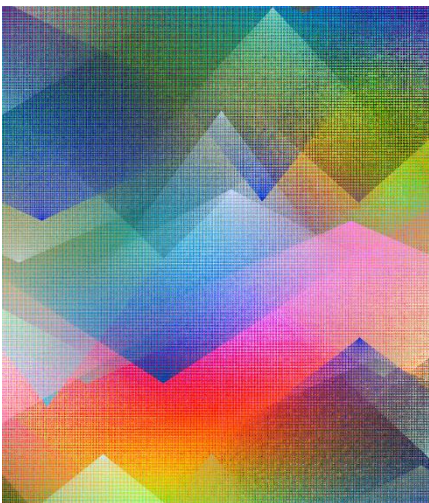
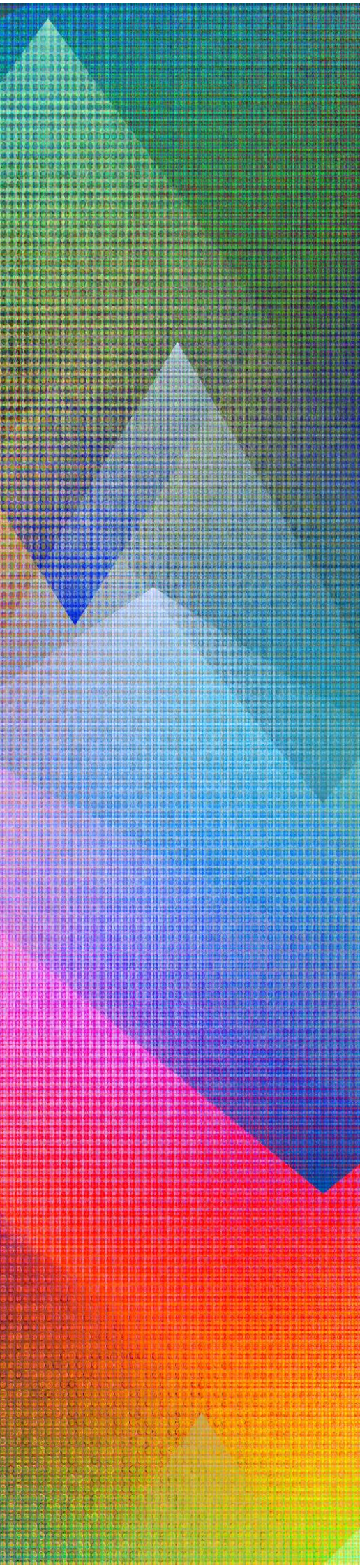


Quarterly Insight

4° Trimestre 2024



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



Conteúdo

CBH Foreword	1
Perspectivas macroeconômicas globais	3
Visões sobre Classes de Ativos	11
Alocação de Ativos	13

CBH Foreword

Tectônica de Placas em Movimento

Principais Destaques

- A economia global está se aproximando de um pouso suave
- A Europa está ficando atrás da economia dos EUA e está exposta a riscos de queda
- Mudanças na política monetária estão alimentando a volatilidade
- Embora estejamos reduzindo taticamente a exposição em ações, continuamos com uma alocação acima do peso em ações de forma geral
- Nossas alocações em CTA, estratégias Global Macro e ouro são projetadas para melhorar a diversificação do portfólio e fortalecer a resiliência contra a volatilidade do mercado

O quarto trimestre de 2024 nos apresenta um momento crucial no cenário econômico global, marcado por mudanças significativas na política monetária, mais notavelmente o tão aguardado início do ciclo de corte de taxas do Fed.

Assim como o movimento lento, mas poderoso, das placas tectônicas sob a superfície da Terra, essas mudanças estão remodelando o cenário financeiro de maneiras que trazem tanto oportunidades quanto desafios. Vemos este momento como um ponto de inflexão—uma oportunidade para realinhar e otimizar nossas estratégias.

Nos EUA e na Europa, a inflação está caindo, o crescimento salarial está desacelerando e o mercado de trabalho permanece sólido. Assim, no dia 18 de setembro, o Fed iniciou seu ciclo de corte de juros com uma redução de 50 pontos-base. Isso aconteceu antes que os primeiros sinais de desaceleração econômica fossem claramente visíveis. No curto prazo, seu foco está claramente mudando de controlar a inflação para apoiar o emprego.

Os mercados já haviam antecipado esse primeiro corte de juros, mas o acolheram de qualquer maneira. Como resultado, o terceiro trimestre foi caracterizado por uma valorização na maioria das classes de ativos, com exceção de algumas mercadorias.

Neste momento, os mercados estão precificando um cenário de pouso suave, que também é nossa suposição central. Sem exagero, esses níveis de avaliação deixam pouco espaço para erros no caso de uma desaceleração econômica mais acentuada do que o esperado.

Por isso, acreditamos que é hora de reduzir gradualmente e de forma proativa o nível de risco nas nossas carteiras. Nosso posicionamento tático reflete simplesmente o fato de que as expectativas de retorno são mais baixas após o desempenho dos últimos meses, e as incertezas macroeconômicas são maiores.

No último ano, as ações de tecnologia se beneficiaram do entusiasmo em torno da inteligência artificial generativa. Embora investir nos líderes desse setor permaneça altamente relevante no médio e longo prazo, acreditamos que seria apropriado reduzir taticamente nosso excesso de peso nesse segmento e realizar parte dos lucros.

A primeira fase do surgimento de uma inovação tecnológica é tradicionalmente associada a ganhos rápidos e expressivos. A segunda fase envolve a validação dos modelos econômicos e o ajuste dos múltiplos de avaliação, o que costuma ser marcado por maior volatilidade e disparidade de desempenho. É altamente provável que os próximos meses nos ofereçam a oportunidade de aumentar a exposição a esse tema em níveis de avaliação mais atrativos.


As taxas de juros caíram significativamente nos últimos quatro meses, refletindo as expectativas dos investidores quanto aos cortes de juros do Fed e à normalização da inflação. Nos próximos 12 meses, esperamos que o "carry trade" seja a principal fonte de retorno dos títulos. No curto prazo, as taxas podem continuar a cair, mas em um ritmo mais lento. No médio prazo, taxas ligeiramente mais altas do que as de hoje são possíveis, pois a inflação estruturalmente mais elevada e as necessidades de financiamento das economias justificam um prêmio de prazo mais alto.

Para gerenciar com sucesso esse período de transição, e dado o forte potencial de investimentos alternativos para se beneficiarem da incerteza do mercado, permanecemos com alocação acima do peso nas estratégias de CTA e Global Macro, ao mesmo tempo em que aumentamos nossa exposição ao ouro.

As mudanças atuais na política monetária terão importantes implicações macro e microeconômicas. Um exemplo notável é o aumento de 0,25% nas taxas de juros pelo Banco do Japão em julho e os comentários otimistas de Mr. Ueda, que levaram a uma valorização do iene e a uma queda acentuada nas ações japonesas (-12,4% no índice Nikkei em 5 de agosto). Esses são movimentos tectônicos que podem parecer modestos à primeira vista, mas cujas consequências são consideráveis.

Embora esses ajustes de política possam causar alguma turbulência nos mercados, permanecemos confiantes. Nossas medidas recentes, tomadas de forma proativa, foram projetadas para antecipar esses possíveis efeitos, permitindo-nos capitalizar as futuras oportunidades enquanto mitigamos o impacto da volatilidade associada a essas mudanças de tendência.

Este relatório foi preparado pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Consulte as isenções de responsabilidade e divulgações importantes no final do documento.

 **Follow us on LinkedIn**

<https://www.linkedin.com/company/cbh-compagnie-bancaire-helvtique-sa/>



Perspetiva Macro – Estados Unidos

Principais Destaques

- Forte demanda interna
- Crescimento robusto da produtividade
- O grande corte do Fed deve manter os EUA em boa forma
- A inflação de longo prazo está mais alta, e os mercados revisarão suas expectativas
- Leia nossa análise sobre as próximas eleições: <https://lnkd.in/ecCtuZ87>

O crescimento econômico dos EUA tem mostrado resiliência, impulsionado por uma forte demanda interna.

Apesar das condições monetárias restritivas, a atividade econômica no país está se mantendo bem. O consumo das famílias é sustentado por um mercado de trabalho sólido e pelos efeitos de riqueza. Consumidores de renda média não estão preocupados com o desemprego, beneficiaram-se do aumento da renda disponível graças ao robusto crescimento salarial, e viram suas carteiras e preços das casas subirem. O efeito das taxas de juros mais altas foi compensado pelo uso crescente de taxas fixas desde a crise financeira de 2008. A alta da inflação afetou principalmente as famílias mais modestas, que foram impactadas pelo aumento dos aluguéis e recorreram aos cartões de crédito para manter seus níveis de consumo. A inadimplência nesse segmento está aumentando, mas ainda permanece baixa em termos históricos e não é sistêmica. O mercado de trabalho não está mais superaquecido, mas ainda é muito saudável. O aumento da taxa de desemprego é resultado do crescimento da oferta de mão de obra, impulsionado pela imigração e pela melhora na taxa de participação. As demissões estão em níveis historicamente baixos, e as vagas de emprego ainda superam o número de desempregados.

EUA: Aperto do mercado de trabalho

As vagas ainda superam os desempregados



Enquanto isso, as empresas mantiveram seus investimentos, especialmente em produtos de propriedade intelectual (P&D, software). O investimento residencial foi prejudicado pelo ciclo de aperto do Fed em 2022 e 2023, mas já está mostrando sinais de recuperação, mesmo com a postura ainda restritiva do Fed, à medida que as condições financeiras se suavizam.

"O investimento em propriedade intelectual representa mais de 40% do total de investimentos não residenciais"

O processo de desinflação continua. A inflação dos serviços é mais persistente, mas está no caminho certo. Os custos trabalhistas têm uma influência significativa na precificação dos serviços. A maior produtividade do trabalho mitiga o impacto do crescimento salarial e ajuda a manter os preços dos serviços sob controle.

Nesse contexto, os funcionários do Fed ganharam confiança adicional de que a inflação está se movendo de forma sustentável em direção à sua meta de 2%, e o Federal Reserve iniciou seu ciclo de afrouxamento em setembro, com uma significativa redução de 50 pontos-base nas taxas. Este primeiro movimento de afrouxamento ajudará a proteger a segunda metade de seu mandato. O mandato duplo do Fed inclui manter a estabilidade de preços e promover o pleno emprego. Este movimento "jumbo" não reflete pânico, mas sim a disposição do Fed em manter a força da economia e do mercado de trabalho. O Fed está afrouxando sua postura restritiva e buscará a neutralidade, em vez de uma política expansionista. Apesar dessa mudança, esperamos que o Fed continue cauteloso, adotando um processo de tomada de decisão reunião por reunião. A instituição não está mais fornecendo orientações para o futuro, uma ferramenta que os bancos centrais costumam usar para informar o público sobre o provável curso futuro da política monetária. Essa abordagem dependente de dados alimenta incertezas e expectativas excessivas entre os participantes do mercado.

EUA: Futuros dos fundos do Fed

As expectativas do mercado são excessivas, especialmente para 2025



O dólar se desvalorizou sob a pressão de expectativas excessivas do mercado em relação à política monetária. No entanto, os rendimentos reais dos EUA continuam atraentes. Apesar dos déficits gêmeos dos EUA, o dólar americano deve se beneficiar da atratividade da economia dos EUA. A revisão esperada das expectativas do mercado deve apoiar uma recuperação de curto prazo, e a volatilidade permanecerá elevada. As próximas eleições em novembro acrescentarão outra camada de volatilidade de curto prazo.

Perspetiva Macro – Zona do Euro

Principais Destaques

- A demanda interna é fraca, mas a demanda do consumidor deve se recuperar, apoiada por um mercado de trabalho forte
- A Europa está ficando para trás em relação à economia dos EUA
- A desinflação está sendo adiada pelo aumento dos custos trabalhistas

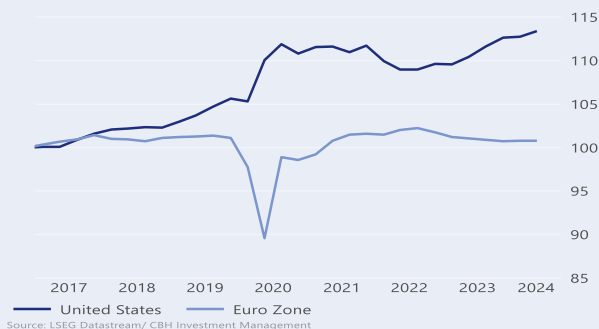
A demanda interna na zona do euro continua lenta.

No primeiro semestre de 2024, o crescimento do PIB foi impulsionado principalmente pelas exportações líquidas, enquanto os investimentos caíram e o consumo das famílias permaneceu estagnado, apesar do aumento da renda disponível real e de um mercado de trabalho forte. A confiança do consumidor caiu drasticamente no início da guerra da Rússia com a Ucrânia e permaneceu contida desde então, enfraquecida pela inflação crescente. Nos próximos trimestres, espera-se que a demanda do consumidor se recupere, graças à força do mercado de trabalho (a taxa de desemprego está em um nível historicamente baixo), ao aumento dos salários e à inflação em queda. De fato, os salários nominais estão agora mais altos do que os preços, compensando a inflação passada. Quanto à produção industrial, nenhuma das quatro principais economias da região retornou aos níveis pré-pandemia. Vale destacar que o modelo industrial da Alemanha foi abalado pela crise no mercado automotivo desde 2018, e as indústrias intensivas em energia foram severamente atingidas pela crise energética. Além disso, em contraste com as políticas industriais proativas implementadas nos Estados Unidos, como o Plano de Redução da Inflação, o apoio público na Europa não conseguiu impulsionar os investimentos. O enorme pacote de estímulo - Próxima Geração UE - lançado durante a pandemia para reforçar o investimento industrial, a digitalização e a transição verde não elevou o crescimento potencial até agora, pois a implementação tem sido lenta e complexa. A divergência nas dinâmicas de acumulação de capital, portanto, se traduz em diferenças na produtividade do trabalho. A lacuna em relação aos Estados Unidos está se ampliando, afetando o crescimento econômico e a inflação. Normalmente, os ganhos de produtividade ajudam a mitigar o impacto do crescimento salarial sobre os aumentos de preços, especialmente em serviços.

“Entre 2019 e 2024, a produtividade do trabalho aumentou 0,9% na zona do euro, em comparação com 6,7% nos EUA”.

Produtividade do Trabalho

A zona do euro está atrasada em relação aos Estados Unidos

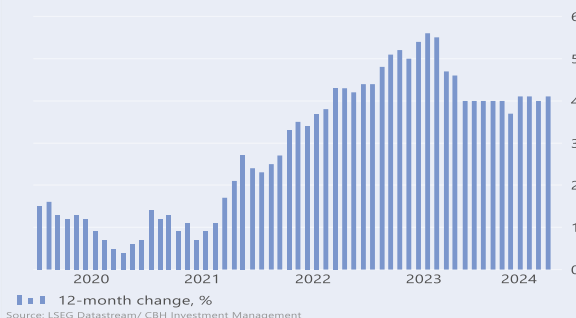


Por trás desse panorama macroeconômico, existem situações muito diferentes em diferentes países. Na França, a turbulência política persistente pode prejudicar a confiança do consumidor e dos negócios, e, portanto, os investimentos, mas o investimento em propriedade intelectual é mais forte do que em outros lugares. Os setores exportadores e os investimentos da Itália estão mostrando força, mas as finanças públicas estão sob pressão, assim como na maioria dos países da zona do euro. Na Alemanha, o setor manufatureiro enfrenta desafios estruturais e a ortodoxia fiscal está prejudicando as perspectivas de longo prazo. Entre as quatro principais economias, a Espanha é a que melhor se sai, graças à forte confiança das famílias e aos gastos robustos com turismo.

A inflação agora está se aproximando da meta de 2% do BCE. No entanto, a inflação dos serviços, que representa quase metade da inflação geral, permanece elevada. A demanda por serviços é muito mais forte do que por bens. Além disso, os serviços são muito sensíveis a mudanças nos custos trabalhistas. Nesse contexto, a dinâmica salarial é forte, graças ao baixo desemprego em meio a uma contínua escassez de mão de obra, enquanto o crescimento da produtividade é fraco, resultando em maior pressão ascendente sobre os preços.

Zona do Euro: Preços ao Consumidor para Serviços

A inflação dos serviços permanece persistente



O BCE está afrouxando sua postura de política monetária. A instituição com sede em Frankfurt cortou sua taxa de política principal em 25 pontos-base em junho e setembro. O BCE permanece cauteloso em um contexto de pressões salariais persistentes e incertezas geopolíticas que poderiam reacender os preços das mercadorias, especialmente a energia. Essa abordagem gradual, reunião por reunião, mantém a flexibilidade, mas exacerba as expectativas do mercado.

Perspetiva Macro – Economias Emergentes

Principais Destaques

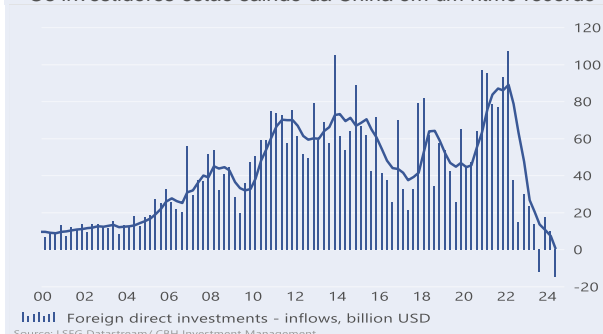
- A perspetiva da China continua incerta
- A Índia é um ponto positivo, apesar das fraquezas estruturais
- O desempenho econômico do Brasil é forte, mas o risco político permanece
- O México está bem posicionado no atual contexto geoeconómico
- O afrouxamento monetário dos EUA pode apoiar as moedas emergentes

A economia chinesa está enfrentando dificuldades.

A China continua sendo um parceiro comercial líder, já que o país é um ator fundamental na cadeia de suprimentos internacional, mas a economia chinesa está assombrada por uma crise imobiliária persistente que enfraqueceu a confiança do consumidor. Altas economias precaucionárias são resultado de uma proteção social inadequada, e essa tendência estrutural está sendo atualmente agravada pelo elevado desemprego juvenil e um grande estoque de imóveis não vendidos. Até agora, as medidas de estímulo não conseguiram impulsionar o crescimento e as vendas no varejo. O novo pacote anunciado pelo Banco Popular da China é grande e projetado para injetar liquidez e apoiar os mercados de habitação e ações, mas, em nossa opinião, não está bem direcionado. Mais medidas do lado da demanda são necessárias para melhorar as perspectivas de crescimento da China, especialmente à medida que o país enfrenta restrições externas. Os investidores estrangeiros estão sofrendo com a baixa confiança na economia chinesa, e as multinacionais estão reduzindo seus novos investimentos. Algumas estão até vendendo ativos existentes. Uma perspectiva doméstica fraca, combinada com a piora da geopolítica, está assustando os investidores.

China: Fluxos de Investimento Estrangeiro Direto

Os investidores estão saindo da China em um ritmo recorde



A Índia está crescendo a um ritmo robusto.

O país está se beneficiando de um forte impulso de crescimento, apoiado pelo gasto discricionário das famílias e um ritmo de investimento robusto. A perspectiva de médio prazo é promissora, reforçada por investimentos em infraestrutura, um setor bancário mais saudável e uma força

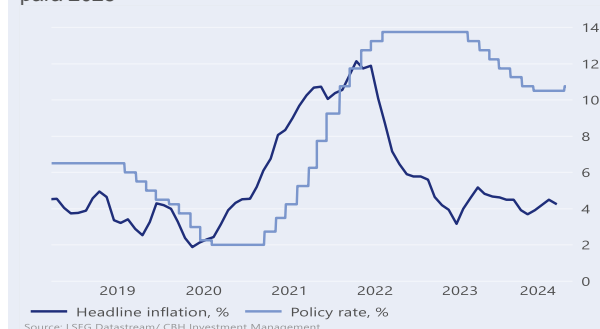
de trabalho crescente. No entanto, a iniciativa "Fabricar na Índia", projetada para impulsionar o setor manufatureiro, enfrenta restrições regulatórias e protecionismo estrutural. A Índia continua sendo um jogador marginal no comércio internacional, ficando atrás de outras economias asiáticas, especialmente China e Vietname. A participação da Índia nas exportações mundiais permanece baixa, em 2%, enquanto a participação da China ainda se aproxima de 15%.

A perspetiva do Brasil é ofuscada pelo aumento dos riscos políticos e fiscais.

A demanda interna está crescendo a um ritmo robusto. O consumo das famílias é o principal motor desse crescimento, apoiado pela reestruturação da dívida das famílias, crescimento salarial sustentado por um mercado de trabalho robusto e transferências públicas para os consumidores. Enquanto isso, os investimentos aceleraram. A inflação aumentou ligeiramente nos últimos meses, mas permanece dentro da faixa de meta do Banco Central. No entanto, as expectativas de inflação deterioraram-se recentemente devido ao aumento das tensões entre o governo e o governador do Banco do Brasil (BCB), preocupações sobre a dívida pública e a força do mercado de trabalho. O real brasileiro e os preços das ações estão sob pressão. Nesse contexto, o BCB elevou sua taxa de política em 25 pontos-base em setembro.

Brasil: Inflação e Taxa de Política

As expectativas do mercado são excessivas, especialmente para 2025



O México está bem posicionado para aproveitar a polarização nas relações EUA-China.

O país pode se beneficiar de oportunidades de investimentos de "deslocalização próxima" e "deslocalização entre países amigos". No entanto, Claudia Sheinbaum, eleita Presidente em junho, enfrenta muitos desafios, incluindo as finanças públicas, a reforma do setor energético e as negociações comerciais. No curto prazo, o crescimento econômico é forte, impulsionado pela queda da inflação e das taxas de juros. O Banco do México iniciou seu ciclo de afrouxamento em março com um corte de 25 pontos-base, seguido por outro corte de 25 pontos-base em agosto.

As economias emergentes são sensíveis a mudanças na política monetária dos EUA.

A mudança de postura do Fed abre a porta para que as moedas emergentes se recuperem. No entanto, há uma grande divergência dentro desse bloco. Países com uma posição externa forte e dinâmicas internas robustas devem ter um desempenho melhor, como a rupia indiana.

Perspetiva Macro – Outras Economias Avançadas

Principais Destaques

- A economia suíça é impulsionada pelo setor farmacêutico não cíclico
- O SNB (Banco Nacional Suíço) reduziu sua taxa de política em 75 pontos-base este ano, e novos cortes estão em pauta
- O Japão saiu da deflação e encerrou sua política de taxas de juros negativas
- No Japão, a perspectiva para a demanda interna permanece ofuscada por economias corporativas excessivas

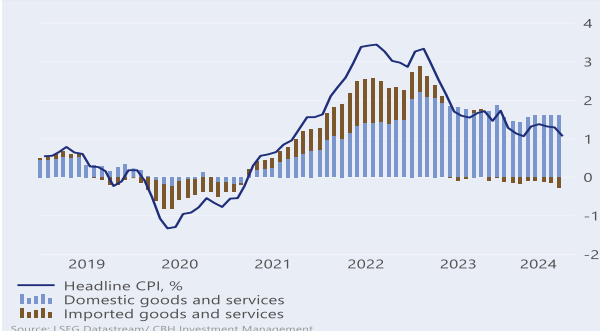
A economia suíça é resiliente, mas vulnerável ao comércio internacional.

A demanda interna permaneceu contida no primeiro semestre de 2024. O sólido crescimento do emprego e os aumentos reais nos salários apoiaram o consumo das famílias. O sentimento do consumidor está mostrando sinais de melhora, mas ainda permanece fraco. Os investimentos ainda estão sob pressão, mesmo que o Banco Nacional Suíço (SNB) tenha iniciado seu ciclo de afrouxamento em março.

No segundo trimestre de 2024, o desempenho da Suíça foi principalmente apoiado pelas exportações químicas e farmacêuticas, que são menos sensíveis aos ciclos econômicos e flutuações cambiais. Em 2023, as exportações farmacêuticas sofreram com o processo de desabastecimento pós-Covid, mas a demanda está agora se recuperando. O crescimento em outros setores industriais é afetado pelas dificuldades dos parceiros comerciais da Suíça, especialmente a Alemanha. Como uma pequena economia aberta, a Suíça pode ser significativamente afetada pela perspectiva global. Nos próximos trimestres, a força do franco suíço e o fraco desempenho de alguns parceiros comerciais-chave continuarão a pesar sobre as indústrias mais cíclicas.

Suíça: Detalhamento do IPC

A inflação importada é negativa



A inflação retornou à meta do SNB. A força do CHF está levando a inflação importada a território negativo, compensando o aumento da inflação de aluguéis habitacionais. Nesse contexto, o banco central interrompeu suas intervenções cambiais destinadas a apoiar o CHF e a reduzir o tamanho de seu balanço patrimonial.

“Desde janeiro de 2023, a taxa de câmbio efetiva real do CHF se valorizou em mais de 9%”.

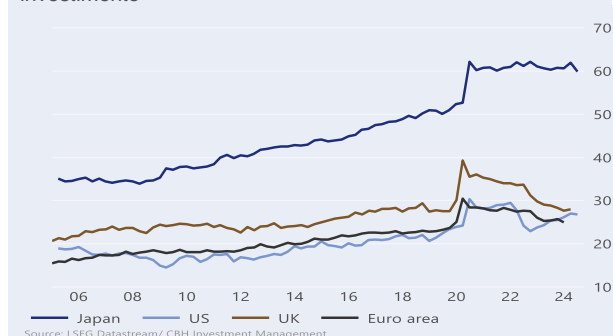
Além disso, o SNB cortou sua taxa de juros em 25 pontos-base em março, junho e setembro. Adicionalmente, o SNB permanece aberto a novos cortes e intervenções cambiais se a inflação desacelerar significativamente ou se a pressão ascendente sobre o franco se tornar excessiva. Uma taxa de 1% é considerada neutra por muitos analistas de bancos centrais. No entanto, as expectativas do mercado para a taxa de juros suíça também foram exageradas, com alguns investidores sugerindo agora que a taxa terminal poderia atingir 0,25%. Essas expectativas excessivas provavelmente levarão a reavaliações de probabilidades e volatilidade.

O Japão saiu da deflação, mas o país ainda enfrenta desafios estruturais.

A maior parte da pressão ascendente sobre os preços é devido a fatores temporários, e não a uma forte recuperação na demanda interna. As economias corporativas ainda estão em grande parte mantidas em caixa. Como resultado, o investimento é estruturalmente fraco, limitando a atividade. O aumento do gasto de capital e um mercado de trabalho apertado devem reduzir as economias corporativas em excesso e aumentar a inflação, embora esse processo possa levar vários anos. Nesse ínterim, a demanda e a produtividade continuarão lentas.

Caixa e depósitos corporativos (% do PIB)

Altas economias corporativas resultam em baixo investimento



O Banco do Japão (BoJ) abandonou sua política de taxas de juros negativas em março e aumentou as taxas novamente em julho. Em setembro, o banco central manteve sua política, citando altas incertezas. A maioria dos economistas espera que o banco aumente as taxas de juros novamente em 2024, mas o BoJ deve adotar uma abordagem gradual.

Nesse contexto, o iene se valorizou fortemente nos últimos dois meses, mas a moeda japonesa deve continuar sob pressão nos próximos meses. As decisões e comunicações dos bancos centrais serão monitoradas de perto, e as expectativas do mercado para taxas de juros e câmbio podem ser rapidamente reavaliadas.

Perspetiva Macro – Mercadorias

Principais Destaques

- Na maioria, as mercadorias de energia têm navegado de forma tranquila em 2024
- A demanda por minerais necessários para a descarbonização deve pelo menos dobrar até 2040
- O preço do ouro está sendo sustentado por vários fatores, incluindo as expectativas em torno da política do Federal Reserve

Os preços do petróleo sofreram com a demanda fraca da China.

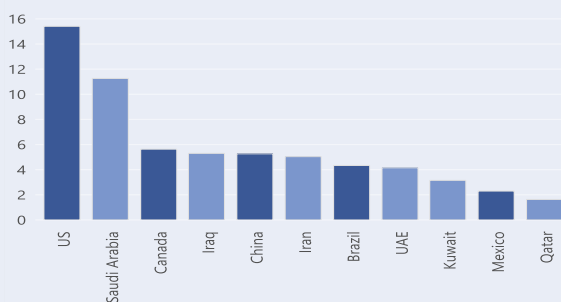
Apesar de riscos geopolíticos significativos e guerras à porta da Europa, a maioria das mercadorias de energia tem navegado de forma tranquila em 2024.

Os preços do gás na Europa caíram pela metade desde o final de 2021. A Europa conseguiu diversificar suas fontes de suprimento, tornando a região menos vulnerável aos desdobramentos do conflito na Ucrânia. Dada a correlação direta entre os preços do gás e da eletricidade no mercado europeu, esse ajuste também ajuda a aliviar a pressão sobre os preços da eletricidade.

Enquanto isso, os preços do petróleo também estão sob pressão para baixo, apesar dos esforços da OPEP para impulsionar os preços com cortes voluntários de produção. Seu poder de precificação está sendo erodido pela crescente participação de países não membros na produção de petróleo bruto. Os Estados Unidos são agora o maior produtor do mundo, à frente da Arábia Saudita. Os preços do petróleo também sofreram com a demanda e as perspectivas fracas da China. Mesmo os ataques dos houthis a petroleiros no Mar Vermelho tiveram um impacto limitado nos preços do petróleo bruto e do frete.

Produção de petróleo bruto (% do global)

Países não-OPEP levam a maior parte do mercado



Source: LSEG Datastream/ CBH Investment Management

Durante os primeiros nove meses de 2024, alguns metais básicos registraram ganhos significativos, com o estanho liderando. No entanto, são os minerais afetados por tensões geopolíticas que estão sob maior pressão, como o gálio e o germânio, que são críticos para a fabricação de semicondutores. A China impôs restrições à exportação dessas duas mercadorias em resposta ao controle de exportação dos EUA sobre semicondutores avançados.

A demanda por minerais necessários para a descarbonização, energia limpa e desenvolvimento da eletrificação deve pelo

menos dobrar até 2040, de acordo com estimativas da AIE. A demanda de longo prazo requer investimentos enormes, e o desenvolvimento de minas leva anos, mas os investidores não estão incentivados a investir, dada a crescente incerteza e os atuais preços dos metais. No longo prazo, no entanto, a transição para uma economia de baixo carbono apoia uma mudança no sistema energético global e um uso intensivo desses recursos.

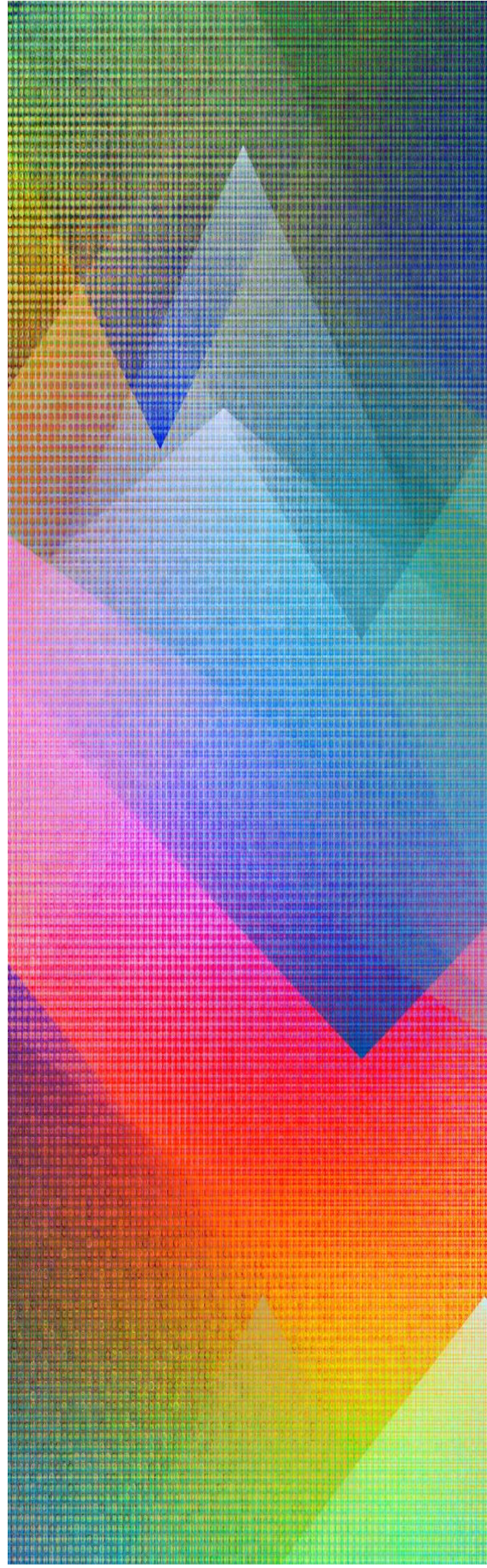
O ouro tem sido a estrela deste ano. O metal precioso está sendo apoiado por uma série de fatores, incluindo expectativas em torno da política do Federal Reserve, riscos geopolíticos globais em escalada, demanda estrutural de bancos centrais emergentes e fluxos de investidores privados preocupados com a direção da economia dos EUA. Além disso, famílias chinesas cautelosas e uma redução nas taxas de importação da Índia aumentaram seu apelo. Apesar desses fluxos, o mercado não está saturado e o ouro pode continuar a brilhar. Embora os ETFs de ouro tenham experimentado saídas líquidas até agora este ano, investidores tradicionais estão retornando.

A demanda por minerais necessários para a descarbonização, energia limpa e desenvolvimento da eletrificação deve pelo menos dobrar até 2040, de acordo com estimativas da AIE. A demanda de longo prazo requer investimentos enormes, e o desenvolvimento de minas leva anos, mas os investidores não estão incentivados a investir, dada a crescente incerteza e os atuais preços dos metais. No longo prazo, no entanto, a transição para uma economia de baixo carbono apoia uma mudança no sistema energético global e um uso intensivo desses recursos.

O ouro tem sido a estrela deste ano. O metal precioso está sendo apoiado por uma série de fatores, incluindo expectativas em torno da política do Federal Reserve, riscos geopolíticos globais em escalada, demanda estrutural de bancos centrais emergentes e fluxos de investidores privados preocupados com a direção da economia dos EUA.

Além disso, famílias chinesas cautelosas e uma redução nas taxas de importação da Índia aumentaram seu apelo. Apesar desses fluxos, o mercado não está saturado e o ouro pode continuar a brilhar. Embora os ETFs de ouro tenham experimentado saídas líquidas até agora este ano, investidores tradicionais estão retornando.

“Ouro encerra o terceiro trimestre a \$2600 por onça, alta de 28% desde o início do ano”.



Riscos Descendentes em Meio a Mudanças Estruturais

A economia global está se aproximando de um pouso suave. O crescimento econômico nas economias avançadas está desacelerando, mas permanece resiliente, enquanto o processo de desinflação está bem avançado. A força do mercado de trabalho é a variável chave que determina a resiliência da atividade econômica. As escassezes relacionadas à pandemia contribuíram para essa robustez, mas outro fator estrutural também é crucial. **A transição demográfica já começou a ter um impacto no fornecimento de mão de obra.** O envelhecimento da população está reduzindo o tamanho da força de trabalho.

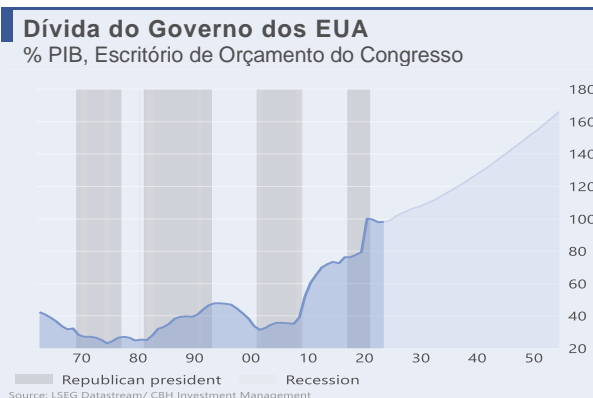
No curto prazo, **essa mudança ajuda a manter a taxa de desemprego baixa.** No entanto, a longo prazo, essa tendência reduzirá as economias disponíveis para investimento, gerará custos significativos com saúde, pesará sobre o crescimento potencial e poderá levar a uma inflação mais alta. A inteligência artificial e a imigração podem ajudar a mitigar esse risco, aumentando a produtividade e a população em idade ativa, mas essas soluções trazem seus próprios desafios.

Enquanto isso, a transição para uma economia de baixo carbono é outra mudança importante. Empresas, famílias e governos precisarão se adaptar a uma mudança no sistema energético global, implementar novos processos para aumentar a eficiência e reduzir o consumo. Os minerais são críticos para essa transição. A demanda por cobre deve dobrar ou triplicar até 2030, de acordo com um estudo da AIE de março de 2022. A demanda crescente por metais pode provavelmente criar escassez e exigir investimentos de longo prazo, levando a uma significativa realocação de capital.

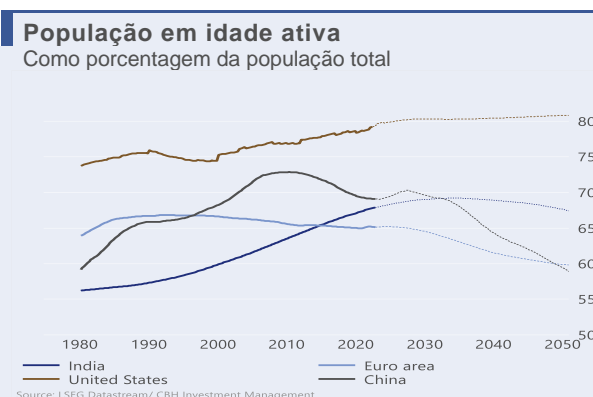
Ambas as mudanças gerarão enormes necessidades de financiamento em um momento em que as economias avançadas já estão lutando com problemas de dívida pública. Os países precisarão gastar mais em mitigação e adaptação climática, saúde e aposentadorias. A cooperação também será fundamental. No entanto, **é provável que a fragmentação geopolítica e os conflitos possam restringir o acesso a recursos naturais ou tecnologias críticas para a transição,** levando a atrasos e preços mais altos.

Além disso, o pouso suave pode ser desafiado por um novo choque geopolítico que poderia reacender a alta dos preços da energia ou interromper as cadeias de suprimentos. Além disso, as principais economias avançadas precisam reduzir seus déficits e enfrentar seus níveis crescentes de dívida. Embora as medidas de austeridade sejam necessárias, **elas podem prejudicar o crescimento e limitar a capacidade dos países de apoiar investimentos,** inovação, crescimento da produtividade e transições. Medidas críticas e bem calibradas são necessárias, mas as pressões de curto prazo e a instabilidade política estão ofuscando a visão de longo prazo.

“Estamos entrando em uma nova era de restrições de oferta impulsionadas por escassez de mão de obra, fragmentação geopolítica e a transição para uma economia de baixo carbono. Taxas de juros elevadas prolongadas podem se tornar o novo normal.”



“Diante dessas transições e dos riscos descendentes, a Europa está em uma posição mais vulnerável do que os Estados Unidos.”



Dados Macroeconômicos e Previsões

	Annual				2023			
	2022	2023	2024e	2025e	Q1	Q2	Q3	Q4
United States								
Real GDP	2.5	2.9	2.6	2.0	2.8	2.5	4.4	3.2
Private consumption	3.0	2.5	2.4	1.8	5.0	1.0	2.5	3.5
Non residential investment	7.0	6.0	3.9	2.8	5.3	9.9	1.1	3.8
Residential invesment	-8.6	-8.3	5.0	2.5	-4.3	4.5	7.7	2.5
Domestic demand (contribution, %pt)	2.4	2.8	3.1	2.3	4.8	2.7	3.2	3.6
Inventories (contribution, %pt)	0.6	-0.4	-0.1	-0.2	-2.3	-0.2	1.3	-0.5
Net exports (contribution, %pt)	-0.5	0.5	-0.4	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.0
Inflation (CPI, %yoy)	8.0	4.1	2.9	2.3	5.7	4.0	3.6	3.2
Unemployment rate (%)	3.6	3.6	4.1	4.3	3.5	3.6	3.7	3.7
Euro area								
Real GDP	3.4	0.5	0.9	1.2	1.3	0.5	0.0	0.2
Private consumption	4.9	0.8	0.6	0.6	1.5	0.8	-0.1	0.9
Investment	2.1	1.1	-2.6	0.8	1.6	1.3	0.2	1.3
Domestic demand (contribution, %pt)	3.3	0.9	0.1	0.7	1.2	0.9	0.4	1.1
Inventories (contribution, %pt)	0.1	-0.5	-0.4	0.2	-0.4	-0.2	-0.6	-0.9
Net exports (contribution, %pt)	0.0	0.1	1.2	0.4	0.5	-0.2	0.3	-0.1
Inflation (HICP, %yoy)	8.4	5.5	2.4	2.1	8.0	6.2	4.9	2.7
Unemployment rate (%)	6.8	6.6	6.5	6.5	6.6	6.5	6.6	6.5
China								
Real GDP	3.0	5.3	5.0	4.5	1.8	0.8	1.5	1.2
Unemployment rate (%)	5.5	5.1	5.1	5.1	5.3	5.2	5.0	5.1
Inflation (CPI, %yoy)	2.0	0.2	0.6	1.5	1.3	0.1	-0.1	-0.3
Trade	5.6	0.8	3.1	3.4				

Taxas e Previsões Principais

	Actual	Target		Last 5 years	
	10/24	3M	12M	High	Low
Policy rate					
Fed funds (upper)	5.00	4.50	3.75	5.50	0.25
ECB deposit rate	3.50	3.00	2.50	4.00	-0.50
10-year rate					
US Treasury	3.74	3.80	4.00	4.76	0.56
German Bund	2.04	2.20	2.30	2.91	-0.64

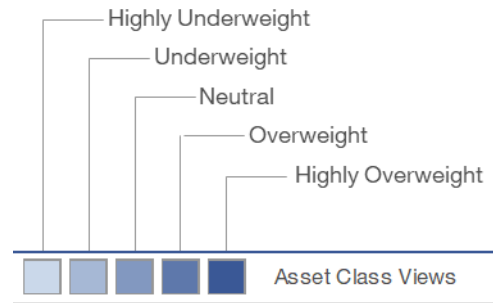
Visões sobre Classes de Ativos

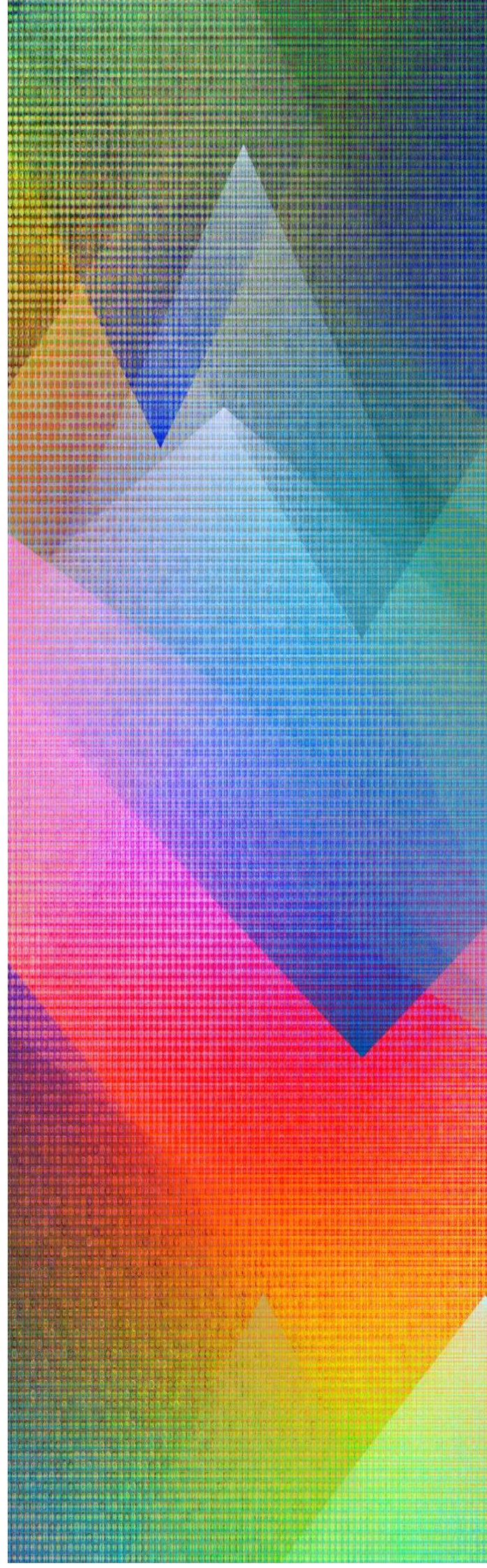
Essas visões sobre classes de ativos têm um horizonte de 3 a 12 meses.

Onde houve uma mudança desde o último Quarterly Insight, o ponto (•) indica a visão anterior. Essas visões não devem ser consideradas recomendações de carteira. Este resumo de nossas visões individuais sobre classes de ativos indica a força da convicção e as preferências relativas em uma ampla gama de ativos, mas é independente das considerações de construção de carteira.

Fixed Income	
Governments Bonds	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Corporate Investment Grade	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Corporate High Yield	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Emerging Market Debt Local Currency	<input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Emerging Market Debt Hard Currency	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Duration	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Equities	
United States of America	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> •
Europe	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
UK	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Switzerland	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Japan	<input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Emerging Markets ex-China	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
China	<input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Alternatives	
Hedge Funds	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Gold	• <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Commodities	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
Currencies (against USD)	
EUR	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
CHF	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
GBP	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>
JPY	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>

Como ler a tabela?





Alocação de Ativos

Um ambiente desafiador para diversificação

Principais Destaques

- Um contraste acentuado emerge entre os cenários precificados por ativos defensivos e de risco
- Com a correlação entre ações e títulos ainda positiva, buscamos fontes alternativas de diversificação
- À medida que a narrativa muda para crescimento e emprego, esperamos que a volatilidade aumente
- Reduzimos taticamente nossa sobrecarga em ações para levar em conta as crescentes incertezas

Os alocadores de ativos enfrentam um ambiente particularmente desafiador no mercado atual. Primeiro, a precificação entre classes de ativos reflete a "personalidade dividida" dos mercados financeiros. Ativos defensivos, como títulos soberanos e ouro, estão sinalizando uma recessão, enquanto ativos de risco, como ações e títulos de alta rentabilidade, estão precificando um cenário de "Goldilocks". Essa divergência beneficiou carteiras multi ativos nos últimos dois anos, já que mercados em alta elevaram todos os barcos. No entanto, à medida que avançamos, isso cria um dilema na construção da carteira para o futuro: qual classe de ativo surgirá como vencedora? Dado que o resultado permanece incerto, nosso foco está em construir carteiras robustas que possam resistir a riscos provenientes de múltiplos cenários.

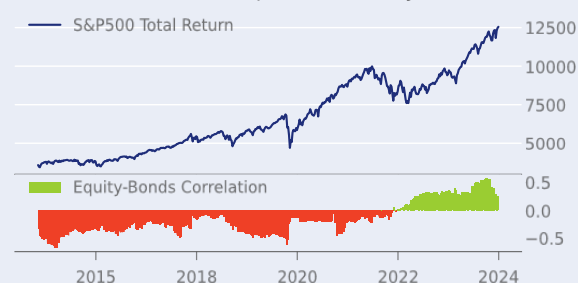
Em segundo lugar, a correlação entre títulos de alta qualidade (Tesouros e corporativos de grau de investimento) e ações se tornou positiva desde meados de 2022, representando um desafio significativo para a alocação de ativos. De acordo com o principal paradigma teórico, o regime de correlação entre títulos e ações é moldado principalmente pela mistura de inflação e crescimento, com uma correlação positiva geralmente emergindo quando a inflação está alta, a política monetária está se apertando e a economia está sob pressão. Assim, dado nosso cenário macroeconômico de médio prazo, esperamos que essa correlação retorne ao negativo no futuro. No entanto, por enquanto, ela permanece positiva, forçando-nos a explorar alternativas para aumentar a diversificação. Nesse contexto, investimentos alternativos—em particular estratégias específicas de fundos de hedge—apresentam uma oportunidade atraente para diversificar portfólios e construir resiliência contra a volatilidade do mercado.

Além da construção da carteira, acreditamos que os mercados financeiros estão em uma encruzilhada crítica, pois mudam de um foco na inflação e na inteligência artificial para um foco no crescimento econômico e nas perspectivas do mercado de trabalho. Essa transição causou turbulências, e a forte venda em agosto pode sinalizar que os ativos de risco estão esticados em termos de momentum e avaliação, tornando-os vulneráveis a novas reversões acentuadas. O que é particularmente preocupante é que um dos gatilhos para o recente aumento da volatilidade foi o desmonte de operações de portagem financiadas em JPY. Como a escala exata das operações de portagem restantes é desconhecida, não se pode descartar outra onda de desmonte, especialmente considerando os fundamentos fortes que apoiam uma nova apreciação do yen.

Em relação à nossa posição atual, continuamos a favorecer a assunção de riscos em ações em nossas carteiras multi ativos, pois o crédito parece mais caro e enfrenta ventos contrários mais fortes. No entanto, em setembro, reduzimos taticamente o risco ao diminuir nossa sobrecarga em ações devido às crescentes incertezas globais no curto prazo. Acreditamos que vários fatores podem levar a um aumento da volatilidade no último trimestre do ano, incluindo precificação excessivamente otimista do Fed, um ciclo econômico dos EUA em desaceleração, um possível desmonte adicional das operações de portagem em JPY, uma eleição nos EUA acirrada e riscos geopolíticos elevados. Embora esses fatores justifiquem uma abordagem mais cautelosa, não vemos a necessidade de uma desvalorização estrutural neste estágio.

Uma Correlação Entre Ações e Títulos Ainda Positiva

Um Ambiente Desafiador para Diversificação



Source: CBH Investment Management, Bloomberg
1Y correlation with Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD

Ações - Ampliando as expectativas de crescimento dos lucros

Principais Destaques

- Um cenário macroeconômico dos EUA favorável promete um bom crescimento dos lucros nos próximos 12 meses
- A ampliação das expectativas de crescimento em todos os setores fornece um novo impulso
- O risco de deceções nos lucros é alto, já que a expectativa para o crescimento dos lucros está elevada
- A política e a geopolítica podem alimentar episódios de volatilidade elevada no 4º trimestre

Com exceção de duas quedas em abril e agosto, as ações dos EUA mantiveram um forte impulso neste ano, impulsionadas por um crescimento sólido dos lucros, expectativas de taxas de juros mais baixas, uma economia dos EUA resiliente e inflação em declínio. Embora prevemos uma maior volatilidade à medida que o ano se aproxima do fim, acreditamos que ventos favoráveis continuarão a apoiar as ações dos EUA no médio prazo.

A economia dos EUA continua a demonstrar uma resiliência notável, impulsionada por um forte consumo e um setor de serviços robusto. Em nossa visão, o esfriamento do mercado de trabalho não é um sinal de recessão, mas sim uma normalização dos excessos pós-COVID. Também esperamos que a desinflação persista, apoiada pela desaceleração do crescimento salarial e pela queda nos aluguéis. Como resultado, antecipamos uma flexibilização da política monetária nos próximos 12 meses, com as condições financeiras permanecendo amplamente favoráveis para ativos de risco. Com baixo risco de recessão e taxas de juros mais favoráveis, acreditamos que as empresas estão bem posicionadas para entregar um robusto crescimento dos lucros no próximo ano.

As expectativas de um forte crescimento dos lucros permanecem como um dos principais motores dos mercados de ações. Os analistas continuam otimistas em relação ao 3T de 2024, prevendo um crescimento de lucros de 4,6% em relação ao ano anterior, marcando o quinto trimestre consecutivo de crescimento. O consenso também prevê um crescimento de lucros de dois dígitos no 4T de 2024, levando o crescimento do EPS para o ano completo a 10%. Olhando para o CY 2025, os analistas projetam um aumento de 15,2% nos lucros do S&P 500, com os setores de tecnologia (+21,2%) e saúde (+21,3%) liderando o caminho.

Notavelmente, todos os 11 setores devem registrar crescimento nos lucros, sinalizando uma ampliação da força dos lucros além das grandes empresas de crescimento. Vemos isso como particularmente favorável para as ações, pois sugere um ambiente de mercado mais saudável e equilibrado, com risco de concentração reduzido. Assim, esperamos que o desempenho das ações dos EUA se torne menos dependente de nomes de grande capitalização, como os "Magníficos 7", criando mais oportunidades para estratégias de ações ativas e alocação tática de ativos. Isso nos levou a diversificar gradualmente nossa exposição em ações de médias empresas nos últimos meses de verão, pois acreditamos que elas se beneficiarão de taxas de juros mais baixas e de uma recuperação no crescimento em 2025. Consideramos o índice S&P Midcap 400 atraente, com uma avaliação mais baixa em comparação ao índice Russell 2000

de pequenas empresas (15,2x vs. 24,4x de lucros projetados para os próximos 12 meses). Além disso, as médias empresas oferecem um perfil de maior qualidade, com menos empresas não lucrativas do que no espaço das pequenas empresas.

Em termos de posicionamento regional, continuamos a favorecer as ações dos EUA em relação à Europa e aos mercados emergentes. Embora o crescimento na Europa esteja gradualmente se recuperando de níveis baixos, a economia permanece mais fraca em comparação com os EUA, levando-nos a esperar lucros corporativos europeus sem brilho nos próximos 12 meses. Esse pessimismo é evidente nos rebaixamentos de lucros até o momento para as ações francesas e nos fluxos de fundos negativos. Além disso, consideramos que a composição do mercado na Europa é subótima, com baixa exposição a tecnologia e setores de crescimento, enquanto está fortemente alavancada na China. Embora as avaliações relativas possam parecer atraentes, não vemos nenhum catalisador convincente de curto prazo para um desempenho superior das ações. Nossa posição subponderada nos mercados emergentes é impulsionada principalmente pela cautela em relação à China, apesar do suporte político recente. Acreditamos que uma recuperação sustentada no mercado imobiliário é essencial para reviver a confiança e impulsionar o consumo.

Apesar dos ventos fundamentais favoráveis no médio prazo para as ações dos mercados desenvolvidos, reduzimos nossa exposição a ações para enfrentar as incertezas crescentes à medida que nos aproximamos do final do ano. Embora as perspectivas de lucros pareçam otimistas, podem estar excessivamente otimistas. À medida que o mercado começa a considerar um ambiente macroeconômico mais suave, o impulso das revisões de lucros se tornou negativo no terceiro trimestre. Também vemos as expectativas de lucros para 2025 como ambiciosas, especialmente para empresas de grande capitalização, dado as crescentes incertezas em torno da monetização da Inteligência Artificial. Com altas expectativas estabelecidas, as empresas devem apresentar lucros sólidos para justificar avaliações elevadas. Quaisquer deceções nos lucros podem desanimar o sentimento e limitar os índices de ações no curto prazo. Além disso, a próxima eleição presidencial dos EUA provavelmente introduzirá incertezas de curto prazo em todas as classes de ativos, potencialmente provocando mudanças setoriais com base no resultado. Além disso, os riscos geopolíticos provenientes da crise do Oriente Médio e do conflito Rússia-Ucrânia podem exacerbar ainda mais a volatilidade do mercado.

Médias empresas vs grandes empresas

Médias empresas oferecem valor relativo atraente em comparação com grandes empresas



Source: CBH Investment Management, Bloomberg

Renda Fixa - Prefira qualidade no crédito e gestão ágil da duração

Principais Destaques

- Os rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA caíram significativamente em antecipação a cortes de taxa do Fed
- Com base em nossa perspectiva macroeconômica, acreditamos que os rendimentos estão se aproximando de um fundo cíclico
- O crédito está valorizado, pois o mercado está precificando um cenário “Goldilocks”
- Preferimos adotar uma postura cautelosa e favorecemos Grau de Investimento em vez de Alto Rendimento no crédito

Desde o 2T de 2024, os rendimentos dos títulos dos EUA caíram acentuadamente em meio ao aumento das expectativas de um alívio significativo do Fed. Isso desencadeou um amplo rali em toda a curva de rendimento, com os rendimentos de curto prazo caindo mais acentuadamente do que os de longo prazo, levando ao esperado achatamento e normalização da curva após dois anos de inversão. No entanto, acreditamos que o mercado está precificando cortes de taxa mais agressivos do que justificados pelas perspectivas de crescimento e inflação. Como resultado, esperamos um reajuste nos cortes do Fed, que pode desencadear um aumento de curto prazo nos rendimentos. Em nossa visão, o rali nos títulos está exagerado, e recomendamos a redução gradual das posições de duração sobrepeso.

No médio prazo, a economia dos EUA provavelmente recuperará impulso no próximo ano, se as perspectivas para um pouso suave se concretizarem, reduzindo as chances de alívio agressivo do Fed. Como resultado, não esperamos que os rendimentos caiam significativamente a partir dos níveis atuais. Além disso, a história sugere que a maior parte da queda nos rendimentos ocorre antes que o Fed comece a cortar as taxas. Embora não descartemos uma queda no curto prazo, acreditamos que os rendimentos estão se aproximando de um fundo cíclico após o rali de verão, que viu o rendimento do Tesouro dos EUA de 10 anos cair de 4,7% em abril para 3,6% em setembro. Além disso, a reemergência da questão do teto da dívida e os riscos contínuos de gastos deficitários podem aumentar a oferta de títulos do governo, elevando tanto o prêmio por prazo quanto os rendimentos de longo prazo.

O crédito teve um bom desempenho até o momento, principalmente impulsionado por fatores técnicos. Os títulos de grau de investimento (IG) tanto em USD quanto em EUR continuam a atrair fluxos de capital substanciais, impulsionados pela forte demanda de investidores em busca de portagem. Em particular, os rendimentos atrativos têm alimentado uma forte demanda por produtos de anuidades nos EUA. Com a precificação de mercado sugerindo que os cortes do Fed poderiam empurrar as taxas do mercado monetário para abaixo de 3% ao longo do próximo ano, os investidores têm se deslocado cada vez mais para títulos de alta qualidade em antecipação a retornos mais baixos em dinheiro. Como resultado, a demanda por títulos IG permaneceu robusta ao longo do ano, e a intensa emissão em setembro foi absorvida sem alargamento dos diferenciais de crédito no mercado secundário. Outro impulso importante para o crédito IG tem sido a melhoria nos fundamentos corporativos. Os lucros corporativos têm consistentemente

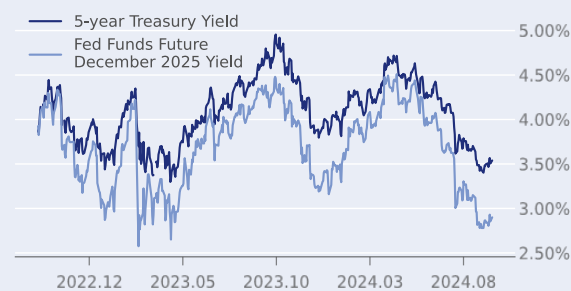
superado as expectativas, fortalecendo as métricas de solvência. Tanto a alavancagem bruta quanto a líquida estão agora mais baixas do que em 2021, e a cobertura de juros permanece bem dentro das normas históricas, apesar das taxas de juros mais altas.

A combinação de diferenciais de crédito apertados e expectativas acentuadas de cortes de taxa reflete um alto grau de confiança na capacidade do Fed de promover um pouso suave. Embora compartilhemos dessa visão, a margem para erro é estreita e, como vimos no início de agosto, o mercado pode mudar rapidamente se o sentimento mudar, mesmo que ligeiramente. Isso torna crítico permanecer cauteloso quando a complacência começa a se infiltrar. Com os diferenciais de crédito ainda historicamente apertados, acreditamos que o mercado está oferecendo uma compensação limitada pelo risco de uma possível deterioração nas condições macroeconômicas. Consequentemente, não acreditamos que este seja o momento de aumentar os betas do portfólio e continuamos a favorecer IG em vez de Alto Rendimento (HY). Além disso, de uma perspectiva de ativos cruzados, preferimos correr riscos em ações em vez de crédito, já que as perspectivas para ações parecem mais atraentes.

Embora a forte demanda continue a impulsionar o crédito IG, a oferta limitada é o principal suporte técnico para o HY, à medida que o mercado vê um número decrescente de emissores devido a melhorias para o status de IG, conhecidos como estrelas em ascensão. Além disso, a nova emissão no espaço HY permaneceu relativamente contida. Em termos de fundamentos, o mercado HY mostra uma maior bifurcação. Empresas de maior classificação têm tanto a capacidade quanto a disposição de reduzir a dívida, enquanto as empresas mais fracas do HY estão lutando. Essas empresas mais fracas provavelmente reduzirão a dívida por meio de reestruturações, nas quais os credores podem enfrentar reduções parciais. Por fim, o mercado HY também parece caro, especialmente quando consideramos os diferenciais de crédito para títulos em dificuldades com alta probabilidade de reestruturação. Mesmo excluindo os títulos em dificuldades, os diferenciais para títulos HY que estão performando ainda estão próximos das mínimas históricas. Essas avaliações poderiam ser justificadas se um pouso suave se concretizar, mas se o pouso se mostrar menos suave, o mercado HY é vulnerável ao alargamento dos diferenciais de crédito. Como resultado, permanecemos cautelosos em relação ao crédito de alto risco.

Os títulos tiveram uma forte valorização em antecipação aos cortes do Fed

A expectativa de uma mudança de postura do Fed fez os rendimentos dos EUA caírem desde abril



Source: CBH Investment Management, Bloomberg

Câmbio - JPY e GBP devem continuar bem apoiados

Principais Destaques

- O dólar dos EUA enfraqueceu significativamente à medida que o mercado precificou a mudança do Fed
- A divergência na política monetária deve apoiar o iene, embora muito já esteja precificado
- O robusto crescimento econômico e uma postura cautelosa do Banco de Inglaterra oferecem forte apoio à libra esterlina
- Embora o ouro possa ser vulnerável a lucros de curto prazo, fatores estruturais permanecem em vigor

Em contraste com a volatilidade relativamente contida na primeira metade do ano, observamos oscilações muito mais pronunciadas entre as moedas do G10 no terceiro trimestre. O iene japonês subiu mais de 12%, o franco suíço e a libra esterlina mais de 6%, e o euro mais de 4%. Enquanto isso, o Índice do Dólar dos EUA caiu mais de 5%, pressionado pela redução dos rendimentos à medida que os mercados começaram a precificar a esperada mudança do Fed. Em nossa opinião, a precificação dos caminhos relativos das políticas dos bancos centrais continua sendo o principal motor no câmbio do G10, como evidenciado pela dramática alta do iene após o aumento da taxa pelo Banco do Japão (BoJ) e o subsequente desmonte de operações de portagem financiadas em ienes.

Analisando mais a fundo, o aumento acentuado do iene foi desencadeado por uma confluência de três fatores principais. Primeiro, dados mais fracos do que o esperado nos EUA aumentaram os temores de recessão e elevaram as expectativas para cortes de taxa do Fed, provocando uma ampla fraqueza do dólar em relação a uma gama de moedas do G10 e de mercados emergentes (EM). Em segundo lugar, o Ministério das Finanças do Japão interveio comprando aproximadamente USD 37 bilhões em ienes, efetivamente colocando um piso sob o JPY. Terceiro, o Banco do Japão (BoJ) alterou sua política de longa data ao aumentar as taxas de juros e se afastar das taxas negativas. No entanto, mesmo após uma valorização de 13%, o iene ainda é a moeda mais barata do G10. Após aumentar as taxas de juros em 10 pontos base em março e 15 pontos base em julho, esperamos que o BoJ normalize ainda mais as taxas na primeira metade de 2025, à medida que a inflação japonesa deve permanecer sustentada em meio ao robusto crescimento dos salários reais. À medida que o Fed segue na direção oposta, o estreitamento do diferencial de rendimentos EUA-Japão deve fornecer um forte impulso para uma maior valorização do iene. No entanto, o ritmo e a magnitude dos cortes de taxa do Fed serão cruciais para determinar o potencial de alta do iene. No curto prazo, vemos espaço limitado para ganhos significativos do iene, uma vez que grande parte da perspectiva positiva já foi precificada, com o iene se valorizando quase 16% de meados de julho a meados de setembro. O USD/JPY encontra suporte em 140, com o próximo nível em 137, que não esperamos ser rompido até o próximo ano.

Em nossa visão, o dólar é mais provável que enfraqueça em relação ao iene do que ao euro. Desde abril, o mercado de câmbio já precificou a esperada mudança do Fed, enquanto o desmonte das operações de portagem financiadas em ienes

em agosto fez com que o EUR/USD caísse para um mínimo de 13 meses de cerca de 1,12. Daqui para frente, o potencial para uma maior valorização do euro dependerá de se o crescimento econômico europeu consegue acompanhar o dos EUA e de quão agressivamente os bancos centrais em ambas as regiões cortam as taxas no próximo ano.

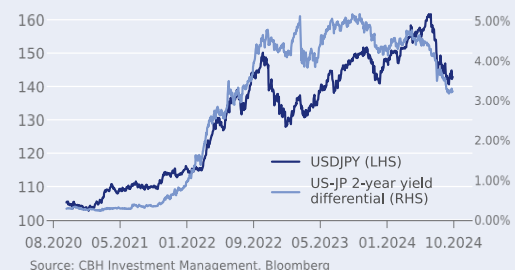
Além disso, acreditamos que o mercado superestimou a extensão dos cortes de taxa do Fed, e uma reprecificação nos próximos meses poderia oferecer suporte renovado ao dólar. O EUR/USD está atualmente limitado a 1,12, e não esperamos que o par suba acima de 1,15 antes do final do ano. Nosso cenário básico vê o EUR/USD mais próximo de 1,10 até o final do ano.

A libra se valorizou mais de 6% no terceiro trimestre, apoiada por um forte impulso de crescimento econômico e uma postura cautelosa do Banco da Inglaterra (BoE). O EUR/GBP continuou a apresentar uma tendência de queda, refletindo a divergência entre as economias do Reino Unido e da zona do euro. Em sua reunião de setembro, o BoE manteve as taxas inalteradas, mas manteve um tom ligeiramente restritivo, sinalizando uma abordagem gradual para o afrouxamento monetário. Além disso, os mercados descartaram o risco de uma recessão nos EUA, aumentando os ativos de risco e moedas pró-cíclicas, como a libra esterlina. Dada nossa perspectiva macro básica, esperamos que a libra permaneça bem apoiada em relação ao USD e ao EUR. Embora as posições longas em GBP possam parecer esticadas, não vemos isso como um obstáculo significativo, dado o ambiente pró-cíclico mais amplo e os apoios fundamentais por trás da libra.

O ouro recentemente atingiu um recorde histórico de \$2685 por onça. O principal motor deste rali tem sido a acentuada queda nos rendimentos nominais dos EUA, à medida que os mercados precificaram os próximos cortes de taxa do Fed, empurrando simultaneamente as taxas reais e o dólar dos EUA para baixo. Além disso, a demanda financeira ressurgiu como um fator forte, com ETFs de ouro atraindo fluxos de capital significativos após a superação do nível de resistência de \$2450. Embora alguns desses fluxos possam representar “dinheiro quente” de investidores de varejo e caçadores de momentum, vemos a demanda crescente dos bancos centrais como um fator mais estrutural e duradouro que pode proporcionar um piso para os preços do ouro nos próximos trimestres. Além disso, esperamos que o aumento dos déficits fiscais e a criação global de dinheiro permaneçam fatores de alta, à medida que os investidores institucionais continuam a ver o ouro como uma proteção contra a desvalorização das moedas fiduciárias.

A divergência na política monetária impulsionará o USDJPY

O aumento do diferencial de rendimento tem apoiado o iene



Source: CBH Investment Management, Bloomberg

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 30 de setembro de 2024
Publicado em outubro 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