

Abril de 2024

Relatório trimestral

Uma aterragem mais suave modera os cortes nas taxas

No primeiro trimestre de 2024, os analistas foram surpreendidos positivamente, uma vez que a dinâmica da economia está a melhorar em países importantes como os Estados Unidos, a Índia ou o México. A dinâmica deste ciclo corrobora a narrativa da aterragem suave, embora o dinamismo crescente não tenha sido sentido de forma generalizada, com um crescimento bastante moderado na Zona Euro. A contrapartida da melhoria do sentimento económico é uma maior persistência da inflação. Este contexto de menor risco de recessão e de maiores dúvidas quanto ao cumprimento da meta de 2% para a inflação faria com que os bancos centrais repensassem a urgência de dar início aos cortes. Presumimos que haverá um ciclo de ajustamento suave também na evolução das taxas de juro para níveis neutros.

Este cenário macroeconómico e financeiro oferece um cenário favorável para o reequilíbrio das carteiras de investimento. Os investidores conservadores têm alternativas para gerarem retornos reais com baixo nível de risco e podem equilibrar rendimentos atrativos de forma diversificada, e implementar estratégias de cobertura. Os investidores com horizontes de investimento mais longos podem complementar a segurança dos retornos proporcionados pelas obrigações com o potencial de recuperação cíclica dos lucros em ações cotadas, juntamente com a atratividade dos mercados privados e temas de inovação.

Uma aterragem mais suave modera os cortes nas taxas

01 Não há dúvida que é uma aterragem suave

Apesar das elevadas taxas de juro, os dados sobre crescimento mantiveram-se e **o risco de recessão diminuiu**. Contudo, esta dinâmica económica positiva está concentrada em algumas regiões, nomeadamente nos Estados Unidos. As economias europeias poderão também evitar uma recessão, mas o crescimento continua anémico. No bloco de países emergentes, **a China deverá crescer perto de 5%, mas o setor imobiliário continua a ser um obstáculo**. Outras economias, como o México e a Índia, estão a melhorar as respetivas perspetivas graças ao investimento das empresas e a questões mais específicas, como o nearshoring.

02 Desinflação a duas velocidades

Os bancos centrais não podem clamar vitória sobre a inflação, mas o progresso pode ser suficiente para lhes permitir começar a reduzir as pressões monetárias. As pressões persistentes sobre os preços na componente de serviços irão dificultar a estabilização da inflação nos 2%, mas **esperamos um regresso gradual das taxas de juro a níveis neutros** em quase todas as regiões. Diminuímos as nossas expectativas sobre cortes nas taxas em 2024, uma vez que os bancos centrais podem continuar a ser cautelosos até que as pressões sobre os salários baixem.

03 Foco na recuperação dos lucros

O contexto que resultou do abrandamento económico e de restrições moderadas nas taxas de juro oferece um cenário favorável para todos os tipos de estratégias de investimento. Os investidores mais focados na minimização do risco podem combinar os elevados retornos do posicionamento em obrigações de curto prazo, com opções para ampliar a oportunidade para maturidades mais longas através de obrigações de maior duração, prémios de risco de crédito em obrigações empresariais de elevada qualidade e diversificação em estratégias de obrigações mais complexas. Os investidores com um horizonte de investimento mais longo podem combinar os retornos mais previsíveis das obrigações com a potencial recuperação dos lucros nas ações e o crescimento dos temas de inovação.

01 Não há dúvida que é uma aterragem suave

Enfrentamos um ciclo económico que não condiz com os padrões históricos. Apesar de uma série de indicadores avançados (que historicamente têm tido um grande valor preditivo) que mostram sinais claros de recessão, os dados reais continuam a exceder as expectativas e a capacidade das economias (especialmente dos EUA) para a evitar é surpreendente. Referimo-nos a indicadores como os aumentos mais dramáticos das taxas de juro nas últimas décadas, a deterioração da confiança na indústria transformadora, a curva de rendimentos invertida, a disponibilidade de crédito ou a baixa confiança dos consumidores, entre outros. Como mostra o gráfico abaixo, **até este ano, a economia dos EUA nunca antes conseguiu evitar uma recessão após 24 meses consecutivos de declínio do LEI (Índice dos Principais Indicadores Económicos do Conference Board)**. A natureza excepcional deste ciclo foi confirmada pela primeira recuperação do LEI em Fevereiro.

O nosso cenário central para 2024 foi revisto em alta, em linha com a crescente evidência de uma desaceleração mais suave. A política monetária explica apenas parte da função de reação dos agentes económicos. Os outros fatores que nos ajudam a compreender o comportamento excecional deste ciclo incluem as circunstâncias especiais do mercado de trabalho (desemprego muito baixo devido à demografia e aos efeitos colaterais da pandemia), o financiamento (baixo custo das dívidas das famílias com uma elevada percentagem de crédito à habitação com taxa fixa), tecnologia (boom da inteligência artificial) e uma política fiscal expansionista.

Na ausência de novos choques negativos sobre o crescimento económico, esta política monetária restritiva não está a conduzir a uma recessão generalizada. É importante notar que este ciclo não foi precedido por um processo de deterioração das finanças do setor privado, o que permitiu uma menor sensibilidade do consumo e do investimento aos aumentos das taxas de juro. O aumento da dívida limitou-se em grande parte ao setor público e, conseqüentemente, o défice público também aumentou significativamente. Em algum momento, terão de ser implementadas medidas de austeridade nas principais economias, embora seja pouco provável que este ajustamento ocorra no curto prazo, uma vez que as eleições nas principais economias poderão ditar outras prioridades políticas.

O ritmo da desaceleração está a moderar e a narrativa de uma aterragem suave ganha mais força

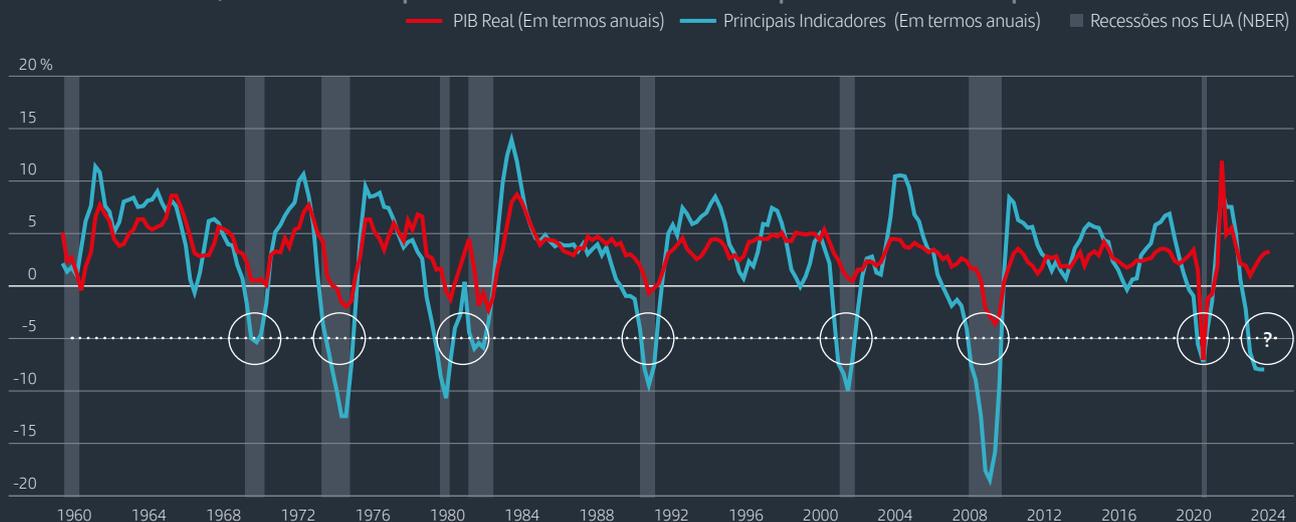
A política monetária restritiva está a ter menos impacto no crescimento comparativamente com ciclos anteriores

A não ser que ocorram novos choques ou haja uma mudança para políticas orçamentais mais ortodoxas, as perspetivas de crescimento económico não parecem ser típicas de uma recessão.

Correlação entre o Índice dos Principais Indicadores Económicos do Conference Board (Conference Board Leading Economic Index® — LEI) e o crescimento do PIB nos EUA

Fonte: Bloomberg. Dados a 31/3/2024

Historicamente, ocorreu sempre uma recessão nos EUA quando o LEI caiu para níveis semelhantes



* LEI: Conference Board Leading Economic Index® (Índice dos Principais Indicadores Económicos do Conference Board)

Há expectativas diferentes entre as diversas geografias

A mudança nas expectativas de crescimento não é generalizada. O cenário económico global no primeiro trimestre de 2024 apresenta uma dicotomia entre níveis de desenvolvimento, impulsionada principalmente pelo desempenho económico dos Estados Unidos. **A melhoria nas expectativas de crescimento dos EUA é evidente no gráfico inferior do lado esquerdo.** Os dados económicos dos EUA surpreenderam pela positiva no quarto trimestre (taxa de crescimento trimestral anualizado de 3,2%), e este tom positivo está a prolongar-se em 2024, com um crescimento esperado superior a 2%. Se a economia dos EUA crescer a 2,8% no primeiro trimestre de 2024 (como sugere neste momento o PIB da Fed de Atlanta), seria o sétimo trimestre consecutivo de crescimento acima de 2%. A revisão em alta do crescimento para 2024 assenta em vários fatores: (i) um mercado de trabalho forte, (ii) crescimento sustentado dos salários, (iii) forte capacidade das famílias em cumprirem as suas obrigações financeiras, (iv) serviço da dívida estável apesar dos aumentos das taxas de juro devido ao predomínio de dívida a taxa fixa, especialmente no crédito à habitação, e (v) um aumento do património líquido das famílias para níveis recorde devido à valorização do mercado bolsista. **As despesas e investimentos do setor público financiados pelos programas de política industrial da administração Biden também estão a apoiar a economia dos EUA.**

As outras economias desenvolvidas continuam mergulhadas numa fraqueza cíclica. As estimativas de crescimento para este ano continuam a ser fracas para a Zona Euro, o Reino Unido e o Japão, com níveis inferiores a 1%. A Zona Euro cresceu a 0,4% o ano passado, com os países do sul (Espanha, Portugal, Grécia), mais focados no setor dos serviços, especialmente no turismo, a crescerem a 2,5%, 2,3% e 2,0%, respetivamente, e os países mais industrializados do centro da Europa (Itália, França e Alemanha) a crescerem a 0,9%, 0,7% e -0,3%, respetivamente. **Em 2024, a Zona Euro deverá crescer apenas 0,5%, com a Alemanha eventualmente a apresentar uma taxa de crescimento negativa.**

Entre **os dois maiores mercados emergentes da Ásia**, como se pode ver no gráfico do lado direito, as expectativas de crescimento estão a aumentar na Índia, onde se espera que o PIB cresça cerca de 7%, apoiado pela atividade dinâmica da indústria transformadora e pelo investimento estrangeiro. **As perspetivas para a China são mais moderadas**, uma vez que o país enfrenta o duplo desafio de um abrandamento no setor imobiliário e de baixos níveis de confiança dos investidores. Na América Latina, **as expectativas de crescimento melhoraram no México**, que está a beneficiar de um impulso devido ao investimento estimulado pelos **fluxos de capital relacionados com o nearshoring**. Além disso, as taxas de juro mais baixas podem melhorar gradualmente as expectativas de crescimento na região.

Os gastos dos consumidores e um mercado de trabalho robusto estão a fazer com que a economia dos EUA continue a avançar

A Alemanha encontra-se atrás de outras economias europeias que estão menos expostas ao ciclo da indústria transformadora

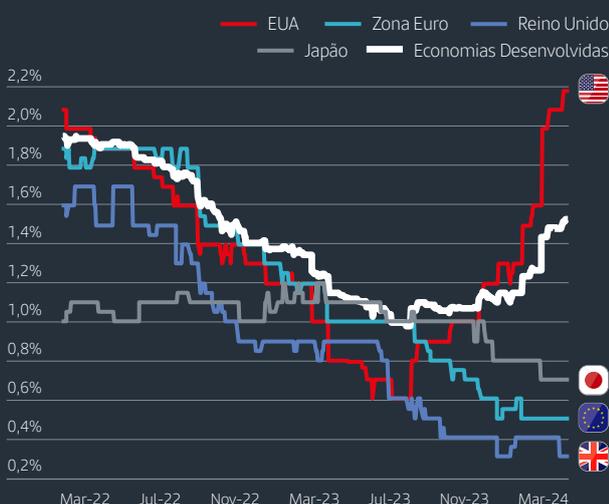
No bloco de países emergentes, a Índia e o México destacam-se pelo lado positivo, enquanto a China está a desenvolver esforços para estabilizar o setor imobiliário

Estimativas de crescimento para 2024

Fonte: Bloomberg, Dados a 31/3/2024

Divergência entre países, mas com um tom de crescimento global ligeiramente mais positivo

Economias desenvolvidas



Economias emergentes



Indústria transformadora e serviços a duas velocidades

Neste cenário geral de aterragem suave, há um elemento comum de esperança: uma **melhoria gradual nos indicadores de confiança empresarial**. Os gráficos abaixo mostram a evolução destes indicadores por setor (indústria transformadora e serviços) e por geografia (economias desenvolvidas e emergentes). Sendo a confiança empresarial um dos indicadores avançados com maior valor preditivo, a evolução ao longo dos últimos meses mostra uma tendência de melhoria. Este poderá ser o prelúdio de uma recuperação dos níveis de atividade. No entanto, **o setor da indústria transformadora está a partir de um nível muito inferior ao do setor dos serviços**, que tem sido menos afetado pelo processo de aumento das taxas de juro.

Há também **bons sinais na atividade da indústria transformadora nas economias que estão mais estreitamente ligadas ao ciclo industrial** devido à importância das exportações para essas economias. Os especialistas tendem a prestar muita atenção **à evolução de economias como a Suécia e a Coreia do Sul** devido à **capacidade que têm para fornecer sinais precoces sobre o ciclo industrial global**. As exportações destes países parecem ter melhorado nos últimos meses em relação ao nível de contração registado em 2023. Esta melhoria parece refletir-se nos dados do **Índice de Gestores de Compras (PMI) industrial global de Janeiro a Fevereiro, que se encontra em terrenos expansivos (acima de 50) pela primeira vez desde Setembro de 2022**. O **setor imobiliário**, que se destaca como um dos setores mais cíclicos e sensíveis às taxas de juro, **também mostra sinais positivos**. Esta melhoria limita-se ao setor residencial (o ajustamento de preços e da atividade continua no setor dos escritórios) e baseia-se na escassez de oferta resultante do baixo nível de construção residencial neste ciclo. O **boom do investimento em tecnologia**, associado aos promissores ganhos de produtividade associados às soluções de inteligência artificial, poderá ser outro potencial foco de aceleração da atividade. Embora seja necessário algum tempo para que tudo isto se repercuta na economia em geral, é provável que haja um enorme aumento no investimento em software, em centros de dados e em equipamento de processamento de informação no curto prazo.

A soma destes fatores e indicadores reforça a narrativa da aterragem suave ao reduzir a probabilidade de que ocorra uma recessão em 2024. Os danos para o crescimento económico decorrentes de um aumento das taxas de juro parecem ser menos graves neste ciclo.

A melhor dinâmica registada no setor dos serviços continua a ser suportada pela força do mercado de trabalho

O setor da indústria transformadora mostra os primeiros sinais de recuperação após dois anos de fraqueza

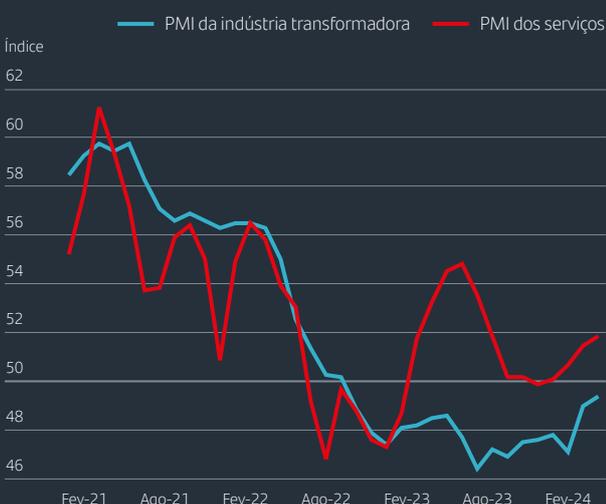
A narrativa de um crescimento ligeiramente moderado está a ganhar cada vez mais força com base nos dados recentes

Indicadores de confiança das empresas na indústria transformadora e nos serviços

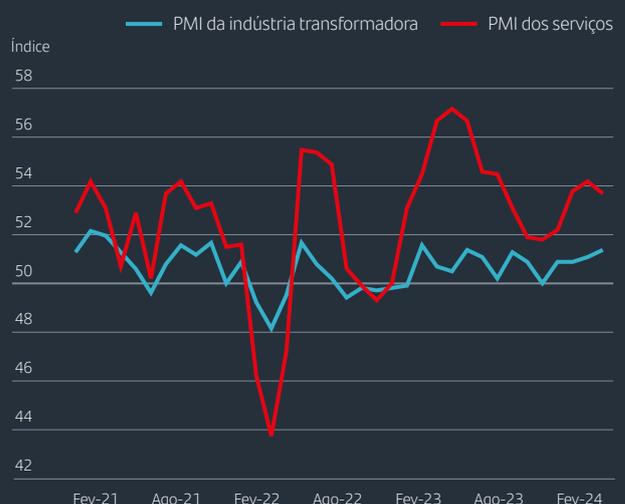
Fonte: Bloomberg. Dados a 31/3/2024

A indústria transformadora mostra sinais de recuperação, enquanto o setor dos serviços permanece forte

Economias desenvolvidas



Economias emergentes



02 Desinflação a duas velocidades

Em termos de inflação e das implicações para a política monetária, a **evolução dos preços dos bens e serviços é semelhante à da confiança empresarial**, como mostram os gráficos abaixo para os EUA e para a Zona Euro. Relativamente às mercadorias, o choque inflacionista foi inicialmente desencadeado por problemas nas cadeias de abastecimento de energia, de matérias-primas e de bens intermédios, o que fez subir a inflação das mercadorias para 15% tanto nos EUA como na Zona Euro. Estes problemas acabaram por se dissipar gradualmente e nem sequer o recente conflito no Mar Vermelho provocou uma recuperação dos preços na indústria. Os preços do gás natural e do petróleo estão muito estáveis e a China está novamente a exportar deflação. **Por enquanto, as pressões inflacionistas desapareceram em todas as áreas desde a energia às matérias-primas e aos bens manufacturados.**

Contrariamente à inflação nas mercadorias, o aumento da inflação nos serviços foi mais moderado e mais persistente. Os bancos centrais dão muito mais atenção a esta componente, precisamente devido à sua natureza "mais rígida". **Estes chamados efeitos de segunda ordem são particularmente preocupantes devido ao impacto que têm nas negociações salariais e na revisão em alta das expectativas da inflação.** O atual processo de desinflação é claro, mas está a tornar-se evidente que a "última etapa" da redução para a meta de 2% será muito complexa do lado dos serviços. **O nível de equilíbrio de preços das economias em geral parece ser mais elevado do que antes da pandemia.**

As principais diferenças no nível de preços de equilíbrio concentram-se em dois setores da economia: o mercado de trabalho e o setor imobiliário. **No que diz respeito ao mercado de trabalho, a pressão no sentido ascendente sobre as negociações salariais está intimamente relacionada com o baixo nível de desemprego**, o que confere aos sindicatos e aos trabalhadores maior poder negocial. As tendências demográficas (baixas taxas de fertilidade e imigração limitada) poderão vir a exercer uma pressão adicional. **No mercado imobiliário residencial, os preços mostram sinais de recuperação**, uma vez que a escassez de oferta é agravada pela deterioração do poder de compra das famílias devido ao aumento do custo do crédito à habitação. Tanto os salários como as rendas estão a demonstrar rigidez a curto prazo nas respetivas tendências inflacionistas.

As pressões sobre os preços das mercadorias e da energia praticamente desapareceram

Os bancos centrais irão continuar a manter a atenção focada na inflação no setor dos serviços e nos aumentos salariais

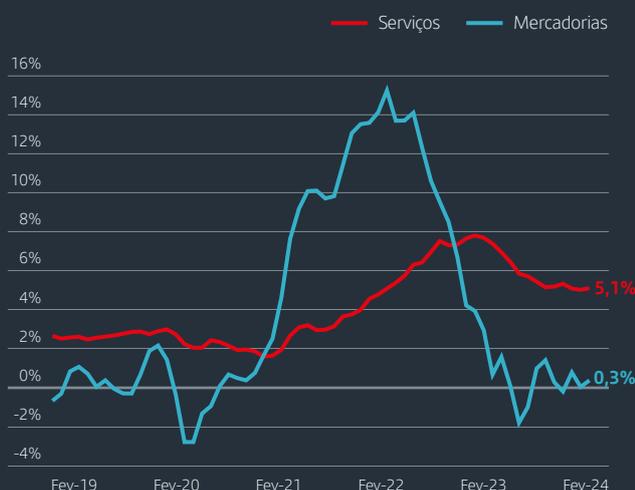
Mercados de habitação e de emprego restritivos podem representar um sério obstáculo para os bancos centrais no combate à inflação

Tendência da inflação em bens e serviços

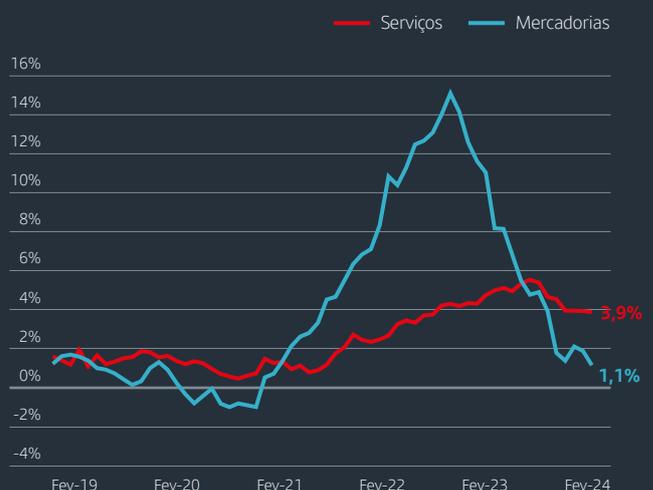
Fonte: Bloomberg, Dados a 31/3/2024

A persistência da inflação nos serviços complica a meta dos 2%

Estados Unidos



Zona Euro



As taxas de juros irão diminuir a um ritmo mais lento

Comparativamente com as expectativas no início do ano, os bancos centrais irão demorar mais tempo a reduzir as taxas em 2024 e fá-lo-ão com menos frequência. Esta mudança é impulsionada por dois motivos principais, já abordados nos capítulos anteriores: melhores dados económicos do que aquilo que era esperado e a inflação a começar a diminuir mais lentamente. Os gráficos abaixo mostram as expectativas de redução das taxas para a Fed e para o BCE (linha vermelha, eixo do lado direito). Em ambos os casos, os mercados começaram este ano a descontar um número bastante abrupto de cortes nas taxas (cerca de 7 cortes de 0,25% até 2024), replicando o padrão dos ciclos anteriores de flexibilização monetária. Contudo, os dados económicos do primeiro trimestre deste ano, melhores do que era esperado (medidos pelo Índice de Surpresa Económica, representado pela área cinzenta), conduziram a uma mudança de tom nas comunicações dos bancos centrais e nas expectativas do mercado. **O mercado espera agora que a Fed e o BCE implementem apenas três cortes muito graduais nas taxas de juro a partir do Verão.**

É muito provável que tanto as mensagens como as ações dos bancos centrais sejam muito cautelosas nos próximos meses, dadas as atuais dificuldades em determinar a reação dos agentes económicos às decisões de política monetária. Em relação à inflação, pelo lado negativo, neste momento estamos num **contexto diferente, tanto para o mercado de trabalho como para as cadeias de abastecimento, que estão a ser afetadas por um processo de desglobalização, cuja extensão é muito incerta.** As restrições às vendas de tecnologia de ponta dos EUA à China aumentaram significativamente com a administração Biden, e é previsível que Trump, se vier a ser o próximo presidente, aumente ainda mais as tarifas. Do lado positivo, os níveis de inflação poderiam beneficiar de melhorias significativas de produtividade associadas à implementação de soluções de inteligência artificial (IA). Desde o lançamento do ChatGPT, temos assistido a um boom no investimento em infraestruturas relacionado com modelos básicos mais poderosos e soluções de IA baseadas nestes modelos, que têm um elevado potencial para aumentar a produtividade, reduzindo as pressões do mercado de trabalho.

Todos estes fatores levantam dúvidas entre as autoridades monetárias sobre o novo nível de estabilidade de preços e crescimento, e o respetivo impacto na taxa neutra de política monetária. Como consequência, **esperamos que os bancos centrais flexibilizem a política monetária de forma muito gradual. Haverá cortes nas taxas de juros, mas serão modestos.**

As surpresas económicas positivas diminuíram a urgência e magnitude dos cortes nas taxas

Os bancos centrais têm dúvidas sobre se o novo nível de equilíbrio das taxas de juro (a taxa neutra) será mais elevado do que antes da pandemia

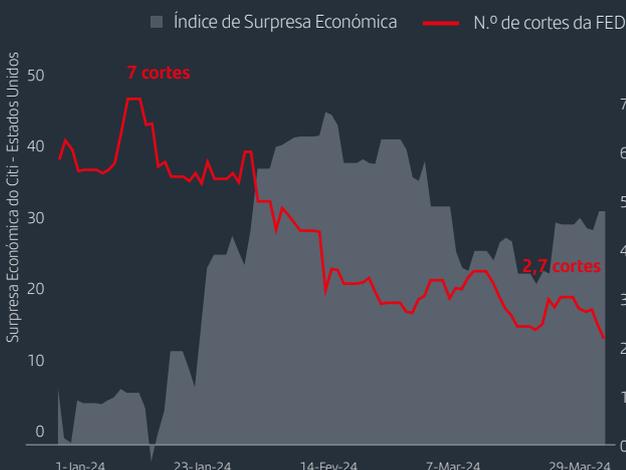
As taxas de juros atingiram o pico e esperamos que desçam, mas irão continuar mais altas do que no ciclo anterior

Índice de Surpresa Económica do Citi (ESI) e expectativas do mercado sobre a política monetária para 2024

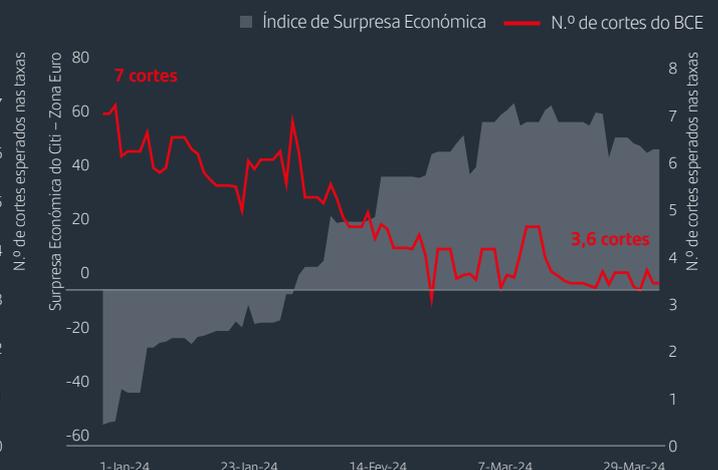
Fonte: WIRP Bloomberg. Dados a 31/3/2024

A melhoria dos dados económicos vem diminuir as expectativas de cortes nas taxas

Estados Unidos (Reserva Federal)



Zona Euro (BCE)



* O Índice de Surpresa Económica do Citi (CESI) mede a forma como a publicação de dados económicos impacta as expectativas dos mercados. Uma leitura acima de zero implica que a divulgação de dados económicos surpreende positivamente face às expectativas do mercado.

03 Foco na recuperação do lucro

Para recapitular aquilo que foi dito nas secções anteriores, o atual contexto macroeconómico é de um **abrandamento surpreendentemente moderado**, no qual (i) a criação de emprego está a apoiar o consumo, (ii) o setor dos serviços está a compensar a fraqueza na indústria transformadora, (iii) as melhorias na inflação estagnaram, e (iv) justifica-se um tom mais cauteloso por parte dos bancos centrais relativamente aos cortes nas taxas de juro. No nosso último Relatório Anual, defendemos que estamos num bom momento para construir carteiras de investimento que combinem e equilibrem diferentes níveis de risco. **As ligeiras revisões em alta do crescimento e um ciclo mais moderado de cortes nas taxas de juro vêm reforçar esta visão de uma vasta gama de oportunidades para otimizar a distribuição de ativos nas carteiras.**

A nível das obrigações, o atual nível elevado das taxas de juro nas maturidades de curto prazo proporciona um forte incentivo ao investimento em fundos do mercado monetário. A fraca procura por crédito e a forte posição de capital do setor financeiro conduziram à falta de disponibilidade de depósitos com maior rendimento e desviaram fluxos em volumes sem precedentes para o mercado monetário e para fundos de compra e retenção. É de esperar que esta tendência continue se os cortes nas taxas de juro forem poucos e espaçados. Deve-se ter em mente que **estas taxas de juro de curto prazo oferecem retornos reais positivos com pouco risco num contexto de queda da inflação, o que raramente tem acontecido**, e é normal que isto constitua uma atração bastante forte para fluxos de investimento.

Contudo, **veríamos mérito em ampliar o horizonte de investimento, uma vez que acreditamos que um foco excessivo no curto prazo poderia implicar um elevado custo de oportunidade ao não considerar outras opções de investimento a longo prazo.** Neste contexto, os investidores poderão considerar alternativas no extremo longo da curva e captar prémios de risco de crédito se quiserem ampliar a oportunidade dos atuais rendimentos elevados para um horizonte mais longo. O cenário atual de um abrandamento económico moderado implica que o aumento do crédito mal parado seria menos pronunciado, pelo que se poderiam considerar investimentos em obrigações empresariais com um perfil de risco/retorno razoável. Além disso, o posicionamento em obrigações de maior duração tem sido historicamente atrativo para as carteiras antes dos ciclos de redução das taxas de juro. **A combinação dos prémios de risco de duração e de risco de crédito continua a oferecer um conjunto favorável de opções de retorno ajustadas ao risco.**

O atual contexto macroeconómico é favorável ao reequilíbrio das carteiras de investimento

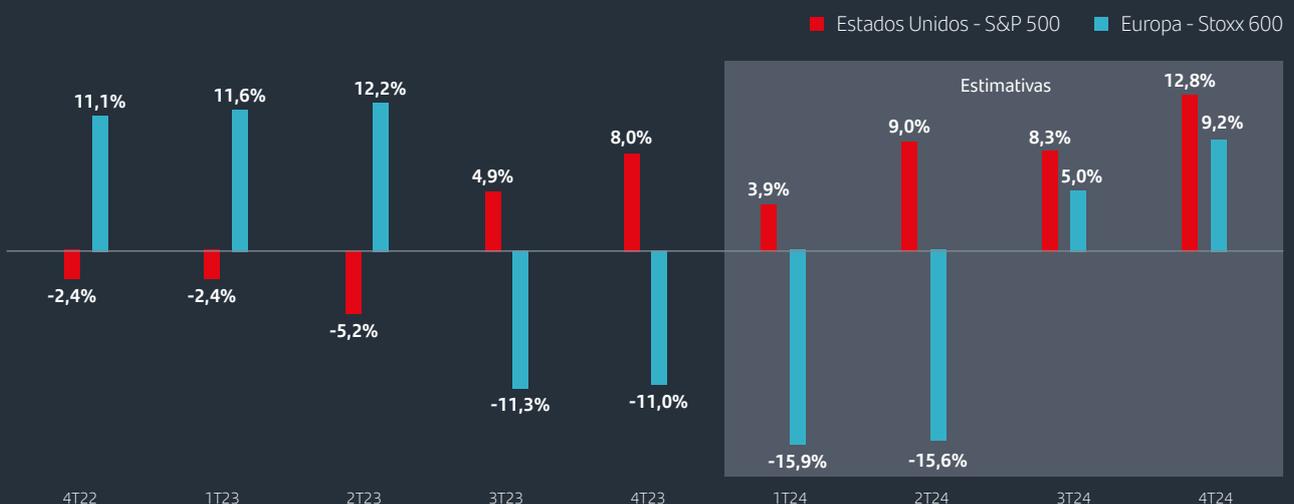
O investimento em obrigações de curto prazo continua a ser atrativo, mas eventualmente irão começar os cortes nas taxas

Continua a ser um bom momento para analisar as oportunidades de investimento com um prazo mais longo e os prémios de risco de crédito

Expectativas de crescimento dos lucros nos EUA (S&P 500) e na Europa (Stoxx 600)

Fonte: Bloomberg. Dados a 31/3/2024

A Europa vai continuar a assistir a alguns trimestres negativos



As empresas voltam a recuperar os seus níveis de lucros

Um dos fatores que permite que haja baixos níveis de falências neste ciclo de taxas de juro crescentes é o forte desempenho dos lucros das empresas. A rentabilidade das empresas é normalmente afetada num contexto de abrandamento do crescimento e da procura, aliado a uma inflação ainda elevada e a uma pressão ascendente sobre os custos de financiamento. Estas tendências negativas têm estado presentes nos últimos trimestres, levando a revisões em baixa dos lucros com diferentes graus de gravidade entre regiões e setores. No entanto, **as ações registaram um desempenho superior ao previsto devido a dois fatores: à magnitude das revisões em baixa dos lucros, e ao impacto positivo da inovação tecnológica e da disrupção.**

O gráfico da página anterior ilustra a dimensão do ajustamento cíclico nos Estados Unidos e na Europa. Começando pelas empresas cotadas nos Estados Unidos e utilizando o respetivo índice do mercado bolsista mais representativo (S&P 500), podemos ver, pelo crescimento dos lucros trimestrais dessas empresas, que **as empresas norte-americanas já absorveram o impacto do abrandamento e estão claramente no caminho da recuperação.** Uma recessão típica implica um ajustamento dos lucros superior a 15%, fazendo com que o declínio ocorrido este ciclo seja relativamente pequeno comparativamente com os anteriores. **No caso das empresas europeias (Stoxx 600), o impacto foi mais tardio e mais pronunciado do que nas empresas norte-americanas** (sem atingir as diminuições típicas de uma recessão), e há ainda algum caminho a percorrer (na verdade, ainda se esperam mais dois trimestres negativos).

A diferença no impacto e no timing do ajustamento entre as empresas dos EUA e da Europa também se aplica às ações dos EUA entre as empresas conhecidas como "7 Magníficas" (7M) e as restantes empresas que compõem o índice S&P 500 (493 empresas). O gráfico abaixo mostra o desempenho cíclico dos lucros destes 7 gigantes da tecnologia comparativamente com o resto do mercado acionista nos EUA. Embora a melhoria da dinâmica da economia dos EUA explique parte deste fenómeno, a geração excepcional de lucros empresariais é largamente apoiada pelo fato dos maiores oligopólios digitais globais estarem sediados nos Estados Unidos. A inteligência artificial (IA) está em expansão e a digitalização global continua a avançar, ajudando as empresas cotadas nos EUA a aumentar imenso os seus lucros.

Os lucros das empresas nos EUA já ultrapassaram o ponto de ajustamento e estão no caminho da recuperação

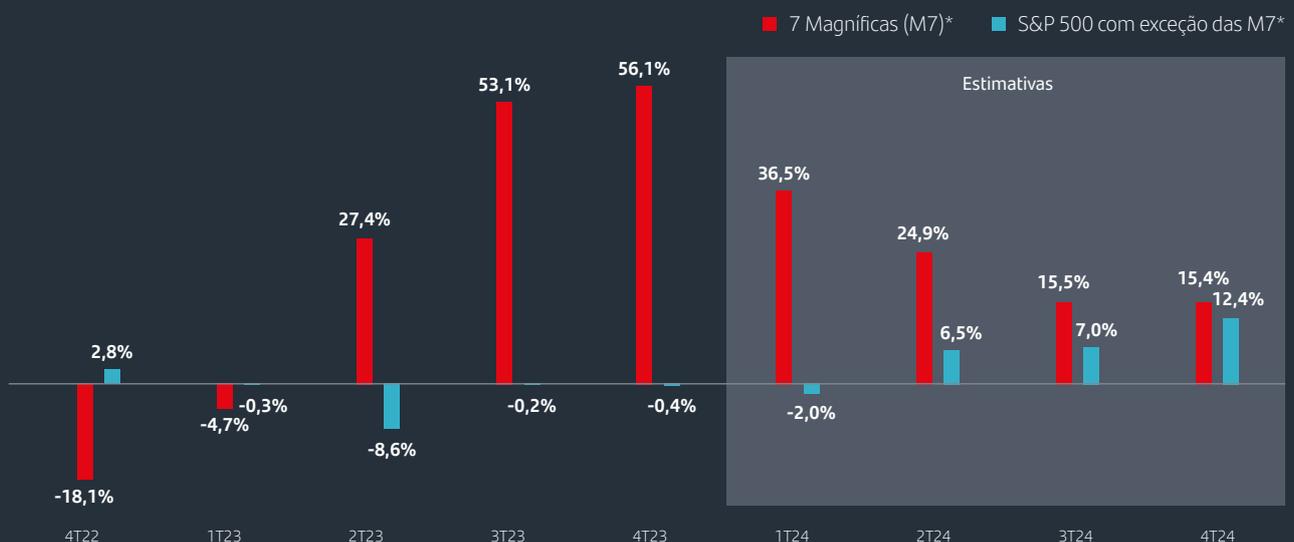
O ajustamento dos lucros na Europa está ainda em curso, uma vez que o abrandamento cíclico irá provavelmente afetar a rentabilidade nos próximos dois trimestres

Há duas realidades de ganhos nas ações dos EUA: a dos 7 Magníficos e a das restantes 493 empresas

Expectativas de crescimento dos lucros para as 7 Magníficas (M7)* e para as restantes empresas do S&P 500 (493)

Fonte: Bloomberg. Dados a 31/3/2024

A dinâmica positiva de geração de lucros continua a ser monopolizada pelas M7



* As 7 magníficas: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla

Um contexto ideal para investir

Estamos num dos melhores contextos para investimentos das últimas décadas, se considerarmos as conclusões da nossa análise sobre o crescimento, a inflação, a taxa de juros e aspetos fundamentais (prémios de risco, valorização, desempenho dos lucros, etc.), em termos de construção de carteiras de investimento. Um contexto em que o risco de taxas de juro elevadas e o risco de um abrandamento económico sejam reduzidos é favorável ao desempenho das duas principais classes de ativos: obrigações e ações. **Os investidores têm uma vasta gama de opções onde a equação de retorno ajustado ao risco é favorável em relação a parâmetros históricos.** Esta vasta gama de opções permite construir carteiras de investimento equilibradas que combinam diferentes tipos de ativos com rentabilidade e com exposição a diferentes tipos de risco.

Esta vasta gama de opções significa que os investidores não têm de deixar os seus orçamentos de risco para encontrar fontes de retorno. Começando pelas carteiras mais avessas ao risco, vemos que as taxas de juro de curto prazo estão no seu máximo e precisam de ser combinadas com ativos de maior duração ou com risco de crédito para **ampliar o horizonte de retorno para um horizonte temporal mais longo.** Os investidores não têm de correr riscos de crédito elevados para obterem rendimentos atrativos e, no caso de investidores mais sofisticados, podem combinar outras alternativas (crédito privado, titularização, emittentes de mercados emergentes e obrigações AT1 de bancos).

A expectativa de que as ações acabem por regressar ao crescimento dos lucros constitui um incentivo para a exposição a ações. Há muitos setores e regiões onde as ações são negociadas com valorizações razoáveis, e as ações serão o ativo com melhor desempenho quando o ciclo deixar de afetar o crescimento dos lucros. **A sobrevalorização do mercado acionista norte-americano está intimamente relacionada com o peso dos 7 Magníficos no S&P 500.** Depois de vários meses de forte valorização do mercado acionista, os investidores que procuram reequilibrar a sua distribuição de ativos num contexto de baixa volatilidade podem querer fazer cobertura com derivados.

Para maximizar a diversificação da carteira, proteger-se contra choques do mercado e ampliar o horizonte de retorno, **os investidores podem querer considerar o posicionamento em temas de longo prazo** (inteligência artificial, transição energética e biotecnologia, entre outros), **mercados privados e ativos de cobertura** (com moedas seguras e ouro a oferecerem valor num contexto de potenciais perturbações geopolíticas).

Este contexto permite que os investidores construam carteiras que satisfaçam os seus objetivos sem serem excessivamente tendenciosas para qualquer tipo de ativo.

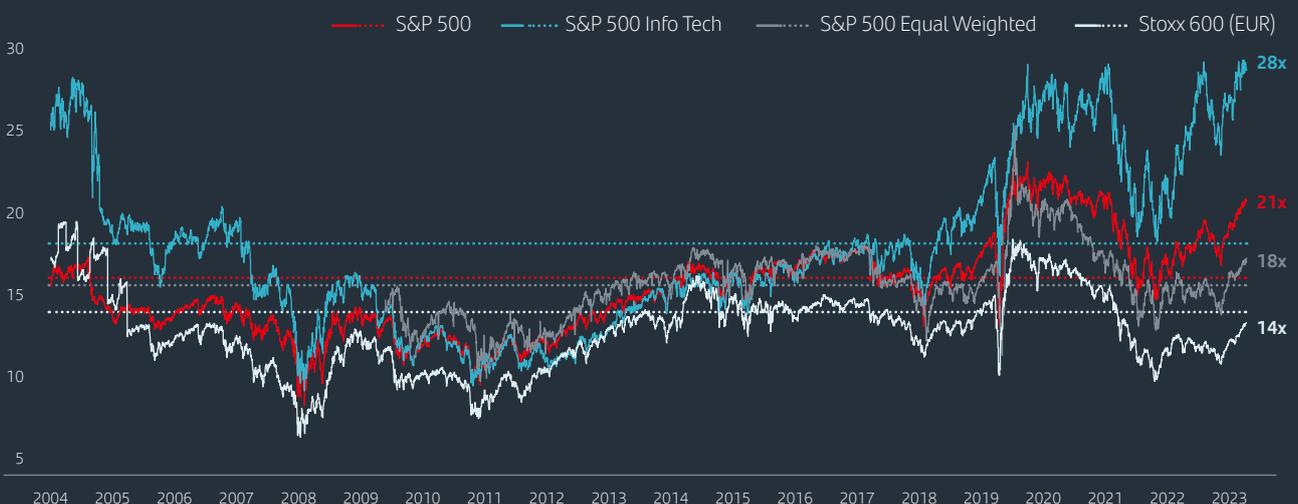
Para um investidor defensivo, este contexto de taxas de juro elevadas e a capacidade de cobertura e diversificação são muito favoráveis

Para investidores com um horizonte temporal mais longo, há muitas alternativas de posicionamento para temas de recuperação cíclica de lucros e disrupção tecnológica

Relação cotação/lucro (P/E) dos índices de ações nos EUA e na Europa

Fonte: Bloomberg. Dados a 31/3/2024

Em contraste com o mercado global, que está ligeiramente sobrevalorizado nos EUA e abaixo da média na Europa, os múltiplos tecnológicos estão bastante acima da respetiva média de 20 anos.



Tabelas anexas

Principais retornos dos ativos nos últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 31/3/2024	Retorno							Retorno anualizado		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YTD	3 anos	5 anos	10 anos
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	1,4%	2,8%	2,1%	1,4%
Liquidez EUR ⁽²⁾	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,4%	1,0%	1,3%	0,6%	0,2%
Obrigações Global USD ⁽³⁾	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-2,1%	-4,7%	-1,1%	-0,1%
Obrigações USD ⁽⁴⁾	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	-0,8%	-2,5%	0,4%	1,5%
Obrigações Governos (USD) ⁽⁵⁾	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	-0,4%	-1,4%	0,7%	1,1%
Obrigações Empresas (USD) ⁽⁶⁾	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	-0,4%	-1,9%	1,6%	2,6%
Obrigações Elevado Rendimento (USD) ⁽⁷⁾	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	1,5%	2,2%	4,2%	4,4%
Obrigações Euros ⁽⁸⁾	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	7,2%	-0,3%	-4,3%	-1,5%	0,7%
Obrigações Governos (EUR) ⁽⁹⁾	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	-0,6%	-5,0%	-1,7%	0,8%
Obrigações Empresas (EUR) ⁽¹⁰⁾	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	0,5%	-2,2%	-0,3%	1,2%
Obrigações Elevado Rendimento (EUR) ⁽¹¹⁾	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	1,8%	1,3%	2,7%	3,5%
Obrigações - Global Emergentes (USD) ⁽¹²⁾	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	9,1%	1,5%	-1,5%	1,1%	2,9%
Obrigações - Latam Emergentes (USD) ⁽¹³⁾	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	2,9%	0,9%	1,3%	2,9%
MSCI Global (USD)	-8,7%	27,7%	15,9%	21,8%	-18,1%	23,8%	8,9%	8,6%	11,8%	9,4%
S&P 500 (USD)	-4,4%	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	10,6%	11,5%	14,8%	13,0%
MSCI Europa (EUR)	-14,9%	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	5,2%	6,2%	7,7%	4,4%
MSCI - Mercados Emergentes (USD)	-14,6%	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	2,4%	-5,1%	2,0%	2,9%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	2,1%	-5,1%	2,6%	4,1%
MSCI - América Latina (USD)	-6,6%	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-4,0%	10,5%	3,4%	1,7%

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

Ações

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 31/3/2024

		Última cotação	Variação	Intervalo dos últimos 10 anos			Rentabilidade			Rentabilidade anualizada			
			12 meses	Mínimo	Intervalo	Máximo	2022	2023	YTD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	5.254		1.884		5.254	-19,4%	24,2%	10,2%	27,9%	9,8%	12,9%	10,8%
	DOW JONES INDUS.	39.807		16.285		39.807	-8,8%	13,7%	5,6%	19,6%	6,5%	8,7%	9,2%
	NASDAQ	16.379		4.115		16.379	-33,1%	43,4%	9,1%	34,0%	7,3%	15,9%	14,4%
Europa	Stoxx 50	513		2.701		4.428	-12,9%	12,7%	7,0%	12,0%	6,1%	6,0%	4,3%
	Zona Euro (EuroStoxx)	5.083		2.787		5.083	-11,7%	19,2%	12,4%	17,8%	9,1%	8,5%	4,8%
	Espanha (IBEX 35)	11.075		6.452		11.521	-5,6%	22,8%	9,6%	20,0%	8,9%	3,5%	0,6%
	França (CAC 40)	8.206		4.233		8.206	-9,5%	16,5%	8,8%	12,1%	10,6%	8,7%	6,4%
	Alemanha (DAX)	18.492		9.327		18.492	-12,3%	20,3%	10,4%	18,3%	7,2%	9,6%	6,8%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.953		5.577		7.953	0,9%	3,8%	2,8%	4,2%	5,8%	1,7%	1,8%
	Itália (MIB)	34.750		16.198		34.750	-13,3%	28,0%	14,5%	28,2%	12,1%	10,1%	4,7%
	Portugal (PSI 20)	6.281		3.945		7.457	2,8%	11,7%	-1,8%	3,9%	8,4%	3,6%	-2,1%
	Suíça (SMI)	11.730		7.808		12.876	-16,7%	3,8%	5,3%	5,6%	2,0%	4,2%	3,3%
América Latina	México (MEXBOL)	57.369		34.555		57.386	-9,0%	18,4%	0,0%	6,4%	6,7%	5,6%	3,6%
	Brasil (IBOVESPA)	128.106		40.406		134.185	4,7%	22,3%	-4,5%	25,7%	3,2%	5,9%	9,8%
	Argentina (MERVAL)	1.213.485		6.782		1.260.563	142,0%	360,1%	30,5%	393,9%	193,5%	105,6%	68,9%
	Chile (IPSA)	6.644		3.487		6.644	22,1%	17,8%	7,2%	24,8%	10,7%	4,8%	5,8%
Ásia	Japão (NIKKEI)	40.369		14.304		40.369	-9,4%	28,2%	20,6%	44,0%	11,4%	13,4%	10,6%
	Hong Kong (HANG SENG)	16.541		14.687		32.887	-15,5%	-13,8%	-3,0%	-18,9%	-16,5%	-11,0%	-3,0%
	Coreia do Sul (KOSPI)	2.747		1.755		3.297	-24,9%	18,7%	3,4%	10,9%	-3,6%	4,8%	3,3%
	Índia (Sensex)	73.651		22.418		73.651	4,4%	18,7%	2,0%	24,9%	14,2%	13,6%	12,6%
	China (CSI)	3.537		2.156		5.352	-21,6%	-11,4%	3,1%	-12,7%	-11,2%	-2,3%	5,0%
Mundo	MSCI Global	3.438		1.547		3.438	-19,5%	21,8%	8,5%	23,2%	6,9%	10,0%	7,4%

Ações por estilo e por setor.

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 31/3/2024

	Última cotação	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado				Rácios	
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2022	2023	YTD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Cotação/Dividendo)	Rendimento de Dividendos
MSCI Global	3.438		1.547		3.438	-19,5%	21,8%	8,5%	23,2%	6,9%	10,0%	7,4%	19,39	1,79
Fator														
MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	1.488		978		1.488	-7,4%	6,0%	4,7%	10,1%	3,2%	4,0%	3,0%	14,23	3,51
MSCI - Dinâmica Global	4.318		1.387		4.318	-17,8%	11,8%	20,1%	36,0%	8,0%	12,7%	11,8%	22,52	1,10
MSCI - Qualidade Global	4.663		1.419		4.663	-22,2%	32,4%	11,6%	33,6%	12,0%	15,5%	12,7%	24,32	1,40
MSCI - Volatilidade Mínima Global	4.842		2.348		4.842	-9,8%	7,4%	5,6%	11,1%	4,9%	5,9%	7,7%	17,70	2,42
MSCI - Valor Mundial	13.252		6.429		13.252	-6,5%	11,5%	7,5%	18,8%	7,6%	8,1%	6,4%	14,66	2,86
MSCI - Pequena Capitalização Global	683		318		705	-18,8%	15,8%	4,4%	15,9%	1,3%	7,6%	6,8%	17,70	2,04
MSCI - Crescimento Global	10.363		3.358		10.363	-29,2%	37,0%	10,2%	31,2%	8,9%	14,8%	11,9%	27,94	0,78
Setor														
Energia	505		164		505	46,0%	-2,5%	9,8%	16,5%	23,6%	8,7%	2,8%	11,76	3,65
Materiais	608		229		608	-10,7%	-12,9%	3,3%	11,8%	5,2%	9,8%	6,5%	17,88	2,71
Industriais	597		238		597	-13,2%	-18,8%	9,6%	26,1%	8,2%	10,9%	8,7%	20,85	1,70
Consumo Discrecional	571		214		595	-33,4%	-26,0%	6,8%	23,8%	3,0%	11,5%	10,1%	20,97	1,16
Bens de Primeira Necessidade	461		260		470	-6,1%	-2,3%	3,4%	2,2%	4,1%	5,8%	6,1%	18,68	2,87
Cuidados de Saúde	547		228		547	-5,4%	-3,6%	7,5%	13,3%	7,9%	10,3%	9,2%	19,51	1,74
Financeiros	296		125		296	-10,2%	-13,9%	10,5%	30,4%	9,2%	10,2%	7,3%	13,35	2,66
Tecnologias de Informação	812		137		812	-30,8%	-34,8%	12,3%	42,1%	15,1%	22,0%	19,2%	39,32	0,69
Imobiliário	1.969		1.235		2.450	-25,9%	-9,2%	-1,5%	7,0%	1,0%	2,4%	5,2%	29,87	3,85
Serviços de Comunicações	211		106		220	-36,9%	-31,3%	12,9%	39,2%	3,5%	10,5%	6,6%	19,52	1,05
Água, Gás, Eletricidade	316		186		331	-4,7%	-0,3%	1,3%	1,0%	1,9%	4,5%	5,3%	14,62	3,92

Obrigações soberanas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 31/3/2024

	Classi- ficação (S&P)	Taxas de juros			Variação 12 meses	Últimos 10 anos			10 anos		Pendente 10-2 anos
		B. Central	2 anos	10 anos		Mínimo	Intervalo	Máximo	YTD	A 1 ano	
Desenvolvidos											
EUA	AA+	5,50%	4,62%	4,20%		0,53%		4,93%	32	78	-0,42
Alemanha	AAA	4,00%	2,85%	2,30%		-0,70%		2,84%	27	-2	-0,55
França	AA	4,00%	2,84%	2,81%		-0,40%		3,43%	25	-8	-0,03
Itália	BBB	4,00%	3,43%	3,68%		0,54%		4,78%	-2	-50	0,25
Espanha	A	4,00%	3,02%	3,16%		0,05%		3,93%	17	-20	0,15
Reino Unido	AA	5,25%	4,17%	3,93%		0,10%		4,51%	40	21	-0,24
Grécia	BBB-	4,00%	n.d.	3,38%		0,61%		15,42%	32	-80	n.d.
Portugal	A-	4,00%	2,77%	3,01%		0,03%		4,19%	35	-13	0,24
Suíça	AAA	1,50%	0,86%	0,63%		-1,05%		1,58%	-3	-38	-0,23
Japão	A+	-0,10%	0,19%	0,73%		-0,27%		0,95%	11	33	0,54
Emergentes											
Brasil	BB	10,75%	10,04%	11,09%		6,49%		16,51%	73	-125	1,06
México	BBB	11,00%	10,08%	9,30%		5,24%		10,20%	34	51	-0,79
Chile	A	7,25%	5,66%	5,87%		2,19%		6,79%	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	CCC	80,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	12,25%	8,04%	10,18%		5,39%		13,79%	22	n.d.	2,13
Turquia	B	50,00%	41,20%	n.d.		6,98%		26,37%	n.d.	n.d.	n.d.
Polónia	A-	5,75%	5,15%	5,44%		1,16%		8,37%	24	-46	0,29
China	A+	2,45%	1,90%	2,29%		2,29%		4,34%	-27	-49	0,39
Índia	BBB-	6,50%	n.d.	7,05%		5,84%		8,83%	-13	-6	n.d.

* Taxa de intervenção, exceto nos países da Zona Euro, onde se usa a facilidade permanente de depósito.

Divisas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 31/3/2024

	Última cotação	Variação 12 meses	Últimos 10 anos		Retorno		Retorno anualizado			
			Baixo	Intervalo	Elevado	YTD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUR / USD	1,0790		0,98		1,39	-2,3%	-0,5%	-2,7%	-0,8%	-2,4%
EUR / GBP	0,85		0,70		0,92	1,4%	-2,7%	0,1%	0,0%	0,3%
EUR / CHF	0,97		0,93		1,22	-4,5%	2,0%	4,4%	2,9%	2,3%
EUR / JPY	163		114		163	4,9%	-11,8%	-7,4%	-5,2%	-1,3%
EUR / PLN	4,29		4,04		4,86	1,2%	9,1%	2,6%	0,0%	-0,3%
GBP / USD	1,26		1,12		1,71	-0,8%	2,3%	-2,9%	-0,7%	-2,7%
USD / CHF	0,90		0,84		1,03	-6,7%	1,5%	1,5%	2,1%	-0,2%
USD / JPY	151		101		152	-6,8%	-12,2%	-9,9%	-6,0%	-3,7%
USD / MXN	16,56		12,86		24,17	2,5%	9,0%	7,3%	2,9%	-2,4%
USD / ARS	857,67		8,00		857,67	-5,7%	-75,6%	-52,5%	-45,1%	-37,3%
USD / CLP	979		553		979	-10,2%	-18,8%	-9,8%	-7,3%	-5,6%
USD / BRL	5,01		2,21		5,75	-3,1%	1,0%	4,0%	-5,1%	-7,7%
USD / COP	3,852		1,877		4,940	0,1%	20,0%	-1,3%	-4,0%	-6,5%
USD / CNY	7,22		6,11		7,32	-1,7%	-4,8%	-3,2%	-1,5%	-1,5%
EUR / SEK	11,51		9,02		11,88	-3,2%	-2,0%	-3,8%	-2,0%	-2,5%
EUR / NOK	11,69		8,12		11,85	-4,0%	-2,9%	-5,0%	-3,8%	-3,4%

Matérias primas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

	Última cotação	Variação 12 meses	Intervalo dos últimos 10 anos			Rentabilidade			Rentabilidade anualizada			
			Mínimo	Intervalo	Máximo	2022	2023	YTD	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo bruto (Brent)	87,0		18		124	5,5%	-4,6%	12,1%	10,0%	11,5%	7,9%	-5,5%
Petróleo (W. Texas)	83,2		19		115	4,2%	-10,7%	16,1%	9,9%	12,0%	10,5%	-6,4%
Ouro	2,217,4		1,060		2,217	-0,1%	13,4%	7,0%	12,6%	9,0%	19,8%	20,1%
Cobre	8,867,0		4,561		10,375	-13,9%	2,2%	3,6%	-1,4%	0,3%	11,1%	10,0%
Índice CRB	290,3		117		317	19,5%	-5,0%	10,0%	8,4%	16,2%	16,1%	-1,3%
Gás Natural (EUA)	1,8		2		5	34,5%	-37,7%	-25,5%	-45,3%	-9,4%	-13,4%	-29,0%
Gás Natural (Europa)	27,3		13		116	207,5%	-56,4%	-14,8%	-50,5%	22,0%	17,1%	n.d.

"Tabela periódica" de rentabilidade dos ativos

Ativo	Índice de referência	Retornos do Ano Civil										
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 YTD
Ações dos EUA	S&P 500 RT	16,7%	12,1%	14,8%	37,3%	2,6%	31,5%	18,4%	38,5%	22,0%	28,3%	18,1%
Ações do Japão	RT Topix	13,7%	6,4%	12,0%	22,4%	2,4%	28,2%	18,3%	28,7%	0,1%	28,0%	12,8%
Ações de Espanha	Ibex35 RT	10,3%	1,6%	11,2%	22,2%	-0,4%	27,7%	15,9%	23,2%	-2,0%	26,3%	11,5%
Ações de Mercados Emergentes	MSCI ME RT	10,3%	1,4%	9,7%	21,8%	-1,2%	18,4%	8,0%	21,8%	-2,5%	23,8%	10,6%
Ações da Europa	RT Eurostoxx50	8,6%	0,3%	7,5%	11,3%	-3,3%	18,1%	7,4%	12,7%	-9,5%	22,2%	10,6%
Commodities	RB RT Commodities	8,3%	-0,1%	4,8%	10,2%	-4,4%	16,6%	4,4%	10,8%	-13,2%	13,4%	8,9%
Índice Globais	MSCI RT Global	4,9%	-0,5%	4,2%	9,2%	-8,7%	13,7%	3,0%	1,4%	-14%	9,8%	2,4%
Índice da Europa	ERLO RT	4,0%	-0,9%	4,0%	2,5%	-10,7%	11,8%	2,7%	-0,5%	-17,7%	8,0%	1,5%
Liquidez EUR	RT Eonia	0,1%	-3,5%	3,7%	1,7%	-11,5%	8,6%	-0,5%	-1,1%	-17,8%	6,9%	1,0%
Elevado Rendimento Global	RT HW00	-0,1%	-4,2%	2,6%	1,1%	-12,0%	6,3%	-3,2%	-2,50%	-18,1%	5,6%	0,4%
Governo de Espanha	ESPAÑHA 10 ANOS	-2,2%	-14,9%	0,3%	-0,4%	-14,6%	3,0%	-9,3%	-2,7%	-18,1%	3,4%	-0,3%
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-17,9%	-23,4%	-0,3%	-1,4%	-16,0%	-0,4%	-12,7%	-3,1%	-20,1%	0,0%	-1,4%

* Dados a 31/03/2024

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

Equipa Global. Estratégia de Investimento.

Santander Private Banking.



 Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA

 Felipe Arrizubieta

 Kevin Esteban Iglesias

 Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 Jorge Suárez, CFA

 Michelle Chan

 Olivia Estrugo

 Gustavo Schwartzmann

 Christiano Clemente

 Priscila Deliberalli

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Bruno Almeida

 Carlos Mansur

 Piotr Tukendorf

 Míriam Thaler

 Javier Martín-Pliego

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

Aviso Legal:

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

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

O Santander não oferece quaisquer garantias em relação a quaisquer previsões ou opiniões de mercado, ou em relação aos Ativos Financeiros referidos neste relatório, inclusive no que diz respeito ao seu desempenho atual ou futuro. O desempenho passado ou presente de quaisquer mercados ou Ativos Financeiros pode não constituir um indicador do desempenho futuro de tais mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste relatório podem não ser elegíveis para venda ou distribuição em certas jurisdições ou a certas categorias ou tipos de investidores.

Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de um Ativo Financeiro

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

Num dado momento, o Santander (ou os seus colaboradores) pode ter a sua posição alinhada ou ser contrária ao que é declarado neste documento em relação aos Ativos Financeiros, ou negociar como mandante ou mandatário em relação aos Ativos Financeiros relevantes ou fornecer consultoria ou outros serviços a um emissor de Ativos Financeiros relevantes ou a uma empresa ligada a um emissor dos mesmos.

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

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



Levando a sua riqueza mais longe