-11%	6%
	Euro	-5%	-8%	-7%	9%	-2%	-4%	14%
	Libra britânica	-7%	-10%	-1%	3%	4%	-6%	10%
	Franco Suíço	-3%	-4%	-3%	9%	1%	-1%	5%
	Yen Japonês	-10%	-15%	-10%	5%	1%	3%	4%
Yuan Chinês	-5%	-5%	3%	7%	-1%	-5%	7%	

* Último trimestre

** Desde o início do ano

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 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

Sede
CBH Bank
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7
Caixa postal
1211 Geneva 3, CH
cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurique

Succursale
CBH Bank
Bahnhofstrasse 82
Caixa postal 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

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

Hong Kong

Filial
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

Filial
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

Escritório de representação
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 Limited, 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 Junho de 2022
Publicado em 1 de Julho de 2022

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7
Caixa postal
CH - 1211 Geneva 3

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com