



CBH | Investment
Management

ESTUDO

QUARTERLY INSIGHT

4º Trimestre 2023



Face Lift - Larry Otoo
2010. Acrílico sobre tela 118 x 146 cm
© CBH Coleção privada
Foto: P. Bitz

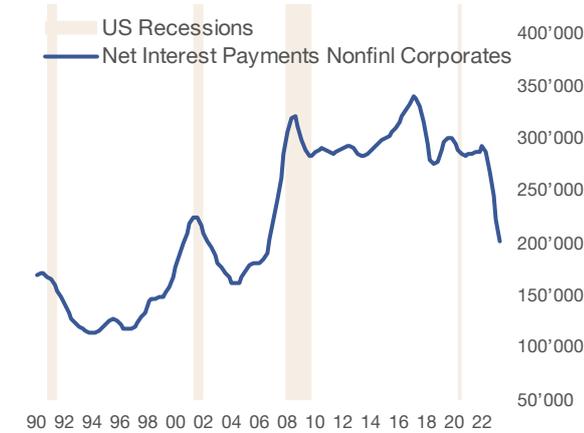
Conteúdo

Não é diferente, apenas mais longo	1
Perspetivas macroeconómicas	2
Estratégia de investimento	5
Ações	5
Taxas	6
Crédito	6
Moedas	7
Visão por classe de ativos	9

Não é diferente, apenas mais longo

O atual ciclo económico pós-pandemia é único em muitos aspetos, e a resiliência da economia dos EUA surpreendeu os mercados financeiros quando, há um ano, muitos especialistas previam uma recessão iminente. Embora tenhamos observado o maior aperto da Reserva Federal (Fed) nos últimos 50 anos, o rescaldo económico do choque da Covid-19 levou a um maior atraso na transmissão à economia real. Será que este ciclo não é diferente, mas que será necessário mais tempo para discernir as consequências de taxas de juro mais elevadas?

O peso da dívida das empresas dos EUA diminuiu desde 2021



Pre vemos que vários pilares da resiliência da economia dos EUA se desvançam, o que poderá travar os gastos das famílias e das empresas. Estamos apenas a começar a perceber alguns dos efeitos negativos das taxas de juro mais elevadas nas finanças das famílias e nos empréstimos das empresas. Embora se espere que a tendência desinflationista continue nos EUA, embora a um ritmo mais lento, o mercado de trabalho continua a ser apertado em relação aos padrões históricos. Estão a surgir algumas fissuras, mas poderá demorar algum tempo até que se verifiquem salários mais baixos e um desemprego mais elevado.

A Fed está a aproximar-se do ponto final do seu ciclo de aperto excepcionalmente acentuado, mas está a preparar o mercado para uma era de taxas de juro diretores "mais elevadas durante mais tempo". Se a Fed mantiver condições monetárias restritivas durante um período prolongado, a

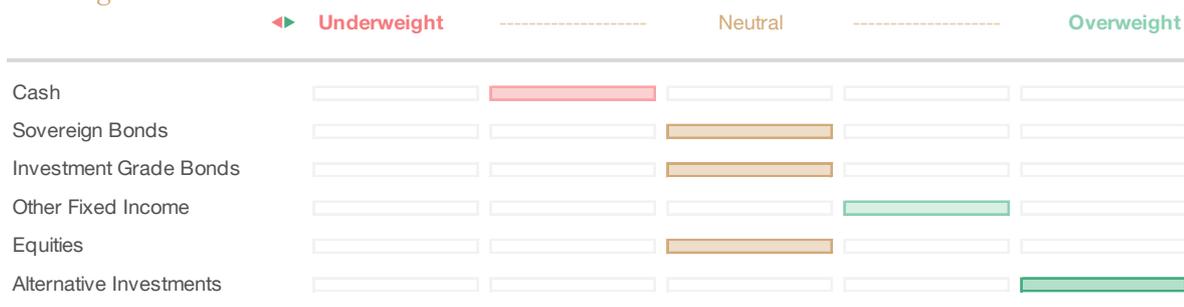
probabilidade de aumento dos danos económicos é elevada. Por conseguinte, embora a economia dos EUA se tenha mantido robusta, poderá não continuar a ser imune a condições monetárias mais restritivas no futuro.

Estes são tempos interessantes para os responsáveis pela afetação de ativos. O rendimento fixo está novamente a oferecer um rendimento decente e recuperou algumas das suas virtudes de diversificação. As ações já sofreram uma breve e superficial recessão dos lucros, e a avaliação dos lucros futuros pelo mercado é muito otimista. Além disso, o entusiasmo pela inteligência artificial generativa está a influenciar profundamente as ações mundiais, uma vez que afeta as maiores empresas públicas do mundo, que têm agora uma importância exagerada nos índices de referência das ações mundiais. As muitas correntes cruzadas e deslocções macro e micro também proporcionam um conjunto de oportunidades formidável para investimentos alternativos, como os fundos de retorno absoluto e os investimentos privados.

Pela nossa parte, mantemo-nos neutros em relação às ações. Continuamos a privilegiar as ações norte-americanas, apesar da tensão entre as perspetivas macroeconómicas, que favorecem os defensivos, e a tendência de subida incessante das ações de crescimento das mega-capitalizações. Somos neutros em relação às ações europeias, uma vez que as perspetivas macroeconómicas sombrias para o Velho Continente são contrabalançadas por valorizações atrativas. Também permanecemos neutros em relação às ações dos mercados emergentes. No entanto, os recentes desenvolvimentos macroeconómicos estão a empurrar-nos para o ponto de revisão em baixa. Durante o terceiro trimestre, reduzimos a classificação da China para neutra, uma vez que o cenário económico se deteriorou e a dinâmica dos preços enfraqueceu ainda mais. Embora as ações japonesas estejam de novo no radar dos investidores globais, ainda não estamos preparados para voltar a entrar neste mercado após décadas de fraco desempenho.

De momento, estamos neutros em relação à duração das obrigações soberanas, com uma abordagem "barbell". No futuro, as perspetivas de aumento da inclinação da curva de rendimentos ditarão o nosso posicionamento na curva do Tesouro. No que respeita ao crédito, mantemo-nos cautelosos em relação ao alto rendimento, uma vez que os spreads de crédito não são suficientemente amplos no contexto da crescente tensão financeira no sistema. Continuamos a privilegiar as obrigações de empresas com grau de investimento como principal fonte de rendimento.

Estratégia de investimento



◀ Indicates the last change. Number of triangles indicates the movement magnitude

Perspetivas macroeconómicas

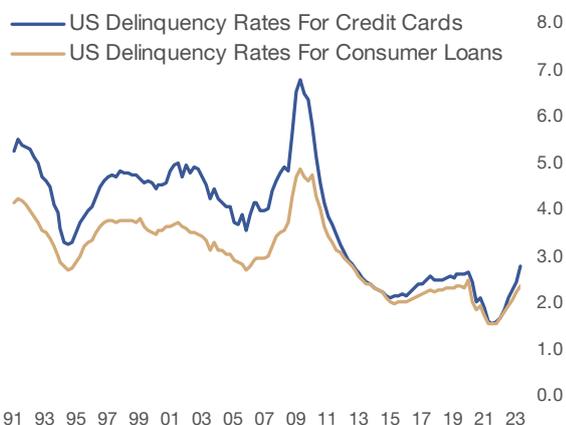
Economia dos EUA continua presa em correntes cruzadas

A economia dos EUA voltou a revelar-se notavelmente resistente durante o verão e é provável que o terceiro trimestre volte a registar um forte crescimento. Apesar da política monetária restritiva mais agressiva desde a década de 1980, este ciclo induzido pela pandemia é único e o desfasamento na transmissão à economia real parece ser mais longo do que em anteriores episódios de contenção. Consequentemente, a economia americana parece ter sido menos sensível a taxas de juro mais elevadas e tem sido mantida à tona por três fatores de apoio principais.

Em primeiro lugar, as famílias e as empresas aproveitaram o período de taxas de juro ultrabaixas (1T20-1T22) para refinar agressivamente a sua dívida a prazos mais longos, atenuando assim significativamente o impacto da subida das taxas diretas no curto prazo. Em segundo lugar, as generosas medidas de estímulo durante a pandemia geraram um grande excesso de poupança das famílias, proporcionando amortecedores significativos para absorver choques de rendimento e financiar o consumo. Em terceiro lugar, a pandemia conduziu a uma rigidez sem precedentes no mercado de trabalho, e a procura de emprego está a normalizar-se com menos vagas em vez de redução do emprego, mantendo os rendimentos do trabalho robustos.

A medida que o mercado foi gradualmente avaliando a resiliência da economia dos EUA no primeiro semestre, a narrativa consensual mudou drasticamente de uma recessão certa para uma aterragem suave. Esta visão otimista permeou todas as classes de ativos, como evidenciado pelos spreads de crédito apertados e pelas expectativas otimistas de lucros das empresas americanas. No entanto, à medida que nos aproximamos do final do ano, esta narrativa pode ser abalada, uma vez que muitos dos fatores subjacentes à recente resiliência estão a deteriorar-se. Em termos simples, acreditamos que o aperto da Fed acabará por prejudicar a economia dos EUA.

Aumento do stress financeiro para os consumidores dos EUA



Há cada vez mais provas de que o stress financeiro das famílias está a aumentar à medida que as taxas mais elevadas continuam a chegar aos mutuários, aumentando

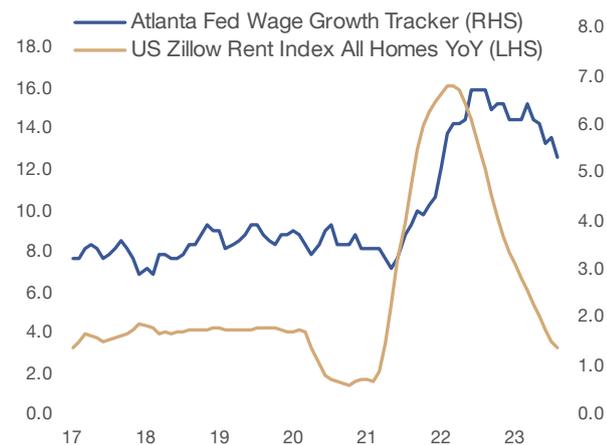
o peso do serviço da dívida. Esta tendência é evidenciada pelo aumento das taxas de inadimplência nos cartões de crédito e nos empréstimos para compra de automóveis. Os bancos continuam a comunicar o endurecimento dos critérios de concessão de empréstimos, o que resulta num abrandamento significativo do crescimento dos empréstimos às empresas. Como as empresas terão de refinar a taxas mais elevadas, o investimento e a procura de mão de obra serão afetados. Uma nota recente da Fed referiu que a percentagem de empresas não financeiras em dificuldades financeiras atingiu níveis mais elevados do que nos anteriores ciclos de contração desde a década de 1970. Com mais empresas em dificuldades, é provável que já tenha começado um ciclo de incumprimento.

O excesso de poupanças das famílias da era da pandemia está em vias de se esgotar no próximo trimestre. Além disso, os pagamentos da dívida dos estudantes (46 milhões de titulares, num total de 1,77 bilhões de dólares), que estão suspensos desde março de 2020, serão retomados em outubro, provocando um choque negativo nos fluxos de tesouraria para o rendimento disponível e aumentando as forças que poderão fazer baixar as despesas. Estamos também a assistir ao aparecimento de sinais de fraqueza no mercado de trabalho. A procura de trabalhadores está a diminuir ao mesmo tempo que mais pessoas se juntam à força de trabalho, o que leva a uma queda no rácio entre vagas de emprego e desempregados. Estamos a observar uma desaceleração significativa nas condições cíclicas do trabalho (fonte: [businesscycle.com](https://www.businesscycle.com)), como evidenciado por um declínio de 7,6% nos empregos temporários desde o máximo de 2022 e uma diminuição gradual na média de horas semanais à medida que os empregadores se ajustam à procura mais fraca.

No entanto, continuam a existir alguns ventos fortes que poderão sustentar o ciclo económico dos EUA. Apesar do fim da desinflação "fácil" resultante da normalização das cadeias de abastecimento e da rápida queda dos preços das matérias-primas, esperamos mais forças desinflacionistas no futuro. O rendimento disponível real deverá ser sustentado por uma queda da inflação mais rápida do que a dos salários, apoiando assim a confiança dos consumidores e as despesas das famílias.

Embora o núcleo do Índice de Preços no Consumidor (IPC) esteja a diminuir a um ritmo mais lento do que a inflação global devido aos fortes serviços, os principais indicadores relativos a rendas e habitação apontam para um abrandamento das pressões inflacionistas nesta componente, que representa 40% do cabaz do núcleo. Os dados privados de empresas de mercado, como a *Zillow*, mostram que as rendas já abrandaram significativamente, mas os dados governamentais atrasados ainda não refletem esta tendência. Prevemos também que a inflação "supercore", ou seja, a inflação subjacente excluindo os abrigos, o indicador de inflação favorito do Fed, desça abaixo dos 4% nos próximos meses. Espera-se que os salários, o maior custo para as empresas de serviços essenciais não relacionados com a habitação, diminuam gradualmente na sequência da fraqueza do mercado de trabalho.

Os principais componentes do núcleo da inflação apontam para uma descida

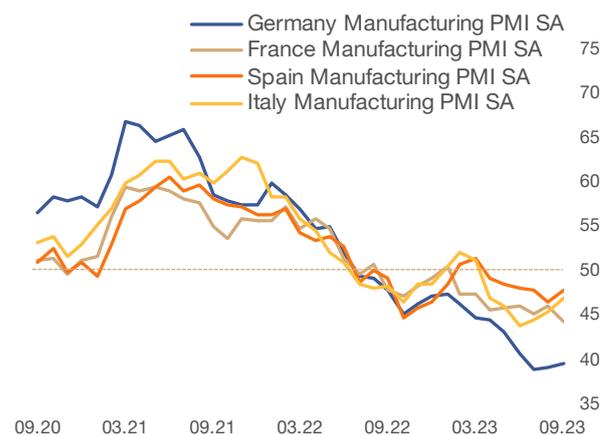


A Reserva Federal enfrenta a delicada tarefa de calibrar a sua política monetária com precisão suficiente para garantir que um abrandamento não se transforme numa contração. No entanto, a experiência do passado mostra que, quando o ciclo começa a abrandar em resposta a taxas mais elevadas, tende a ultrapassar o limite da recessão. À medida que as empresas cortam custos em resposta ao impacto desfasado do aperto monetário, o desemprego aumenta e as famílias tornam-se cautelosas, levando a mais austeridade e despedimentos, o que resulta numa maior cautela das famílias. A nossa opinião é que a probabilidade de uma recessão nos EUA nos próximos 12 meses é semelhante à de uma moeda ao ar, devido ao equilíbrio entre fatores positivos e negativos.

Abrandamento da economia da zona euro

À medida que a contração monetária do Banco Central Europeu (BCE) começa a ter impacto na economia, o crédito bancário está a abrandar e a massa monetária está a diminuir. Além disso, os serviços, anteriormente resilientes, enfraqueceram nos últimos meses, levando provavelmente a zona euro (ZE) a entrar em contração no terceiro trimestre. Os dados macroeconómicos deterioraram-se acentuadamente na ZE durante o verão, com a Alemanha, a França, a Itália e a Espanha a rondarem a recessão. Alguns dos principais indicadores estão profundamente em território de contração e o consenso de crescimento do PIB para 2024 foi revisto em baixa de 1% para 0,8%. Na Alemanha, o motor histórico de crescimento da região, a atividade industrial está a abrandar acentuadamente, com o Índice de Gestores de Compras ("PMI") da indústria transformadora a situar-se abaixo de 40, afetado negativamente pela deterioração do ciclo na China devido à fraca procura de exportações. A principal questão para a ZE parece ser a duração e a profundidade da contração.

Indicadores avançados em território de contração



Embora a inflação global continue a descer, devido a descidas significativas dos preços dos produtos alimentares e da energia, a inflação subjacente continua a ser mais rígida, uma vez que o mercado de trabalho continua a ser historicamente apertado e continua a ser um fator de pressão inflacionista. Os salários continuam a aumentar para compensar as perdas de rendimento real registadas nos últimos dezoito meses. Combinada com o aumento dos custos unitários do trabalho, esta tendência representa um desafio para o BCE, que se esforça por reconduzir a inflação ao seu nível objetivo.

Consequentemente, o BCE aumentou as taxas para 4% na sua reunião de setembro e sugeriu um cenário "mais alto por mais tempo", resultando numa perspetiva de crescimento sombria para a ZE. Há muito que especulávamos que o BCE iria aumentar as taxas para, pelo menos, 4%, uma vez que estava muito atrasado na sua luta contra a inflação. A recente subida dos preços do petróleo vem alimentar a situação, e novas tensões nos preços da energia durante o inverno continuam a ser uma possibilidade.

A economia chinesa está numa situação difícil

A nossa opinião sobre a situação macroeconómica na China deteriorou-se significativamente no terceiro trimestre. A confiança, a atividade industrial, as exportações e o consumo abrandaram ainda mais. Além disso, o desemprego dos jovens é superior a 20% e a economia está a flertar com a deflação. Com o impulso do crédito a tornar-se novamente negativo, o objetivo de crescimento de 5% fixado por Pequim para este ano parece menos provável de ser alcançado. Além disso, o sector imobiliário continua fraco e, como representa um terço da economia, a situação frágil tem potencial para se propagar a outras partes da economia. Também nos incomoda o facto de o Governo ter deixado de publicar muitas estatísticas que revelam tendências negativas.

O mercado imobiliário chinês continua fraco



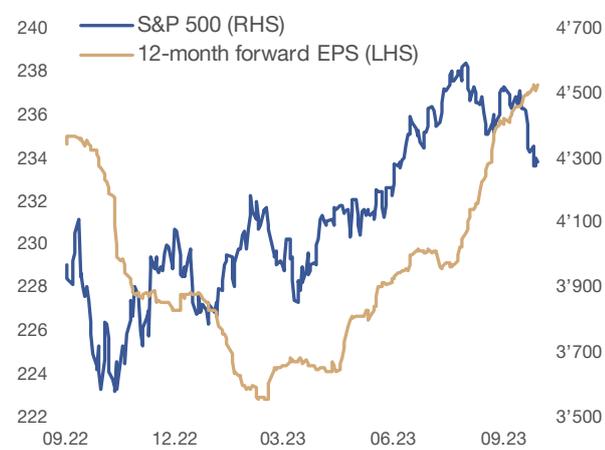
A narrativa sobre a China continua a centrar-se em medidas políticas de apoio, mas, por enquanto, as autoridades parecem ter adotado uma política de medidas específicas e em pequena escala para evitar alimentar novos excessos. A "grande bazuca" parece estar muito longe, uma vez que os decisores políticos chineses parecem favorecer o princípio japonês do "Kaizen".

Estratégia de Investimento

Ações

Os lucros dos EUA têm sido bastante resilientes em 2021 e 2022, uma vez que as empresas aproveitaram o aumento dos custos dos fatores de produção para aumentar o poder de fixação de preços e as margens de lucro. Embora o lucro por ação (EPS) e a lucratividade tenham atingido um pico no ano passado, os lucros subsequentemente apenas se contraíram por três trimestres consecutivos. Esta "mini" recessão dos lucros provavelmente atingiu o seu ponto mais baixo no 2T23, com o EPS a diminuir apenas 6% contra -23% em média desde a década de 1990. Observamos que, desde fevereiro, a dinâmica dos lucros passou a ser positiva e o EPS a 12 meses apresentou uma tendência substancialmente mais elevada, uma vez que o mercado acionista dos EUA tem vindo a avaliar gradualmente uma perspetiva macroeconómica mais benigna.

As expectativas de resultados foram um suporte fundamental



A 18x, o rácio preço/lucro (P/L) a 12 meses para o S&P 500 parece esticado. É certo que a análise é distorcida pelas elevadas avaliações das ações de crescimento de grande capitalização. A 14x, o P/E a 12 meses para o S&P 500 Equal Weight parece de facto mais razoável e abaixo do nível mediano dos últimos 10 anos. Uma visão mais granular revela que mais de metade dos sectores dos EUA estão a negociar no quartil superior do seu intervalo de avaliação histórica. Em suma, a avaliação do vasto mercado de ações dos EUA é, na melhor das hipóteses, neutra e não é suficientemente atraente.

Dado que o mercado de ações dos EUA progrediu em grande parte com base na expansão múltipla em 2023, é fundamental que as expectativas de lucros sejam cumpridas nos próximos trimestres para sustentar a recuperação. No entanto, acreditamos que a estimativa de 12% de crescimento dos lucros dos EUA para 2024 coloca a fasquia alta, colocando o mercado em risco de surpresas negativas, dados os muitos desafios macro que se avizinham. À medida que a contração monetária se repercute na economia real, esperamos que os custos de financiamento mais elevados pesem sobre as margens de lucro nos próximos trimestres. A partir daqui, é provável que o poder de fixação de preços enfraqueça à medida que as pressões inflacionistas recuam e o cenário macroeconómico continua a ser difícil. Além disso, as empresas norte-americanas poderão ter dificuldade em

repercutir o aumento dos custos dos fatores de produção desta vez, devido ao recente aumento dos preços do petróleo.

As nossas perspetivas para os mercados de ações também têm em conta a estrutura do mercado. Ao nível do índice principal, as ações dos EUA estão a ter um excelente ano, com o S&P 500 a subir 13,06% e o Nasdaq 100 a subir 35,37% no final do terceiro trimestre. No entanto, por baixo do capô, o S&P 500 Equal Weight está apenas a subir 1,78%. É agora uma observação bastante popular que as ações de crescimento de mega-capacidade, designadas por "Magnificent 7" (Mag7: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms e Tesla), contribuíram em mais de 80% para os ganhos do S&P 500 nos primeiros três trimestres do ano. Acreditamos que a magnitude do desempenho superior do Mag7 resulta, em grande medida, da concentração dos investidores de retalho em ações grandes e populares do "topo do mercado". Este entusiasmo foi provavelmente reforçado pela loucura da IA generativa, que deverá beneficiar fortemente estas empresas. A dinâmica de auto-reforço foi provavelmente agravada pelos grandes investidores em ações.

Desempenho superior do Nasdaq face às pequenas empresas num novo máximo



Não consideramos que este domínio de um punhado de mega-capitalizações seja um cenário saudável. Além disso, os investidores têm de ter em conta que os populares índices de referência dos EUA e das ações mundiais apresentam agora uma acentuada tendência para o crescimento. Como se espera que o aumento das taxas reais pese sobre as avaliações e a liderança das ações de crescimento em particular, este é um risco fundamental que ameaça a espinha dorsal da atual recuperação.

Apesar de podermos assistir a uma tomada de lucros saudável no Mag7, este grupo apresenta uma tendência para a qualidade que deverá contribuir para que o seu desempenho superior se mantenha por mais tempo no contexto atual. Na nossa opinião, esta situação tem o potencial de amortecer ou mesmo absorver os ventos contrários macro e micro no último trimestre do ano. Dado este equilíbrio de correntes cruzadas para as ações dos

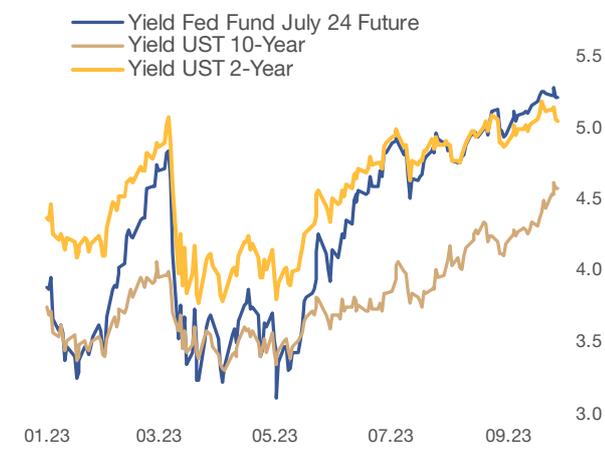
EUA, esperamos que as ações globais permaneçam num intervalo lateral volátil até ao final do ano.

Relativamente às ações fora dos EUA, mantemos a nossa posição neutra em relação às ações europeias. Embora as valorizações sejam atrativas, o cenário macroeconómico azedou recentemente. Além disso, enquanto as ações de crescimento global tiverem um desempenho superior, as ações europeias continuarão a ser um desafio devido à sua inclinação para o valor. Reduzimos a classificação das ações chinesas para neutra, uma vez que o modelo de crescimento chinês parece estar a ser posto em causa. Dito isto, reconhecemos que o mercado acionista chinês tem uma baixa sensibilidade às condições macroeconómicas locais. O lado positivo é que as valorizações continuam a ser atrativas, com o P/E a 12 meses do MSCI China a situar-se abaixo de 10 vezes. Como o mercado chinês tem sido o mercado de ações com pior desempenho este ano, o sentimento já está muito deprimido.

Taxas

Embora a Fed esteja provavelmente perto da sua taxa terminal, é provável que mantenha a taxa diretora máxima durante mais tempo do que em ciclos anteriores, principalmente devido à resiliência do mercado de trabalho. À medida que os mercados se foram ajustando para refletir as expectativas de uma aterragem suave e uma narrativa de taxas diretoras "mais elevadas durante mais tempo", a rentabilidade do contrato de fundos da Fed de julho de 2024 subiu de 3,1% em maio para 5,2% no final de setembro. Além disso, a curva de rendimentos 2Y/10Y acentuou-se substancialmente desde o final de julho, uma vez que o rendimento a 10 anos subiu, enquanto o rendimento a 2 anos se manteve relativamente estável. Acreditamos que a quebra do rendimento dos UST a 10 anos para um novo pico cíclico é um desenvolvimento macro significativo que põe fim à visão consensual que anteriormente via os rendimentos máximos em outubro de 2022. Este aumento da inclinação da curva é bastante estranho nesta fase do ciclo e acreditamos que é impulsionado por preocupações com a dinâmica fiscal dos EUA, maior oferta de obrigações dos EUA e uma redução da notação do governo federal dos EUA.

Reavaliação acentuada da trajetória da Fed desde maio



Reconhecemos que é tentador aumentar a duração nesta fase, uma vez que as taxas de rentabilidade das

obrigações atingem normalmente um pico perto da última subida de um ciclo de aperto. No entanto, dado que vimos as taxas de rentabilidade a mais longo prazo a subir de forma decisiva em setembro e que a curva de rendimentos tem mais espaço para se inclinar, acreditamos que é melhor manter a paciência. Apesar da narrativa de "mais alto por mais tempo", em algum momento o Fed precisará cortar as taxas para amortecer o golpe de uma desaceleração que ele mesmo criou. Assim, é provável que a curva de rendimentos dos EUA se torne mais íngreme, uma vez que as descidas das taxas se concentrarão provavelmente na parte da frente da curva e não na parte de trás, o que poderá levar a um desempenho superior dos títulos de maturidades mais curtas. As obrigações de curta duração também parecem ser um melhor diversificador para as ações na configuração atual, tornando-as particularmente atrativas em carteiras multi-ativos.

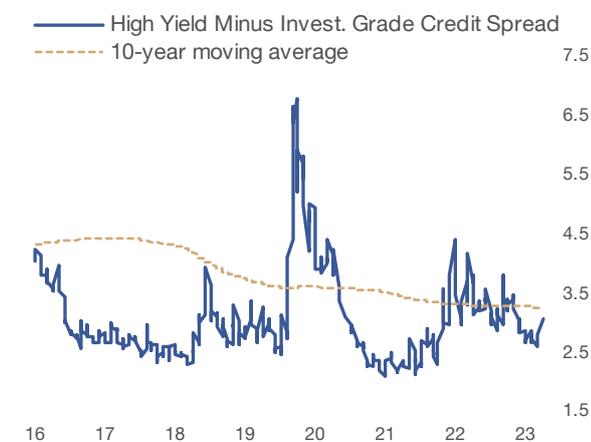
A evolução das expectativas do BCE foi menos dramática, subindo apenas de 3,3% para 3,7% entre o final de julho e meados de setembro e permanecendo bastante estável apesar da subida surpresa para 4% na última reunião do BCE. Na nossa opinião, existe uma maior probabilidade de o BCE ter chegado ao fim do seu ciclo de aperto em setembro e de haver mais pressão para reduzir as taxas antes dos EUA, uma vez que o ciclo económico está a afundar-se. Entretanto, mantemos uma postura de curta duração, uma vez que a curva da Zona Euro permanece invertida e espera-se que se torne mais acentuada, levando a um provável desempenho superior das obrigações soberanas de curto prazo. No entanto, se o rendimento dos Bunds alemães a 10 anos atingir os 3%, uma abordagem "barbell", ou seja, investir tanto em obrigações do estado a curto prazo como a mais longo prazo, seria atrativa, mas ainda não chegámos a esse ponto.

Crédito

O alto rendimento teve um desempenho muito superior em 2023, uma vez que a classe de ativos beneficiou da fixação de preços do cenário de aterragem suave que impulsionou todos os ativos de risco. A narrativa em alta para o alto rendimento assenta principalmente numa taxa de incumprimento ainda baixa, numa geração estável de rendimentos operacionais e em necessidades de refinanciamento apenas distantes em 2025-2026. Embora este resultado possa explicar o desempenho recente, a situação pode mudar no futuro. Por conseguinte, mantemos a nossa perspetiva cautelosa em relação ao crédito, uma vez que o impacto negativo da contração monetária está apenas a começar a fazer-se sentir. À medida que o financiamento se torna mais caro, as empresas mais alavancadas estão a entrar em dificuldades, e estamos a observar um aumento nítido do número de pedidos de falência, bem como da taxa de incumprimento. Apesar destes riscos macro, o mercado do alto rendimento está profundamente enraizado em território de aterragem suave e os spreads de crédito permanecem demasiado apertados. Na nossa opinião, o alto rendimento global está caro, tendo em conta os riscos macroeconómicos crescentes, e os spreads de crédito não são suficientemente alargados para compensar o risco. Mais ainda, o alto rendimento parece

caro em relação ao grau de investimento, uma vez que a diferença nos spreads de crédito permanece abaixo da média de longo prazo.

O alto rendimento dos EUA continua a parecer caro em comparação com o grau de investimento dos EUA



Por conseguinte, continuamos a centrar-nos no crédito empresarial de qualidade, principalmente no espaço de grau de investimento empresarial intermédio. A classe de ativos oferece um rendimento atrativo durante um período mais longo e deverá beneficiar da valorização dos preços se as taxas se mantiverem. Além disso, os títulos de grau investimento deverão ser mais imunes às crescentes tensões financeiras.

Estamos menos otimistas em relação à dívida emergente (EMD) em moeda forte. As taxas de juro americanas mais elevadas e um dólar mais forte têm sido, historicamente, os principais detratores da classe de ativos. Além disso, o complexo está sujeito a fluxos de carteira, e receamos que possa sofrer com o próximo período de risco. Os problemas económicos da China reforçam a nossa perspetiva cautelosa. Ainda assim, acreditamos que existem algumas oportunidades idiossincráticas atrativas na moeda local dos EMD, porque alguns países emergentes, como o Brasil, estão à frente do ciclo monetário e têm espaço para flexibilização monetária.

Embora sejamos cautelosos em relação às obrigações de alto rendimento globais, os investidores que procuram rendimentos podem optar por alto rendimento de curta duração. Acreditamos que a curva de rendimentos ainda invertida produz oportunidades atrativas no segmento curto do mercado de alto rendimento, uma vez que os rendimentos estão nos níveis mais elevados da última década e os preços iniciais ainda são historicamente baixos. Durante a era das taxas de juro zero, as empresas emitiram obrigações com cupões baixos que agora são negociadas com um grande desconto em relação ao valor nominal, uma vez que os rendimentos aumentaram significativamente no último ano. Estas obrigações deverão beneficiar do efeito "pull to par", uma vez que os preços convergem para o par na maturidade, conduzindo a ganhos de capital independentemente das flutuações das taxas de juro ou da economia. As obrigações de alto rendimento de curta duração têm uma probabilidade reduzida de serem afetadas negativamente por um abrandamento económico, uma vez que as obrigações com vida curta deixam menos tempo para a ocorrência de incumprimentos. Outra característica atrativa é que a

menor sensibilidade às taxas de juro torna a classe de ativos menos volátil do que o alto rendimento agregado.

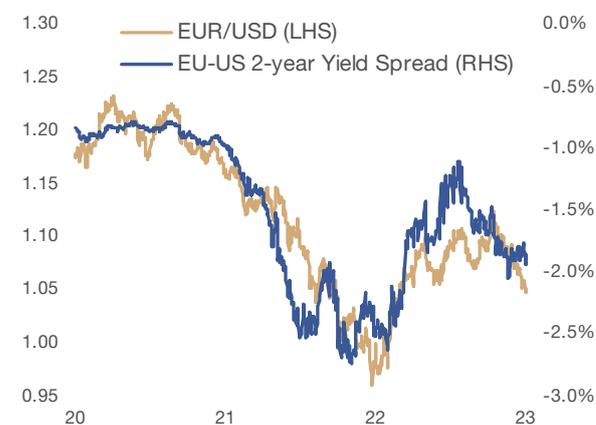
Moedas

Desde meados de julho, o dólar ganhou quase 7%, beneficiando do duplo vento de cauda das previsões de crescimento económico mais fortes e de uma reavaliação da taxa terminal da Fed para um nível mais elevado. Dado que a tendência da Reserva Federal continua a ser de "hawkish", o diferencial futuro das taxas do mercado monetário USD vs EUR para o final de 2024 aumentou cerca de 1% a favor do dólar.

Com a economia dos EUA a revelar-se mais resistente do que o esperado, a popular narrativa do "excepcionalismo dos EUA" regressou em força no terceiro trimestre, uma vez que o foco do mercado passou da trajetória relativa da política monetária para as perspetivas de crescimento. Como testemunho desta mudança, o EURUSD caiu na sequência da revisão em baixa das estimativas de crescimento do BCE na sua reunião de Setembro, apesar de ter registado uma subida surpreendente.

Esperamos que a economia dos EUA continue a ter um desempenho superior ao da ZE no quarto trimestre e que o dólar permaneça bem apoiado até ao final do ano. Ainda assim, após a recente queda do EURUSD, esperamos que a alça de 1,04 se mantenha. O lado positivo para o euro é que, num mundo em que as expectativas de crescimento são o maior impulsionador das taxas de câmbio, as expectativas de crescimento da Zona Euro já são terríveis em relação aos EUA e, provavelmente, bem cotadas. Assim, esperamos que o mercado se torne mais sensível a surpresas macro positivas para a economia da ZE, colocando um piso sob o EURUSD.

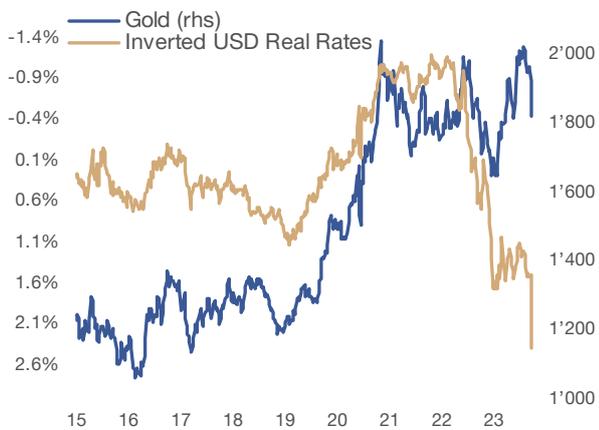
EUR/USD continua a ser impulsionado pelas expectativas relativas dos bancos centrais



As nossas perspetivas cautelosas para o ouro não se alteraram. O ouro foi dissociado das taxas reais entre novembro de 2022 e maio de 2023, sobretudo devido à procura de moeda de refúgio na sequência da turbulência bancária regional nos EUA e das perspetivas de recessão. Desde então, o ouro parece ter voltado a associar-se às taxas reais. Continuamos a assistir a um recuo da inflação e, por conseguinte, a um aumento gradual das taxas reais, que atua como um forte vento contrário. Além disso, a força renovada do dólar americano deverá pesar ainda mais sobre o metal amarelo. A dinâmica dos preços virou significativamente para baixo no final de setembro, com a quebra abaixo do apoio chave de 1880. O quadro técnico mais amplo aponta para um topo duplo perto de 2050-

2100. Os investidores continuam a reduzir a sua exposição, uma vez que as ações em circulação do maior ETF de ouro caíram para o nível de janeiro de 2020, quando o ouro à vista era negociado abaixo de 1600.

O ouro parece ter voltado a ser acoplado às taxas reais



Convicções macro

- A Fed e o BCE estão a aproximar-se do fim do seu ciclo de aperto e esperamos que a taxa máxima de política económica seja mantida durante mais tempo do que nos ciclos anteriores.
- As expectativas de cortes nas taxas da Fed e do BCE no 1S24 serão adiadas.
- Aumento das tensões no sistema financeiro decorrente da contração monetária dos bancos centrais.
- As ações desenvolvidas permanecerão voláteis, uma vez que se encontram entre correntes cruzadas.
- As ações relacionadas com a IA permanecerão em destaque no quarto trimestre.

Visão por classe de ativos

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

◀▶ Indicates the last change. Number of triangles indicates the movement magnitude

Presença geográfica

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



Geneva

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

Zurich

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

Luxembourg

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

London

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

Hong Kong

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

Nassau

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

Rio de Janeiro

Subsidiary
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

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

Tel Aviv

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

Declaração de exoneração de responsabilidade

Esta publicação tem um carácter meramente informativo e não constitui qualquer oferta, incentivo ou recomendação da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ou de qualquer outro membro do seu grupo. Em particular, esta publicação não constitui um prospeto e as informações publicadas não devem ser entendidas como uma oferta de venda de quaisquer valores mobiliários ou uma proposta de investimento de qualquer tipo.

Trata-se de informações de carácter geral baseadas em conhecimentos próprios, informações fornecidas por terceiros e fontes acessíveis ao público. Não é apenas o resultado de um estudo financeiro independente, pelo que não se aplicam os requisitos legais relativos à independência do estudo financeiro. As informações e opiniões expressas na presente publicação foram publicadas pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, à data da sua redacção e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio, em especial os preços indicados são atuais à data da presente publicação e estão igualmente sujeitos a alterações sem aviso prévio.

Os investimentos nas classes de ativos mencionados nesta publicação podem não ser adequados a todos os destinatários e podem não estar disponíveis em todos os países. Esta publicação não é dirigida nem se destina a ser distribuída ou utilizada por qualquer pessoa ou entidade que seja cidadã ou residente de, ou se encontre em, qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição onde essa distribuição, publicação, disponibilização ou utilização seja contrária à lei ou à regulamentação. Esta publicação foi preparada sem ter em conta os objetivos, a situação financeira ou as necessidades de qualquer investidor em particular. Antes de efetuar qualquer transação, os investidores devem considerar a adequação da transação às suas circunstâncias e objetivos individuais. Em caso de dúvida, os investidores devem procurar aconselhamento profissional, incluindo aconselhamento fiscal. O valor dos investimentos e o rendimento dos mesmos pode diminuir ou aumentar e não é garantido, pelo que os investidores podem não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode diminuir súbita e substancialmente; o desempenho passado não constitui um guia para o desempenho futuro; e os níveis e a base de tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar periodicamente. As alterações nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso no preço, valor ou rendimento de um investimento.

Tenha em atenção que o valor dos investimentos e o rendimento dos mesmos pode diminuir ou aumentar e não é garantido, pelo que pode não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode diminuir súbita e substancialmente; o desempenho passado não constitui um guia para o desempenho futuro; e os níveis e a base de tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar periodicamente. As alterações nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso no preço, valor ou rendimento de um investimento.

Não é feita qualquer representação relativamente à exatidão e integridade desta publicação, pelo que não se deve confiar nela. Os eventuais erros ou o carácter incompleto das informações contidas na presente publicação não constituem fundamento de responsabilidade. Nem a Compagnie Bancaire Helvétique SA nem quaisquer outros membros do seu grupo são responsáveis pelas informações contidas nesta publicação.

Esta publicação só pode ser distribuída em países onde a sua distribuição é legalmente permitida pelas entidades locais da CBH. Esta publicação não é dirigida a qualquer pessoa em qualquer jurisdição onde (devido à nacionalidade, residência ou outro motivo) tais publicações sejam proibidas.

Informações importantes sobre a distribuição

Suíça - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, uma entidade autorizada e regulamentada pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro Suíço (FINMA) na Suíça.

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

Hong-Kong - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, e é distribuída pela CBH Asia Limited em seu próprio nome aos seus clientes. A CBH Asia Limited é uma empresa licenciada pela Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) e registada na Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) e na Hong Kong Insurance Authority (IA).

Reino Unido - Esta publicação é distribuída aos clientes de e pela CBH Wealth UK Limited, autorizada e regulada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority [FRN 514546]. Este documento destina-se a fins de informação geral e não é considerado um estudo de investimento. Para obter informações completas sobre as comunicações da CBH Wealth UK Limited, visite o nosso sítio Web ou fale com o seu Gestor de Relações.

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

Esta publicação pode conter informações obtidas de terceiros, incluindo classificações, medidas de pontuação, preços e outros dados. A reprodução e distribuição de conteúdos de terceiros, sob qualquer forma, é proibida, exceto com a autorização prévia por escrito do terceiro em causa. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não garantem a exatidão, integridade, atualidade ou disponibilidade de quaisquer informações, incluindo classificações, e não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (negligentes ou não), independentemente da causa, ou pelos resultados obtidos com a utilização desses conteúdos. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não dão quaisquer garantias expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando a, quaisquer garantias de comercialização ou adequação a um determinado fim ou utilização. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não serão responsáveis por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, honorários legais ou perdas (incluindo perda de rendimentos ou lucros e custos de oportunidade) relacionados com qualquer utilização dos seus conteúdos, incluindo notações. As notações de crédito são declarações de opiniões e não são declarações de factos ou recomendações para comprar, manter ou vender títulos. Não se referem ao valor de mercado dos títulos ou à adequação dos títulos para efeitos de investimento e não devem ser consideradas como conselhos de investimento.

Esta publicação está protegida por direitos de autor e direitos de base de dados e não pode ser reproduzida, distribuída ou publicada por qualquer pessoa, para qualquer fim, sem o consentimento expresso prévio da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Todos os direitos são reservados.

Todos os dados a 3 de Outubro de 2023
Publicado em 6 de Outubro de 2023

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

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

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com