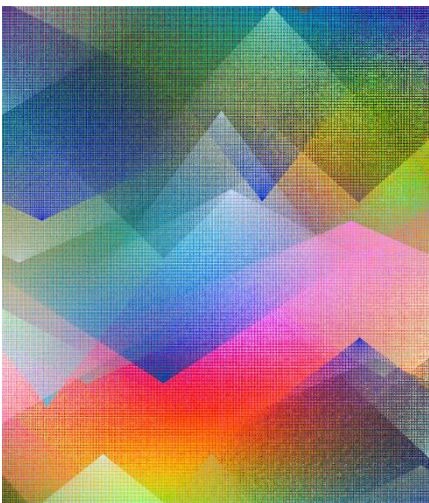


Quarterly Insight

3° Trimestre 2024



Zach Lieberman «Cone overlaps with noise»
© CBH Coleção Privada



Conteúdos

No Caminho Para O Reequilíbrio	1
Perspetiva Macro Global	3
Perspetivas das Classes de Ativos	6
Alocação de Ativos	7

No Caminho Para O Reequilíbrio

À medida que entramos no quinto ano após o choque pandémico, a economia mundial continua a passar por um processo saudável de reequilíbrio. Esperamos que a normalização do crescimento económico, dos mercados de trabalho e da inflação continue e proporcione um ambiente benigno para portfólios multiativos.

Em Resumo

Enquanto o crescimento dos EUA está prestes a normalizar, a sua resiliência augura um crescimento sustentado dos lucros.

A economia da Zona Euro está a mostrar sinais de melhoria, mas o crescimento provavelmente permanecerá modesto.

Mantemo-nos cautelosos quanto às perspetivas para a China devido à fraqueza persistente no mercado imobiliário e aos níveis reduzidos de consumo.

É provável que a política monetária e as forças macroeconómicas empurrem os rendimentos dos governos para baixo; assim, a oportunidade de fixar a portagem e a duração provavelmente desaparecerá.

Prevê-se que as incertezas políticas pesem sobre os ativos denominados em euros no curto prazo.

A nossa posição sobre o crédito mantém-se amplamente neutra, aguardando um alargamento moderado dos diferenciais de crédito para realocar alguma exposição desde o grau de investimento para alto rendimento.

Por enquanto, estamos a focar o nosso orçamento de risco em ações e investimentos alternativos.

A expansão económica global, que começou como uma recuperação rápida da recessão induzida pela COVID-19, está agora a entrar no seu quinto ano. A pandemia perturbou profundamente a economia global, criando desequilíbrios duradouros que ainda estão a ser corrigidos através de um processo saudável de reequilíbrio.

Após a breve recessão causada pela COVID-19 em 2020, a economia dos EUA recuperou-se fortemente, impulsionada por um estímulo fiscal e monetário significativo e pela demanda reprimida dos consumidores. Após uma contração de 2,2% em 2020, o PIB dos EUA aumentou 5,8% em 2021, o crescimento anual mais forte desde 1984. Embora a economia tenha expandido 2,5% no ano passado, o consenso da Bloomberg espera que o crescimento se estabilize em 2,3% este ano e 1,8% no próximo ano, aproximando-se da estimativa de crescimento de longo prazo do Federal Reserve de 1,8%. Este ajuste reflete um processo saudável à medida que os efeitos residuais da pandemia desaparecem gradualmente, aliviando as pressões inflacionárias.

Atualmente, a economia dos EUA continua a mostrar um crescimento robusto, amplamente impulsionado pelo forte gasto do consumidor, apoiado pelo crescimento salarial e pelos ganhos de riqueza. O investimento também tem sido inesperadamente forte, apesar das taxas de juro mais

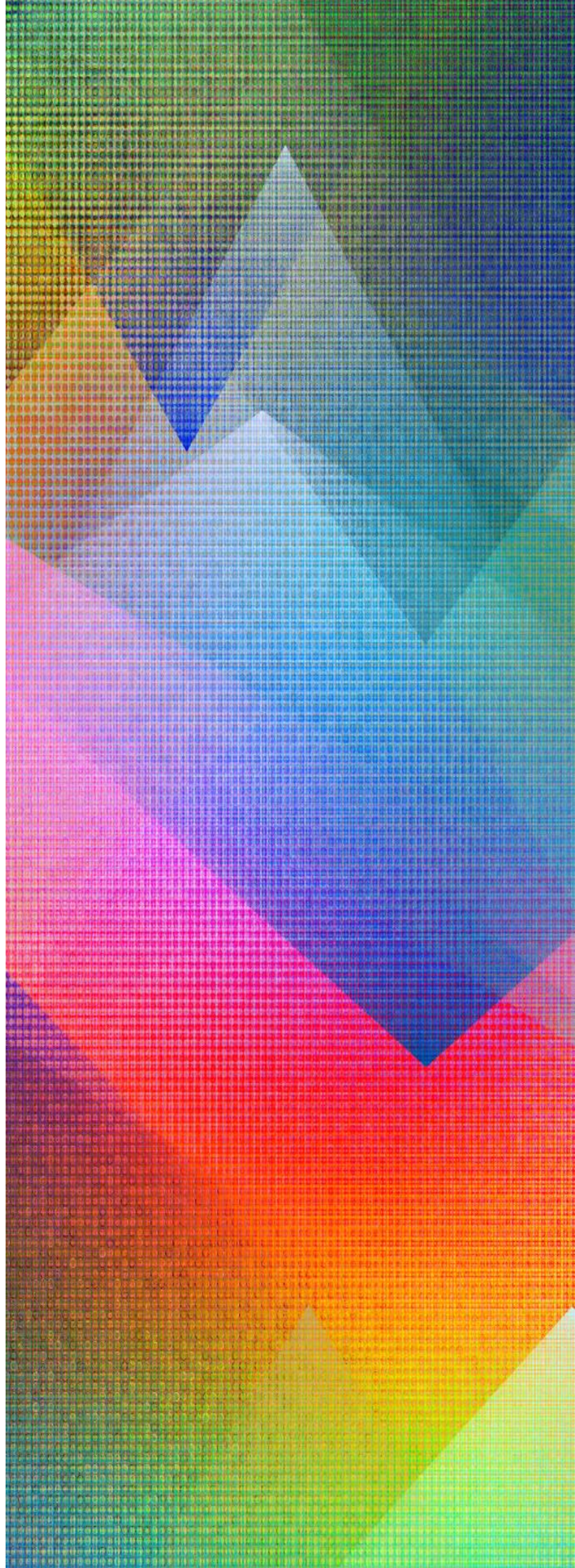
altas. Isso cria um cenário promissor para um crescimento moderado e sustentado e para a inflação, salvo grandes choques imprevistos. As preocupações com uma desaceleração acentuada parecem exageradas, com os números mais fracos do primeiro trimestre refletindo principalmente as exportações voláteis e as flutuações de inventário.

A taxa de desemprego nos EUA tem estado em ou abaixo de 4% há mais de dois anos — o período mais longo desde a década de 1960 — embora tenha aumentado ligeiramente desde um mínimo de 3,4% em abril de 2023. O mercado de trabalho, medido pela criação de empregos (folhas de pagamento não agrícolas), continua apertado pelos padrões históricos, mas começou a esfriar. A taxa de vagas de emprego caiu do seu pico de 7,4% em março de 2022 para 4,9% em maio de 2024, e a média de quatro semanas dos pedidos iniciais de subsídio de desemprego aumentou 17% desde dezembro passado. O número de pessoas com múltiplos empregos está em um ponto máximo histórico, e a criação de empregos é principalmente em posições de meio período. Além disso, a taxa de desistência voluntária caiu de um pico de 3% para 2,2%. Vemos isso como uma normalização gradual do desequilíbrio do mercado de trabalho, que aumentou dramaticamente durante a recuperação pós-pandemia de 2T 2020 a 1T 2022. Não esperamos que este reequilíbrio saudável do mercado de trabalho leve a economia dos EUA a uma recessão.

Além do reequilíbrio do crescimento e do mercado de trabalho, antecipamos que a inflação continue a normalizar-se. Após ter atingido o pico de 9,1% em junho de 2022, o IPC geral dos EUA caiu rapidamente para 3% um ano depois. Esta "desinflação fácil" deveu-se em grande parte à normalização das cadeias de fornecimento e dos preços das mercadorias. No entanto, a desinflação estagnou desde então, com o IPC geral a flutuar entre 3% e 3,7%, provavelmente devido ao crescimento económico robusto e a um mercado de trabalho ainda apertado. Apesar desta pausa, esperamos que a inflação continue a diminuir gradualmente. Os dois principais motores da inflação, rendas e salários, devem diminuir lentamente. As rendas devem continuar a ajustar-se com um atraso em resposta à desaceleração do mercado imobiliário, e o crescimento salarial deverá desacelerar à medida que o mercado de trabalho esfria.

Pre vemos uma distribuição mais equilibrada do crescimento dos lucros corporativos entre setores. Recentemente, muita atenção tem sido dada ao impacto significativo que as grandes empresas de crescimento, particularmente as *Magnificent 7* (Microsoft, Apple, Nvidia, Amazon, Meta, Alphabet e Tesla), tiveram no desempenho e no crescimento dos lucros dos índices de ações. Por exemplo, o crescimento positivo dos lucros reportado

para o S&P 500 no 4º trimestre de 2023 foi inteiramente atribuído a essas sete empresas, enquanto o resto do mercado experimentou crescimento negativo dos lucros. No entanto, os analistas de ações agora esperam que todos os onze setores apresentem crescimento positivo dos lucros no próximo ano. Esta normalização saudável deve prolongar a duração do mercado em alta cíclico.



Perspetiva Macro Global

A economia dos EUA continua a mostrar resiliência

Nesta era pós-Covid, determinar o estado atual e a trajetória do ciclo econômico tornou-se cada vez mais desafiador. Embora o ciclo continue forte na superfície, várias forças estão puxando em direções conflitantes. Alguns especialistas chegam a argumentar que o ciclo econômico tradicional já não existe mais. Na nossa visão, trata-se mais de um composto de múltiplos ciclos em manufatura, serviços, habitação, trabalho, inflação, investimento e consumo. Esses ciclos tornaram-se menos sincronizados devido ao impacto desigual da pandemia em diferentes setores da economia.

Como frequentemente destacamos, o endurecimento monetário acentuado pelo Federal Reserve não levou ao colapso da atividade econômica que o mercado antecipou no início de 2023. Uma razão para isso é que as empresas e os consumidores aproveitaram a era de taxas zero pós-Covid para refinar em condições favoráveis de longo prazo. Como resultado, o mecanismo de transmissão das taxas mais altas é muito mais fraco no ciclo atual. No entanto, taxas mais altas causaram algum estresse, principalmente entre as empresas excessivamente endividadas, com inadimplências e falências a aumentar principalmente no segmento sub-BB de alto rendimento. Além disso, as inadimplências da dívida do consumidor afetaram principalmente os indivíduos mais jovens e com rendimentos mais baixos.

Continuamos a aderir ao cenário de pouso suave, à medida que a economia dos EUA demonstra uma resiliência notável, particularmente no consumo e nos serviços. À primeira vista, o crescimento da renda disponível desacelerou de um pico de 5,3% em junho de 2023 para 1% no final de abril de 2024. Com o crescimento limitado da renda disponível, os consumidores precisam recorrer às economias em um momento em que a taxa de poupança permanece historicamente baixa, em 3,6%. Apesar das manchetes sugerirem que as economias excedentes da pandemia provavelmente foram esgotadas, uma análise mais detalhada revela que o quintil superior dos rendimentos, que representa aproximadamente 40% dos gastos dos consumidores, ainda possui economias excedentes. Estes são os lares que frequentemente gastam em serviços como restaurantes e concertos.

Vendas a Retalho

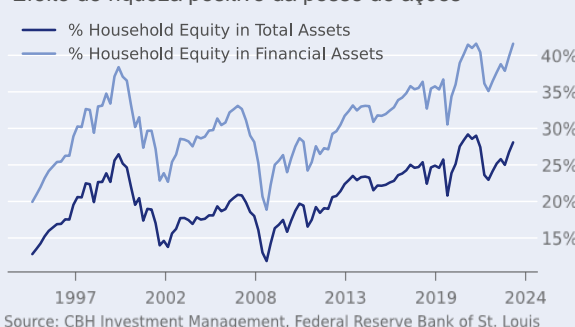
O consumo dos consumidores nos EUA continua robusto



Além do dinheiro em banco, acreditamos que o efeito riqueza, impulsionado pelos máximos históricos do mercado acionário dos EUA, é um fator de impulso significativo. Atualmente, 28% da riqueza das famílias está investida em ações, representando um recorde de 42% dos ativos financeiros das famílias. Os preços das casas também atingiram máximos históricos, com a taxa de propriedade de imóveis em 65,9%, próxima à média de 30 anos. Consequentemente, embora os consumidores altamente endividados sejam negativamente afetados pelas taxas de juros mais altas, o aumento substancial na riqueza entre os lares de rendimentos médios e altos compensa amplamente os efeitos adversos do aumento das taxas. Portanto, esperamos que o consumidor dos EUA continue a gastar a um ritmo razoável, apoiando nossa perspectiva macroeconômica positiva para os próximos trimestres.

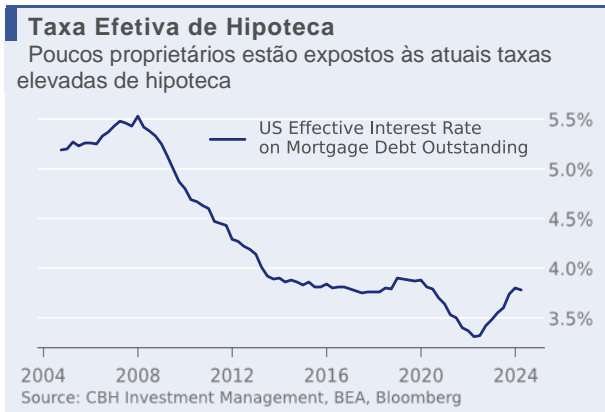
Participação de Ações nos Ativos das Famílias dos EUA

Efeito de riqueza positivo da posse de ações



Não deveriam as taxas de hipoteca acima de 7% arruinar as finanças das famílias? Sim, mas vários fatores explicam por que o aumento das taxas não impactou severamente os proprietários de imóveis existentes. Primeiro, cerca de 40% dos lares não têm uma hipoteca pendente (US Census Bureau). Em segundo lugar, muitas famílias refinanciaram suas hipotecas durante a era pós-Covid de taxas zero, garantindo condições de longo prazo muito favoráveis. Atualmente, mais de três quartos dos proprietários com hipoteca têm uma taxa fixa abaixo de

5%. No agregado, o serviço da dívida hipotecária como uma percentagem da renda disponível é de 4%, bem abaixo da média de 30 anos de 5,3%.

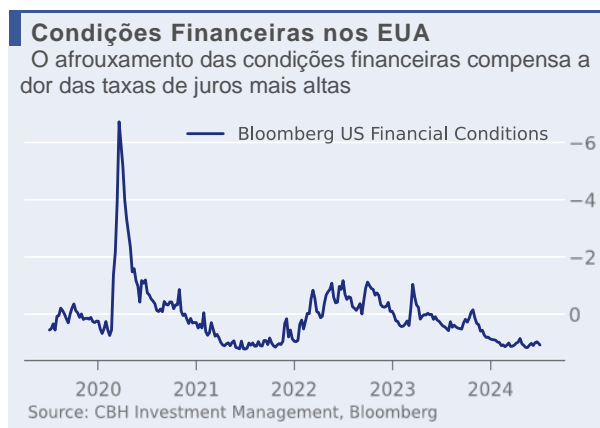


O mercado de trabalho está se normalizando, um processo que deve continuar nos próximos trimestres. A taxa de vagas de emprego está diminuindo, e os novos pedidos de subsídio de desemprego estão aumentando gradualmente. Ainda assim, não prevemos um aumento acentuado na taxa de desemprego, uma vez que os lucros corporativos resilientes devem continuar a sustentar o mercado de trabalho. O estado da atividade manufatureira é misto, com as pesquisas do ISM e da S&P Global enviando sinais conflitantes. Uma média de ambas as séries sugere que a manufatura tem se recuperado modestamente desde o verão de 2023, mas não de forma convincente. A relação do ISM Manufatureiro entre novos pedidos e inventário indica que a economia está repondo estoques em vez de aumentar a produção, um indicador cíclico preocupante. Por outro lado, os serviços permanecem robustos. Com os serviços representando mais de três quartos do PIB, isso apoia nossa visão de uma economia dos EUA resiliente diante dos custos de capital mais altos.



Após quatro meses fortes, as pressões inflacionárias diminuíram um pouco em maio, com o IPC geral situado em 3,3%. Os serviços essenciais representaram 58% desse valor, com o setor de habitação sendo o principal impulsionador, com 35%. Em nossa visão, a perspectiva de inflação depende de salários e aluguéis. À medida que o mercado de trabalho se normaliza, o equilíbrio de poder torna-se menos favorável aos funcionários. Essa perda de poder de negociação significa que o crescimento dos salários continuará a desacelerar abaixo de 4% em termos nominais. A inflação de habitação está em 5,4%

após ter atingido um pico de 8,2% em março de 2023, e continua sendo o maior contribuinte para a inflação subjacente. O mercado imobiliário deprimido deve continuar a pressionar os aluguéis para baixo com um atraso de cerca de 1,5 anos, conforme sugerem os indicadores antecipados. Portanto, dada a nossa perspectiva de enfraquecimento das pressões inflacionárias em salários e aluguéis, continuamos a esperar que o processo de desinflação persista. No entanto, com a inflação de serviços essenciais permanecendo acima de 5% (5,3% no último dado), acreditamos que a inflação permanecerá acima da meta de 2% neste ano e no próximo.



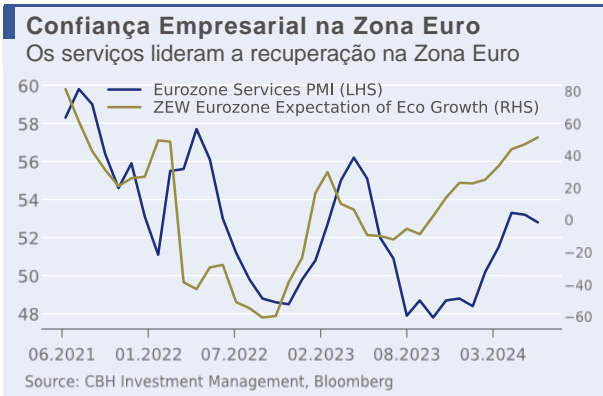
Na reunião do FOMC de dezembro de 2023, o Fed sinalizou que havia terminado de aumentar as taxas e que um pivô era provável. Isso levou os mercados financeiros a precificar agressivamente futuros cortes de taxas, elevando as ações e reduzindo as taxas de juros. Além disso, as condições de crédito se aliviaram substancialmente desde o 4º trimestre de 2023, com a parcela de bancos que endurecem os padrões de empréstimos caindo de um pico cíclico de 50% no final de setembro de 2023 para 15,6% atualmente. Esse alívio substancial nas condições financeiras mitigou o impacto moderado das taxas de juros mais altas, ajudando a manter a economia em funcionamento. À medida que o Fed removeu ainda mais o risco de uma alta de taxa na reunião de junho do FOMC, antecipamos que as condições financeiras continuarão a apoiar ativos de risco na segunda metade do ano.

Um processo de recuperação lento e moderado na zona do euro

Após cinco trimestres de crescimento estagnado e uma leve contração no 4º trimestre de 2023, o PIB da zona do euro finalmente aumentou 0,3% no 1º trimestre de 2024. Essa recuperação foi impulsionada principalmente por uma melhoria sustentada nos termos de troca, devido à queda nos preços da energia. Consequentemente, a inflação diminuiu significativamente, com o IPC geral caindo de um pico de 10,6% no 4º trimestre de 2022 para 2,6% em maio de 2024. O processo avançado de desinflação levou o BCE a iniciar seu ciclo de cortes nas taxas de juros em junho, o que deve estimular o investimento e a construção.

A resiliência do mercado de trabalho europeu, com taxas de desemprego em ou perto de mínimas históricas na maioria dos países, também continua a ser ligeiramente favorável, reforçando a confiança empresarial e dos

consumidores. Isso é evidenciado pelos fortes índices PMI de Serviços e pelas expectativas do ZEW. Além disso, embora o crescimento dos salários tenha provavelmente atingido seu pico, ele desacelerará apenas muito gradualmente. Com a inflação caindo mais rapidamente, os lares estão recuperando o poder de compra perdido durante a crise energética. No entanto, nem todas as nuvens se dissiparam. A manufatura continua a ser um ponto fraco, com a atividade se estabilizando, mas o processo de recuperação provando ser desigual. O PMI de Manufatura caiu para 45,6 em maio, em comparação com 47,3 em abril, refletindo as dificuldades contínuas do setor. Além disso, a recuperação no setor manufatureiro é desigual entre os estados-membros, destacando a heterogeneidade econômica dentro da zona do euro.

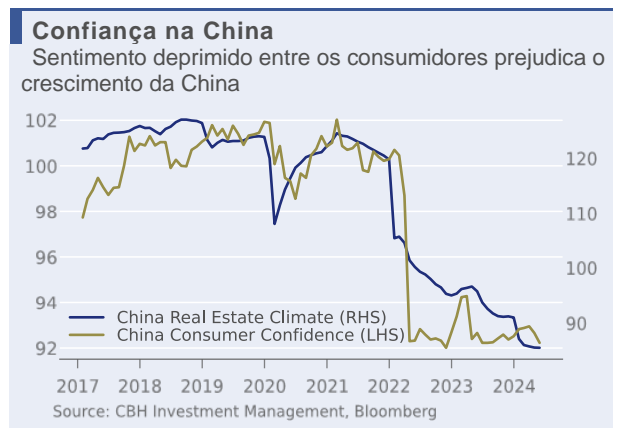


Embora esperemos que a desinflação continue na zona do euro, a recuperação da inflação geral e subjacente em maio destaca que o caminho até a meta de inflação de 2% provavelmente será longo e não linear. Embora a maioria das pressões inflacionárias provenientes dos preços das mercadorias e das interrupções na cadeia de suprimentos tenha diminuído, os efeitos de segunda rodada sobre os salários estão agora impulsionando a inflação. Dada a rigidez do mercado de trabalho europeu, os ajustes salariais serão lentos.

No geral, espera-se que a demanda doméstica se fortaleça, inicialmente por meio do gasto do consumidor na segunda metade de 2024, seguido por um aumento nos investimentos em 2025. Essa trajetória facilitará um retorno ao crescimento do PIB potencial. Esse otimismo moderado é refletido nas expectativas de crescimento consensuais, que subiram de 0,5% para 0,7% até o momento. No entanto, riscos substanciais permanecem. Conflitos geopolíticos no Oriente Médio e na Ucrânia representam ameaças significativas para essa perspectiva moderadamente positiva. Outros riscos incluem a divergência da política monetária com o Fed, a incerteza política crescente na França e o deterioramento das relações econômicas com a China.

Economia chinesa continua desequilibrada

A economia chinesa continua a enfrentar um cenário complexo com muitos desafios. No entanto, no 1º trimestre de 2024, o crescimento do PIB alcançou 5,3% em relação ao ano anterior, superando as expectativas. Um dos principais impulsionadores do crescimento é a robusta produção industrial, apoiada por políticas governamentais que priorizam a fabricação de alta tecnologia, as tecnologias verdes e a segurança nacional. No entanto, esse crescimento é estruturalmente desequilibrado, uma vez que o consumo permanece contido devido ao elevado desemprego juvenil (15,3%), à estagnação das rendas nas principais cidades e ao efeito negativo sobre a riqueza resultante da queda nos preços dos imóveis. Esses fatores continuam a enfraquecer a confiança dos consumidores e das empresas, impactando o gasto e o investimento.



O setor imobiliário continua sendo uma séria preocupação, com instabilidade contínua e indicadores-chave do mercado habitacional que ainda não chegaram ao fundo do poço. Com o setor imobiliário representando a maior parte da riqueza média dos lares chineses, é difícil ver como a confiança pode ser restaurada sem uma recuperação no setor habitacional. Para apoiar a economia, o governo tende a priorizar o estímulo fiscal em vez da flexibilização monetária, com investimentos em infraestrutura e tecnologia continuando a impulsionar o crescimento. Além disso, os níveis de endividamento dos governos locais continuam a escalar, apresentando riscos sistêmicos para a estabilidade financeira. Tensões geopolíticas, particularmente com os Estados Unidos e Taiwan, também ameaçam as indústrias orientadas para exportação. Alcançar uma economia equilibrada é fundamental para a China. Isso exige mais reformas para aumentar a renda das famílias, incentivar o consumo e abordar a sobrecapacidade em certos setores industriais.



Perspetivas das Classes de Ativos

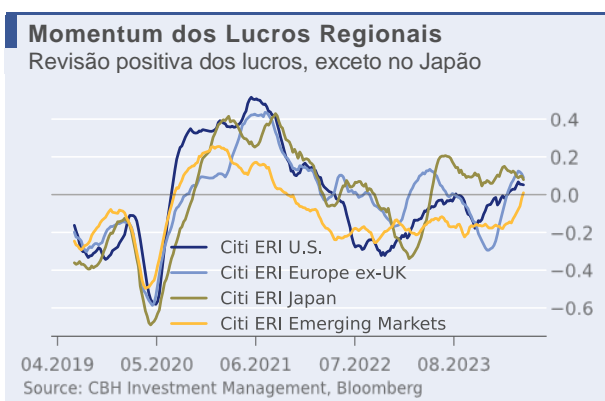
	Less attractive	Neutral	More attractive
Sovereign Bonds			
		USD Short-Term	USD Mid-Term
		EUR Short-Term	EUR Mid-Term
Invest. Grade Bonds			
		USD Short-Term	USD Mid-Term
		EUR Short-Term	EUR Mid-Term
Other Fixed Income			
	Convertibles	Financial Subordinated	Short-Term High Yield
	Emerging Debt		Corporate Hybrids
	High Yield		
Equities			
	Emerging ex-China		Large Cap Growth
	Europe		Global Technology
	China		United States
Alternatives			
		Gold	Multi Assets
			HF CTA
			HF Global Macro
			HF L/SEquity
Currencies			
	EUR	CHF	USD

Alocação de Ativos

As ações beneficiam de ventos favoráveis macroeconômicos e microeconômicos

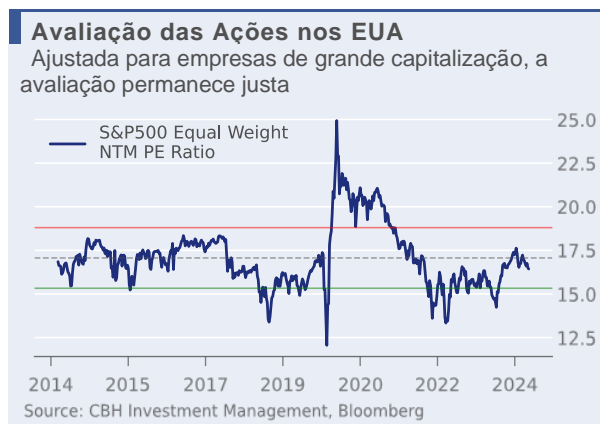
No primeiro semestre do ano, o mercado acionário dos EUA apresentou um desempenho forte apesar de uma forte reavaliação das expectativas de cortes do Fed, passando de sete para menos de dois. Essa força foi impulsionada principalmente pela composição dos índices acionários dos EUA, que são fortemente ponderados para empresas de crescimento e tecnologia de mega-cap. Os *Magnificent 7* contribuíram com 60% dos ganhos acumulados no S&P 500 até o momento, beneficiando-se de previsões de lucros em melhoria impulsionadas pelo potencial da inteligência artificial (IA). Os últimos relatórios de lucros confirmam nossa visão de que o ciclo de investimento em IA está em pleno andamento e ainda em seus estágios iniciais. Estamos testemunhando investimentos significativos em infraestrutura de IA, uma vez que os *data centers* precisam de atualizações consideráveis para acomodar as cargas de trabalho de IA. Os principais beneficiários até agora têm sido as empresas de semicondutores, que estão experimentando uma alta demanda por chips de ponta, memória de alta largura de banda e equipamentos de rede. Consequentemente, mantemos nossa visão favorável sobre os temas de computação em *cloud* e inteligência artificial.

Nossa visão positiva sobre as ações também é impulsionada por ventos favoráveis macroeconômicos e microeconômicos. Embora o crescimento econômico dos EUA esteja previsto para se normalizar, ele continua notavelmente resiliente, com gastos robustos do consumidor e um mercado de trabalho forte. A inflação deve diminuir gradualmente, embora o “último trecho” possa ser prolongado. Considerando que o Presidente Biden está utilizando todas as ferramentas disponíveis para apoiar o crescimento antes da eleição presidencial de novembro, o cenário macroeconômico continua a apoiar a capacidade das empresas americanas de aumentar os lucros na segunda metade do ano.



Essa também é a opinião agregada dos analistas de ações, que esperam que os lucros dos EUA cresçam 11,3% em 2024 e 14,4% em 2025 (S&P 500, dados da *FactSet*). A tecnologia, é claro, se destaca, com um crescimento esperado de 18,8% em 2024 e 19,5% em 2025. Outro suporte chave para a longevidade do mercado altista cíclico é que, além do crescimento nos setores relacionados à IA, observamos o crescimento dos lucros se expandindo em muitos outros setores. Nove dos onze setores são previstos para crescer os lucros em 2024, e até 2025, espera-se que todos os onze setores ampliem o EPS. Isso representa uma mudança de paradigma em relação ao passado recente, quando o crescimento dos lucros estava concentrado em ações de crescimento de mega-cap. Com os lucros impulsionando os preços, também devemos ver o mercado dos EUA avançar menos com base em um grupo concentrado de gigantes corporativos.

Após um retorno total de 26% em 2023 e 15% até o momento no ano, será que as ações dos EUA e globais ainda têm algum potencial de alta? Uma maneira de analisar isso a longo prazo é através da ótica da avaliação. Com um P/E futuro de 21x, o S&P 500 pode ser considerado caro, pois está mais de um desvio padrão acima da média de 10 anos. Essa avaliação elevada decorre em grande parte do setor de tecnologia, o maior do índice, que tem um P/E para os próximos 12 meses de 30x. Fora da bolha de tecnologia do início dos anos 2000, a diferença de avaliação entre tecnologia e o mercado não foi tão ampla. Ao olhar para um melhor proxy do “mercado”, o S&P 500 Equal Weight, que corrige a distorção da capitalização de mercado, o cenário de avaliação é muito diferente, com um P/E para os próximos 12 meses de 16x, ligeiramente abaixo da média de 10 anos. Assim, fora da tecnologia e das ações de crescimento de mega-cap, não vemos as avaliações tão exigentes.



No entanto, muitos riscos permanecem. Nossa principal preocupação são as expectativas elevadas associadas à inteligência artificial, uma vez que muitas das boas notícias e o crescimento esperado dos lucros futuros parecem já estar refletidos nas avaliações atuais. Nossa

cautela também se centra no caminho cognitivo desse entusiasmo. Isso é bem descrito pelo *Hype Cycle* da Gartner, que mostra como uma nova tecnologia muitas vezes desencadeia uma onda inicial de esperança que leva a expectativas inflacionadas, que são então desinflacionadas antes de retomarem força de maneira mais razoável. Tememos que estejamos atualmente subindo a ladeira que leva ao pico das expectativas inflacionadas. Embora compartilhemos o otimismo generalizado sobre o enorme potencial para ganhos de produtividade e novas oportunidades de negócios provenientes da IA generativa, acreditamos que levará tempo para que essas melhorias na produtividade permeiem a economia mais ampla.

Ao entrar no terceiro trimestre, mantemos nossa posição de sobre peso em ações, pois a perspectiva continua positiva, respaldada por forças macroeconômicas e microeconômicas favoráveis. Estamos com sobre peso em ações dos EUA, com um viés para ações de crescimento, enquanto estamos moderadamente subponderados em ações da Europa e dos Mercados Emergentes. A Europa continua atraente do ponto de vista de avaliação, mas acreditamos que a região sofre com uma subexposição a tecnologia e empresas de crescimento. Além disso, a recente turbulência política na França trouxe de volta um prêmio de risco político para os ativos europeus, criando um impacto negativo de curto prazo. Mantemos nossa cautela em relação aos mercados emergentes, particularmente a China, apesar de alguns desenvolvimentos macroeconômicos positivos que provocaram uma recuperação do mercado. Mantemos nosso sobre peso em ações táticas, pois vemos um terreno fértil para a seleção ativa de ações com alta dispersão.

Fed sem pressa para cortar

Na primeira metade do ano, os mercados de renda fixa foram dominados pela reavaliação dos cortes de taxa do Fed e pelo ressurgimento da narrativa de “mais alto por mais tempo”, impulsionada por uma perspectiva de política monetária menos *dovish*. À medida que o rendimento de 10 anos dos EUA subiu de 3,9% para 4,4%, a duração impactou negativamente os títulos. Por outro lado, os títulos de menor duração e mais arriscados tiveram um desempenho superior até o momento, à medida que os diferenciais de crédito se estreitaram.

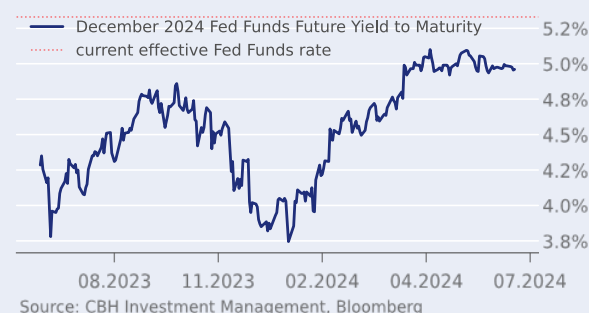
Embora continuemos acreditando que o pico cíclico dos rendimentos nos EUA já tenha ficado para trás, sempre fomos céticos em relação à precificação otimista do mercado quanto aos cortes de taxa do Fed e adicionamos duração apenas gradualmente. O momento do primeiro corte de taxa permanece incerto e dependente de dados, como o Presidente Powell tem reiterado frequentemente, e nosso cenário base prevê o primeiro corte em setembro. No entanto, dado o difícil caminho da “última milha” da desinflação e a resiliência da economia dos EUA, o cenário alternativo de não haver cortes neste ano tornou-se mais provável.

No médio prazo, as forças econômicas e uma política monetária mais flexível devem pressionar os rendimentos dos títulos do Tesouro para baixo. No entanto, o caminho para rendimentos mais baixos tende a ser não linear, uma vez que a oferta pesada de títulos do Tesouro em um momento de menos compradores pode criar oscilações

momentâneas. Do ponto de vista da análise técnica, a série de máximas mais baixas no rendimento dos títulos do Tesouro de 10 anos dos EUA sugere que a tendência prevalecente agora é de queda. Portanto, reiteramos que a duração tem seu lugar em um portfólio multi-ativos. Acreditamos que quaisquer movimentos de alta nos rendimentos próximos a 4,5% nos títulos do Tesouro de 10 anos dos EUA proporcionam um ponto de entrada atraente para adicionar duração e garantir portagem.

Precificação do Fed

Desde abril, a precificação do mercado para cortes do Fed tem sido estável



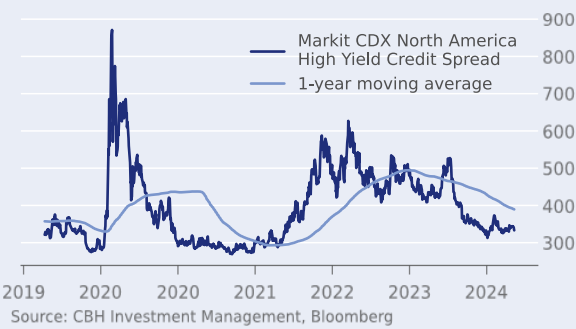
O crédito continua (demasiado) caro

No 2º trimestre de 2024, os diferenciais de crédito para os títulos de grau de investimento (IG) e de alto rendimento (HY) permaneceram amplamente estáveis nos EUA e na Europa. O desempenho trimestral foi positivo, impulsionado por uma portagem atraente, com índices de alto rendimento registrando um retorno total de mais de 2,5% no acumulado do ano em ambos os lados do Atlântico. Em contraste, o desempenho dos títulos de grau de investimento girou em torno de zero. Apesar do aperto monetário mais agressivo em 50 anos, o impacto retardado dos custos de financiamento mais altos tem sido relativamente contido dentro das classificações sub-BB, apoiando os índices de crédito.

Os fundamentos do crédito permanecem saudáveis e a demanda por crédito é forte, com os investidores continuando a se afundar para garantir níveis atraentes de portagem. A oferta também é robusta, com muitas empresas aproveitando os baixos níveis de diferenciais. No entanto, as avaliações permanecem elevadas, uma vez que os diferenciais de crédito continuam negociando de forma apertada, bem abaixo da média de 10 anos e perto de mínimos históricos. No geral, os diferenciais de crédito se estreitaram para níveis vistos quando o Fed começou a aumentar as taxas em 2022. Nesse contexto, mantemos nossa preferência por crédito IG em relação ao HY e à dívida emergente, pois os títulos corporativos de alta qualidade parecem mais resilientes às adversidades cíclicas.

Diferenciais de Crédito de Alto Rendimento

O crédito de alto rendimento nos EUA continua caro



Política voltará a pesá sobre o euro

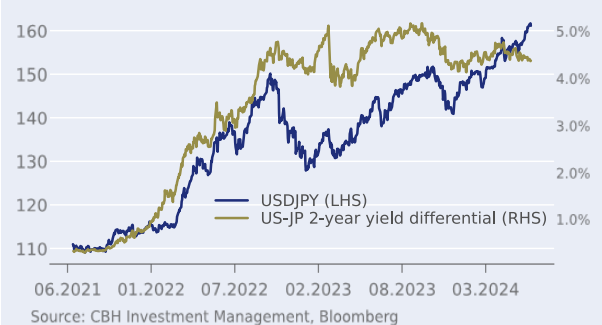
No geral, taxas de juro mais altas, cortes adiados pelo Fed e uma economia dos EUA mais forte continuam a favorecer o USD a curto prazo. O principal fator que influencia o FX do G10 continua a ser as expectativas relativas à política monetária, como evidenciado pela alta correlação entre o Índice do Dólar e a precificação da taxa dos Fed Funds a 1 ano. Desde abril, as perspectivas para o Fed têm sido bastante estáveis, com expectativas de um pouco menos de dois cortes este ano. Para o BCE, o mercado antecipava dois cortes, com o primeiro já efetuado a 6 de junho. Além disso, as eleições legislativas europeias e a subsequente turbulência na política francesa reintroduziram um prêmio político nos cruzamentos com o EUR. Normalmente, o stress político na Europa faz com que o EUR caia mais em relação ao CHF do que ao USD, e isto foi confirmado mais uma vez. Acreditamos que a disputa entre a política francesa e as perspectivas do Fed em relação ao BCE irão, em grande parte, determinar o EURUSD no terceiro trimestre, com o par a negociar provavelmente na faixa de 1,05 a 1,09. Esperamos que o piso de 1,05 se mantenha, a menos que haja mais stress político na Zona Euro. A longo prazo, antecipamos que o dólar se enfraqueça gradualmente à medida que o crescimento dos EUA se normalize e o Fed comece a reduzir as taxas.

Além do ressurgimento do risco político na Europa, o desenvolvimento mais importante recente no FX do G10 tem sido o enfraquecimento adicional do JPY, que caiu abaixo de 160 USDJPY para o nível mais baixo em 38 anos. Nos últimos anos, o USDJPY foi principalmente impulsionado por diferenças nas taxas de juro, mas recentemente depreciou apesar das diferenças de rendimento estáveis. Então, o que está por trás da fraqueza recente do iene logo após a mudança de política do Banco do Japão (BoJ) marcar o fim de décadas de política monetária ultra-flexível? Embora tenham surgido muitas explicações potenciais, nenhuma parece completamente convincente. Vemos dois principais obstáculos de médio prazo para o iene que podem fazer parte da equação. Primeiro, a tão aguardada mudança do BoJ tem sido até agora muito tímida e o caminho para a normalização da política permanece lento. Embora o abandono do controle da curva de rendimentos seja uma mudança significativa, o BoJ desapontou as expectativas de mercado mais agressivas ao não oferecer orientação sobre um aumento em julho e ao adiar a decisão sobre a redução das compras de JGB até a reunião de política de julho. Segundo, o apetite global por risco permanece

elevado, um ambiente favorável para estratégias de *carry trade*. Em termos anuais, o iene enfraqueceu 10-11% em relação às moedas do G10 com maiores rendimentos: USD, GBP, NZD e AUD. Assim, o uso generalizado do iene para financiar *carry trades* pode ser outro elemento por trás da fraqueza persistente do JPY. No geral, vemos que o ligeiro aumento nos rendimentos dos JGB e o potencial para uma intervenção cambial do BoJ são mais do que compensados pela perspectiva positiva para ativos de risco e rendimentos estáveis dos EUA até que o Fed comece finalmente a cortar as taxas.

USDJPY vs. Diferencial de Rendimentos

A fraqueza do JPY recentemente superou os diferenciais das taxas de juro



Presença Geográfica

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

Isenção de Responsabilidade

Esta publicação é apenas para fins informativos e não constitui qualquer oferta, indução ou recomendação por parte da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ou de quaisquer outros membros do seu grupo. Em particular, esta publicação não constitui um prospecto, e as informações publicadas não devem ser interpretadas como uma oferta de venda de quaisquer valores mobiliários ou uma proposta de investimento de qualquer tipo.

Trata-se de uma informação geral baseada em conhecimento próprio, informações fornecidas por terceiros e fontes de acesso público. Não é apenas o resultado de pesquisa financeira independente; portanto, os requisitos legais relativos à independência da pesquisa financeira não se aplicam. As informações e opiniões expressas nesta publicação foram divulgadas pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA na data da redação e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio, em particular, quaisquer preços indicados são atuais na data desta publicação e também estão sujeitos a alterações sem aviso prévio.

Investimentos nas classes de ativos mencionadas nesta publicação podem não ser adequados para todos os destinatários e podem não estar disponíveis em todos os países. Esta publicação não é direcionada a, nem se destina à distribuição ou utilização por, qualquer pessoa ou entidade que seja cidadã ou residente de, ou esteja localizada em, qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição onde tal distribuição, publicação, disponibilidade ou uso seria contrário à lei ou regulamentação. Esta publicação foi elaborada sem considerar os objetivos, a situação financeira ou as necessidades de qualquer investidor específico. Antes de realizar qualquer transação, os investidores devem considerar a adequação da transação às circunstâncias e objetivos individuais.

É aconselhável procurar aconselhamento profissional, incluindo aconselhamento fiscal, se os investidores tiverem dúvidas. O valor dos investimentos e a renda proveniente deles podem diminuir assim como aumentar e não é garantido, portanto, os investidores podem não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode cair repentinamente e substancialmente; o desempenho passado não é um guia para o desempenho futuro; e os níveis e fundamentos da tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar com o tempo. Mudanças nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o preço, valor ou rendimento de um investimento.

Por favor, note que o valor dos investimentos e a renda proveniente deles podem diminuir assim como aumentar e não é garantido, portanto, os investidores podem não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode cair repentinamente e substancialmente; o desempenho passado não é um guia para o desempenho futuro; e os níveis e fundamentos da tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar com o tempo. Mudanças nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o preço, valor ou rendimento de um investimento.

Não se faz qualquer representação relativamente à precisão e integridade desta publicação, e esta não deve ser considerada como uma base para qualquer confiança. Possíveis erros ou incompletudes das informações contidas nesta publicação não constituem fundamento para 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 seja legalmente permitida pelas entidades locais da CBH. Esta publicação não é direcionada a qualquer pessoa em qualquer jurisdição onde (por motivo de nacionalidade, residência ou outros) tal publicação seja proibida.

Informação Importante sobre Distribuição

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

Bahamas - Esta publicação é distribuída aos clientes da CBH Bahamas Ltd. e não se destina à distribuição a pessoas designadas como cidadãos ou residentes das Bahamas para os efeitos das Regulamentações e regras de Controle de Câmbio das Bahamas. Assim, é apenas destinada a pessoas que são designadas ou consideradas não-residentes.

Hong Kong - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA e distribuída pela CBH Asia Limited em seu próprio nome para os seus clientes. A CBH Asia Limited é uma empresa licenciada pela Comissão de Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong (SFC), e registada na Autoridade dos Fundos de Providência Obrigatória (MPFA) e na Autoridade de Seguros de Hong Kong (IA).

Reino Unido - Esta publicação é distribuída aos clientes pela CBH Wealth UK Limited, autorizada e regulamentada no Reino Unido pela Autoridade de Conduta Financeira [FRN 514546]. Este documento destina-se a fins gerais de informação e não deve ser considerado como pesquisa de investimento. Para informações completas sobre as comunicações da CBH Wealth UK Limited, por favor, visite o nosso site ou fale com o seu Gestor de Relacionamento.

Estados Unidos - Nem esta publicação nem qualquer cópia dela pode ser enviada, levada para ou distribuída nos Estados Unidos ou a qualquer pessoa dos EUA.

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 são proibidas, exceto com a autorização prévia por escrito do respectivo terceiro. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não garantem a precisão, completude, pontualidade ou disponibilidade de qualquer informação, incluindo classificações, e não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (negligentes ou não), independentemente da causa, ou pelos resultados obtidos com a utilização de tais conteúdos. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não fornecem garantias expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando a, quaisquer garantias de comercialização ou adequação para um determinado propósito ou uso. 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) em conexão com qualquer uso dos seus conteúdos, incluindo classificações. As classificações de crédito são declarações de opiniões e não declarações de fato ou recomendações para comprar, manter ou vender valores mobiliários. Elas não abordam o valor de mercado dos valores mobiliários ou a adequação dos valores mobiliários para fins de investimento e não devem ser consideradas como aconselhamento de investimento.

Existem direitos autorais e de proteção de base de dados nesta publicação e não pode ser reproduzida, distribuída ou publicada por qualquer pessoa para qualquer finalidade sem o consentimento prévio expresso da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Todos os direitos reservados.

Todos os dados são de 8 de julho de 2024
Publicado em julho de 2024

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