



CBH | Investment
Management

ESTUDO

QUARTERLY INSIGHT

3º Trimestre 2023



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

Conteúdo

Uma economia americana ainda resiliente apesar das taxas mais elevadas	1
Perspectivas macroeconómicas	2
Estratégia de investimento	5
Ações	5
Taxas	6
Crédito	6
Moedas	7
Visão por classe de ativos	9

Uma economia americana ainda resiliente apesar das taxas mais elevadas

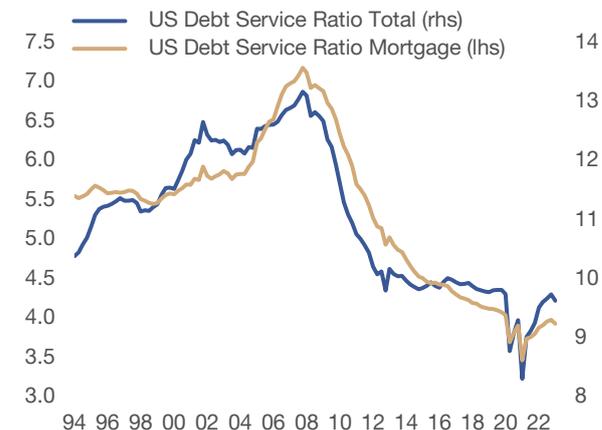
Desde o verão passado, o consenso tem sido o de uma recessão iminente nos EUA, com os especialistas a esperarem, logicamente, que o aperto monetário agressivo da Fed restringisse a procura e pesasse sobre o crescimento. No entanto, a mais esperada recessão dos EUA em décadas continua a ser adiada e, no segundo trimestre, a economia americana provou mais uma vez ser mais resistente do que o esperado. Vemos várias razões pelas quais a economia dos EUA tem provado que os pessimistas estão errados até agora.

Em primeiro lugar, a pandemia causou estragos na ciclicidade normal dos diferentes segmentos da economia dos EUA, uma vez que estes não entraram em colapso e recuperaram de forma sincronizada. Embora a atividade industrial esteja claramente em contração nos EUA, os serviços mantiveram-se fortes este ano, contribuindo para manter a economia à tona. No entanto, o que poderíamos interpretar como uma recessão na indústria transformadora poderia ser, em vez disso, a convergência dos sectores relacionados com os bens para os seus níveis de tendência pré-pandémicos. Na nossa opinião, à medida que a economia norte-americana pós-pandemia se normaliza, tem vindo a registar uma série de contrações não sequenciais em partes específicas e não em toda a economia ao mesmo tempo. Este facto pode impedir que a economia sofra uma recessão generalizada. Por conseguinte, não podemos basear-nos no comportamento histórico normal de um ciclo tardio para tirar conclusões sobre este ciclo pós-pandémico pouco ortodoxo.

Em segundo lugar, as despesas de consumo mantiveram-se bem apoiadas por finanças familiares saudáveis. Graças ao generoso apoio governamental prestado durante a crise da Covid, os consumidores dos EUA saíram efetivamente da curta recessão de 2020 em melhor forma do que antes. As famílias acumularam mais de 2 biliões de dólares em poupanças excedentárias entre o 1T20 e o 2T21, apoiando subsequentemente a procura privada. Além disso, apesar da contração monetária mais agressiva das últimas cinco décadas, a dor infligida pelas taxas mais elevadas às finanças das famílias tem sido relativamente moderada até agora. O rácio do serviço da dívida permanece historicamente baixo em 9% (fora do período da pandemia de 2020-2021). Além disso, embora as taxas hipotecárias tenham subido recentemente para cerca de 7%, só estão a afetar 10% dos proprietários de casas com taxa ajustável que têm uma

hipoteca. Em suma, a pressão sobre o crescimento decorrente de uma política monetária mais restritiva tem sido mais moderada do que se previa.

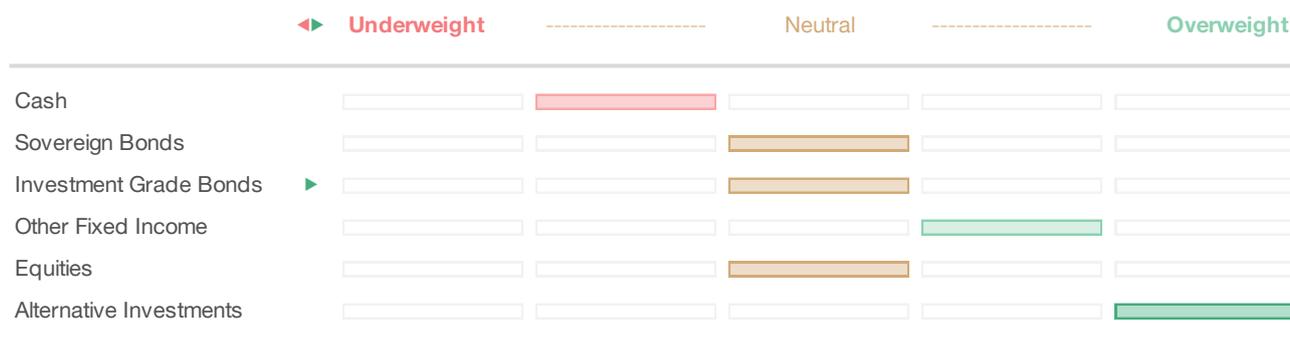
US household finances remain healthy



Por último, como a pandemia também distorceu a dinâmica do mercado de trabalho, continuamos a assistir a uma procura de trabalhadores mais forte do que seria típico nesta fase final do ciclo. A economia dos EUA criou mais de 25 milhões de empregos desde março de 2020, mas parece que ainda existem mais de 10 milhões de postos de trabalho por preencher. Por conseguinte, a rigidez do mercado de trabalho contribuiu fortemente para que a economia dos EUA escapasse a uma recessão.

Apesar de, no nosso cenário de base, haver apenas uma hipótese em duas de uma recessão nos EUA nos próximos 12 meses, uma eventual aceleração do atual abrandamento levaria provavelmente a uma reavaliação dos riscos de recessão. Os spreads de crédito poderiam alargar-se para compensar um aumento da taxa de incumprimento e empurrar as obrigações de crédito para baixo. As expectativas de crescimento dos lucros das empresas, que permanecem marginalmente positivas para 2023 na maioria das regiões, poderiam ser novamente revistas em baixa e pesar sobre o sentimento e o posicionamento. Este é um risco fundamental para o segundo semestre do ano.

Asset Allocation



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

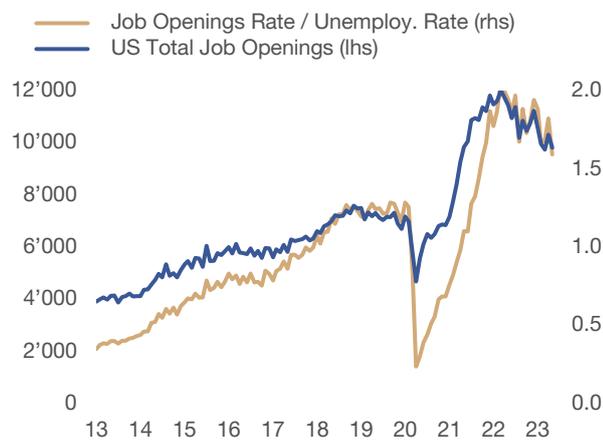
Perspectivas macroeconómicas

Estados Unidos: A recessão continua a ser uma chamada próxima

As perspectivas macroeconómicas dos EUA para o terceiro trimestre permanecem muito incertas, uma vez que vários sectores da economia estão a evoluir a diferentes velocidades e encontram-se em diferentes fases do seu ciclo. Este facto torna difícil ter uma visão clara do efeito líquido em toda a economia. Assim, acreditamos que as probabilidades de uma recessão nos EUA nos próximos 12 meses podem ser estimadas atirando uma moeda ao ar. A nossa principal fonte de preocupação é o facto de o efeito da agressiva contração monetária dos últimos 15 meses ainda não se ter materializado plenamente. Estamos a ver sinais de que o mercado de trabalho dos EUA está a começar a ceder, e esperamos um aumento da taxa de desemprego no segundo semestre. Para ilustrar, o crescimento dos custos unitários do trabalho diminuiu de 7% há um ano para 3,8% no final do 1T23, e o rastreador de crescimento salarial do Fed de Atlanta caiu de 6,7% em junho de 2022 para 6% no final de maio de 2023. Por sua vez, a redução do rendimento disponível e a diminuição da confiança das famílias deverão afetar o consumo, que representa mais de dois terços do PIB dos EUA. É importante notar que este eventual impacto na procura privada poderá ocorrer numa altura em que o excesso de poupança começa a escassear.

A velocidade e a gravidade do abrandamento do mercado de trabalho ditarão em grande medida o momento e a magnitude de uma eventual recessão nos EUA. Se tal acontecer, esperamos que a contração seja apenas superficial e breve. Uma contração mais profunda do que o esperado continua a ser um risco de cauda nesta fase, e poderia ser causada por uma nova tensão no sistema financeiro devido ao aumento acentuado das taxas de juro. No entanto, esperamos que um dos principais fatores do mercado financeiro global no segundo semestre de 2023 seja a fixação do preço de uma eventual recessão nos EUA, a sua magnitude e duração, bem como a resposta subsequente da Fed.

Rachaduras no mercado de trabalho dos EUA



No que diz respeito à inflação nos EUA, parece que o aperto monetário da Fed está a dar frutos, uma vez que o IPC global arrefeceu do seu pico do verão de 2022, de 9%, para 4% em maio de 2023. No entanto, o IPC subjacente está a revelar-se mais teimoso e ainda se situa acima de 5%, muito longe da zona de conforto da Reserva Federal. Ainda assim, a inflação subjacente deverá continuar a apresentar uma tendência gradualmente mais baixa, uma vez que os principais indicadores de rendas apontam para uma diminuição substancial da componente de habitação (dois terços do IPC subjacente) nos próximos meses. Também vemos menos pressões salariais no segundo semestre, com o mercado de trabalho a mostrar sinais de cansaço.

As pressões inflacionistas subjacentes revelaram-se rígidas



Este ano, o mercado tem sido tendencioso na expectativa de que a Fed atinja em breve a sua taxa terminal e comece a reduzir as taxas quase imediatamente a seguir. Estávamos cépticos e defendíamos a opinião de que os preços do mercado para cortes nas taxas logo no verão eram excessivos. As nossas expectativas de uma reavaliação *hawkish* revelaram-se corretas, uma vez que o início do ciclo de flexibilização foi adiado de julho para dezembro de 2023.

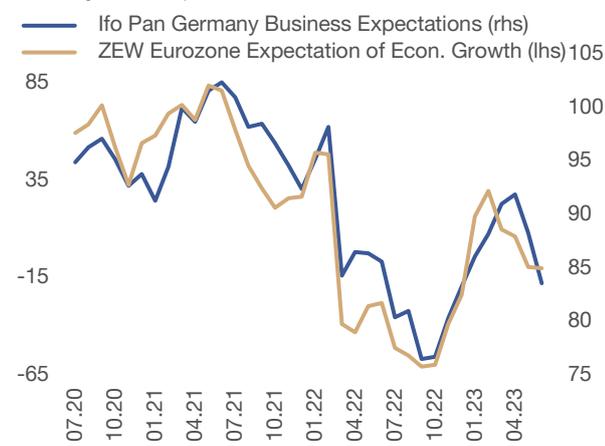
Após uma subida de 0,25% em março de 2022 para 5,25% em maio de 2023, a Fed fez uma pausa em junho para ganhar tempo e permitir a obtenção de mais dados. Esta pausa estava longe de ser consensual e, desde então, vários responsáveis apontaram para mais duas subidas das taxas. Apesar de não estarmos convencidos de um maior aperto, acreditamos que a Fed está a aproximar-se da sua taxa terminal. Uma vez que a economia continua a ser resistente e as pressões inflacionistas de base estão a diminuir lentamente, prevemos que a Fed mantenha a sua taxa máxima de política monetária durante mais tempo do que o atualmente esperado pelo mercado, antes de inverter o curso e iniciar um novo ciclo de flexibilização. Por conseguinte, não esperamos cortes nas taxas antes do 1T24, na melhor das hipóteses. Na nossa opinião, só uma contração mais severa do que a esperada poderia levar a um novo ciclo de flexibilização. De facto, não vemos a Fed

a apressar-se para salvar a economia de uma recessão que engendrou propositadamente.

Zona do euro: Inflação subjacente rígida

Em 2022, dados os receios relacionados com a crise energética, a confiança das empresas e dos consumidores caiu acentuadamente até ao final do terceiro trimestre. Isto levou a uma recessão muito superficial no final de 2022, embora por uma margem trivial de -0,1% no 4T22 e no 1T23, e apenas de acordo com a definição mais rigorosa de duas contrações trimestrais consecutivas. Tendo em conta as previsões sombrias relativas à crise energética de há um ano, na nossa opinião, esta contração muito breve e ligeira não é um mau resultado. Na verdade, a economia da Zona Euro provou ser mais flexível e resistente e, felizmente, o clima ameno durante o inverno ajudou.

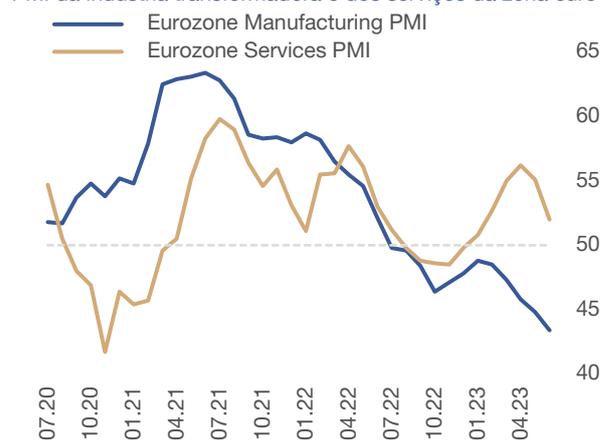
Confiança das empresas da zona euro



Desde março de 2023, a economia da zona euro tem partilhado muitas semelhanças com a sua congénere norte-americana. Por um lado, o consumo das famílias e os serviços continuam bem orientados, graças a uma taxa de desemprego historicamente baixa (o desemprego na zona euro caiu para um novo mínimo histórico de 6,5% em abril) e ao crescimento dos salários. Por outro lado, as partes mais cíclicas da economia, como a indústria transformadora e a habitação, estão a abrandar fortemente. A proximidade da guerra ucraniana e a ameaça ao abastecimento de energia só agravam o abrandamento.

Nesta fase do ciclo, apesar da recente resiliência da economia da zona euro, acreditamos que o Banco Central Europeu (BCE) ditará as perspetivas económicas para os próximos 12 meses, uma vez que as condições financeiras mais restritivas serão provavelmente um forte entrave ao crescimento. Além disso, consideramos que a economia da zona euro está sujeita a dois fatores de risco. Em primeiro lugar, as tensões geopolíticas e as novas pressões no sentido da subida dos preços da energia poderão voltar a deprimir o sentimento e afetar o crescimento. Em segundo lugar, a China poderá surpreender pela positiva, dependendo da escolha de novas políticas de estímulo.

PMI da indústria transformadora e dos serviços da zona euro



O BCE, tal como a Fed, aumentou agressivamente a sua política monetária para controlar a inflação, aumentando a facilidade de depósito de -0,5% para 3,5% num ano. No entanto, o BCE é frequentemente criticado por estar atrás da curva, uma vez que começou a apertar a política monetária quatro meses depois da Reserva Federal e, de facto, o IPC global atingiu o pico na zona euro em outubro de 2022, também quatro meses depois de a inflação global ter atingido o pico nos EUA em junho de 2022. A partir do seu pico de 10,6% em outubro de 2022, a inflação global diminuiu drasticamente para 5,5%, com o colapso dos preços da energia. Dito isto, a verdadeira questão para o BCE é a inflação subjacente, que se situa em 5,4%, apenas marginalmente abaixo do recente máximo de 5,7% registado em março de 2023. Uma vez que o mercado de trabalho permanece extremamente apertado, com uma taxa de desemprego recorde, continuamos a assistir a uma pressão ascendente sobre os salários e os custos unitários do trabalho. O BCE tem feito grandes esforços para sinalizar uma maior restritividade; uma subida de 25 pontos base em julho é praticamente um negócio fechado, e uma nova subida em setembro é também provável. Continuamos a acreditar que o BCE irá aumentar ainda mais a taxa de juro, pelo menos para 4%, uma vez que a inflação subjacente se mantém acima dos 5%.

China: Uma recuperação instável

A economia chinesa tem registado um crescimento inferior desde 2020, principalmente devido às medidas de confinamento e às políticas regulamentares relacionadas com a Covid-19. A este respeito, é evidente que as medidas de repressão em vários sectores, como o ensino privado, as empresas de Internet e o sector imobiliário, causaram danos substanciais, direta e indiretamente, ao afetar a confiança das empresas. Assim, quando as autoridades chinesas anunciaram, no final de 2022, que tinham acabado com a política de Covid-19, os economistas e os investidores ficaram muito entusiasmados com a possibilidade de a China recuperar fortemente e dar um impulso bem-vindo à economia mundial.

No entanto, a recuperação na primeira parte do ano tem sido, no mínimo, instável e há sinais claros de que sectores-chave como a construção, o imobiliário e as exportações não estão a melhorar, continuando assim a pesar sobre o crescimento. A acrescentar a este cenário macroeconómico sombrio, os receios de deflação

aumentaram (PPI de maio em termos homólogos -4,6%) e o desemprego dos jovens atingiu um nível recorde de 20,8% em maio, incluindo entre os grupos altamente qualificados.

Inflação dos preços no produtor na China e desemprego dos jovens



O lado positivo é o facto de as autoridades chinesas estarem bem conscientes destes riscos negativos e já terem adotado políticas de apoio, como a redução das taxas de juro. No entanto, estas são mais medidas de estabilização destinadas a atenuar os ventos contrários a curto prazo do que políticas pró-crescimento, uma vez que o governo parece disposto a evitar alimentar novos excessos. Embora esperemos que o impacto dos novos estímulos seja apenas moderado, acreditamos que poderão ser anunciadas novas políticas na reunião do Politburo de julho, dependendo dos próximos dados económicos. Esperamos que a China cresça acima do objetivo oficial de 5% em 2023 (o consenso situa-se em 5,5%), mas, uma vez que o governo está concentrado na procura e na atividade internas, o impulso à economia europeia deverá ser mais moderado do que anteriormente, salvo uma surpresa positiva na frente política.

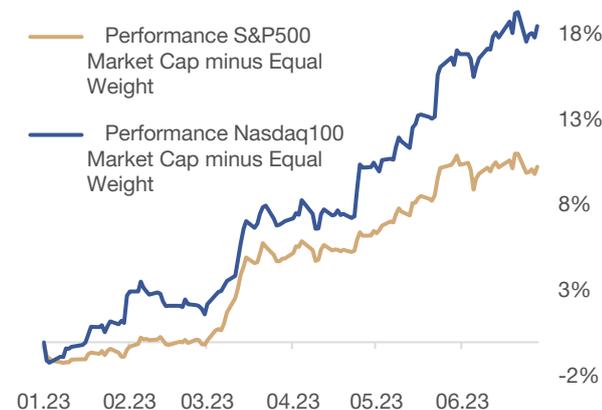
Estratégia de investimento

Ações

As ações norte-americanas têm sido a atividade mais dolorosa deste ano, uma vez que continuaram a subir face a uma recessão há muito esperada e amplamente antecipada nos EUA, que supostamente pesará sobre os lucros. A escolha entre perseguir a subida das ações sem o apoio de fortes fundamentos macroeconómicos ou manter-se à margem e acabar por falhar a subida tem sido difícil para os gestores ativos. No entanto, embora as ações dos Mercados Desenvolvidos (MD) tenham registado um desempenho inesperadamente forte até agora este ano, acreditamos que o ar está a ficar rarefeito no lado positivo, entrando na segunda metade do ano.

A nossa primeira fonte de preocupação resulta da reduzida amplitude dos ganhos deste ano para o S&P500 e o Nasdaq100. 73% dos ganhos do S&P500 durante a primeira metade do ano foram contribuídos pelo "Magnificent 7", um grupo de ações de crescimento de mega-capitalização bem conhecidas: Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Tesla e Nvidia. No que diz respeito à amplitude setorial, 65% dos ganhos foram contribuídos pelas tecnologias da informação, 19% pelo sector discricionário do consumo e 16% pelos serviços de comunicação. Isto deixa uma mera contribuição de 4% para os oito sectores restantes. A nossa cautela não se deve aos fundamentos destas empresas porque, na sua maioria, são ações de qualidade. Em vez disso, baseia-se no facto de termos assistido ao recente aumento destas ações impulsionado pelo entusiasmo em torno da inteligência artificial (IA). Em nossa opinião, o ressurgimento do interesse pela IA, graças ao potencial da IA generativa (por exemplo, ChatGPT), impulsionou o "Magnificent 7" e os índices de referência de ações dos EUA mais seguidos. Embora acreditemos no potencial a longo prazo da IA e da aprendizagem automática, desconfiamos deste súbito entusiasmo e suspeitamos que possa perder intensidade nos próximos meses, levando a uma normalização do desempenho superior das ações relacionadas com a IA.

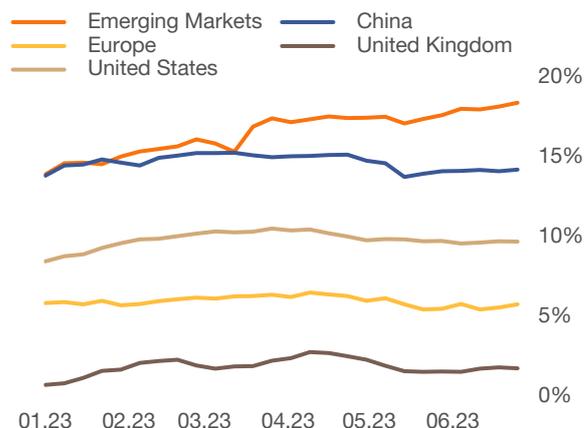
Desempenho superior das ações de crescimento relacionadas com a IA



A crescente complacência dos investidores apenas agrava a frágil configuração das ações da DM. Apesar das incertezas relacionadas com o aperto monetário da Fed, as preocupações com o crescimento, a guerra na Europa e as tensões geopolíticas com a China, muitos indicadores estão a apontar para uma elevada complacência no mercado. De uma perspetiva contrária, isto justifica prudência, porque o pêndulo do sentimento pode rapidamente mudar para o outro lado e arrastar as ações para baixo. O posicionamento em ações também aumentou substancialmente este ano, à medida que os investidores se cansaram da recessão e perseguiram as ações em alta. O forte desempenho recente significa que os incentivos para a realização de lucros são elevados.

No futuro, também consideramos que as expectativas de lucros são bastante exigentes no contexto da elevada valorização do mercado acionista dos EUA. Durante o segundo trimestre, as expectativas de lucros a 12 meses para o S&P500 aumentaram 2,4% e 3,2% para o índice Euro Stoxx (dados da Bloomberg). Neste facto, vemos um sinal de que os analistas excluíram, pelo menos parcialmente, os riscos de recessão, provavelmente tendo em conta que as economias permaneceram mais resistentes do que o esperado em ambos os lados do Atlântico no primeiro semestre. Além disso, para 2024, as estimativas de crescimento dos EPS parecem-nos francamente otimistas: 10% nos EUA, 6% na Europa e 14% na China. Uma vez que a fasquia é elevada para as expectativas de lucros, vemos pouca margem para desilusões, tanto mais que as ações dos EUA já se valorizaram substancialmente desde o mínimo de outubro passado. Os ganhos acumulados no ano para o S&P500 foram principalmente impulsionados pela expansão múltipla, com o rácio P/E a 12 meses a aumentar 14%, enquanto o EPS a 12 meses apenas subiu 0,9%.

Crescimento previsto dos lucros em 2024



Embora o cenário macroeconómico permaneça incerto a médio prazo, não esperamos que a economia dos EUA entre em recessão no segundo semestre, dada a sua recente resiliência. Também vemos sinais iniciais de que a amplitude poderá expandir-se para além do crescimento das mega-capitalizações. De facto, consideramos que os

prós e os contras estão bem equilibrados para as ações no terceiro trimestre, e continuamos a manter uma alocação neutra em ações. Continuamos neutros em relação às ações da Zona Euro e emergentes, e subponderamos marginalmente as ações dos EUA em favor das ações globais. Nos EUA, privilegiamos as ações de crescimento de qualidade a um preço razoável, porque podem beneficiar de rendimentos obrigacionistas potencialmente mais baixos a médio prazo.

Aconselhamos a não perseguir os "Magnificent 7", uma vez que são propensos a uma correção. Na Europa, continuamos a considerar as ações de valor mais atrativas porque os rendimentos podem continuar a subir e porque vemos mais vantagens para as empresas financeiras europeias. Nos mercados emergentes (ME), continuamos a sobreponderar a China, apesar de a narrativa macroeconómica da reabertura ter azedado um pouco ultimamente, porque continuamos a considerar o perfil de crescimento das ações chinesas muito atraente, dada a sua avaliação barata.

As ações chinesas continuam baratas

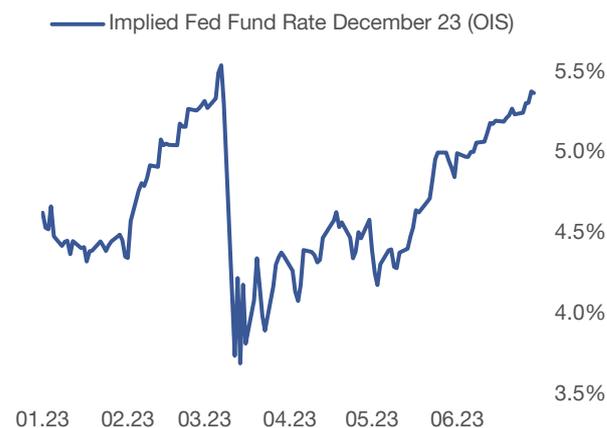


Taxas

Apesar de a Reserva Federal ter feito uma pausa em 5,25% em junho, as perspetivas monetárias a curto prazo continuam a ser ligeiramente *hawkish*, uma vez que vários responsáveis da Reserva Federal assinalaram recentemente a necessidade de uma ou duas subidas suplementares das taxas antes de terminarem o trabalho. Apesar de não estarmos convencidos de que a Fed irá continuar a apertar, os dados recentes que continuam a apontar para um mercado de trabalho teimosamente apertado justificariam tais expectativas.

Apesar da incerteza persistente em relação à taxa terminal da Fed, acreditamos que está a chegar ao fim do seu ciclo de aperto e esperamos rendimentos mais baixos ao longo da curva do dólar nos próximos 12 meses. Com as pressões inflacionistas de base a diminuírem lentamente e a economia a manter-se resiliente, a Fed deverá manter a sua taxa máxima de política monetária durante mais tempo do que o atualmente previsto, pelo menos durante o resto do ano.

O preço da Fed tem sido volátil em 2023



Embora os rendimentos de curto prazo do Tesouro dos EUA estejam provavelmente a atingir o seu pico, uma vez que a Fed se está a aproximar da sua taxa terminal, acreditamos que os rendimentos de mais longo prazo também poderão diminuir na sequência da perda de fôlego da economia. Em geral, acreditamos que é apropriado começar a alongar a duração. Embora seja tentador sobreponderar os títulos do Tesouro de curto prazo com rendimentos mais elevados, gostamos de obrigações de duração mais longa para manter a portagem atrativa e beneficiar de um efeito de preço positivo decorrente de rendimentos potencialmente mais baixos a médio prazo. Defendemos uma estratégia de "barbell", investindo uma parte da carteira em obrigações de curta duração e outra parte em obrigações de duração mais longa, tendo como objetivo uma duração da carteira de 4-5 anos.

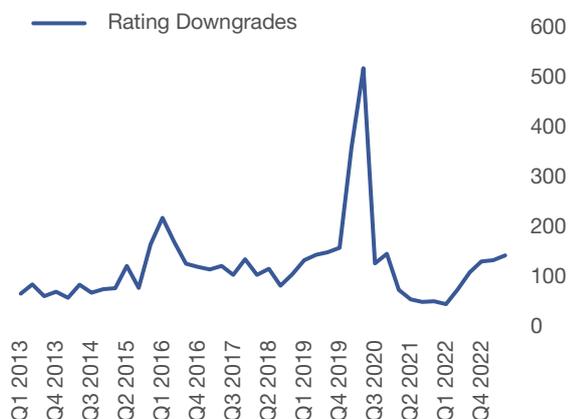
Pre vemos que as taxas do euro sigam a mesma trajetória das taxas dos EUA, embora com um trimestre de desfasamento. Esperamos que o BCE aumente pelo menos mais duas vezes no segundo semestre, enquanto a Fed dos EUA poderá já ter terminado este ciclo. As pressões inflacionistas na zona euro parecem estar mais enraizadas e justificam mais alguma normalização. Isto significa que os rendimentos do EUR poderão continuar a subir marginalmente e só mais tarde atingir o seu ponto mais alto. Por conseguinte, mantemo-nos cautelosos na parte longa da curva do euro e favorecemos os vencimentos curtos a médios.

Crédito

Com o aumento dramático das taxas de rendibilidade soberanas nos últimos 18 meses, tanto nos EUA como na zona euro, as taxas de rendibilidade absolutas oferecidas pelas obrigações de empresas atingiram um nível absoluto atrativo. No entanto, dadas as perspetivas macroeconómicas incertas, os diferenciais de crédito poderão aumentar substancialmente num contexto de abrandamento do crescimento, de descida das notações e de aumento das taxas de incumprimento. Assim, existem poucos incentivos para descer ainda mais na qualidade do crédito para obter rendimentos mais elevados. Continuamos a favorecer as obrigações de grau de investimento (IG) com fundamentos sólidos, porque devem ser mais imunes ao alargamento dos spreads,

enquanto a sua portagem é suficientemente elevada para amortecer algumas das eventuais desvantagens. Por outro lado, apesar dos níveis de rendimento atraentes das obrigações de alto rendimento (HY), consideramos os spreads demasiado apertados em comparação com o histórico e tendo em conta os riscos macroeconómicos.

Margem para uma deterioração dos fundamentos do crédito



Estamos relativamente construtivos em relação à dívida emergente (EMD). É certo que o impulso económico de reabertura na China, mais suave do que o esperado, e a Fed, ainda *hawkish*, não são boas notícias para esta classe de ativos. Dito isto, pensamos que estamos a aproximar-nos de um ponto de viragem em ambos os ventos contrários. Como os bancos centrais dos ME têm, em geral, apertado a política monetária antes dos DM, estão à frente do ciclo e poderão começar a reduzir as taxas nos próximos trimestres, sustentando os mercados locais de rendimento fixo e reduzindo os custos de refinanciamento. No entanto, o complexo de EMD é heterogéneo, pelo que consideramos difícil favorecer toda a classe de ativos. Encontramos valor em emittentes de ME selecionados e em empresas asiáticas IG, dada a sua elevada qualidade de crédito agregada e o rendimento atrativo superior a 7% para uma duração inferior a 5 anos.

Moedas

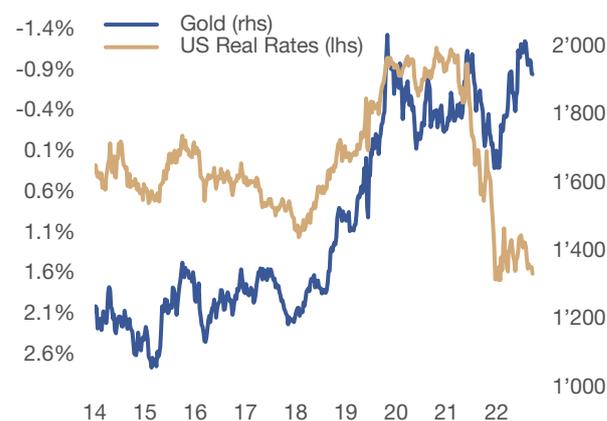
Embora o índice do dólar tenha oscilado entre ganhos de 2% e quedas de 2% no primeiro semestre, o dólar foi suave, particularmente em relação ao câmbio europeu (EUR, CHF, GBP). O EURUSD ganhou um pouco menos de 2% no primeiro semestre do ano, uma vez que o par foi apanhado entre correntes cruzadas. Por um lado, um BCE *hawkish* em meio a um risco contínuo de inflação subjacente na zona do euro tem apoiado o EUR. Por outro lado, o dólar americano continuou a beneficiar da sua portagem vantajosa e da avaliação de cortes iminentes nas taxas, dada a continuação da postura *hawkish* da Reserva Federal.

Para o segundo semestre, continuamos a ver o EUR a beneficiar de ventos favoráveis positivos. Em primeiro lugar, esperamos que o BCE volte a aumentar pelo menos 25 pontos base em julho e setembro, uma vez que as pressões inflacionistas subjacentes são persistentes. Em segundo lugar, com rendimentos absolutos atrativos em rendimentos fixos denominados em euros e mercados de ações fortes, acreditamos que os fluxos de capital para

ativos denominados em euros poderão apoiar a procura da moeda comum. No entanto, esperamos que qualquer fraqueza do dólar seja apenas moderada, porque, na nossa opinião, a maior parte do ajustamento cíclico descendente do dólar já foi feito. Além disso, a eventual fixação de preços dos cortes de taxas esperados já em dezembro de 2023 poderá manter a vantagem de rendimento do dólar e atuar como um forte apoio. Prevemos que o EURUSD ultrapasse os 1,10 no terceiro trimestre, mas permaneça num intervalo entre 1,10 e 1,15.

Continuamos a ser cépticos quanto às perspetivas do ouro a médio prazo. Em primeiro lugar, o metal amarelo foi recentemente dissociado das taxas de juro reais, que têm sido historicamente um fator determinante fundamental. Em segundo lugar, um modelo fiável baseado nos rendimentos reais a 10 anos, no índice do dólar e nas participações em metais preciosos dos ETF aponta para que o preço justo do ouro seja de cerca de 1600 dólares. Além disso, a análise técnica aponta para um padrão de topo triplo na zona de resistência de \$2075-\$2050, após o fracasso da fuga de maio. As duas tentativas anteriores levaram a uma correção de cerca de 20%, e o ouro spot não está atualmente nem a meio caminho do topo de maio. Finalmente, na nossa opinião, o aumento de 15% do ouro à vista de março a maio é atribuível à turbulência bancária dos EUA. Embora ainda existam tensões persistentes no sistema bancário, acreditamos que a crise foi bem gerida pelas instituições dos EUA e não esperamos outro episódio de elevada volatilidade. Por conseguinte, acreditamos que a recente procura de ouro como porto seguro deverá diminuir nos próximos meses. A tendência das participações em metais preciosos dos ETF já começou a diminuir nos últimos tempos.

O ouro está dissociado das taxas reais desde o 4T22



Crenças macroeconómicas

1. A economia dos EUA poderá ainda escapar à recessão no segundo semestre do ano
2. A Fed está a aproximar-se de taxas recorde e é pouco provável que as reduza em 2023, a menos que se verifique uma contração mais profunda do que o previsto.
3. Os rendimentos dos EUA estão a atingir um pico e a queda dos rendimentos a médio prazo deverá apoiar o crescimento das ações
4. Apesar de rendimentos absolutos atrativos, os spreads de crédito de alto rendimento são demasiado apertados, dados os riscos macroeconómicos
5. Na China, esperamos apenas políticas de estímulo de pequena escala e direcionadas no segundo semestre de 2023

Visão por classe de ativos

	Less attractive	-----	Neutral	-----	More attractive
Sovereign	<input type="text"/>	EUR Long Term ▶	USD Long Term	USD Short & Mid Term	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	EUR Short & Mid Term ▶	<input type="text"/>	<input type="text"/>
Investment Grade	<input type="text"/>	EUR Long Term	USD Long Term ▶	USD Short & Mid Term	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	EUR Short & Mid Term	<input type="text"/>
Other Fixed Income	<input type="text"/>	High Yield	Emerging Debt	<input type="text"/>	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	Convertibles	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	Financial Subordinated	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
Equities	<input type="text"/>	<input type="text"/>	United States	China	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	Europe	US Biotech	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	Emerging Markets	US Industrials	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	US Large Cap Growth	<input type="text"/>
Alternative Investments	<input type="text"/>	Gold	<input type="text"/>	Multi Assets	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	HF CTA	<input type="text"/>
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	HF Global Macro	<input type="text"/>
Currencies	<input type="text"/>	USD	CHF	EUR	<input type="text"/>

◀▶ 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.



Genebra

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

Zurique

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

Luxemburgo

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

Londres

Subsidiary
CBH Wealth UK Limited
2-4 Cork Street,
London W1S 3LG, UK
cbhbank.com
t +44 207 647 1300

Hong Kong

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

Nassau

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

Rio de Janeiro

Subsidiary
1618 Investimentos
Av. Ataulfo de Paiva,
204, Leblon, Rio de
Janeiro/RJ
CEP: 22440-033, Brazil
1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

São Paulo

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

Tel Aviv

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

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 10 de julho de 2023
Publicado em 11 de julho 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