

MONTHLY HOUSE VIEW

Março de 2024

Haverá um soft landing?

• Índice

01• Editorial	P3
HAVERÁ UM SOFT LANDING?	
02• Foco	P4
COMO EXPLICAR A ROBUSTEZ DA ECONOMIA NORTE-AMERICANA?	
03• Macroeconomia	P6
ATÉ AQUI, TUDO BEM	
04• Obrigações	P8
A INFLAÇÃO CONTINUA A SURPREENDER	
05• Acções	P10
OS MERCADOS DE ACÇÕES NORTE-AMERICANOS BATEM NOVOS RECORDES	
06• Forex	P12
É DIFÍCIL DESTRONAR O DÓLAR	
07• Asset Allocation	P14
CENÁRIO DE INVESTIMENTOS E ALOCAÇÃO	
08• Monitor de mercado	P16
VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS	
09• Glossário	P17
Termo de responsabilidade	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Prezado(a) leitor(a),

A 9 de fevereiro, o principal índice de ações norte-americano, S&P 500, superou a barreira dos 5.000 pontos, com um desempenho superior a 5% desde o início do ano. Os resultados das empresas foram melhores do que o previsto e a economia dá sinais surpreendentes de força e de resiliência. Em janeiro, o mercado esperava um abrandamento na criação de emprego, abaixo dos 200 mil novos postos de trabalho, mas os dados divulgados mostraram uma criação acima dos 350.000 novos postos de trabalho. O mercado de trabalho não dá sinais de arrefecimento. Pode parecer contra-intuitivo, especialmente quando se vê o foco constante da imprensa sobre os empregos perdidos com a revolução da Inteligência Artificial (IA). Não obstante, os Estados Unidos continuam a criar novos postos de trabalho, mesmo após o despedimento de mais de 30 mil pessoas (fonte: Layoffs.fyi) por causa da IA desde o início do ano. Na realidade, quase todos os sectores cresceram em emprego, excepto mineração e da extracção de gás. Por exemplo, só em janeiro, a indústria de produtos químicos contratou cerca de 7 mil pessoas, o maior aumento desde 1990.

O crescimento real (descontando a componente da inflação) dos Estados Unidos ficou em 3,3% anualizado no último trimestre de 2023, e a inflação caiu para 2,6%¹ em dezembro, muito próximo da meta de 2% do banco central. Contudo essa queda da inflação é algo ilusória, pois deve-se muito a alguns elementos voláteis, como a alimentação e a energia, que, quando não são considerados, elevam o valor para 3%. Esta conjuntura levou ainda assim os mercados a descontarem, este ano, cortes acentuados nas taxas de juro por parte da Federal Reserve (Fed), o que fomenta o crescimento norte-americano e dá suporte aos mercados.

A força do crescimento norte-americano pós-COVID deve-se, pelo menos parcialmente, ao facto de ter sido feita com recurso ao endividamento. Com a dívida privada e pública dos Estados Unidos praticamente a dobrar ao longo de uma década, e atualmente a rondar os 100 biliões de dólares, as empresas são agora confrontadas com um efeito de tesouraria desfavorável: por um lado, custos crescentes com o fim do dinheiro gratuito (a dívida das empresas representa mais de 20 biliões de dólares) e, por outro lado, uma dinâmica decrescente de aumento dos lucros.

A isto vem acrescentar-se a perda de robustez da actividade industrial, que foi fomentada por medidas de realocação das actividades estratégicas (IRA² e CHIPS Act for America³), pelo que os líderes do mercado, como a TSMC ou a Intel, estão a protelar até dois anos a abertura das suas fábricas no solo norte-americano. Na realidade, os subsídios prometidos pelo governo tem demorado a concretizar-se.

Do lado da procura, os consumidores norte-americanos demonstram ter uma resiliência extraordinária, fomentada pelo crescimento real (sem inflação) dos seus salários, e isto, apesar das poupanças adicionais acumuladas pós-COVID já terem sido quase gastas na sua totalidade. As dúvidas chegam do consumo chinês, num ambiente económico mais frágil, em que a liquidação da gigante do sector imobiliário Evergrande, decretada no final de janeiro, veio acrescentar ainda mais pressão negativa.

Há inevitavelmente forças contrárias a pesar sobre o crescimento norte-americano, e a possível reeleição de Donald Trump também pode vir a ser uma delas. A boa notícia é que, ao ser desafiador neste momento — sugerindo a aplicação de taxas aduaneiras de, no mínimo, 60% sobre os produtos chineses ou encorajar a Rússia a atacar os países membros da NATO que não cumpram os objectivos que lhes incumbem em termos de despesas militares —, Trump incentiva os europeus a reagir, e a manterem-se unidos.

O motor que, apesar e contra tudo, continuará a ser resiliente é a Inteligência Artificial (IA). Segundo a última sondagem da BCG, 89% dos líderes empresariais consideram a IA como uma das principais prioridades tecnológicas para 2024. Este ano, os mercados estão a antecipar despesas de investimento que irão bater um recorde absoluto por parte dos gigantes da tecnologia dos Estados Unidos, na ordem dos 300 mil milhões de dólares para os “Sete Magníficos”⁴.

Desejo a todos uma leitura muito agradável desta edição, que analisará de forma mais aprofundada a robustez da economia norte-americana.

1 - Personal Consumption Expenditures (Despesas de Consumo Pessoal).

2 - IRA (na sigla em inglês): Lei de Redução da Inflação.

3 - CHIPS Act for America é uma lei federal dos Estados Unidos que fornece financiamento e incentivos para aumentar a produção e pesquisa doméstica de semicondutores.

4 - Os “Sete Magníficos”: Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla e Nvidia.



COMO EXPLICAR A ROBUSTEZ DA ECONOMIA NORTE-AMERICANA?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

A economia norte-americana superou as previsões mais optimistas no ano que acaba de decorrer, e espera-se que permaneça sólida este ano. A principal contribuição vem, indubitavelmente, do consumo norte-americano, que continua saudável, e isto apesar do aumento de 500 pontos base (pb) nas taxas de juro levado a cabo pela Fed.



Excedente de poupança:
500 MIL MILHÕES DE DÓLARES

A Fed parece estar posicionada para atingir um *soft landing*, mantendo a inflação controlada e evitando uma recessão económica. Isto contradiz algumas teorias económicas que sugerem que, para reduzir a inflação, os bancos centrais devem aumentar as taxas de juro de forma a aumentar os custos de financiamento e assim diminuir a atividade económica. Apesar disto, enquanto a inflação continua a diminuir, a economia norte-americana cresceu 2,5% em 2023 e, segundo o indicador Nowcast do PIB da Federal Reserve de Nova Iorque, poderá crescer 3,3% (em variação trimestral) no primeiro trimestre de 2024. Como se explica esta força, quando a Fed tem vindo a implementar uma contração monetária desde março de 2022, com um aumento das suas taxas de juro directoras que excede os 5%? Uma evolução que desafia as ideias económicas tradicionais. A chave para esta economia norte-americana robusta está na resiliência do consumo interno, que é sustentado por vários factores favoráveis.

EXCEDENTE DE POUPANÇA

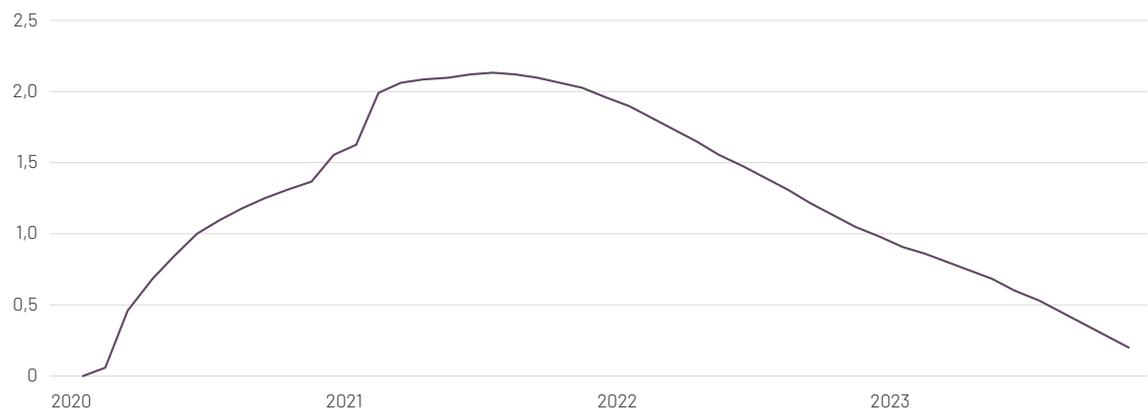
Antes de mais nada, o excedente de poupança acumulado pelos consumidores norte-americanos foi bastante impulsionado durante o período da

pandemia, com menos despesas e beneficiando de políticas fiscais acomodaticias, como o cancelamento dos *student loans* (empréstimos estudantis) e as ajudas financeiras às famílias. Como ilustrado no gráfico 1, os economistas da Federal Reserve de São Francisco estimavam que este excedente de poupança totalizava mais de 2,1 biliões de dólares em agosto de 2021, e têm vindo a diminuir desde então. Estimamos que ainda possa haver cerca de 500 mil milhões de dólares em excedente de poupança, que deverão esvaecer-se gradualmente até ao final do ano.

O CRESCIMENTO DOS SALÁRIOS

Em segundo lugar, o mercado de trabalho norte-americano mantém-se robusto, com uma taxa de desemprego de 3,7%, muito perto do seu nível mais baixo em 50 anos. Esta resiliência dá azo a que os trabalhadores do país exijam aumentos salariais. Nos últimos 12 meses, os salários nominais anuais aumentaram 4,5%, superando o aumento de 3,4% do índice de preços ao consumidor (IPC) geral. Esta subida de 1,1% nos salários reais permite que os trabalhadores norte-americanos continuem a poupar.

GRÁFICO 1: EXCEDENTE DE POUPANÇA ACUMULADO NOS ESTADOS UNIDOS, MIL MILHÕES DE DÓLARES



Fontes: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board de São Francisco, Indosuez Wealth Management.



Estes dois últimos factores são fundamentais para o crescimento económico do país, já que os *baby boomers* e a Geração X têm maior representatividade em termos de consumo. O gráfico 2 mostra que os norte-americanos com idades entre 45 e 55 anos são os que mais gastam e os mais ricos, seguidos pelos grupos etários de 34 a 44 anos e de 55 a 64 anos.

O MERCADO HIPOTECÁRIO E A GERAÇÃO X

Um terceiro factor é a transformação no mercado hipotecário. Antes da crise da dívida hipotecária de 2008, as taxas de juro variáveis de hipotecas representavam aproximadamente 30% do mercado hipotecário norte-americano. Em 2021, menos de 3% dos pedidos de empréstimos hipotecários foram contraídos com recurso a taxas de juro variáveis, e 85% dos empréstimos hipotecários em 2022 recorreram a taxas de juro fixas por 30 anos. De acordo com o Bureau of Economic Analysis, a taxa de juro efectiva da dívida hipotecária remanescente dos Estados Unidos é de apenas 3,8%, o mesmo nível observado antes da pandemia da COVID-19, e bem abaixo da actual taxa de juro de 7% dos novos empréstimos hipotecários. Por conseguinte, há uma menor sensibilidade dos consumidores norte-americanos com empréstimos hipotecários às flutuações das taxas do que há 15 anos, pelo que estes podem não ter alterado os seus hábitos de consumo, apesar do aumento de 500 pb da Fed.



85%

das hipotecas com taxas de juro fixas a 30 anos

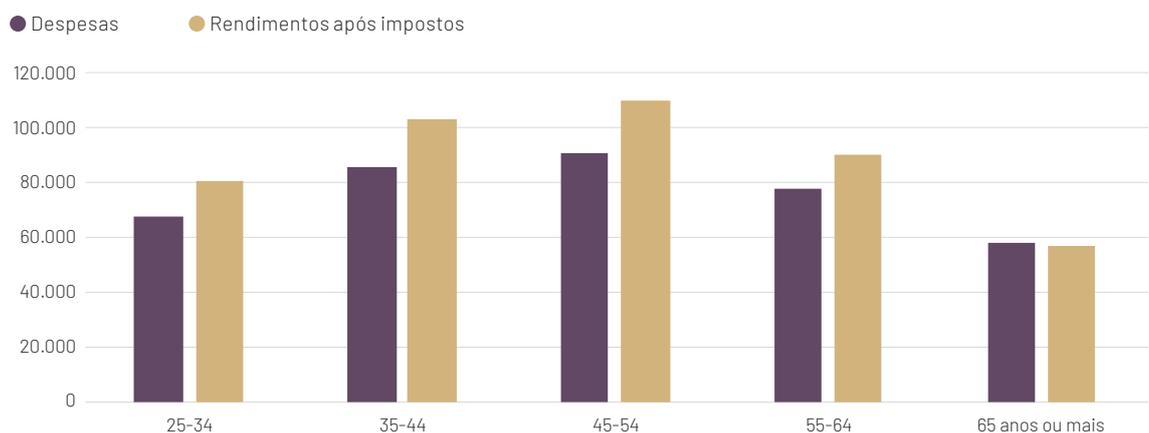
E OS BABY BOOMERS TAMBÉM

Por último, as taxas de juro mais elevadas poderão ser um incentivo para alguns cidadãos norte-americanos consumirem mais.

Embora à primeira vista possa parecer contra-intuitiva, Robert Merton e Arun Muralidhar, vencedores do prémio Nobel, afirmaram em 2015: “Uma abordagem alternativa e mais sofisticada para explicar por que é que o *quantitative easing* (QE, na sigla em inglês) não consegue impulsionar o consumo agregado, talvez seja devido à composição demográfica dos Estados Unidos (e da maioria dos países desenvolvidos) que se inclinou para as pessoas de maior idade. Ao contrário de há 30 ou 40 anos atrás, a enorme geração de *baby boomers*, e até mesmo de reformados, é muito mais rica (incluindo em capital humano) do que no passado, e é mais rica do que as gerações actuais no início do seu ciclo de vida. Como a faixa etária mais idosa da população irá certamente atribuir maior importância ao financiamento da reforma, o efeito do estatuto financiado tem maior impacto. Quando as taxas de longo prazo caem, os *baby boomers*, em vez de consumir, começam a poupar ainda mais, fazendo aumentar os preços dos activos (especialmente no caso dos activos de risco, mas não os activos imobiliários que já possuem). Assim, o efeito de riqueza não só não leva a um aumento do consumo como, potencialmente, pode ter o efeito inverso.” Por conseguinte, à medida que as taxas de longo prazo foram aumentando, esperava-se que os *baby boomers* se preocupassem menos com as suas situações de financiamento da reforma, poupassem menos e consumissem mais.

O que é que podemos esperar? De uma maneira geral, é muito provável que deixe de haver excedente de poupança este ano, mas os últimos três argumentos poderão muito bem continuar a ser válidos. Se for este caso, o consumo norte-americano manter-se-á saudável, e a economia do país poderá permanecer robusta, com potencial para haver uma surpresa mais positiva que o esperado.

GRÁFICO 2: DESPESAS E RENDIMENTOS MÉDIOS DOS NORTE-AMERICANOS, APÓS IMPOSTOS, POR FAIXA ETÁRIA, DÓLARES



Fontes: US Bureau of Labor Statistics, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

O retorno da taxa de inflação para os 3%, parece ter deixado o mercado mais confortável. Dito isto, o desempenho do crescimento norte-americano continua a ser superior, num contexto em que a rigidez da inflação dos serviços e a força do mercado de trabalho realçam os riscos que persistem e levam a uma re-aceleração da economia do país. Não obstante, esta robustez não deverá impedir a continuação do movimento de desinflação.

O SOFT LANDING PODE ESPERAR...

Como já o referimos no nosso [Global Outlook 2024](#), esperamos que a economia norte-americana registe um *soft landing* sem recessão em 2024. Não obstante, no segundo semestre de 2023, superaram-se todas as expectativas, com um crescimento anualizado de 4,1%, e isto apesar da inflação subjacente do índice de preços do consumo pessoal (PCE, na sigla em inglês) ter ficado em 1,9% anualizados ao longo de seis meses em dezembro de 2023. O consumo foi o principal motor deste crescimento estrondoso, que disparou quase 3% (em termos homólogos) no segundo semestre de 2023. Desde 2019, os consumidores norte-americanos têm beneficiado de uma consequente melhoria do seu poder de compra e património líquido, sob impulso de relevantes efeitos de riqueza nos mercados financeiros e no mercado imobiliário. Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho mantém-se extremamente resiliente, e desde meados de 2022 que as condições financeiras não estavam tão favoráveis. Este dinamismo do consumo leva-nos a ter uma visão ainda mais positiva para o crescimento dos Estados Unidos, e a rever as nossas previsões de crescimento para uma média anual de 2,3% (+90 pb) para 2024. Esta previsão sólida também espelha a conquista de uma taxa de crescimento significativa em 2024: mesmo com um eventual crescimento nulo do PIB norte-americano durante os próximos quatro trimestres, a média anual iria ascender a 1,3% em 2024.

...MAS NO AR CONTINUA A PAIRAR A SOMBRA DA RE-ACELERAÇÃO

Assim, a robustez da economia norte-americana deverá prosseguir nos próximos trimestres, uma dinâmica que levanta necessariamente dúvidas quanto ao surgimento de um possível risco de re-aceleração, num momento em que o mercado de trabalho se mantém historicamente forte, e os dados mais recentes sobre a criação de emprego, os salários e a inflação constituíram uma grande surpresa em alta, em relação às expectativas. Em particular, convém notar que, apesar da maioria dos componentes da inflação ter abrandado drasticamente desde o seu pico em 2022, graças à redução dos grandes desequilíbrios que surgiram após a pandemia, a inflação dos serviços ainda rondava os 5,4%, em termos homólogos, em janeiro de 2024. Mais concretamente, a inflação dos serviços, excluindo a componente habitacional (que permanece desfasada e ainda não reflecte a queda observada nas rendas há vários meses nos Estados Unidos), mantém-se relativamente suportada em 3,6% (em termos homólogos). Numa conjuntura de crescimento robusto e de mercado de trabalho resiliente, persistem riscos de subida da inflação salarial, podendo estes travar ainda mais a desinflação no sector dos serviços, no qual a massa salarial representa entre 30% a 50% dos rendimentos das empresas. Se for este o caso, o último passo em direcção à meta de 2% poderá revelar-se mais difícil de alcançar e levar a Fed a adoptar uma postura mais restritiva, apesar da convicção iniciada no final de 2023. E isto quando, no início do ano, os mercados pareciam dar pouca credibilidade a um cenário em que não se vissem cortes de taxas de juro para 2024.



Estamos
A REVER
o crescimento
norte-americano
para 2024: **2,3%**
(+90 PB)



A CONTINUIDADE DA DESINFLAÇÃO CONTINUA A SER O OBJECTIVO

Não obstante, e apesar destes sinais de risco, continuamos convictos de um abrandamento da inflação ao longo do ano, mantendo-se esta acima da meta da Fed, com uma inflação média anual de 2,6% para 2024, e 2,4% para 2025. Uma desinflação que, a partir do segundo trimestre de 2024, a Fed deve monitorar de perto, de modo a não aumentar o cariz restritivo da sua política monetária por força de taxas de juro ajustadas à inflação mecanicamente mais elevadas, justificando assim um cenário de cortes de 100 pontos base nas taxas de juro em 2024.

Em particular, esperamos que seja a inflação dos serviços a suportar uma parte substancial da desinflação em 2024. De facto, inicialmente, a componente habitacional da inflação dos serviços, que representa um terço da inflação total, tenderá a seguir, com um desfasamento temporal de um ano, os preços das rendas. Estas subiram quase 16%, em termos homólogos, em 2022, antes de desacelerarem para cerca de 3,5%, em termos homólogos, desde essa data. Uma dinâmica que se repercute com atraso, e que deverá ser responsável pela primeira etapa da desinflação. Em segundo lugar, a grande surpresa veio da criação de emprego, com um aumento em janeiro, principalmente devido a efeitos sazonais. Mas a tendência permanece clara: durante vários meses, a criação de emprego foi impulsionada principalmente por sectores não cíclicos (governo e saúde) e as empresas continuam a reduzir o número de horas trabalhadas (uma dinâmica que tende a anteceder os cortes de postos de trabalho).

Assim, esperamos que a tendência de abrandamento do mercado de trabalho continue em 2024, principalmente por este mercado aparentemente estar menos rígido do que em 2022, quando havia ainda quase duas vagas abertas para cada pessoa desempregada; hoje, esse número é 1,5. Um mercado menos rígido que se reflecte especificamente na queda acentuada das taxas de demissões no sector privado, e na normalização das disparidades salariais entre as pessoas que mudam de emprego e as que permanecem no mesmo cargo. Este reequilíbrio do mercado deve ajudar a aliviar a pressão sobre os salários, que, aliás, também permanece uma função da inflação real e esperada, sendo que esta desacelerou significativamente nos últimos trimestres, o que também deverá aliviar as pressões de alta.

Esperamos, por conseguinte, que a dinâmica salarial continue a tendência de abrandamento observada na métrica salarial preferida da Fed, o índice de custo do emprego (Employment Cost Index em inglês) que, no quarto trimestre de 2023, ficou em 4,3% (em termos homólogos) e 3,6% (em variação trimestral anualizada), um pouco acima dos 3,5% que o Jerome Powell considera como um nível equilibrado para manter a inflação nos Estados Unidos na meta dos 2%. Isto é tanto mais verdade quanto, com a produtividade sustentada que caracteriza a economia norte-americana, os custos unitários de mão de obra permanecem relativamente contidos (até chegaram a estagnar no segundo semestre de 2023), permitindo que as empresas mantenham os seus lucros, sem repercutir necessariamente o aumento salarial nos preços, limitando desta maneira as pressões inflacionistas.

TABELA 1: PROJEÇÃO MACROECONÓMICA DE 2023 A 2025 %

● Revista para baixo desde o mês anterior

● Revista para cima

	PIL			INFLAÇÃO		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
EUA	2,5%	2,3%	1,7%	4,1%	2,6%	2,4%
Zona euro	0,5%	0,6%	1,2%	5,4%	2,5%	2,4%
China	5,2%	4,5%	4,2%	0,2%	1,3%	1,6%
Japão	1,9%	1,1%	1,5%	3,3%	2,0%	1,5%
Índia	6,5%	6,0%	6,0%	5,7%	5,9%	6,0%
Brasil	3,0%	1,3%	2,0%	4,6%	4,0%	3,5%
Mundo	3,0%	2,8%	2,7%	-	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeCom a contribuição
da equipe Renda fixa

Depois do Ano Novo Chinês e das eleições presidenciais na Indonésia, o novo ano fiscal japonês será o último evento do calendário antes das eleições europeias de junho. Está na hora dos mercados se concentrarem na sua matéria-prima: a economia e a antecipação das tendências futuras.

ESTADOS UNIDOS: A ECONOMIA EM MODO TOUCH-AND-GO⁵

Dando continuidade às edições do [Monthly House View de janeiro](#) e [fevereiro](#) deste ano, os mercados de taxas de juro continuam a desinflacionar as suas previsões de cortes nas taxas de juro por parte da Federal Reserve (Fed) dos Estados Unidos.

Como pôde ler anteriormente no Foco deste mês, a economia norte-americana não mostra sinais tangíveis de abrandamento. No entanto, ao observar a trajectória das taxas de juro num período de alguns meses, ficamos com a sensação que o mundo mudou. Em outubro, o mercado estava a contar com taxas de juro de curto prazo nos Estados Unidos na ordem dos 5% para o final de 2024, e com uma taxa de incumprimento implícita de 6% no segmento de alto rendimento do país. Hoje, as taxas de juro no final do ano estão próximas de 4,5%, e isto com uma normalização dos prémios de risco.

A inflação parece estar a estabilizar-se nos 3%, com os indicadores avançados a apontar para uma reaceleração da economia, e o mercado de trabalho a manter-se infatigável.

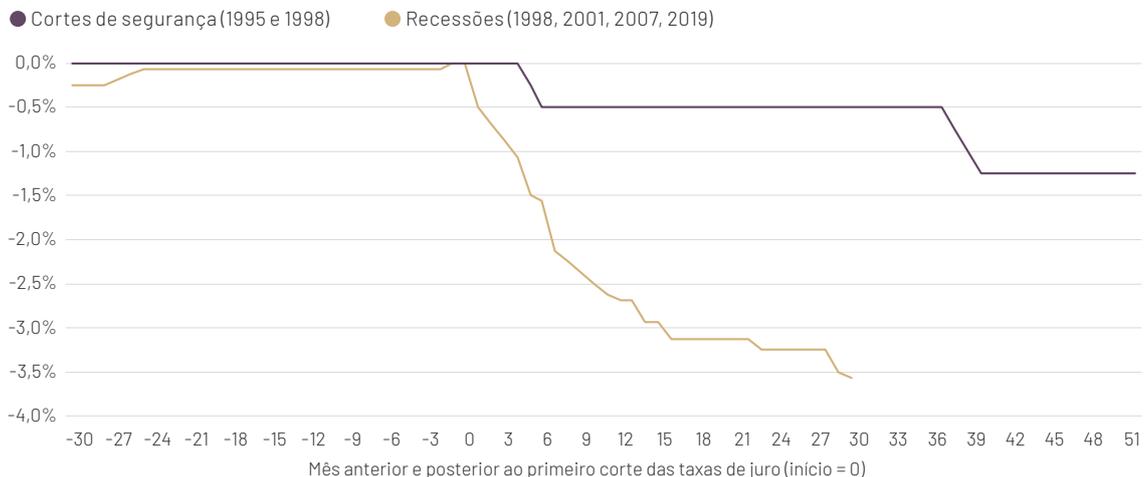
Quanto à gestão de carteiras, continuamos a contar com quatro cortes nas taxas de juro este ano. Ao contrário dos ciclos de cortes de taxas de juro realizados em períodos de recessão, o próximo ciclo poderá ser um patamar, ou cortes de segurança (gráfico 3), de menor magnitude do que no passado.

A contracção dos prémios de risco e a queda das taxas de juro de longo prazo no mercado vieram poupar algum trabalho à Fed. Iniciamos o ano com cautela no que diz respeito às taxas de juro de longo prazo, por causa das valorizações. E mantemo-nos cautelosos, mas agora por motivos inerentes ao défice orçamental, e ao barulho em torno das eleições presidenciais norte-americanas. Uma reconstituição do prémio de prazo, na falta de uma recessão, será um cenário provável. A volatilidade das taxas de juro de longo prazo manter-se-á constantemente mais elevada do que durante a década de 2010 (gráfico 4, página 9).



188 MIL MILHÕES
DE DÓLARES
E 354 MIL MILHÕES
DE EUROS:
emissões de
investment grade
pulverizam todos
os recordes

GRÁFICO 3: TAXAS DOS FED FUNDS: CORTES NAS TAXAS DE JURO EM PERÍODOS DE RECESSÃO ANTE CORTES DE SEGURANÇA, %



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Termo usual na aviação.



EUROPA: O ELO MAIS FRACO DO CRESCIMENTO MUNDIAL

A inflação reduziu o poder de compra dos consumidores europeus, devido ao aumento da rigidez salarial. As condições financeiras na zona euro são restritivas, com os inquéritos do Banco Central Europeu (BCE) a apontar para uma débil procura de crédito. Em termos de orçamento, a Alemanha teve um excedente primário em 2023. O regresso das regras de estabilidade em todos os países, suspensas durante a epidemia da COVID-19, torna difícil dar um novo ímpeto em 2024 ou 2025.

No momento em que escrevemos este artigo, os mercados estão a antecipar um primeiro corte nas taxas de juro por ocasião da reunião de 6 de junho. E uma queda de 125 pontos base até ao final do ano, por simples patamares de 25 pontos base. Estas expectativas são ligeiramente mais agressivas do que os 100 pontos base de cortes que esperamos em 2024.

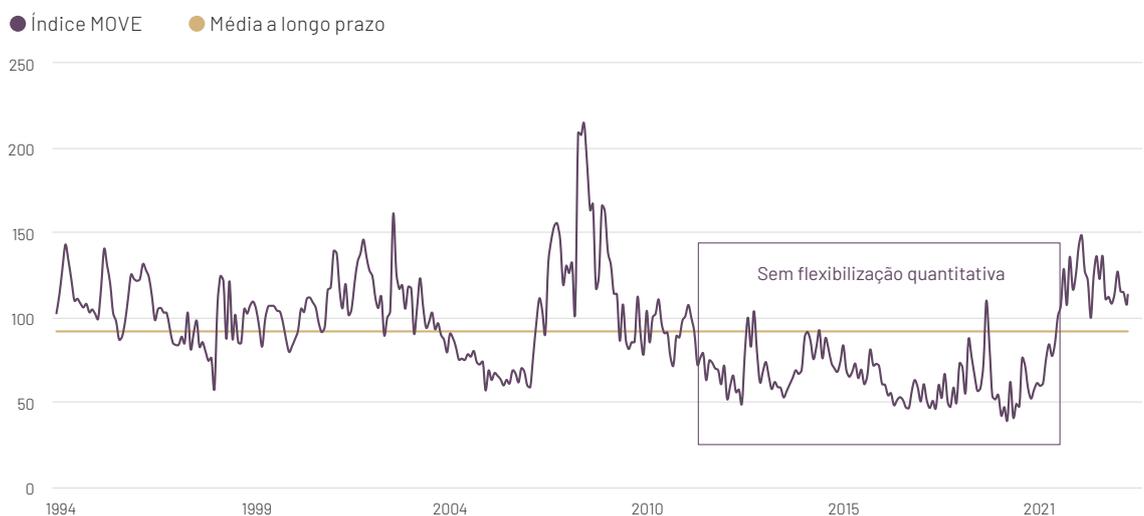
Em termos de posicionamento das carteiras, os gestores de renda fixa continuam a favorecer os prazos de vencimento curtos a médios, que têm a vantagem de fornecer um diferencial de juros com volatilidade limitada. No sentido contrário, os segmentos de longo prazo da curva (10 anos e mais) permanecem, por enquanto, mais voláteis e sob a influência do mercado norte-americano, em relação ao qual, como já se deve percebido, mantemos um certo recuo.

MERCADOS DE CRÉDITO

Em janeiro, os mercados de capitais mantiveram-se amplamente abertos, a fim de garantir o financiamento de todas as empresas de ambos os lados do Atlântico. *Investment grade*, alto rendimento e todos os prazos de vencimento: os investidores têm estado presentes, desde o início do ano, em todas as frentes para absorver a oferta. As subscrições de fundos fluíram, com os investidores de longo prazo (fundos de pensões, seguradoras) a investir em função das suas necessidades em termos de duração. Nesta conjuntura, os gestores estão a recuperar confiança neste mercado, já que a dispersão continua presente e cria oportunidades. Após uma forte contracção dos prémios de risco desde outubro, a selectividade voltou a fazer sentido. Especialmente no mercado de alto rendimento europeu. Os "riscos extremos" (*tail risks*) desapareceram dos mercados. O sector imobiliário tem tido um excelente desempenho na zona euro desde o início do ano, impulsionado por fortes expectativas de descida das taxas de juro. No outro extremo, os receios de alastramento do risco de uma recessão no sector imobiliário comercial norte-americano impactam os bancos europeus, especialmente os alemães, envolvidos neste mercado.

Para terminar esta análise mensal, os nossos gestores na Ásia estão a rever em baixa as suas opiniões sobre o mercado doméstico, devido à valorização. Em contrapartida, os aspectos técnicos vêm dar apoio ao mercado: ao contrário dos Estados Unidos e da Europa, o mercado primário é muito pouco activo, obrigando os investidores a conservar as suas posições.

GRÁFICO 4: VOLATILIDADE DO MERCADO NORTE-AMERICANO DE OBRIGAÇÕES



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



OS MERCADOS DE ACÇÕES NORTE-AMERICANOS BATEM NOVOS RECORDES



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Com a contribuição
da equipe de Acções

As esperanças de um corte nas taxas de juro da Fed em março estão a diminuir, mas não parece ser uma preocupação para os mercados norte-americanos, que estão a estabelecer novos recordes históricos. Estes últimos são sobretudo sustentados pela diminuição dos receios de recessão, e por uma época de resultados das empresas bastante resiliente no quarto trimestre de 2023.



75 %

das empresas
norte-americanas
publicaram lucros
por acção superiores
às estimativas

PUBLICAÇÕES DE RESULTADOS HETEROGÉNEAS EM FUNÇÃO DAS ZONAS E DOS SECTORES

Nos Estados Unidos, a época foi globalmente favorável: 75% das empresas norte-americanas publicaram lucros por acção superiores às estimativas (acima da média de 10 anos). As empresas demonstraram capacidade de manter as margens num cenário de desinflação, e algumas relançaram programas de investimento maciço, especialmente no grupo das empresas de tecnologia (com os "Sete Magníficos" no topo da lista).

Na Europa, a impressão é que a época de resultados foi menos brilhante. O sector bancário sofreu com as tomadas de lucros devido a um abrandamento dos rendimentos, num contexto de taxas de juro mais baixas. Em contrapartida, algumas empresas surpreenderam positivamente, como as "GRANOLAS"⁶, que apresentam um crescimento de lucros acima do mercado, margens elevadas e estáveis, e estão a prever um aumento dos seus investimentos graças às reservas de tesouraria geradas.

EUROPA

Após um início de ano um pouco anímico, os mercados europeus estão a recuperar fôlego, dinamizados pelo sector de tecnologia e pelo consumo discricionário. Do ponto de vista geográfico, os mercados da zona euro têm apresentado um

desempenho significativamente superior a outros países europeus desde o início do ano, impulsionados principalmente por boas publicações de resultados das empresas francesas (especialmente as de luxo) e italianas (no sector automóvel).

As valorizações subiram ligeiramente, mas permanecem ainda assim abaixo da sua média de longo prazo para os índices da zona euro e, acima de tudo, apresentam um forte desconto em relação aos Estados Unidos, mesmo ao ajustar os sectores.

ESTADOS-UNIDOS

No início de 2024, os mercados norte-americanos continuaram a registar um desempenho superior, permitindo que os índices atinjam novas máximas históricas (o S&P 500 ultrapassou recentemente os 5.000 pontos, muito além dos seus anteriores máximos de janeiro de 2022).

Uma vez mais, o mercado está a ser alimentado pelas mesmas temáticas do ano passado. As acções *Growth* e de tecnologia continuam a puxar o mercado para cima. A época de resultados tranquilizou os investidores neste sentido: o sector de tecnologia apresenta o maior crescimento dos lucros e as declarações das empresas apontam para despesas substanciais em tecnologia, particularmente em termos de ciber segurança, Inteligência Artificial (IA) e de *cloud computing*.



É certo que os níveis de valorização das acções norte-americanas estão relativamente elevados em relação a outras zonas geográficas, mas são sustentados por perspectivas de lucro sólidas, especialmente no segmento tecnológico, a força motora que fomenta esta valorização (gráfico 5). Recordemos que as empresas norte-americanas tiram proveito do seu domínio tecnológico, e investem de forma maciça para mantê-lo.

ÁSIA

Embora o sentimento permaneça negativo quanto à China, a percepção é diferente quanto ao resto da Ásia. Há mensagens encorajadoras provenientes dos principais intervenientes na cadeia de produção de semicondutores/servidores em Taiwan. Na Coreia do Sul, uma reforma da governação empresarial “*value-up*”, semelhante à implementada no Japão, poderá constituir um forte catalisador para as acções do país. Por fim, o mercado de acções e a dinâmica dos lucros na Índia mantém-se forte apesar de valorizações elevadas em alguns sectores.

A curto e médio prazo, mantemo-nos cautelosos em relação à China, já que algumas empresas *Growth* apresentam actualmente propostas com valores atractivos. Ultimamente, tem havido uma forte dinâmica das medidas de apoio. Nas últimas semanas, a “equipa nacional chinesa” tem comprado, em grande escala, acções nacionais através de ETFs locais. Isto enviou um sinal bastante

positivo num mercado de acções globalmente tenso. Não obstante, subsistem vários desafios a enfrentar no futuro.

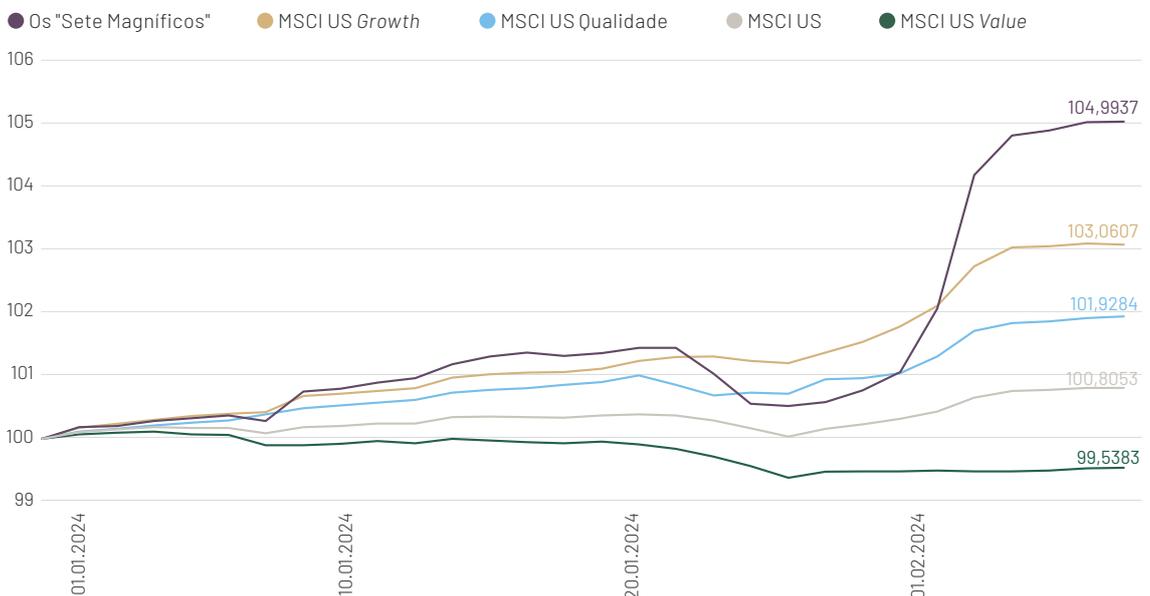
ESTILO DE INVESTIMENTO

O desempenho das acções de *Qualidade/Growth* continua a ser superior ao do resto do mercado, tanto nos Estados Unidos como na Europa. Enquanto aguardamos um corte nas taxas de juro por parte dos bancos centrais, previsto para o segundo trimestre de 2024, mantemos uma exposição a empresas com modelos de negócio resilientes, que tenham demonstrado capacidade de apresentar resultados e margens consistentes num ambiente inflacionista e com taxas de juro elevadas.

Da mesma forma, mantemos a exposição a acções do estilo *Growth* expostas à Inteligência Artificial (IA), que continuam a ser impulsionadas por um crescimento dos lucros acima do resto do mercado.

Por fim, se a mudança de política da Fed for confirmada num cenário *Goldilocks* (cenário económico de crescimento moderado), poderá ser uma boa altura para regressar às pequenas e médias capitalizações, que beneficiam de um forte desconto de valorização, e aos sectores cíclicos (indústria, recursos básicos, etc.) mais tarde no ano, após a inflexão dos PMIs.

GRÁFICO 5: REVISÕES DOS LUCROS NOS ESTADOS UNIDOS POR ESTILOS DE INVESTIMENTO DESDE O INÍCIO DO ANO



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

É muito provável que o dólar guarde o seu lugar de rei este mês. Já o euro continuará a padecer de um diferencial de crescimento negativo em relação aos Estados Unidos. O Banco Nacional Suíço (BNS) está a fazer campanha para que a sua moeda, e poderá dentro em breve passar à acção. O iene continuará a depender da Fed. Mantemos o nosso interesse pelo ouro, mas vamos esperar por uma correcção antes de o reintegrar nas nossas carteiras.

DÓLAR

Uma dinâmica positiva

O dólar subiu ao topo do *ranking* das moedas do G10, com um desempenho de +3,6% desde o início do ano, respaldado pela dinâmica macroeconómica norte-americana por um lado e, por outro, pelo reajuste das expectativas quanto a futuros cortes nas taxas de juro por parte da Fed. Para vermos o dólar vacilar, seria necessário primeiro assistir a um abrandamento da economia norte-americana, ou a um primeiro corte nas taxas de juro por parte da Fed, dois elementos que não esperamos para o próximo mês. Por conseguinte, mantemos uma visão optimista quanto ao dólar, que deverá continuar a beneficiar do desempenho superior da economia norte-americana, e manter-se-á um activo interessante, em termos de protecção, contra o risco de uma nova aceleração da inflação. A longo prazo, continuamos a acreditar que o dólar irá perder terreno, especialmente quando começar o ciclo de cortes nas taxas de juro por parte da Fed, o que deverá alimentar o sentimento pró-risco e, consequentemente, ter um impacto sobre as moedas mais cíclicas.

EURO

A sofrer com a comparação com seu vizinho americano

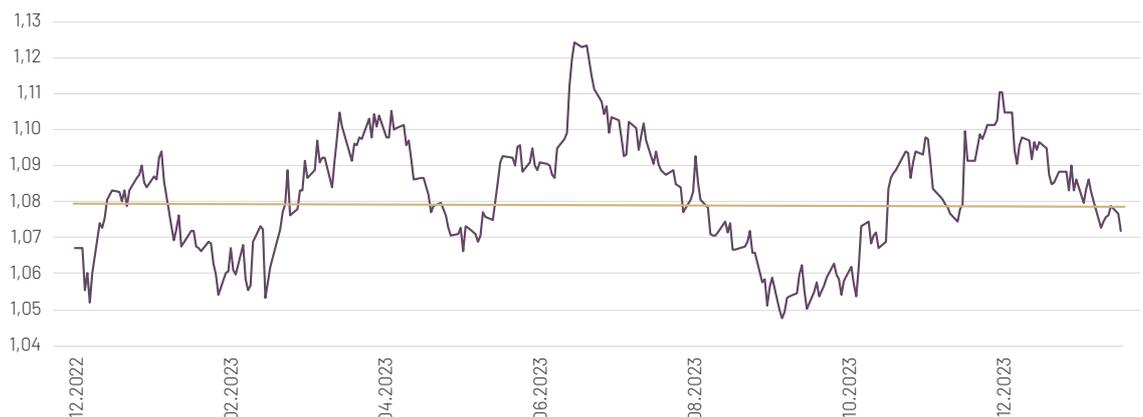
O euro está a perder terreno face ao dólar, com um recuo de 3% desde o início do ano. Acreditamos que a tendência poderá manter-se a curto prazo. Antes de mais nada, o par euro/dólar mantém-se ligeiramente abaixo do nível observado antes da reunião do FOMC de dezembro (gráfico 6), e o diferencial das taxas de juro directoras previsto pelo mercado para o mês de junho, entre o BCE e a Fed, é hoje o mesmo que nessa data, com uma diferença de apenas alguns pontos base. Porém, o consenso quanto ao crescimento da zona euro tem vindo a divergir de modo desfavorável em relação ao dos Estados Unidos desde dezembro, e acreditamos que isso terá um impacto no preço do par euro/dólar dentro em breve. Além disso, a União Económica e Monetária (UEM) é uma das zonas geográficas mais susceptíveis de se confrontar com dificuldades face ao surgimento e à persistência das tensões no Médio Oriente.



VISÃO OPTIMISTA
quanto ao DÓLAR,
impulsionado pelo
desempenho
superior
da economia
norte-americana

GRÁFICO 6: EUR/USD

● EUR/USD ● FOMC



Fontes: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Por conseguinte, mantemos uma visão ligeiramente pessimista, no curto prazo, com uma meta próxima de 1,065. A longo prazo, o início do ciclo de cortes das taxas de juro dos bancos centrais de países desenvolvidos poderá revelar-se favorável ao euro.

FRANCO SUÍÇO

Pressão de baixa

Após um ano de desempenho superior em 2023, o franco suíço está a perder o seu brilho. A inflação continua a abrandar e, em janeiro, alcançou 1,3% em termos homólogos, abaixo do objectivo do banco central e das expectativas dos economistas. Este movimento alimenta especificamente as expectativas dos investidores quanto a futuros cortes nas taxas de juro por parte do BNS, o que amplifica o diferencial, já negativo, das taxas de juro em relação ao euro e ao dólar, e está a pesar sobre o franco suíço. Além disso, há cada vez mais declarações do banco central quanto às implicações indesejáveis de um franco suíço demasiado forte, a última das quais do presidente do Banco Nacional Suíço, que afirmou que isso iria constituir um travão ao crescimento. Assim, embora ainda não tenhamos qualquer confirmação quanto a uma futura intervenção do BNS no sentido de depreciar a sua moeda, é muito provável que tal venha a acontecer dentro em breve. O que nos leva, por conseguinte, a manter uma visão otimista quanto ao par dólar/franco suíço a curto prazo (que deverá variar entre 0,88 e 0,90 durante o mês), especialmente porque o patamar de negociação do par permanece baixo, apesar de um recente desempenho inferior do franco suíço que deixa espaço para potenciais subidas.

IENE JAPONÊS

Continua a aproximar-se das suas mínimas

Em janeiro, o iene japonês perdeu força, encurralado entre os reajustes das taxas de juro norte-americanas e o aviso do Banco do Japão, que declarou que as taxas de juro não tinham necessariamente vocação a subirem rapidamente após o fim da política de taxas de juro negativas, em linha com o nosso cenário.

A curto prazo, permanecemos neutros. O risco de uma nova aceleração da inflação pode vir a acentuar o fraco desempenho do iene face ao dólar, mas podemos perder de vista que um par dólar/iene abaixo dos 150 será susceptível de aumentar a probabilidade de uma intervenção por parte do banco central japonês. A longo prazo, a principal influência sobre o iene japonês continuará a vir das evoluções nos Estados Unidos. Neste sentido, a queda das taxas de juro da Fed, prevista para o segundo trimestre, deverá aliviar a pressão sobre a moeda japonesa. Assim, esperamos um par euro/iene na ordem de 152, antes de vendermos o par com vista a um movimento para 142.

OURO

À espera de um ponto de entrada mais propício

Cada vez mais ventos contrários batem à porta do ouro: um dólar forte, expectativas adiadas quanto às taxas de juro e saídas de ETFs. Não obstante, o metal amarelo permanece perto da marca dos 2.000 dólares por onça, e parece imune a quaisquer factores susceptíveis de prejudicar o seu desempenho. Na realidade, o movimento maciço de compra levado a cabo pelos bancos centrais numa lógica de diversificação das reservas cambiais, assim como a tenacidade do risco geopolítico neste ano de eleições, funcionam como fortes apoios. Nos níveis actuais, preferimos esperar por um melhor ponto de entrada, por volta de 1.930-1.950, antes de comprarmos ouro com uma meta de 2.050-2.100.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

CENÁRIO DE INVESTIMENTO

- **Crescimento:** estamos a aumentar as nossas assunções de crescimento da economia norte-americana em 2024 e 2025 para, respectivamente, +2,3% e +1,7%. Esta revisão explica-se, por um lado, por um pressuposto de crescimento revisto em alta quanto a 2024 e, por outro, pela robustez patente no consumo e no mercado de trabalho norte-americanos. Não obstante, mantemos o nosso cenário inalterado no que diz respeito à zona euro, com um crescimento modesto, mas sustentado por uma melhoria no poder de compra das famílias. Os países emergentes continuam a ser o motor do crescimento mundial.
- **Inflação:** continuamos a acreditar que o processo de desinflação irá continuar nos próximos meses, embora seja provável que entremos numa fase menos linear e mais volátil de variação de preços. Continuam a existir riscos de subida, especialmente nos serviços, como nos lembram os números sobre a inflação nos Estados Unidos publicados em janeiro. Estamos também a monitorar as eventuais consequências das tensões actuais no Mar Vermelho sobre o preço das mercadorias. Contudo, parece-nos que o impacto sobre a inflação nesta fase será limitado.
- **Bancos centrais:** como já estávamos à espera, os mercados de taxas de juro ajustaram-se nas últimas semanas, e estão próximos do nosso cenário de cortes até 100 pontos base nas taxas de juro da Fed e do BCE em 2024, com um primeiro corte esperado durante o segundo trimestre.
- **Resultados empresariais:** a época de resultados veio confirmar as nossas expectativas de uma melhor capacidade das empresas norte-americanas (especialmente as do sector de tecnologia) cumprirem as previsões de lucros para 2024. Em contrapartida, as suas homólogas europeias estão a registar revisões em baixa.
- **Ambiente de risco:** actualmente, a probabilidade de um cenário de recessão parece-nos relativamente fraca e, antes pelo contrário, acreditamos que o principal risco de mercado poderá advir de uma re-aceleração da inflação. Entre os demais factores externos que monitoramos estão: a sustentabilidade das dívidas públicas e a situação (geo)política no mundo inteiro.

CONVICÇÕES DE ALOCAÇÃO

Acções

- Os últimos dados macroeconómicos divulgados confirmam o nosso cenário de uma aterragem suave da economia global, graças especialmente à resiliência da actividade económica norte-americana. Estas evoluções, associadas a uma boa saúde financeira das empresas, especificamente das grandes capitalizações, leva-nos a manter uma visão estrategicamente positiva a médio prazo quanto aos mercados de acções. Não obstante, os indicadores técnicos e de posicionamento dos investidores sugerem-nos fortemente que devemos adiar qualquer aumento das nossas exposições nesta fase.
- Pouco surpreendentemente, preferimos uma exposição às acções norte-americanas nas nossas alocações, já que estas últimas estão não só a beneficiar de um ambiente macroeconómico mais robusto, mas também de uma revisão em alta das previsões de lucros para 2024. Essas acções também são as mais susceptíveis de beneficiar com a disseminação da inteligência artificial.
- Em termos relativos, as acções europeias parecem-nos menos atractivas. Preferimos esperar por uma reviravolta na dinâmica dos lucros, e uma melhor visibilidade do crescimento económico antes de aumentarmos as nossas exposições.
- Por último, continuamos a manter uma visão construtiva quanto aos activos emergentes. Contudo, é uma visão diversificada que deve prevalecer, considerando os riscos idiossincráticos da esfera emergente. Também, uma exposição mais ampla permitir-nos-á tirar partido de algumas histórias específicas, como a da Coreia do Sul, que está a beneficiar da reviravolta no ciclo dos semicondutores.



O CRESCIMENTO
DOS ESTADOS
UNIDOS
revisto em alta



Obrigações

- O nosso cenário continuou a materializar-se com as taxas de juro a continuarem a subir, na sequência dos números da inflação norte-americana superiores aos esperados pelos mercados. Estamos agora mais confortáveis com os níveis de taxas de juro observados, mas acreditamos que ainda é muito cedo para aumentar significativamente a nossa sensibilidade ao risco da renda fixa, pelo menos enquanto o caminho para a desinflação permanecer incerto. É por estes motivos que renovamos a nossa recomendação positiva quanto aos títulos soberanos com prazos de vencimento curtos (até 5 anos) em oposição a prazos de vencimento mais longos, que são mais voláteis e menos rentáveis.
- No segmento de crédito, reiteramos a nossa preferência por dívidas empresariais de qualidade e com prazos curtos, que nos parecem oferecer a melhor relação risco/retorno. Continuamos a afastar-nos dos títulos de alto rendimento (*high yield*, em inglês), preferindo consumir o risco nas nossas alocações em ações.
- Numa perspectiva de diversificação, mantemos uma visão estrategicamente positiva quanto às dívidas emergentes em moedas locais.

Mercado de câmbio

- No mês passado, elevamos taticamente a nossa recomendação quanto ao dólar, já que o mercado nos parecia precificar de forma demasiado agressiva os futuros cortes nas taxas de juro por parte da Fed. Embora o dólar tenha obtido amplos benefícios com a revalorização das taxas de juro norte-americanas nas últimas semanas, acreditamos que o movimento poderá continuar a curto prazo. No entanto, a médio prazo, haverá vários factores estruturais a pesar sobre esta moeda.
- Mantemos a nossa recomendação quanto ao franco suíço inalterada, visto que a moeda já deixou de poder contar com o apoio do BNS, e isto apesar de nos parecer que o processo de desinflação está bem encaminhado a nível local.
- A moeda japonesa foi recentemente penalizada pela subida das taxas de juro nos Estados Unidos, e está agora perto dos patamares anteriores à intervenção do Banco do Japão. Caso seja necessário, o iene poderá beneficiar do intervencionismo do seu banco central. Ainda assim, a médio prazo, a evolução da paridade permanece condicionada principalmente pela evolução futura da política monetária da Fed.

PRINCIPAIS CONVICÇÕES

	POSTURA TÁTICA (CP)	POSTURA ESTRATÉGICA (LP)
OBRIGAÇÕES		
TÍTULOS PÚBLICOS		
EUR 2 anos	=	=
EUR 10 anos	=/-	=
EUR periphery	=	=/-
EUA 2 anos	=/+	+
EUA 10 anos	=/-	=
EUR títulos indexados à inflação	=/+	=/+
USD títulos indexados à inflação	=/+	=
CRÉDITO		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR	=/-	=
Títulos financeiros EUR	=	=/+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD	-	=/-
DÍVIDA DOS MERCADOS EMERGENTES		
Moedas fortes	=	=/+
Moedas locais	=	=/+
AÇÕES		
ÁREAS GEOGRÁFICAS		
Europa	=/-	=/-
Estados Unidos	=/+	=/+
Japão	=	=
América Latina	=	=
Ásia Excl. China	=/+	=/+
China	=	=/-
ESTILOS		
Growth	=/+	=/+
Value	=	=
Qualidade	=/+	=
Cíclico	=	=
Defensivo	=/-	=/-
FOREX		
Estados Unidos (USD)	=/+	=/-
Zona euro (EUR)	=/-	=/+
Reino Unido (GBP)	=/-	=
Suíça (CHF)	=/-	=
Japão (JPY)	=	=/+
China (CNY)	=	=
Ouro (XAU)	=/-	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



08 • Monitor de mercado (moedas locais)

VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS



DADOS A 22 DE FEVEREIRO DE 2024

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA	RENDIMENTO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS (PB)	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL (PB)
Títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos	4,32%	20,23	44,16
França 10 anos	2,91%	13,40	35,60
Alemanha 10 anos	2,44%	15,00	41,80
Espanha 10 anos	3,34%	14,80	36,10
Suíça 10 anos	0,88%	0,00	17,50
Japão 10 anos	0,71%	-2,50	10,60

TÍTULOS	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes (ME)	35,89	-0,47%	-2,26%
Títulos da Dívida Pública em EUR	201,30	-0,68%	-1,39%
High yield em EUR Corporativo	218,09	0,35%	0,81%
High yield em USD Corporativo	334,73	0,19%	-0,07%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	304,42	-0,81%	-1,17%
ME Corporativos	44,16	0,14%	0,07%

MOEDAS	ÚLTIMO SPOT	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
EUR/CHF	0,9527	1,30%	2,56%
GBP/USD	1,2660	-0,38%	-0,56%
USD/CHF	0,8802	1,51%	4,61%
EUR/USD	1,0823	-0,21%	-1,96%
USD/JPY	150,53	1,94%	6,73%

ÍNDICE DE VOLATILIDADE	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
VIX	14,54	1,09	2,09

ÍNDICES DE AÇÕES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
S&P 500 (EU)	5.087,03	3,94%	6,65%
FTSE 100 (Reino Unido)	7.684,49	2,06%	-0,63%
STOXX Europe 600	495,10	3,46%	3,36%
Topix	2.660,71	5,09%	12,44%
MSCI World	3.329,86	3,66%	5,07%
Shanghai SE Composite	3.486,68	4,30%	1,62%
MSCI Emerging Markets	1.029,44	4,16%	0,56%
MSCI Latam (América Latina)	2.570,02	1,70%	-3,48%
MSCI EMEA (Europa Oriente Médio, África)	203,44	1,82%	1,33%
MSCI Asia Ex Japan	644,96	4,66%	0,53%
CAC 40 (França)	7.911,60	5,99%	4,88%
DAX (Alemanha)	17.370,45	2,74%	3,69%
MIB (Itália)	32.356,26	7,29%	6,60%
IBEX (Espanha)	10.138,90	2,24%	0,36%
SMI (Suíça)	11.386,17	1,58%	2,23%

COMMODITIES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Barra de Aço (CNY/Tm)	3.843,00	-0,36%	-4,88%
Ouro (USD/Onça)	2.024,39	0,18%	-1,87%
Petróleo bruto WTI (USD/Barrel)	78,61	1,62%	9,71%
Prata (USD/Onça)	22,78	-0,62%	-5,41%
Cobre (USD/Tm)	8.584,50	0,19%	0,30%
Gás natural (USD/MMBtu)	1,73	-32,63%	-31,11%

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
O desempenho passado não garante o desempenho futuro.

RETORNOS MENSAIS SOBRE INVESTIMENTO, EXCLUÍDO DIVIDENDOS

- FTSE100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

NOVEMBRO DE 2023	DEZEMBRO DE 2023	JANEIRO DE 2024	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ACUMULADO ANUAL (22 DE FEVEREIRO DE 2024)
12,99%	7,74%	7,81%	5,09%	12,44%
9,21%	4,81%	1,59%	4,66%	6,65%
8,92%	4,71%	1,39%	4,30%	5,07%
7,86%	4,42%	1,14%	4,16%	3,36%
6,86%	3,77%	-1,02%	3,94%	1,62%
6,45%	3,75%	-1,33%	3,66%	1,33%
6,32%	3,71%	-4,68%	3,46%	0,56%
5,38%	3,35%	-4,85%	2,06%	0,53%
1,80%	-0,36%	-5,49%	1,82%	-0,63%
-2,14%	-1,86%	-6,29%	1,70%	-3,48%

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
O desempenho passado não garante o desempenho futuro.

MELHOR DESEMPENHO



PIOR DESEMPENHO





AIE: Agência internacional da energia.

BCE: O Banco Central Europeu, que rege a política monetária do euro e dos países membros do euro.

Blockchain: Tecnologia de armazenamento e transmissão de informação, sob a forma de uma base de dados que tem a particularidade de ser partilhada simultaneamente com todos os seus utilizadores, e que geralmente não depende de nenhum órgão central.

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

Bottom-up (em inglês, cujo significado é «ascendente»): Análises, ou estratégias de investimento, que se concentram em especificidades e contas corporativas individuais, em oposição à análise *top-down* (descendente) que se concentra em agregados macroeconômicos.

Brent: Um tipo de petróleo bruto doce, frequentemente usado como referência para o preço do petróleo bruto na Europa.

Cíclico: Cíclico é um estilo que se refere a empresas dependentes das mudanças na economia de forma geral. Essas ações representam empresas cujos lucros estarão mais altos quando a economia estiver prosperando.

Defensivo: Defensivo é um estilo que se refere a empresas mais ou menos imunes às alterações das condições econômicas.

Deflação: A deflação é o oposto da inflação. Ao contrário desta, a deflação se caracteriza por uma queda duradoura e autossustentável do nível geral de preços.

Duração: Reflete a sensibilidade de um título ou fundo de títulos a alterações nas taxas de juro; expressa em anos. Quanto maior a duração de um título, mais seu preço é sensível a quaisquer alterações nas taxas de juro.

EBIT (Earnings Before Interets and Taxes): Refere-se aos lucros gerados antes de quaisquer juros financeiros e impostos serem levados em conta. Pega os lucros e subtrai as despesas operacionais e, portanto, também corresponde a «lucro operacional».

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): O EBITDA leva em conta o lucro líquido e acrescenta juros, impostos e depreciação. Ele é usado para medir a lucratividade operacional de uma empresa antes de despesas não operacionais e encargos não monetários.

Economia de escala: Diminuição do custo unitário de um produto, que uma empresa obtém ao aumentar a quantidade de sua produção.

ESG: Ambiental, social e governamental.

Estagflação: Se refere a uma economia que passa simultaneamente por um aumento da inflação e uma estagnação na produção econômica.

Fed: Reserva Federal dos EUA, ou seja, o banco central dos Estados Unidos.

FMI: O Fundo Monetário Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): É o órgão de política monetária do Federal Reserve dos EUA.

Growth: Estilo *Growth* refere-se a empresas com expectativas de crescimento de vendas e de resultados a um ritmo mais acelerado do que a média de mercado. Dessa forma, ações *Growth* geralmente se caracterizam por uma valorização mais alta do que a do conjunto do mercado.

Índice de surpresas econômicas: Especifica o nível de desempenho superior dos dados macroeconômicos publicados em relação às expectativas dos previsores (consenso).

Índice dos gerentes de compras: PMI - Purchasing Manager Index em Inglês.

Instrumento de Proteção de Transmissão (TPI, na sigla em inglês): complemento ao conjunto de ferramentas do Eurosistema, que pode ser ativado pelo BCE para combater desenvolvimentos de mercado injustificados e desordenados, caso estes representem uma séria ameaça à transmissão harmoniosa da política monetária em toda a zona euro. O Conselho de governadores do BCE aprovou esse instrumento em 21 de julho de 2022.

IPC (índice de preços ao consumidor): Permite estimar, entre dois dados períodos, a variação do preço médio dos bens e serviços consumidos pelas famílias. É usado como medida de inflação.

IPCC: Sigla em inglês para Painel Intergovernamental de Mudanças Climáticas.

IRENA: Sigla em inglês para Agência Internacional para as Energias renováveis.

ISM: Sigla para Institute for Supply Management (Instituto de Gestão de Suprimentos, em português).

Japanificação da economia: Refere-se à estagnação que a economia japonesa enfrentou nas últimas três décadas, sendo um termo geralmente aplicado em referência ao receio dos economistas de que outros países desenvolvidos sigam o mesmo caminho.

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

Metaverso: Um metaverso (do inglês *metaverse*, contração de *meta* e *universo*, ou seja *meta-universo*) é um mundo virtual fictício. O termo é regularmente usado para descrever uma versão futura da Internet em que espaços virtuais, duradouros e compartilhados são acessíveis por meio de interação 3D.

Mix de políticas (policy-mix): Estratégia econômica que um país adota em função da conjuntura e de seus objetivos, que consiste em combinar política monetária e política orçamentária.

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

Oligopólio: Uma situação de oligopólio ocorre quando, em um mercado, há um pequeno número de fornecedores (vendedores) com certo poder de mercado e um grande número de demandantes (clientes).

OMC: Organização Mundial do Comércio.

OPEP: Organização dos Países Exportadores de Petróleo; 14 membros.

OPEP+: OPEP mais 10 países adicionais, a saber, Rússia, México e Caquistão.

PIB (produto interno bruto): O PIB mede a produção anual de bens e serviços de um país pelos operadores que residem no território nacional.

Ponto base (pb): 1 ponto base = 0,01%.

Ponto de equilíbrio da inflação (ou "inflation breakeven" em inglês): Nível de inflação que equilibra os rendimentos de títulos nominais e títulos indexados à inflação (de vencimento e qualidade idênticas). Em outras palavras, é o nível de inflação no qual, para um investidor, tanto faz possuir um título nominal como um título indexado à inflação. Assim, representa as expectativas de inflação, em uma área geográfica, para um determinado prazo de vencimento.

Poder de precificação: Expressão que designa a capacidade, de uma empresa ou marca, para aumentar seus preços, sem que isso afete a demanda por seus produtos.

Qualidade: Ações de Qualidade referem-se a empresas com lucros mais altos e mais confiáveis, endividamento baixo e outras medidas de rendimentos estáveis e de forte governança. Características comuns das ações de Qualidade são o alto retorno ao patrimônio líquido, a variabilidade da dívida em relação ao patrimônio líquido e a variabilidade dos rendimentos.

Quantitative easing (QE): Um instrumento de política monetária pelo qual o banco central adquire ativos como títulos, a fim de injetar liquidez na economia.

SEC (Securities and Exchange Commission): A SEC é uma agência federal independente com responsabilidade pelo funcionamento ordenado dos mercados de valores mobiliários dos EUA.

Spread (ou spread de crédito): Um *spread* é a diferença entre dois ativos, tipicamente entre taxas de juro, como aquelas de títulos corporativos sobre um título do governo.

SRI: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis.

Taxa de swap a termo de cinco anos sobre cinco anos: Métrica de mercado que mede a expectativa de inflação anual média num período de cinco anos a partir de cinco anos no futuro. Dá uma ideia de como as expectativas de inflação podem mudar no futuro.

Uberização: O termo é inspirado no nome da empresa americana Uber, que desenvolve e opera plataformas digitais para conectar motoristas com usuários. Designa um novo modelo de negócio que tira partido das novas tecnologias digitais e que se insere na economia colaborativa ao colocar clientes e prestadores de serviços em contato direto, com um preço de custo reduzido e preços mais baixos.

Value: Estilo *Value* refere-se a empresas que parecem ser negociadas a um preço mais baixo em relação a seus fundamentos. Características comuns das ações *Value* incluem alto rendimento de dividendos, relação baixa de preço sobre o valor patrimonial e relação baixa de preço sobre lucro.

VIX: O índice da volatilidade implícita do índice S&P 500. Mede as expectativas dos operadores de bolsa de 30 dias de volatilidade, com base em opções de índice.

WTI (West Texas Intermediate): Juntamente com o Brent, o WTI é um índice de referência para os preços do petróleo bruto. O WTI é produzido nos Estados Unidos e é uma mistura de vários óleos crus doces.



TERMO DE RESPONSABILIDADE

Este documento intitulado «Monthly House View» («Folheto») é publicado apenas para fins de comunicação de marketing.

Os idiomas em que é redigido fazem parte dos idiomas de trabalho da Indosuez Wealth Management.

As informações publicadas no Folheto não foram revisadas, nem estão sujeitas à aprovação ou autorização de qualquer autoridade reguladora ou de mercado, em qualquer jurisdição.

O Folheto não é destinado a pessoas de qualquer país em particular.

O Folheto não se destina a pessoas que são cidadãs, domiciliadas ou residentes em um país ou jurisdição onde sua distribuição, publicação, disponibilidade ou uso possam violar as leis ou regulamentos em vigor.

Este documento não constitui ou contém uma oferta ou convite para comprar ou vender qualquer instrumento financeiro e/ou serviço de qualquer natureza. Da mesma forma, ele não constitui, de forma alguma, uma estratégia, recomendação ou assessoria de investimento ou desinvestimento, geral ou personalizada, assessoria jurídica ou fiscal, assessoria de auditoria ou qualquer outra assessoria de natureza profissional. Nenhuma representação é feita quanto à adequação ou adequabilidade de qualquer investimento ou estratégia em relação a circunstâncias individuais, ou de que qualquer investimento ou estratégia constitui assessoria de investimento personalizada para qualquer investidor.

A data relevante neste documento é, salvo indicação em contrário, a data de edição mencionada na última página deste termo. As informações nele contidas são baseadas em fontes consideradas fidedignas. Envidaremos todos os esforços para garantir a pontualidade, precisão e abrangência das informações contidas neste documento. Todas as informações, bem como o preço, as avaliações de mercado e os cálculos aqui indicados estão sujeitos a alteração sem aviso prévio. Os preços e desempenhos passados não são necessariamente um guia para os preços e desempenhos futuros.

Os riscos incluem, entre outros, riscos políticos, riscos de crédito, riscos cambiais, riscos econômicos e riscos de mercado. Antes de realizar qualquer transação, deve consultar seu consultor de investimento e, quando necessário, obter assessoria profissional independente relativamente aos riscos, bem como a todas as consequências jurídicas, regulamentares, de crédito, tributárias e contábeis. É aconselhável entrar em contato com seus consultores usuais para tomar suas decisões de forma independente considerando sua situação financeira particular e seu conhecimento e experiência.

As taxas de câmbio em moeda estrangeira podem afetar adversamente o valor, preço ou receita do investimento, quando este é realizado e convertido de volta para a moeda base do investidor.

CA Indosuez, sociedade francesa, holding do negócio de gestão de fortunas do grupo Crédit Agricole e suas subsidiárias ou entidades relacionadas, nomeadamente CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, suas respectivas subsidiárias, filiais e escritórios de representação, onde quer que estejam, operam sob a marca única da Indosuez Wealth Management. Cada uma das subsidiárias, suas próprias subsidiárias, filiais e escritórios de representação, bem como cada uma das outras entidades da Indosuez Wealth Management, são designadas individualmente por «Entidades» e coletivamente por «Entidades».

As Entidades ou seus respetivos acionistas, bem como seus próprios acionistas, subsidiárias e, mais geralmente, as empresas do grupo Crédit Agricole SA («Grupo») e, respectivamente, seus diretores, gestores seniores ou funcionários podem, individualmente ou em nome e representação de terceiros, realizar transações com os instrumentos financeiros descritos no Folheto, deter outros instrumentos financeiros em relação ao emissor ou ao fiador desses instrumentos financeiros, ou prestar ou procurar prestar serviços de valores mobiliários, serviços financeiros ou qualquer outro tipo de serviço para ou dessas Entidades. Quando uma Entidade e/ou uma entidade do Grupo Crédit Agricole atua como consultor e/ou gestor de investimentos, administrador, distribuidor ou agente de colocação para determinados produtos ou serviços mencionados no Folheto, ou realiza outros serviços em que uma Entidade ou o Grupo Crédit Agricole detém ou pode deter um interesse, direto ou indireto, sua Entidade dará sempre prioridade ao interesse do investidor.

Alguns investimentos, produtos e serviços, incluindo a custódia, podem estar sujeitos a restrições legais e regulamentares, ou podem não estar disponíveis em todo o mundo de forma irrestrita, tendo em conta a lei de seu país de origem ou país de residência, ou de qualquer outro país com o qual possa ter laços. Em especial, os produtos ou serviços apresentados no Folheto não se destinam a residentes dos EUA e do Canadá. Os produtos ou serviços podem ser fornecidos pelas Entidades de acordo com seus preços e condições contratuais, em conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis, e sujeitos a suas respetivas licenças. Podem ser modificados ou retirados a qualquer momento sem qualquer notificação.

Entre em contato com seu gerente de relacionamento para mais informações.

De acordo com os regulamentos aplicáveis, cada Entidade disponibiliza o Folheto:

- **Na França:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez, sociedade anônima com capital de 584.325.015 euros, instituição de crédito e corretora de seguros inscrita no Registro de Intermediários de Seguros sob o número 07 004 759 e perante o Registro de Comércio e Sociedades de Paris sob o número 572 171 635, com sede em 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, e cujas autoridades de supervisão são a Autoridade de Controle e Resolução Prudencial (ACRP) e a Autoridade dos Mercados Financeiros (AMF);
- **No Luxemburgo:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europa), sociedade anônima (société anonyme) nos termos da legislação luxemburguesa, com capital social de 415.000.000 euros, com sede social em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registro de Comércio e Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF);
- **Em Espanha:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, supervisionada pelo Banco de Espanha (www.bde.es) e pela Comissão Nacional do Mercado de Valores (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europe), instituição de crédito devidamente registrada no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Endereço: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (Espanha), inscrita no Banco de Espanha sob o número 1545. Inscrito no Registro de Comércio e Sociedades de Madrid, número T 30.176, F 1,S 8, H M-543170, CIF (CNPJ da Empresa): W-0182904-C.

- **Na Bélgica:** o Folheto é distribuído pela sucursal belga da CA Indosuez Wealth (Europe), localizada em 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelas, Bélgica, inscrita no Registro de Sociedades de Bruxelas sob o número 0534 752 288, e inscrita na Banque-Carrefour des Entreprises (base de dados de empresas belgas) sob o número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruxelas), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europa), com sede em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registro de Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela autoridade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF);
- **Na Itália:** pela CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal da Itália com sede em Piazza Cavour 2, Milão, Itália, registrada no Register of Banks no. 8097, código tributário e número de registro no Registro de Empresas de Milão, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;
- **Na União Europeia:** o Folheto pode ser distribuído pelas Entidades da Indosuez Wealth Management autorizadas a fazê-lo ao abrigo da Prestação Gratuita de Serviços;
- **Em Mônaco:** o Folheto é distribuído pela CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Mônaco, registrada no Registro de Indústria e Comércio de Mônaco sob o número 56S00341, acreditação: CE/2012-08;
- **Na Suíça:** o Folheto é distribuído pela CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genebra, e pela CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, bem como por suas respetivas sucursais e/ou agências suíças. O Folheto é material de marketing e não constitui o produto de uma análise financeira, nos termos das diretrizes da Associação Suíça de Banqueiros (ASB) relativa à independência da análise financeira, tal como concebida pela lei suíça. Consequentemente, essas diretrizes não são aplicáveis ao Folheto;
- **Em Hong Kong Região administrativa especial:** o Folheto é distribuído pela filial de Hong Kong da CA Indosuez (Switzerland) SA, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nenhuma das informações contidas no Folheto constitui uma recomendação de investimento. O Folheto não foi encaminhado à Comissão de Valores Mobiliários e Futuros (SFC) ou a qualquer outra autoridade reguladora em Hong Kong. O Folheto e os produtos que ele menciona não foram autorizados pela SFC nos termos das Seções 103, 104, 104A ou 105 da Lei de Valores Mobiliários e Futuros (Cap. 571)(SFO);
- **Em Singapura:** o Folheto é distribuído pela filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapura 068912. Em Singapura, o Folheto destina-se apenas a investidores credenciados, investidores institucionais ou investidores especializados, conforme definido pela Lei de Valores Mobiliários e Futuros 2001, de Singapura. Para quaisquer perguntas relativas ao Folheto, os destinatários em Singapura podem entrar em contato com a filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA;
- **No DIFC:** a distribuição do folheto é feita pelo CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - EAU, uma empresa regulamentada pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai («DFSA»). Este folheto é voltado somente a clientes profissionais e/ou contrapartes de mercado e nenhuma outra pessoa deve agir com base nesse documento. Os produtos ou serviços financeiros aos quais este folheto se relaciona somente estarão disponíveis a clientes que cumprirem com os requisitos de cliente profissional e/ou contraparte de mercado segundo a DFSA. Este folheto é fornecido somente para fins informativos. Ele não deve ser interpretado como uma oferta de compra ou venda ou solicitação de uma oferta para compra ou venda de quaisquer instrumentos financeiros ou para participação de qualquer estratégia de negociação específica em qualquer jurisdição;
- **Nos EAU:** a Brochura é distribuída pelo escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi, Zayed - The 1st Street - Nayef & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirados Árabes Unidos. A CA Indosuez (Switzerland) SA opera nos Emirados Árabes Unidos (EAU) através do seu escritório de representação, que está sob a autoridade de supervisão do Banco Central dos EAU. De acordo com as regras e regulamentos aplicáveis nos EAU, o escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA não pode exercer nenhuma atividade bancária. O escritório de representação só pode comercializar e promover atividades e produtos da CA Indosuez (Switzerland) SA. O Folheto não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. É distribuído em uma base privada, e não foi revisado ou aprovado pelo Banco Central dos EAU ou outra autoridade reguladora dos EAU;
- **Outros países:** as leis e regulamentos de outros países também podem limitar a distribuição deste Folheto. As pessoas de posse deste Folheto devem informar-se sobre quaisquer restrições legais e respeitá-las.

O Folheto não pode ser fotocopiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, seja de que forma for, sem o acordo prévio do seu Banco.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/todos os direitos reservados.

Fotos: Getty Images.

Editado a 22.02.2024.



