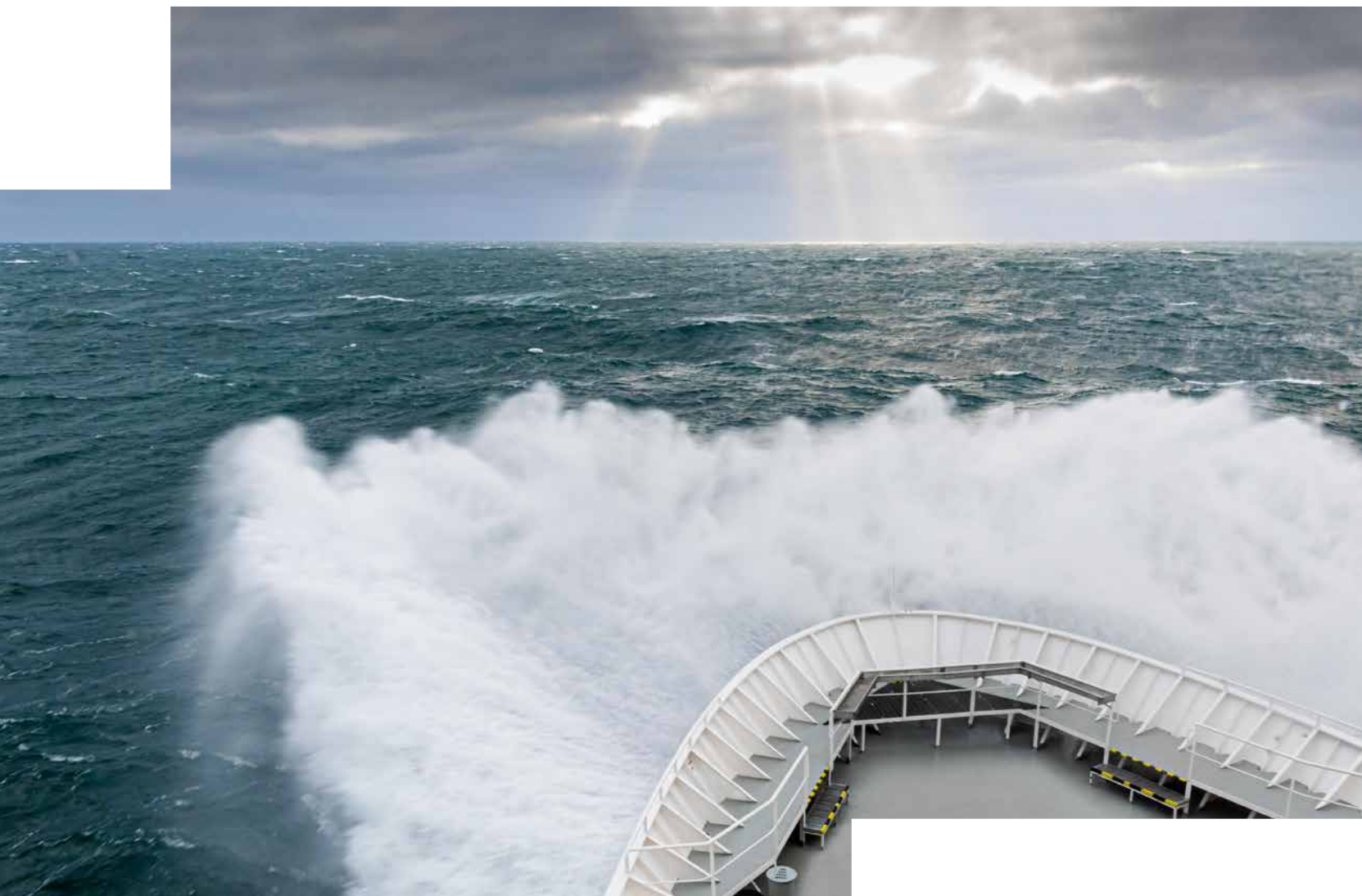


# Investment Outlook 2021



Seguir com a vida em frente.

# Seguir com a vida em frente.



# Índice

## 12 Economia global

- 14 Economia pandémica: depois do choque
- 22 Adeus status quo
- 24 Perspetiva regional

## 28 Principais classes de ativos

- 30 Rendimento fixo
- 33 Ações
- 40 Câmbio
- 42 Imobiliário
- 44 Hedge funds
- 46 Private equity
- 48 Matérias-primas

## 50 Supertrends

- 53 Infográfico: Mudança no consumo de meios de comunicação em plena pandemia

## 54 Estratégia de investimento 2021

- 56 Onde procurar os rendimentos
- 58 Previsões

- 06 Carta do CEO
- 08 Caros leitores
- 10 Retrospectiva 2020
- 60 Disclaimer
- 66 Nota legal



# Do meu ponto de vista

**Thomas Gottstein**  
CEO Credit Suisse Group AG

É com muito prazer que apresento o nosso Investment Outlook 2021. Este tem sido um ano sem igual, com a pandemia da COVID-19 a desencadear recessões graves, desemprego elevado e oscilações voláteis nos mercados financeiros.

Assim, o que nos reserva 2021? Naturalmente, a segurança das nossas comunidades e cidadãos continua a ser a prioridade máxima. É certo que a nossa saúde e o desempenho das nossas economias são indissociáveis. Por isso, muito dependerá da evolução do desenvolvimento de uma vacina e de outros esforços para mitigar a atual crise de saúde pública.

Em termos gerais, acreditamos estarem reunidas condições para uma recuperação continuada da atividade global em 2021, no contexto de grandes estímulos fiscais e monetários, de inovação tecnológica acelerada e de investimentos na redução das emissões de carbono.

Contudo, as incertezas também são muitas, da geopolítica e da desglobalização aos efeitos de taxas de juro mais baixas, durante mais tempo, em todas as classes de ativos. As margens muito estreitas registadas nas recentes eleições nos EUA sublinharam divisões políticas endurecidas que podem comprometer a resposta política à pandemia.

Os nossos economistas, analistas e estrategistas financeiros têm trabalhado afincadamente em todo o mundo para ajudar investidores e empreendedores a lidar com estes desafios globais em rápida evolução, ao mesmo tempo que garantem a sustentabilidade como foco da nossa House View. Este instrumento constitui a base analítica do nosso papel de líder na gestão de património com fortes competências na banca de investimento de ação global.

Os resultados destes esforços encontram-se refletidos no nosso Investment Outlook, adequadamente intitulado "Seguir com a vida em frente" (Living forward), e que apresenta as nossas ideias-chave sobre a evolução dos mercados e das economias no próximo ano. Acredito que este documento irá configurar-se como um recurso valioso para a vossa pesquisa de oportunidades nestes tempos incertos.

Desejo a todos um 2021 próspero e com saúde.

Thomas Gottstein





# Seguir com a vida em frente.

**Michael Strobaek**  
Global Chief Investment Officer

Como seres humanos, precisamos de olhar para o passado para perceber as nossas vidas. Porém, como afirmou Soren Kierkegaard, filósofo dinamarquês do séc. XIX, não podemos esquecer-nos do futuro.

Quando o nosso mundo emergir da sombra da pandemia da COVID-19, será natural "vivermos no passado" enquanto examinamos de que forma este período desafiante afetou as nossas vidas. Enquanto indivíduos, todos nos lembramos como nos sentimos ao ver as nossas cidades vazias quando o mundo entrou em confinamento e da preocupação com as nossas famílias e amigos. O que é certo é que nenhum de nós jamais esquecerá que 2020 foi o ano em que fomos todos confrontados com uma pandemia global de um vírus mortal.

A crise foi também uma experiência extraordinária para os investidores, pois empurrou a economia global para a sua recessão mais profunda desde a Segunda Guerra Mundial. Os mercados acionistas caíram em flecha no final de fevereiro e março, recuperando fortemente nos meses seguintes graças a um apoio sem precedentes dos bancos centrais e dos governos.

Contudo, esta publicação não é sobre o passado, mas olha para o que esperamos que venha a moldar os investimentos e

os mercados no novo ano. As condições de investimento são mais apertadas e tornou-se mais difícil capitalizar o momento na procura de rendimentos e retornos. Agora é necessária uma maior disciplina para ultrapassar a nossa tendência natural de olhar para o passado à procura de orientação. O bom senso fundamentado na análise rigorosa do presente e a perseverança na procura de uma tese de investimento podem tornar o investimento altamente compensador, como provámos no pico da crise, no final de março, quando decidimos ir contra a maré e começámos a comprar ações.

À medida que avançamos, a pandemia continuará a ocupar-nos em 2021. Os governos terão novos surtos de COVID-19 para combater e terão de distribuir uma vacina à sua população assim que esta estiver disponível. Além disso, as pessoas e as empresas terão de se adaptar ao que acreditamos serem mudanças permanentes na forma como trabalhamos, aprendemos e vivemos. Por fim, embora o crescimento económico deva normalizar-se após o choque induzido pela pandemia em 2020, existem



riscos que ainda precisam de ser cuidadosamente monitorizados. Nas páginas seguintes, exploramos as perspetivas para as diferentes classes de ativos e para a economia global em 2021.

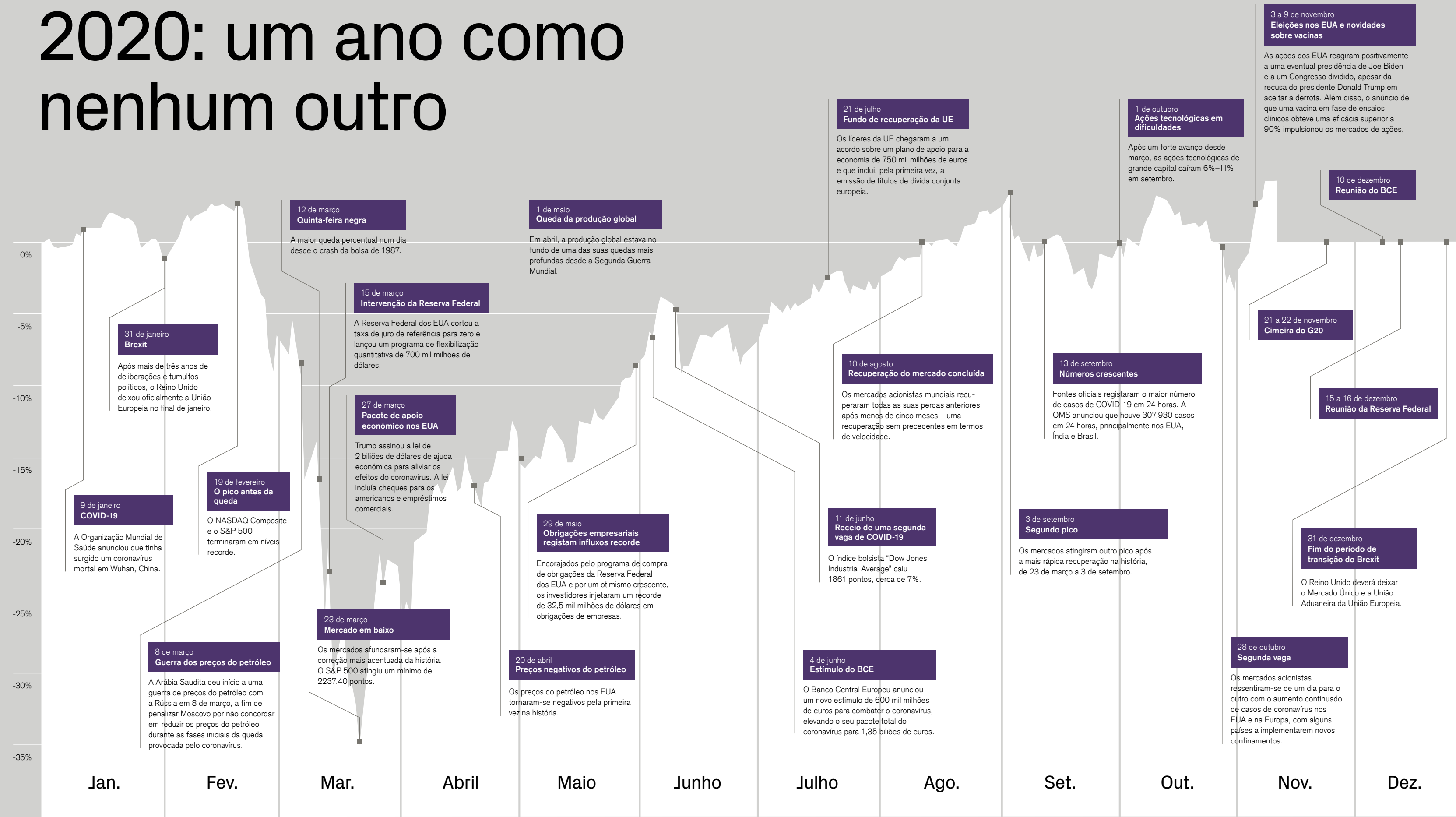
Para além de tudo o que foi inédito no ano que estamos a deixar para trás, um desafio muito maior aguarda à medida que o capital se desloca para abordar as tendências ambientais e sociais que a pandemia catalisou. Nos últimos 18 anos, o Credit Suisse tem estado muito ativo na área do investimento sustentável e de impacto. Acreditamos que os investidores têm um papel claro a desempenhar na transição para um mundo mais equilibrado e sustentável. Isto exigirá uma mudança de mentalidade e de abordagem, que já está em curso, uma vez que os investidores exigem um maior alinhamento de objetivos e de lucros na aplicação do seu capital de investimento.

Esforçamo-nos por estar em posição de ajudar os nossos clientes a acelerar estas tendências. As nossas principais iniciativas nesta área incluem as Supertrends, os

nossos temas de investimento a longo prazo que se centram na mudança social, como os valores dos millennials e as alterações climáticas – descarbonização da economia. Também lançámos fundos orientados para alguns dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas.

Permitir aos nossos clientes investir com sustentabilidade e impacto em mente está entre as principais prioridades do nosso banco no futuro, e continuará a ouvir falar mais sobre os nossos esforços nesta frente, uma vez que a colocamos no centro da nossa oferta de investimento. Estou certo de que o ano 2020 será um momento de divisão nas nossas vidas e, a este respeito, recorro a uma citação do filósofo dinamarquês Soren Kierkegaard que menciono frequentemente: A vida só pode ser compreendida, olhando-se para trás; mas só pode ser vivida, olhando-se para frente.

# 2020: um ano como nenhum outro







# Economia global



# Economia pandémica: depois do choque

O ano 2020 tem sido como nenhum outro. O confinamento global durante a primeira vaga da pandemia da COVID-19 desencadeou a mais forte contração económica da história moderna. A maioria das economias registou em seguida uma acentuada recuperação, mas a segunda vaga da COVID-19 voltou a penalizar a economia. Contudo, em 2021, o crescimento deverá acelerar gradualmente, sem implicar uma subida preocupante da inflação e das taxas de juro, apesar de a dívida pública ser muito mais elevada.

## “Choque e temor”

Devido ao confinamento da economia global, 2020 será um ano histórico com uma trajetória económica verdadeiramente única. A maior contração trimestral global do Produto Interno Bruto (PIB) registada no segundo trimestre foi seguida pela mais acentuada recuperação trimestral registada no trimestre seguinte, uma vez que as restrições de confinamento foram atenuadas e os estímulos fiscais e monetários entraram em vigor. No entanto, quando a pandemia da COVID-19 ameaçou ficar fora de controlo, os decisores políticos

em todo o mundo usaram uma tática de “choque e temor” para lidar com as consequências económicas desta crise de saúde pública.

O que foi diferente desta vez? Numa desaceleração “normal”, as partes cíclicas da economia como a construção tipicamente contraem-se, enquanto a parte dos serviços da economia resiste melhor. Mas desta vez o choque afetou simultaneamente os setores cíclicos da produção e a economia de serviços, levando a oscilações extremas na atividade económica. Isto é raro.





Nos EUA, o setor dos serviços contraiu apenas três vezes nos últimos setenta anos: em 1973, 2008 e 2020. Durante a recessão de 2020, os setores cíclicos abrandaram à medida que o encerramento económico de países inteiros perturbava as cadeias de abastecimento. Na economia de serviços, vários setores paralisaram durante as quarentenas, pois as operações “normais” tornaram-se subitamente inseguras para clientes e funcionários no meio da pandemia (por exemplo, a administração de um salão de cabeleireiro ou de um restaurante). Isto também explica a forte recuperação da atividade económica quando as restrições de confinamento foram levantadas, à medida que as cadeias de abastecimento foram repostas e os negócios anteriormente fechados reabriram com novas restrições de segurança COVID-19. Os estímulos fiscais e monetários enormes proporcionaram um apoio adicional para a recuperação.

Outra característica macroeconómica invulgar da recessão de 2020 foi o aumento simultâneo dos rácios de poupança nos EUA, Europa e Ásia. Programas fiscais e de apoio social apoiaram o rendimento das

famílias durante o confinamento, levando a gastos de consumo muito melhores do que aconteceria de outra forma. Mas porque as despesas com serviços (em oposição às despesas com bens físicos) foram limitadas pelo distanciamento social, as famílias também registaram níveis de poupança mais elevados. Como resultado, os balanços das famílias melhoraram, uma situação invulgar numa recessão. É provável que haja uma melhoria adicional das despesas se o aumento das horas de trabalho e a diminuição do desemprego continuarem. Espera-se também que ocorra uma mudança para as despesas com serviços assim que a pandemia terminar.

**Salários enfrentam ventos adversos**  
A Organização Internacional do Trabalho (OIT) estima que se tenha perdido mais de 15% de todas as horas de trabalho a nível mundial durante o confinamento no segundo trimestre, o que corresponde a quase 500 milhões de postos de trabalho. Só nos EUA, mais de 21 milhões de pessoas perderam os seus empregos durante o auge da crise, em março e abril.

O mercado de trabalho na Europa também registou grandes quebras em termos de horas, mas menos perda de emprego, uma vez que os governos proporcionaram programas de trabalho com horário reduzido. Nestes esquemas, as empresas podem candidatar-se para reduzir as horas de trabalho dos seus empregados com o governo a suportar a diferença de salários, normalmente até um limite máximo de 80%. As economias asiáticas e os mercados emergentes (EM) com elevado emprego no setor público também mantiveram o emprego relativamente estável durante toda a crise. Contudo, os países com baixa proteção da segurança social (os EUA e alguns EM) sofreram uma perturbação significativa nos mercados de trabalho com uma onda de despedimentos durante o confinamento, seguida de contratações durante a recuperação.

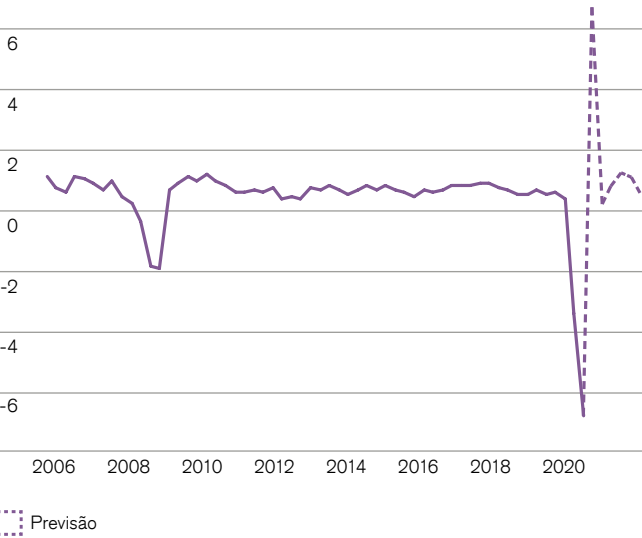
No momento em que escrevemos, a situação do mercado de trabalho a nível mundial tinha melhorado significativamente a partir do ponto mais baixo no segundo trimestre, mas o desemprego permanecia significativamente mais elevado do que antes da pandemia. Ao longo dos próximos meses, a taxa de recontração é suscetível de abrandar à medida que o efeito positivo inicial da reabertura de empresas se desvanece.

Como vai levar tempo para a economia atingir níveis de atividade pré-pandemia, é provável que as taxas de desemprego permaneçam elevadas durante os próximos dois anos. Contudo, este não precisa de ser um desenvolvimento permanente. Em regiões com mercados de trabalho relativamente flexíveis e livres, como os EUA, o desemprego deve voltar para o equilíbrio mesmo que a produção se mantenha abaixo dos níveis pré-pandemia. Embora o subemprego persista, é provável que o crescimento dos salários enfrente ventos contrários, embora os regulamentos provavelmente limitem este problema na Europa e no Japão.

14,7%

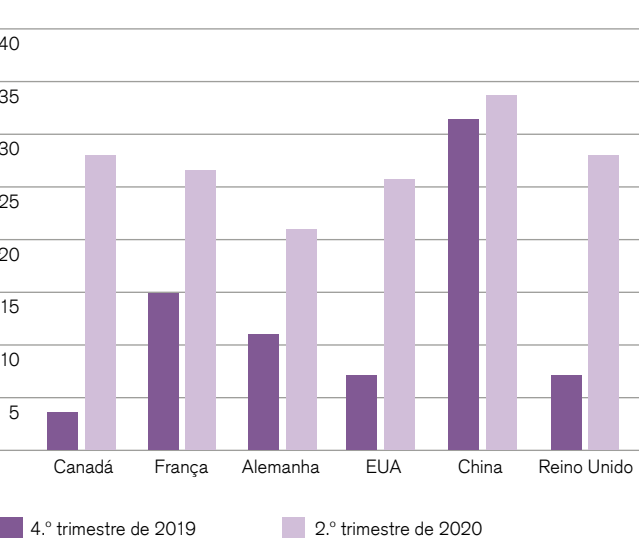
O desemprego nos EUA atingiu o pico em abril de 2020, com mais de 20 milhões de pessoas a perderem os seus empregos.

**Regresso ao “normal”**  
Crescimento real global do PIB (comparação trimestral em %)



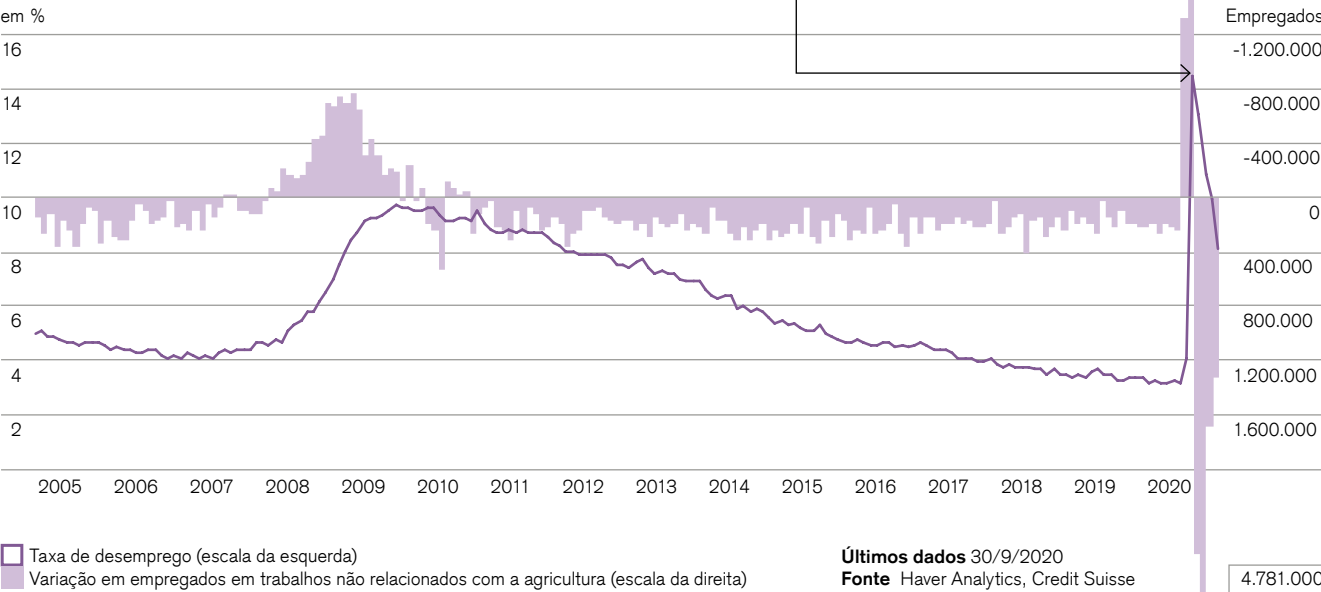
Últimos dados 30/6/2020  
Fonte Bloomberg, Credit Suisse

**Famílias a poupar mais**  
Taxa de poupança das famílias (em %)



Últimos dados 30/6/2020  
Fonte Haver Analytics, Credit Suisse

**Regresso ao trabalho**  
Desemprego mensal nos EUA e variação no número total de empregados em trabalhos não relacionados com a agricultura



Últimos dados 30/9/2020  
Fonte Haver Analytics, Credit Suisse

“ Os bancos centrais tornaram-se muito mais recetivos à adoção de medidas de política monetária pouco ortodoxas.

Ainda assim, a produtividade é sempre muito volátil em curtos períodos de tempo. A longo prazo, a pandemia poderá aumentar a produtividade, pelo menos em vários setores.

O confinamento criou muitas perturbações, que provavelmente impulsionarão novos modelos de negócio, tais como a medicina online e novas formas de trabalho. Haverá custos a curto prazo para estas perturbações, mas os modelos empresariais emergentes podem gerar eficiências a longo prazo, especialmente se as empresas e os governos investirem nas áreas certas, tais como as infraestruturas digitais.

**Destruição criativa e produtividade**  
Um choque como a pandemia da COVID-19 também influencia a produtividade. Uma forma de medir isto é o crescimento da produtividade laboral, ou seja, o crescimento real do PIB menos o crescimento real em horas trabalhadas. Durante a pandemia, a produtividade do trabalho saltou à medida que as horas trabalhadas caíam mais do que a produção. No entanto, à medida que os trabalhadores regressam aos seus empregos, isto deverá inverter-se e o crescimento da produtividade poderá abrandar.

**Bancos centrais em espera**  
Com os salários sob pressão e/ou – dependendo da região – com os níveis de desemprego a aumentar, a inflação parece continuar a ser moderada. Esperamos uma inflação global de 2,3% em 2021 – inferior ao nível pré-pandemia de 2,5% em 2019. Nos EUA, esperamos uma inflação de 2,0% em 2021 contra 1,0% para a zona euro e 2,5% para a China. Estes baixos números da inflação significam que os bancos centrais não terão pressa em aumentar as taxas de juro. Durante o confinamento, a Reserva Federal (Fed) dos EUA juntou-se a outros grandes bancos centrais na redução das taxas para cerca de zero e relançaram ou alargaram programas importantes de compra de ativos. O seu objetivo era reduzir ainda mais as taxas de juro reais, a fim de apoiar a recuperação económica. Não esperamos que nenhum dos principais bancos centrais aumente as taxas de juro em 2021 e muito provavelmente muito mais além. De facto, podemos até ver um aumento na compra de ativos se o crescimento falhar ou se a inflação não aumentar.

**Nevoeiro sobre futuro fiscal**  
Embora os efeitos da pandemia devam ajudar a manter a inflação sob controlo em 2021, as consequências a longo prazo da crise sobre a inflação são menos claras. Com o tempo, é provável que os défices orçamentais e a dívida pública cresçam desmedidamente. Esta desestabilização das finanças públicas pode levar à inflação, mas apenas se os bancos centrais forem ineficazes ou inativos na resposta às pressões inflacionistas futuras. Isto poderia acontecer, por exemplo, se os bancos centrais sucumbissem a pressões externas ou se comesçassem a permitir que as preocupações sobre

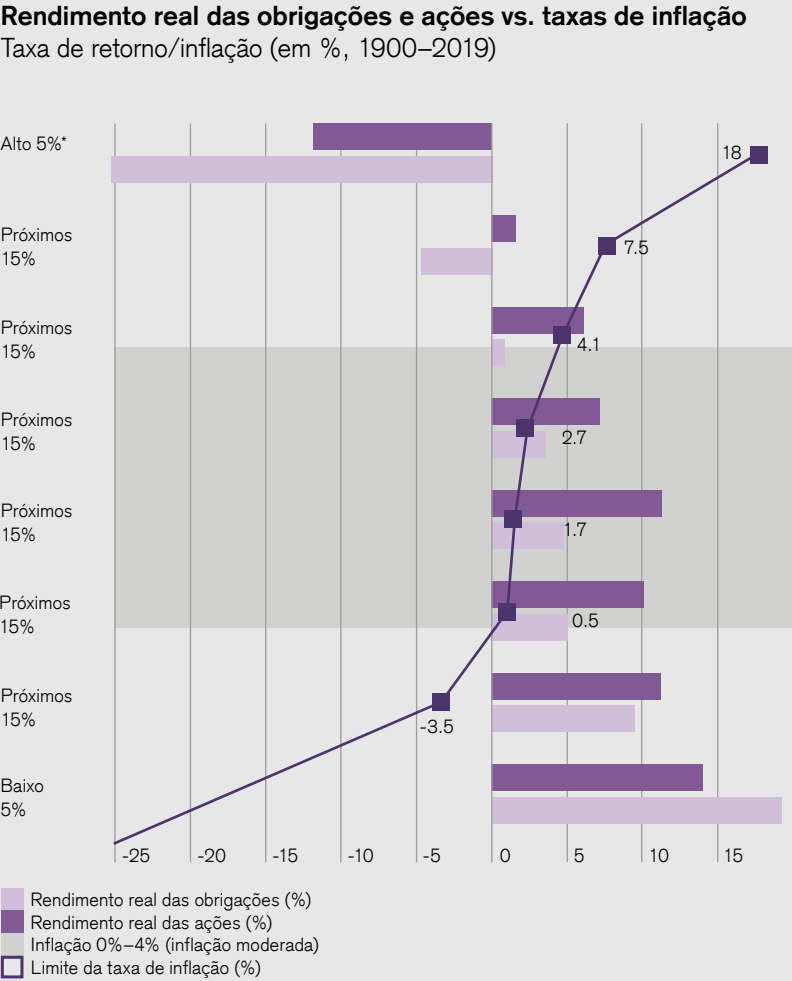
o serviço da dívida pública influenciassem as suas decisões sobre as taxas. Este é um caso de risco para o período pós-COVID-19. Não podemos excluir a possibilidade de que os bancos centrais sejam pressionados a financiar programas fiscais demasiado ambiciosos.

Os bancos centrais também poderiam simplesmente responder demasiado tarde ou de forma fraca à aceleração da inflação. No entanto, a mudança do Fed para um objetivo de inflação média não limita a sua capacidade de responder rapidamente a uma rápida

ultrapassagem da inflação. Na Europa, a constituição do Banco Central Europeu (BCE) torna isto especialmente improvável. Em países com elevada dívida pública, o combate à inflação torna-se mais difícil para os bancos centrais do que o combate à deflação. Isto porque a inflação facilita a gestão de um elevado endividamento, enquanto a deflação torna mais difícil a sua gestão. Os bancos centrais tornaram-se assim muito mais abertos e ansiosos por adotar medidas pouco ortodoxas de política monetária, tais como flexibilização quantitativa, taxas de juro negativas ou controlo da

Inflação detém destino dos ativos financeiros

Para os ativos financeiros e investidores, é fundamental determinar qual o regime de inflação que prevalecerá nos próximos anos. Para a maioria dos países desenvolvidos e mercados emergentes, a inflação global de 0%–4% é um regime de inflação moderada. Nesse regime, as ações tendem a ter um desempenho superior ao das obrigações. Em regimes de inflação elevada (tipicamente quando a inflação global é superior a 7,5%), as ações deixam de produzir retornos totais positivos enquanto as obrigações tendem a ter um desempenho negativo. Em regimes de deflação (inflação negativa), as obrigações têm um desempenho superior ao das ações.



\* Percentis de inflação em 2516 países-anos; retornos de obrigações e ações no mesmo ano

**Últimos dados** 31/12/2019  
**Fonte** Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton, conjunto de dados DMS.  
Estes conteúdos não podem ser reproduzidos sem a permissão expressa por escrito dos autores.



curva de rendimentos para evitar a deflação do que para tornar a política monetária mais restritiva face ao aumento da inflação quando a economia está fraca. Isto coloca os bancos centrais numa posição delicada para cumprirem os seus mandatos. Por enquanto, é demasiado cedo para avaliar tais riscos de cauda, mas os investidores devem permanecer atentos à sustentabilidade das finanças públicas.

**O legado da dívida**

Muitos países implementaram medidas de estímulo fiscal que atingiram 10% do PIB ou mais durante a crise. No final de 2020, o rácio da dívida pública em relação ao PIB nos EUA aumentará acima dos 130%, de acordo com dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), mais de 160% em Itália e mais de 260% no Japão. Embora os decisores políticos estejam cada vez mais preocupados com o aumento da dívida, a pressão para fornecer estímulos fiscais adicionais aumentará se as economias não conseguirem recuperar totalmente. Nos EUA, os estímulos adicionais terão uma dimensão limitada dada a incapacidade dos Democratas garantirem maiorias decisivas no Congresso.

Medidas de estímulo adicionais da magnitude de 2020 são bastante improváveis, contudo, dada a esperada recuperação da economia mundial e a baixa probabilidade de novos confinamentos totais devido à COVID-19. Qualquer que seja a trajetória da economia global, a elevada dívida governamental continuará a ser um desafio para os decisores políticos no futuro. Enquanto as taxas de juro se mantiverem nos seus mínimos atuais ou perto deles, a dívida continuará a ser sustentável. Contudo, os governos serão constrangidos a combater qualquer futura recessão e, mais importante ainda, a financiar despesas que aumentem o crescimento. Uma elevada dívida é, portanto, suscetível de ser um dos legados duradouros e onerosos da COVID-19.

**O protecionismo vai persistir**

Nos últimos 20 anos, a China passou de gerir cerca de 5% da produção industrial mundial para 30%, enquanto a quota dos EUA caiu de 25% para 18%, de acordo com as nossas estimativas. Muitos políticos ocidentais comprometeram-se a aumentar a capacidade de exportação e de produção local e os postos de trabalho, mas fazê-lo

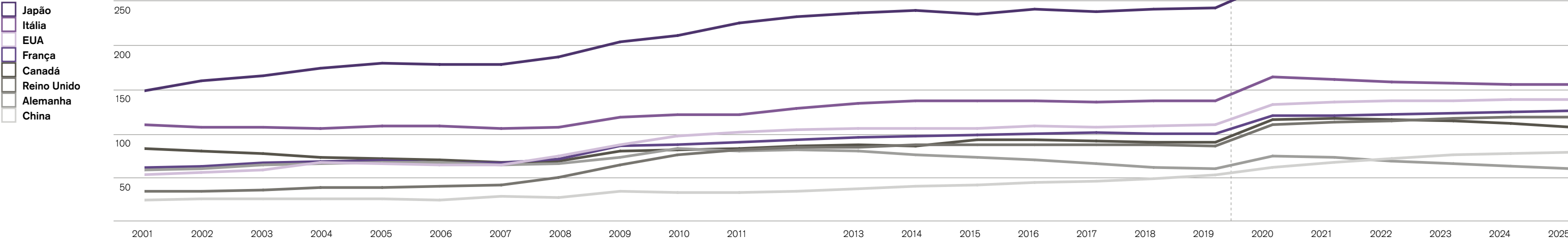
numa escala tal que poderia levar a uma rápida recuperação da quota-parte americana ou europeia na produção global é altamente improvável. No entanto, as barreiras e fricções comerciais que têm aumentado desde 2016 são suscetíveis de persistir. Embora seja pouco provável que as tarifas aumentem entre as economias ocidentais – na realidade, está em curso um acordo comercial entre os EUA e a UE – é provável que as tensões sobre a tecnologia e o investimento se mantenham ou possam agravar-se. Em resposta, a China está atualmente a fazer investimentos significativos na indústria de semicondutores para reduzir a sua dependência de outros parceiros comerciais menos favoráveis. Isto poderia levar a uma duplicação das cadeias de abastecimento. As tendências protecionistas podem também aumentar na área dos produtos farmacêuticos, com grupos de pressão a tentarem sugerir que a crise de COVID-19 prova a necessidade de produzir reservas estratégicas a nível nacional. Uma abordagem muito melhor seria assegurar, através de tratados multilaterais ou bilaterais, que os fornecimentos globais diversificados estejam disponíveis numa futura crise sanitária.

**Eleições nos EUA: margem de manobra limitada para o presidente eleito Biden**

Apesar de Joe Biden ter ganho a presidência dos EUA, a margem de manobra dos Democratas continuará limitada dada a sua incapacidade de garantirem maiorias decisivas no Congresso. Assim, é improvável que os EUA assistam a mudanças significativas na sua política fiscal, ao mesmo tempo que as despesas adicionais em áreas como a economia “verde” também serão reduzidas. Além disso, as alterações legislativas ou regulamentares relativas aos cuidados de saúde continuarão igualmente condicionadas. Todavia, espera-se que o tom da Casa Branca mude significativamente.

**O preço de uma pandemia**

Dívida das administrações públicas (em % do PIB)



Previsão

Últimos dados 31/10/2019; previsões de outubro de 2020  
Fonte IMF, Credit Suisse

# Adeus status quo

As crises tornam-se muitas vezes numa força transformadora. Enquanto alguns desenvolvimentos acabam por ser temporários, outros prevalecem muito depois de a crise ter terminado. Ao fazermos o balanço da pandemia da COVID-19, identificamos várias consequências duradouras.

A rápida propagação da COVID-19, no início de 2020, apanhou de surpresa a maior parte do mundo e virou às avessas a economia global. A pandemia fez-nos compreender que as doenças contagiosas ainda podem ameaçar a sociedade como um todo e que tais surtos são, de facto, subprodutos do progresso humano. No entanto, ao longo da história, as crises sanitárias ajudaram a impulsionar a inovação científica e social, moldando os caminhos do desenvolvimento económico futuro. Acreditamos que a atual crise sanitária não será exceção.

Porém, em vez de reverter por completo a situação atual, a COVID-19 tem acelerado as tendências existentes. A digitalização da vida quotidiana, a tendência para uma organização mais flexível do trabalho, a desaceleração da globalização, o enfraquecimento do multilateralismo, a expansão do Estado ou a vulnerabilidade das cidades – todos estes desenvolvimentos já estavam em curso antes do surto do vírus.

A velocidade a que estas tendências estão agora a progredir desafia a capacidade humana de acompanhar o ritmo. A legislação está atrasada em várias áreas, desde a proteção de dados às leis laborais, e os governos, tal como as empresas, têm de reforçar a sua resiliência, adotando paradigmas económicos mais sustentáveis.

Agir agora tendo em vista o mundo depois da COVID-19 pode ajudar a minimizar a probabilidade de outra crise global provocada por uma pandemia. Pode também ser uma oportunidade para abordar questões que têm minado o crescimento e a prosperidade nas últimas décadas.

## Tendências a observar

- 1

**Riscos de cauda da deflação:** O regime de inflação benigna das últimas décadas persistirá a médio prazo, mas os riscos de cauda de deflação e de inflação têm aumentado.
- 2

**Multilateralismo 2.0:** O multilateralismo é redefinido e reformado ou cederá ao multipolarismo como resultado das interações EUA-China.
- 3

**Democracia/Autocracia:** Ambos podem falhar ou prosperar numa pandemia, uma vez que a gestão de crises, a capacidade do Estado e a confiança do cidadão são mais importantes do que os sistemas políticos. Ambos continuarão a coexistir.
- 4

**Grande estado:** Os poderes alargados dos governos durarão mais do que a crise, iniciando mudanças desejáveis mas também aumentando o risco de minar a dinâmica do mercado e a responsabilidade individual.
- 5

**Nearshoring:** A globalização não irá retroceder, mas abrandar ainda mais, com maior ênfase na diversificação regional, no nearshoring da produção e na resiliência em vez da eficiência de custos.
- 6

**Vigilância:** A vigilância e a recolha de dados pessoais agora permitem que estados e empresas se tornem impérios de informação. A proteção abrangente da privacidade é crucial.
- 7

**Trabalho:** O teletrabalho veio para ficar, promovendo uma flexibilização ainda mais ampla e novos padrões no mundo do trabalho.
- 8

**Educação:** A aprendizagem permanente tornar-se-á uma parte fundamental da vida de todos para criar uma força de trabalho adaptável e desenvolver competências que enfatizem a vantagem humana sobre as máquinas.
- 9

**Desigualdade:** A desigualdade continuará a ser um grande motivo de atenção e possivelmente dará início a impostos mais redistributivos, desencadeando fluxos de pessoas e capitais em resposta.
- 10

**Descentralização:** As cidades vão sobreviver mas adaptar-se, deixando espaço para uma maior descentralização regional e um renascimento das pequenas cidades no mundo desenvolvido.



# Perspetiva regional

Ao entrar em 2021, o quadro de crescimento difere de região para região. À medida que a economia mundial recupera da pandemia do coronavírus, alguns países estão mais adiantados no processo de recuperação. Para além da crise da COVID-19, alguns países têm mudanças e desafios políticos adicionais a enfrentar no ano que se avizinha.





EUA

Recuperação gradual da segunda vaga

É provável que o crescimento esteja acima do potencial (a taxa de crescimento que pode ser sustentada a longo prazo) à medida que os EUA elaboram uma recuperação multianual da pandemia. Esperamos um nível de inflação em 2021 semelhante ao dos anos anteriores, mas tanto os riscos de cauda de deflação como os de inflação têm crescido. As dívidas pública e externa, que aumentaram devido a políticas para enfrentar as consequências da crise da

COVID-19, podem revelar-se forças desestabilizadoras ao longo do tempo. Em termos do perfil de crescimento trimestral, é provável assistirmos a uma aceleração gradual após um novo recuo no último trimestre de 2020. Mesmo sob a nova administração dos Democratas, é pouco provável que vejamos uma grande melhoria na relação com a China. As alterações na tributação serão limitadas, bem como os aumentos nas despesas com infraestruturas “verdes”.

América Latina

Crescimento divergente

As perspectivas de crescimento a longo prazo do México parecem estar a piorar, pois o presidente Andrés Manuel Lopez Obrador mantém uma postura antagónica em relação ao setor privado. O apetite pelo risco global impulsionou a estabilidade dos mercados financeiros locais, mas permanece em risco dada a fragilidade financeira da empresa petrolífera Pemex, fortemente endividada e propriedade do estado.

Em contraste com a deterioração das perspectivas de crescimento no México, a queda das taxas de juros no Brasil poderá permitir que a economia cresça mais rapidamente e reforçar a confiança na sustentabilidade da dívida pública. Para que isto ocorra, contudo, o Presidente Jair Bolsonaro terá de demonstrar uma forte capacidade política para levar a cabo reformas fiscais.

Reino Unido

A vida após a UE

A saída do Reino Unido da União Europeia (UE) é suscetível de impor custos a longo prazo (por exemplo, para barreiras comerciais e burocracia) e atrasar a recuperação do país da pandemia da COVID-19. O termo do período de transição no final de 2020 será assim um choque adicional para a economia britânica – com ou sem um acordo comercial, na nossa perspetiva. Além disso, existe o potencial de danos a longo prazo se o governo do Reino Unido retirar prematuramente o apoio fiscal.

Zona euro

Pandemia fortalece laços

Os países europeus reabriram as suas economias mais cedo do que os EUA e estavam, portanto, um pouco à frente em termos da recuperação económica. Com a segunda vaga da COVID-19 a varrer a Europa, assistimos a um novo retrocesso. Porém, quando a pandemia abrandar, a zona euro parece estar preparada para crescer acima do potencial, particularmente como resultado das políticas fiscais que minimizaram, com sucesso, uma boa parte dos danos que os confinamentos teriam, de outro modo, infligido às empresas e aos postos de trabalho. No entanto, as finanças públicas estão sobrecarregadas em vários países-chave como a Itália e a procura de investimento é fraca. As tendências demográficas desafiantes (isto é, uma população envelhecida) representam um vento contrário adicional para o potencial de crescimento. Uma recuperação bem-sucedida a longo prazo da crise da COVID-19 dependerá de uma integração fiscal e política mais eficaz. A criação do fundo de recuperação da UE foi um passo na direção certa, na nossa opinião.

China

Beneficia de um avanço

A China está à frente da maioria dos outros países no que diz respeito à recuperação da pandemia. Foi o primeiro país a impor medidas de confinamento e o primeiro a suspendê-las. Até agora, a produção industrial chinesa recuperou a maior parte do terreno perdido e a China será a única grande economia a apresentar uma taxa de crescimento positiva para 2020 (esperamos um crescimento real do PIB de 2,2%). O curso da recuperação a partir daqui será mais dependente de uma recuperação do emprego, que

continua a enfrentar desafios (os setores de viagens e entretenimento ainda estão relutantes em contratar). Além disso, antecipamos três categorias-chave de políticas a serem enfatizadas no plano para os próximos cinco anos: avanço tecnológico, produtividade do trabalho e reforma agrária. As autoridades pretendem gerar uma desaceleração suave do crescimento do PIB à medida que a economia amadurece e o potencial diminui em conformidade e contrariar proativamente quaisquer forças que dissociassem a China da economia global.

Suíça

A resistir

A crise do coronavírus também atingiu fortemente a economia suíça, que se aguentou melhor do que outras, por três razões. Em primeiro lugar, as medidas de encerramento não foram tão rigorosas como, por exemplo, em Itália ou Espanha, uma vez que os locais de construção ou produção, por exemplo, não foram encerrados em todo o país. Em segundo lugar, as medidas para mitigar as consequências da crise foram muito oportunas e eficazes: o trabalho a tempo reduzido e os empréstimos COVID-19 tiveram um impacto positivo logo desde

o início da crise. Em terceiro lugar, a Suíça tem um setor industrial relativamente vantajoso, com uma elevada proporção de criação de valor proveniente de produtos farmacêuticos, químicos e outros setores (incluindo o comércio de matérias-primas, banca e seguros) que não foram diretamente afetados pelas restrições ou que até viram a procura aumentar devido à COVID-19. No entanto, no futuro, o ritmo de recuperação deverá ser semelhante ao dos principais parceiros comerciais da Suíça.

Japão

Resgatado pela inovação

O crescimento do PIB real marginalmente positivo deverá ser possível em 2021, uma vez que os ventos adversos demográficos são compensados por ganhos de produtividade estáveis, graças à inovação tecnológica contínua.

No entanto, a desinflação persistente mas ligeira, juntamente com baixas taxas de juro nominais, deverá continuar a representar uma ameaça para o setor bancário, forçando-o a passar por uma grande consolidação.



# Principais classes de ativos





# O crédito continua a brilhar

Em 2021, os ganhos das principais obrigações do Estado serão exíguos, enquanto as obrigações em moeda forte dos mercados emergentes continuarão a ser atrativas. No crédito, os títulos com grau de investimento (IG) oferecem um bom risco/retorno. Nas obrigações de alto rendimento, identificamos oportunidades selecionadas para melhorar o rendimento nos segmentos de crédito de notação mais baixa.

Com os rendimentos a curto prazo suscetíveis de permanecerem ancorados em níveis baixos pela política dos bancos centrais, não esperamos que os rendimentos a longo prazo aumentem fortemente em 2021. No entanto, vemos um aumento moderado das curvas de rendimento dos títulos de dívida pública como o cenário mais provável em 2021, impulsionado pela recuperação económica em curso e pelo objetivo dos bancos centrais de aumentar as expectativas de inflação.

A Reserva Federal dos EUA (Fed) fez uma mudança importante na sua estratégia de longo prazo no terceiro trimestre de 2020, introduzindo uma abordagem de política de metas de inflação média, na qual uma possível superação da inflação seria tolerada para compensar resultados anteriores de inflação abaixo da meta.

O quadro deverá permitir ao Fed uma maior flexibilidade nas suas escolhas políticas, a fim de elevar as expectativas de inflação, ajudando assim a que os prémios de prazo (o excesso de rendimento para a detenção de obrigações de longo prazo versus obrigações de curto prazo) subam dos níveis reduzidos. Além disso, embora a postura acomodatória dos bancos centrais e as compras contínuas de obrigações para apoiar a recuperação tenham mantido a volatilidade do rendimento fixo baixa em 2020, pensamos que a

volatilidade poderá ver alguma normalização em 2021 com uma maior tolerância à inflação por parte dos bancos centrais, juntamente com um maior endividamento e défices fiscais. Com a nossa expectativa de um aumento moderado nos rendimentos a longo prazo, acreditamos que os rendimentos nominais das principais obrigações do Estado devem permanecer próximos de zero ou negativos nos próximos 12 meses.

**Obrigações indexadas à inflação com vantagem sobre as obrigações nominais**  
Em 2020, os números da inflação caíram drasticamente em resposta à contração económica e à queda nos preços das matérias-primas. À luz da recuperação económica em curso, espera-se que as taxas de inflação das principais economias mostrem alguma normalização em 2021, embora provavelmente só atinjam 2,0% nos EUA e 1,0% na zona euro, estando esta última significativamente abaixo do objetivo do Banco Central Europeu (BCE). No entanto, a tolerância potencial dos bancos centrais a uma inflação mais elevada deverá ajudar a estabilizar e elevar as expectativas de inflação a longo prazo, eventualmente excedendo as médias históricas recentes. As obrigações indexadas à inflação (ILBs) – que proporcionam uma compensação pelo aumento da inflação – beneficiariam de tal aumento das expectativas de inflação em contraste com as

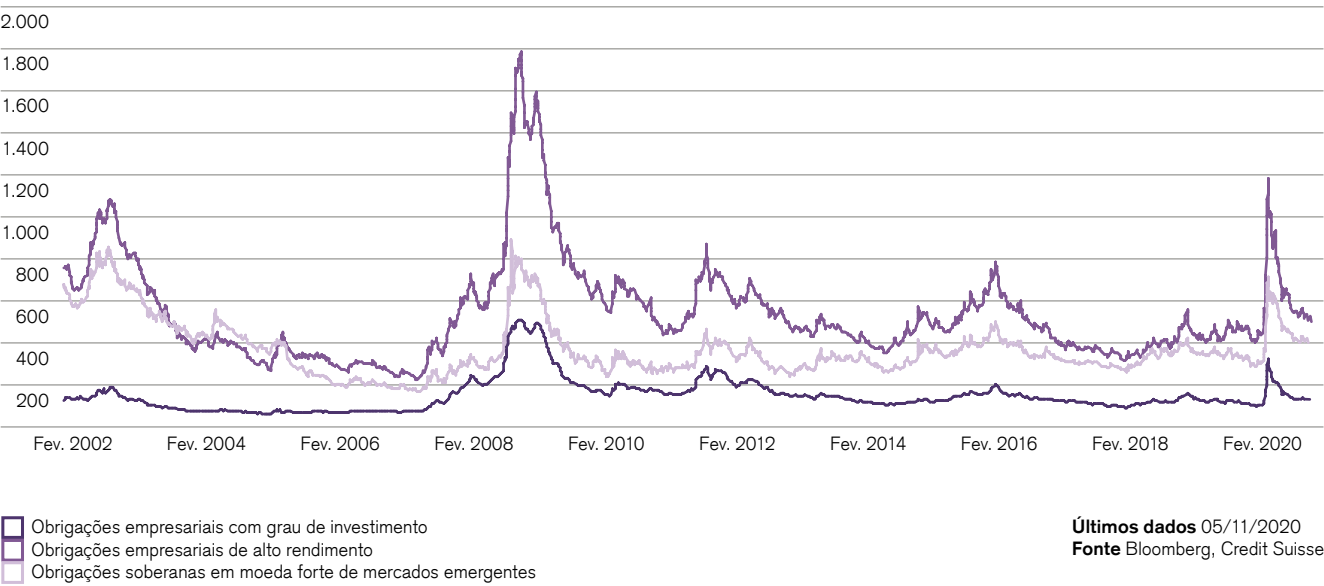
obrigações nominais. Quando ajustadas pelas diferenças de duração, pensamos, portanto, que as ILBs oferecem uma melhor perspectiva de rendimento do que as respetivas obrigações nominais do Estado.

**Procurar rendimentos em obrigações de mercados emergentes**  
Os rendimentos das obrigações em moeda forte dos mercados emergentes (EM HC) caíram acentuadamente desde que a COVID-19 induziu a venda. No entanto, os spreads permaneceram acima dos mínimos anteriores, embora em parte devido à diminuição do rendimento subjacente das obrigações do governo dos EUA. Um posicionamento de mercado elevado recorde e um âmbito mais restrito para o apoio político no futuro está a moderar as perspetivas de rendimento. Apesar do ambiente de crescimento global mais estável, muitos países de mercados emergentes (EM) ainda terão de lidar com o impacto dos confinamentos após o choque inicial da COVID-19, em particular a necessidade de reverter alguns dos estímulos monetários e fiscais utilizados em resposta à crise.

Por outro lado, o aumento potencial das receitas cíclicas após a recuperação da atividade económica este ano, juntamente com algum aperto fiscal e saldos externos mais fortes, sugeriria um ritmo mais lento da futura oferta de dívida.

**Crédito IG mantém a procura**  
A maioria dos segmentos de obrigações empresariais com grau de investimento (IG) proporcionou um retorno positivo em 2020, apoiado pela queda dos rendimentos das obrigações do Estado e por políticas monetárias e fiscais de apoio. No entanto, os spreads de crédito alargaram-se em comparação com o início do ano. Tendo a recuperação gradual da economia global como cenário, esperamos que os bancos centrais e os governos em todo o mundo mantenham as respetivas políticas monetárias e fiscais de grande apoio, em especial no que toca à facilidade de crédito para aquisição direta de obrigações empresariais IG, o que deverá sustentar uma contração progressiva do spread no próximo ano. Dadas as nossas expectativas de que os rendimentos das obrigações de dívida pública de longo prazo normalizem apenas a um ritmo lento, o crédito com grau de investimento deverá continuar a ter um bom desempenho. Com os spreads para o segmento de alta qualidade a ter uma margem de contração ainda maior, esperamos que os títulos com grau de investimento globais tenham um retorno com valor médio de um só dígito ao longo dos próximos 12 meses. Na nossa opinião, os investidores devem preferir as obrigações empresariais de alta qualidade às obrigações governamentais nominais, tendo como pano de fundo um forte e continuado apoio dos bancos centrais, não só na Europa mas também nos EUA.

**Spreads ainda com algum potencial de contração**  
Ponto básico (pb)





Em termos de diversificação, pensamos que as obrigações empresariais IG EM em dólares oferecem um rendimento atrativo para os investidores que procuram diversificação.

Pensamos que, na ausência de choques adicionais e taxas de juro globais persistentemente baixas, a dívida das obrigações EM HC continua a ser uma fonte importante para aumentar os retornos dentro do espaço de rendimento fixo. Para o índice global das obrigações EM HC que acompanhamos, prevemos um retorno de 4,4% ao longo dos próximos 12 meses. Investidores mais defensivos podem preferir investir apenas em obrigações de dívida pública com grau de investimento, mesmo que isso diminua as perspectivas de rendimento. Após um grande número de downgrades de crédito soberano em 2020, prevemos um ambiente mais estável em 2021 à medida que nos afastamos do choque inicial da COVID-19 e após várias reestruturações da dívida no espaço de alto rendimento. Dentro dos principais países dos mercados emergentes, a agenda política em 2021 não está particularmente ocupada e pode ajudar a limitar riscos específicos. Há eleições legislativas programadas na Rússia e no México e eleições municipais na África do Sul.

**Spreads de alto rendimento: com margem para contração**

Na altura da redação do presente relatório, a agência de notação Moody's espera que as taxas globais de incumprimento de crédito de alto rendimento (HY) atinjam o seu pico no primeiro trimestre de 2021. Com o sentimento de risco a melhorar a par de uma recuperação económica projetada em 2021, esperamos que uma contração mais moderada do spread nas obrigações empresariais de alto rendimento seja provável. Nos títulos de alto rendimento, as obrigações com

notação Single-B ainda oferecem spreads atrativos em comparação com segmentos mais defensivos. Prevemos que o alto rendimento global deverá proporcionar 4,4% de retorno ao longo dos próximos 12 meses. Dada a perspectiva promissora de uma vacina COVID-19, é provável uma recuperação de setores de consumo discricionário específicos, como das companhias aéreas e dos jogos. Embora a alavancagem empresarial tenha aumentado nos setores da energia e dos metais ao longo de 2020, os rendimentos atuais parecem ser suficientes para compensar os riscos de incumprimento ao entrarmos em 2021, especialmente tendo como pano de fundo o apoio contínuo do banco central. Da mesma forma, embora os subfinanciamentos europeus possam enfrentar riscos mais elevados em termos de aumento das provisões para empréstimos não rentáveis, os balanços bancários reforçados e o apoio fiscal reduziram largamente o stress de financiamento dos bancos europeus. Esperamos que o desempenho das obrigações subfinanceiras europeias esteja em linha com as obrigações de alto rendimento em 2021.

**Benefícios da aposta em ASG**

Acreditamos que os investidores podem beneficiar de dois aspetos quando se trata de títulos empresariais ambientais, sociais e de governança (ASG) no próximo ano. Em primeiro lugar, uma carteira de obrigações empresariais que tenha em conta os critérios ASG pode ser menos afetada por incumprimentos das empresas e por descidas de notação de crédito num horizonte de longo prazo. Em segundo lugar, com os benefícios do rastreio de ASG cada vez mais reconhecidos pelos investidores e, por sua vez, traduzidos em afetações e influxos mais elevados no ASG, esperamos que os preços das obrigações ASG permaneçam relativamente bem suportados.

# Ações continuam a impulsionar retornos

As ações oferecem perspectivas de retorno atraentes à medida que avançamos para 2021. O cenário político geral deve continuar a ser de apoio, dadas as políticas monetárias muito frouxas a nível mundial e o apoio fiscal contínuo. A queda dos ganhos em 2020 devido à pandemia deve ser transitória. As previsões de consenso para as ações globais implicam que os ganhos de 2021 ultrapassarão o nível de 2019, o que deverá apoiar as ações ao longo do ano.



**Não tenha receio de avaliações elevadas**

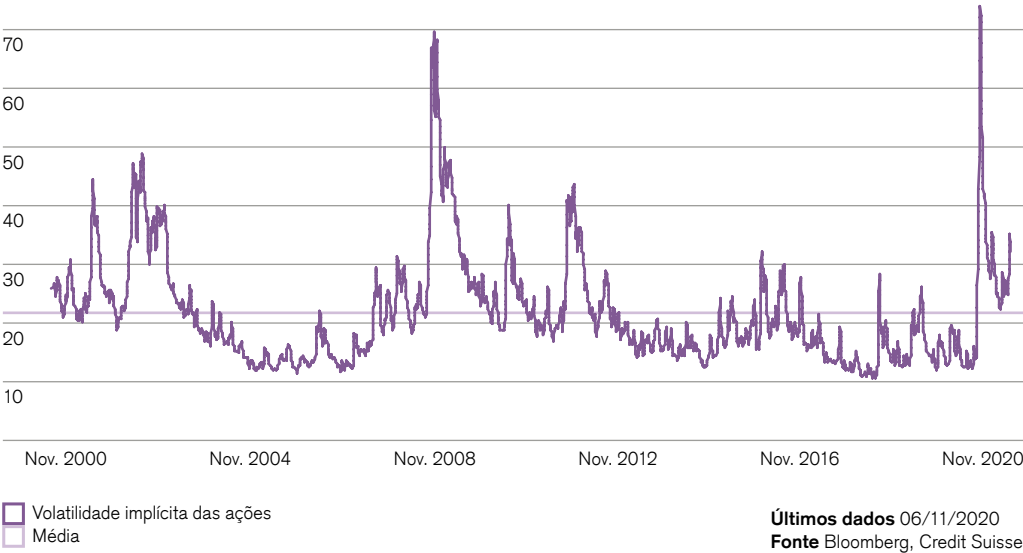
Nas métricas de avaliação tradicionais, como o rácio preço/rendimento, a avaliação do mercado acionista parece elevada em comparação com as médias históricas de longo prazo. Por um lado, acreditamos que isto é motivado pelo ambiente de rendimento ultra baixo ou mesmo negativo, especialmente em termos de inflação ajustada. Por outro lado, as intervenções rápidas e enérgicas dos decisores políticos, sobretudo da Reserva Federal dos EUA (Fed), em resposta à pandemia da COVID-19, ajudaram a reduzir a aversão ao risco dos investidores, permitindo a forte recuperação do mercado no final da primavera de 2020. Em 2021, o apoio político deve permanecer em vigor para reduzir a aversão ao risco.

Além do risco de uma crise de crédito, pensamos que as preocupações com um sobreaquecimento tardio do ciclo têm sido ainda mais afastadas devido à recessão induzida pela pandemia e ao aumento da tolerância à inflação por parte dos decisores políticos. Como os bancos centrais continuam a reduzir esses riscos de cauda, os prémios de risco podem mesmo diminuir ainda mais à medida que o ambiente económico continua a estabilizar ao longo de 2021, o que sustentaria rácios de valorização mais elevados em comparação com o recorde histórico.

Ao comparar a atratividade relativa entre classes de ativos, o que acaba por conduzir uma parte substancial dos fluxos de

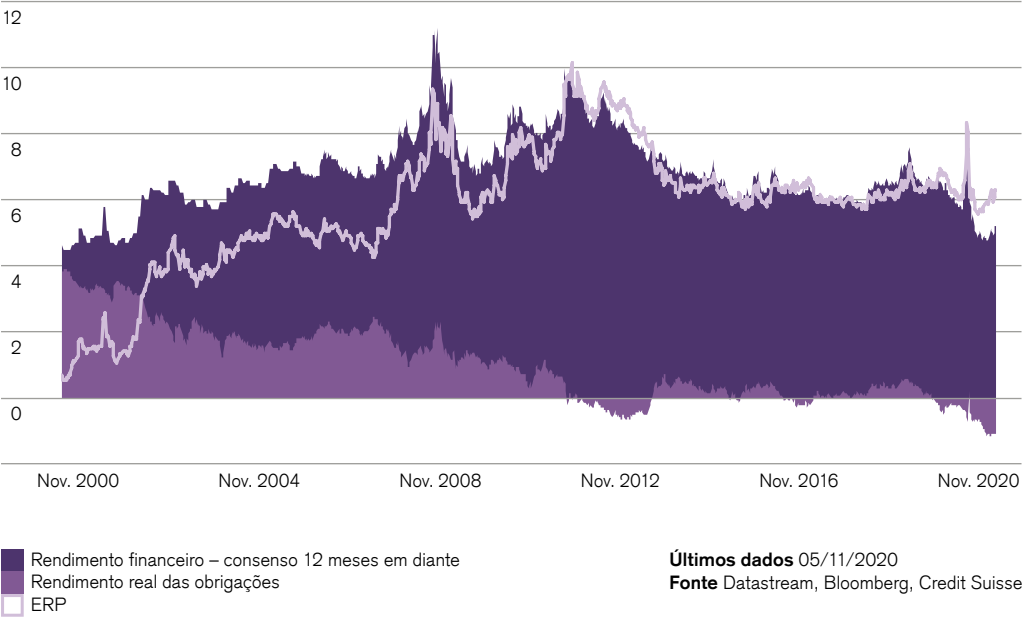
**Espaço para descer mais**

Índice de volatilidade CBOE, S&P 500, previsão da volatilidade do mercado refletida nas opções transacionadas



**O risco tem as suas recompensas**

MSCI World – Rendimento financeiro vs. rendimento real das obrigações (em %)



investimento, os mercados de ações continuam a parecer bastante atrativos. Desde o início de 2020, as taxas de rentabilidade reais das obrigações nos EUA desceram mais de 100 pb, ultrapassando a descida dos rendimentos financeiros (inverso do rácio cotação/lucros por ação) e suportando assim múltiplos de valorização mais elevados.

Atualmente, a diferença entre o rendimento financeiro e o rendimento real das obrigações como medida do prémio de risco acionista (ERP) é superior à média de longo prazo, sugerindo que as ações oferecem um atrativo retorno de excedente sobre as obrigações. Reconhecemos que num ambiente incerto, o ERP deve ser elevado, já que os investidores exigem um prémio mais alto para deterem ativos de risco. No entanto, à medida que as economias recuperam e o crescimento regressa, estas preocupações devem diminuir com o tempo.

**Apanhar a retoma cíclica**

A nível regional, as diferenças estruturais na composição do setor serão, a nosso ver, as mais importantes. Em particular a parte dos segmentos de crescimento secular (por exemplo, empresas relacionadas com a tecnologia) versus segmentos cíclicos (por exemplo, financeiros), deverá impulsionar grande parte do diferencial de retorno regional em 2021.

A pandemia da COVID-19 acelerou a tendência de disrupção, que continuará a ser um motor forte e potente. O comércio eletrónico e as compras online irão substituir cada vez mais as lojas tradicionais de retalho, favorecendo os armazéns em detrimento dos centros comerciais. As configurações de teletrabalho que implementam computação na cloud, segurança de dados, redes sem fios e ferramentas de comunicação por vídeo devem continuar a tornar o espaço de escritório menos atraente, ao mesmo tempo que aumentam o apelo da habitação suburbana. Além disso, a educação online está a substituir cada vez mais a tradicional formação presencial, enquanto a telemedicina oferece uma alternativa acessível e rápida às consultas médicas.

Continuamos a encontrar segmentos de mercado atrativos que têm potencial disruptivo e, logo, têm espaço para expandir a quota de mercado e as margens de lucro, incluindo indústrias relacionadas com a tecnologia e os cuidados de saúde. Também vemos potencial em materiais, incluindo materiais de construção, com base na sólida demanda por matérias-primas, um forte mercado imobiliário e potencialmente mais atividade de construção, especialmente em residências.



# O que está na moda para 2021?

Em 2020, assistimos a uma forte divergência nos retornos entre os títulos de crescimento e de valor. Indo para 2021, acreditamos que os títulos de valor têm o potencial de recuperar, embora o momento de tal recuperação não seja muito claro. Numa expansão económica típica onde o produto interno bruto (PIB) cresce acima do potencial e a política monetária é expansionista, um investimento orientado para o valor e ações de pequenas capitalizações devem eventualmente triunfar sobre o crescimento

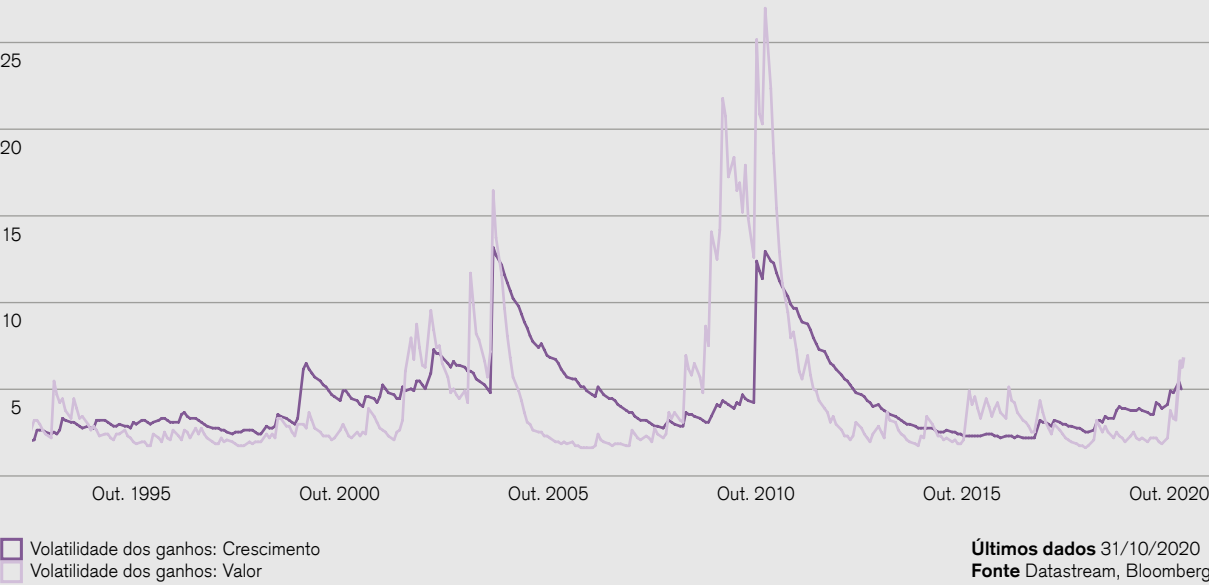
e as grandes capitalizações. Os choques adversos decorrentes da pandemia global da COVID-19 aceleraram, no entanto, fatores para os quais o crescimento está bem posicionado. Isto inclui a capacidade de atender à mudança na procura causada pela diminuição da mobilidade, distanciamento social, bem como teletrabalho e teleaprendizagem. Ao mesmo tempo, partes relevantes de valor enfrentam desafios estruturais, tais como empresas de automóveis que lutam com as emissões

de CO<sub>2</sub>. O mesmo se aplica às finanças, com o ambiente de rendimento mais baixo por mais tempo levando à erosão da margem, e à energia, onde a diminuição do apetite por combustíveis fósseis e as questões ambientais são ventos contrários para os preços das ações. Rumando a 2021, preferimos manter uma pequena inclinação de crescimento, mas esperamos ver períodos em que os títulos de valor possam ter um desempenho superior.

**Nota:** As ações com valor são ações que se destacam pela sua baixa valorização em relação aos seus fundamentos, por exemplo, ganhos, dividendos ou vendas. Têm frequentemente rendimentos de dividendos elevados e tendem a ser sensíveis ao ciclo económico. As ações de crescimento são ações de empresas com perspectivas substanciais de crescimento que retêm a maior parte dos seus ganhos acumulados para financiar o crescimento.

## Um conto de duas estratégias

Volatilidade dos ganhos de crescimento e valor (em %)



As partes da economia que sofreram disrupção, no entanto, são suscetíveis de perder quota de mercado e as suas margens ficarão sob pressão. Exemplos típicos são os retalhistas com lojas físicas ou a imprensa escrita. Também esperamos ventos adversos estruturais contínuos nos setores tradicionais da energia e da finança. Após algum arrefecimento temporário, esperamos uma retoma da conjuntura económica em 2021, o que permitirá aos investidores posicionarem-se em setores cíclicos, como as viagens e a hospitalidade ou o setor automóvel.

## ASG aqui para ficar

A sustentabilidade tem-se tornado cada vez mais importante para os investidores. Tanto que se tornou mainstream. Pela primeira vez nos seus 15 anos de história, o Relatório de Riscos Globais 2020 do Fórum Económico Mundial refere exclusivamente as preocupações ambientais como os principais riscos globais por probabilidade, assim como para a maioria dos riscos por impacto. A sensibilização para os fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) está a aumentar, como ilustrado pelo aumento das pesquisas em motores de busca online. Os ativos sob gestão que aderiram às normas ASG estão a crescer rapidamente, exercendo maior pressão sobre as empresas cotadas para alinhar modelos e práticas comerciais com as normas ASG. Além disso, os deveres fiduciários estão a adaptar-se gradualmente para incluir princípios de investimento sustentável, uma vez que os reguladores exigem cada vez mais a consideração dos critérios ASG.

Os benefícios para os investidores incluem mais proteção contra incidentes de governança proeminentes, desempenho resiliente do ASG, juntamente com o fator importante de praticar o bem. Acreditamos que esta tendência irá continuar, levando a uma maior procura e apoio aos investimentos sustentáveis.

## Zona euro em vantagem

A zona euro poderá ter um desempenho superior ao dos EUA no decurso de 2021, uma vez que os ganhos oferecem um potencial de recuperação e deverão beneficiar desproporcionalmente da recuperação económica devido à sua sensibilidade cíclica. A almofada de rendimentos proporcionada pelas indústrias resilientes e estáveis relacionadas com o crescimento (por exemplo, tecnologia) durante a crise da COVID-19 foi menos pronunciada na Europa.

Além disso, várias medidas regulamentares relativas ao pagamento de dividendos, introduzidas durante a crise para assegurar um número suficiente de reservas de capital nos setores dos seguros e financeiro, são susceptíveis de serem gradualmente eliminadas na Europa à medida que a estabilidade económica retomar. Isto aumentaria especialmente a atratividade das estratégias de pagamento de dividendos elevados, que tendem a ser mais relevantes para os mercados de ações europeus. Calculamos atualmente uma vantagem relativa de valorização para a zona euro de perto de 10%, que deverá reduzir-se ao longo do tempo.

## Qualidade suíça

As ações suíças são de qualidade defensiva e, portanto, têm um perfil de rendimentos resistente devido à forte concentração nos setores dos cuidados de saúde e dos bens de consumo básicos, que representam mais de metade do índice MSCI Suíça. Durante a recessão provocada pela pandemia, o mercado suíço beneficiou das suas qualidades defensivas. No entanto, as ações suíças continuaram a registar uma forte recuperação devido a esta atitude defensiva e a uma percentagem relativamente baixa de empresas relacionadas com a tecnologia. Após a recuperação, acreditamos que a quota substancial dos líderes do mercado global com produtos de alta qualidade oferece perspectivas de ganhos atraentes para o mercado suíço. Dividendos sólidos e sobretudo estáveis são outro argumento a favor das ações suíças, especialmente numa altura em que os investidores estão à procura de ativos geradores de rendimento devido aos baixos rendimentos das obrigações. Como uma economia orientada para a exportação, a força do CHF devido ao seu estatuto de porto seguro tem sido um entrave ao desempenho no passado. No entanto, esperamos que este arrastamento diminua para 2021, uma vez que a recuperação económica global contínua deverá reduzir o apelo do CHF como moeda de refúgio segura.

202

potenciais vacinas  
atualmente em  
desenvolvimento

Vacina:  
o fator X

De acordo com o panorama provisório das candidatas a vacina contra a COVID-19 apresentado pela Organização Mundial de Saúde a 3 de novembro, havia, à data, cerca de 202 potenciais vacinas a serem desenvolvidas e testadas globalmente, com 47 a serem ensaiadas em humanos. Em novembro de 2020, uma vacina em particular anunciou resultados encorajadores da sua terceira fase de ensaios que, provavelmente, levarão a uma vacinação generalizada em

meados de 2021. Isto é notável, pois o desenvolvimento típico de vacinas leva anos e não meses. Há várias questões ligadas a uma vacina, incluindo a duração da sua proteção, mas também a sua segurança e aceitação pelo público. Além disso, a disponibilidade de uma vacina e a rapidez da produção, juntamente com a logística em termos de distribuição global, são fundamentais para compreender quão rapidamente o mundo poderia voltar ao “normal”.

Há também a questão da capacidade a curto prazo, especialmente para as regiões mais pobres. No entanto, qualquer confirmação credível de que uma vacina eficaz está disponível para uma distribuição mais ampla – e apesar de todas as questões mencionadas – seria provavelmente positiva para ações mais amplas e para o sentimento de risco geral. De facto, os mercados acionistas já parecem antecipar tais notícias positivas com base nos resultados

dos ensaios e processos de aprovação de vacinas em curso. Neste caso, esperamos que os setores que foram mais negativamente afetados pela COVID-19, incluindo viagens, lazer e hospitalidade, possam ver uma recuperação. Também esperaríamos ver uma rápida rotação dentro das ações de “ficar em casa” e de crescimento para ações de valor e cíclicas, impulsionada por revisões positivas dos ganhos e pelo potencial para uma reclassificação da avaliação. A nível

regional, esperamos que os mercados de ações dependentes do turismo e cíclicos comecem a recuperar neste cenário, depois de um desempenho abaixo do esperado ao longo de 2020 (por exemplo, na zona euro).

**Reino Unido – A incerteza do Brexit mantém-nos à margem**  
Desde a votação do Brexit em 2016, as ações do Reino Unido têm tido um desempenho inferior ao das ações globais, levando a uma desvalorização significativa e a um múltiplo de valorização historicamente baixo em comparação com as ações mundiais. Mais recentemente, as ações do Reino Unido registaram ganhos inferiores e cortes de dividendos mais acentuados do que as ações globais devido à elevada exposição do mercado britânico aos setores financeiro e energético, que foram substancialmente afetados pelo confinamento relacionado com a COVID-19. Rácios de avaliação e rendimentos de dividendos elevados indicam atratividade, no entanto, as perspetivas económicas permanecem nebulosas devido a incertezas relacionadas com a saída pendente do Reino Unido do Mercado Único

Europeu sob o Brexit. No entanto, a evolução monetária pode ajudar a amortecer o golpe. As ações do Reino Unido têm uma forte correlação inversa com a GBP, devido à elevada percentagem de ganhos gerados fora do país. Acreditamos que uma GBP fraca, em combinação com a atrativa valorização das ações, poderia ajudar a compensar o impacto no crescimento se a incerteza do Brexit continuar e se houver surtos adicionais de COVID-19 no Reino Unido. Estímulos fiscais e monetários adicionais poderão igualmente apoiar a economia e as ações nacionais a breve prazo.

**Mercados emergentes: Ásia em destaque**  
As ações dos mercados emergentes (EM) são dominadas pela Ásia, que representa aproximadamente 80% da capitalização do mercado EM global. A Ásia tem uma exposição significativa às chamadas

indústrias da “nova economia” e por isso vemos uma série de tendências estruturais que apoiam as ações asiáticas, tais como a digitalização, a nuvem e a inteligência artificial. Esperamos que as ações asiáticas produzam retornos atraentes em 2021, dada a atual contenção da COVID-19 em grandes partes da região e a recuperação económica robusta em curso na China. Uma vez que as avaliações parecem já ter sido, em grande medida, fixadas por boas perspetivas económicas, uma recuperação contínua dos ganhos será fundamental para impulsionar o mercado. A recuperação económica mais ampla e o forte crescimento a partir do segmento de tecnologia deverá ser de apoio aos ganhos.

É provável que os investidores estrangeiros se concentrem nos mercados emergentes da Ásia à medida que procuram oportunidades

superiores de crescimento. A pandemia da COVID-19 afetou mais severamente as outras duas regiões de mercados emergentes, Europa Oriental, Médio Oriente e África (EEMEA), bem como a América Latina. O contexto fundamental é, portanto, mais fraco para estas duas regiões em comparação com os mercados emergentes asiáticos. No entanto, os preços de equidade foram corrigidos devido à pandemia, conduzindo ao potencial de um desempenho superior, caso as preocupações relacionadas com a COVID-19 diminuam, por exemplo, através de uma vacina distribuída globalmente. Uma política monetária fácil e um USD mais fraco deverão revelar-se benéficos para as ações dos mercados emergentes. Um risco-chave para as ações dos EM em 2021 continua a ser a disputa comercial entre os EUA e a China e o potencial para uma maior escalada.



# USD destinado a perder mais terreno

Esperamos novas quedas do USD em 2021 devido à melhoria do crescimento global, à deterioração da vantagem do rendimento real dos EUA e ao alargamento dos défices fiscal e externo. O EUR e o JPY devem beneficiar com isto. Acreditamos que o CNY também registará ganhos, apoiado por fluxos de carteira.

Até agora, este ano, o dólar americano tem perdido terreno em relação a outras moedas dos principais mercados desenvolvidos (MD). Face ao que esperamos ser uma recuperação global em curso em 2021, pensamos que o USD deve continuar a perder terreno. A Reserva Federal (Fed), muito acomodaticia, apagou a vantagem da taxa de juro do USD (ou carry), e a perspetiva de um saldo fiscal e externo pobre dos EUA deve pesar ainda mais sobre o USD. A adoção pelo Fed de um novo quadro político, incluindo o objetivo de inflação média, aumenta os riscos de maiores expectativas de inflação a longo prazo. Com a improbabilidade de o Fed aumentar as taxas diretoras para os próximos 2-3 anos, impedindo assim movimentos bruscos nos rendimentos nominais, os rendimentos reais dos EUA correm o risco de se moverem ainda mais para baixo. Isto deverá pesar ainda mais sobre o USD. Uma segunda vaga prolongada de infeções de COVID-19 durante os meses de inverno poderia, no entanto, criar alguma volatilidade no mercado e permitir que o USD ganhasse terreno temporariamente devido ao seu estatuto de refúgio seguro.

**Perspetiva mais animadora para EUR**  
Os riscos políticos para o EUR recuaram com o fundo de recuperação abrangente da União Europeia (UE). Apesar de algum agravamento do défice orçamental, os saldos externos estruturais da UE (excedente de 3% em média nos últimos cinco anos) são sólidos e superiores aos dos EUA. Além disso, num mundo de agravamento das finanças públicas, pensamos que a nova obrigação a nível da UE cria um instrumento para promover a convergência da UE e deverá aumentar a disponibilidade de ativos líquidos seguros e atrativos. Isto também pode ajudar o EUR. Com as avaliações do EUR ainda atrativas, esperamos que a cotação EUR/USD atinja 1,25 no final de 2021.

**JPY, GBP subvalorizados vs. USD**  
O JPY tem uma perspetiva melhorada uma vez que as taxas de juro americanas convergiram com as do Japão e, de facto, tornaram-se ainda mais baixas numa base real. O JPY continua subvalorizado em relação ao USD, enquanto o excedente estrutural da balança corrente do Japão e as fortes posições de investimento internacional apoiam a moeda.

Prevemos uma valorização modesta da GBP no próximo ano, uma vez que a incerteza do lado político e da política monetária deverá diminuir e permitir que o mercado se reoriente para a valorização barata da GBP, especialmente em relação ao USD.

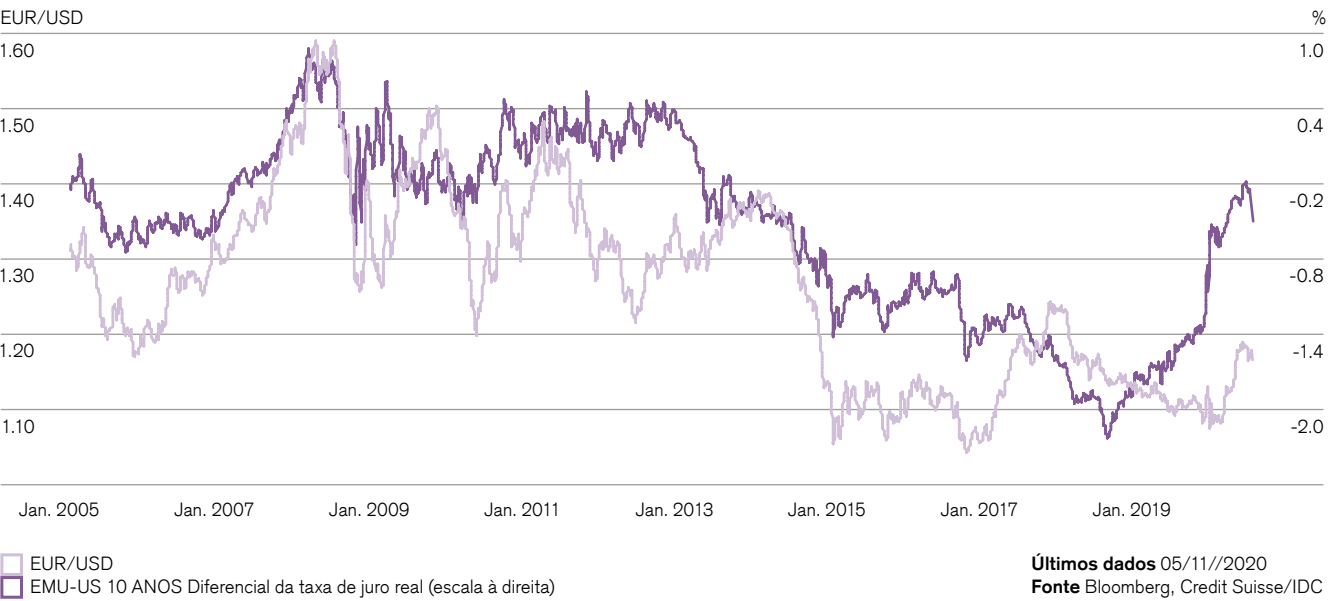
**CHF suscetível de descer**  
As incertezas a curto prazo relacionadas com a situação geopolítica e a COVID-19 podem manter o CHF apoiado até ao final de 2020. Ainda assim, é provável que o Banco Nacional Suíço evite que o CHF valorize, intervindo no mercado cambial, se necessário. Em 2021, esperamos que o CHF se desvalorize modestamente em relação ao EUR, graças às melhores perspetivas para a economia global e ao CHF sobrevalorizado.

**Previsão de avanço das moedas EM**  
Com o USD a prolongar a sua fraqueza, as perspetivas fundamentais para as moedas dos mercados emergentes (EM) deverão melhorar em 2021. Embora acreditemos que a atividade económica nos EM deve permanecer moderada no curto prazo, considerando os efeitos residuais do choque da COVID-19 e a incerteza sobre a necessidade de medidas adicionais para lidar com o vírus, também esperamos que a recuperação económica nos EM seja ligeiramente superior à dos EUA em 2021. Esperamos um menor grau de apoio político à medida que as medidas fiscais são parcialmente revertidas e os bancos centrais dos EM se tornam

menos acomodaticios depois de a inflação ter atingido o seu ponto mais baixo no terceiro trimestre. Como as taxas de juro globais permanecem persistentemente baixas, os aumentos potenciais das taxas dos EM poderiam dar algum apoio às moedas dos EM, desde que tais aumentos não sejam vistos como prejudiciais à atividade real. Neste contexto, seria de esperar um certo grau de diferenciação entre as moedas.

Na Ásia, os excedentes da conta corrente da China devem diminuir e eventualmente transformar-se em défice, com o reequilíbrio económico a favorecer estruturalmente o consumo e a redução da poupança a longo prazo. No entanto, os fluxos líquidos de carteira devem permanecer fortes em 2021. A China oferece taxas de juro mais atrativas em comparação com as taxas de rentabilidade das obrigações de base globais ao mesmo tempo que os fluxos de ações também podem ser positivos, dada a recuperação da economia chinesa e a trajetória de crescimento dos ganhos associada. No total, prevemos alguma valorização do CNY no próximo ano e prevemos a cotação USD/CNY a 6,32 em 12 meses. Isto deverá apoiar a maioria das outras moedas asiáticas em relação ao USD. Em particular, esperamos que o KRW beneficie, uma vez que a Coreia do Sul tem um forte excedente de conta corrente e colocou a COVID-19 sob controlo.

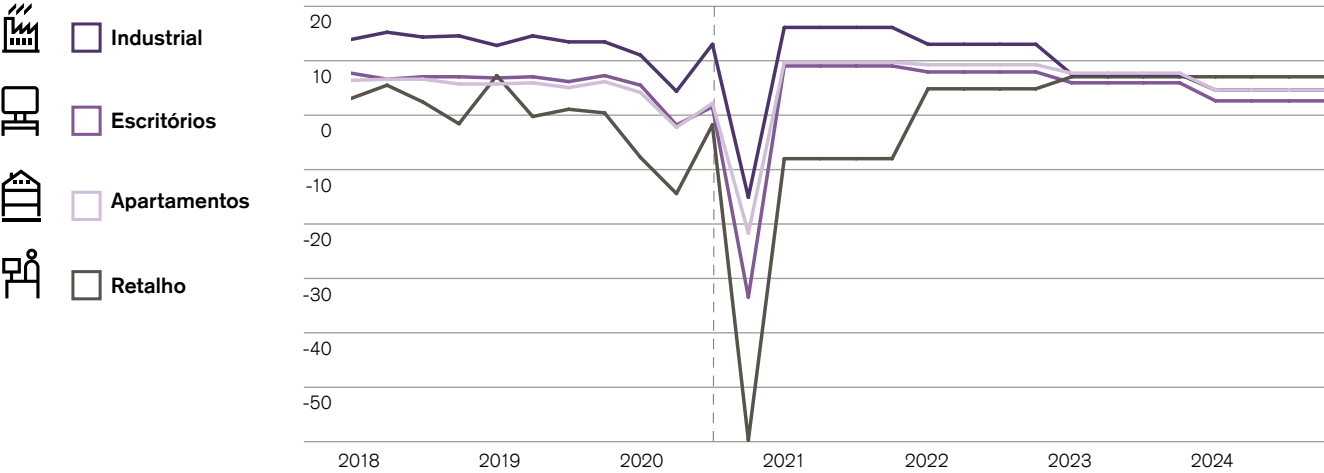
Mais do que a vista alcança  
Taxa de juro real relativa não totalmente refletida em EUR/USD



# Transição para um mundo pós-pandemia

A recuperação económica e o ambiente de taxas de juro baixas devem ser favoráveis aos investimentos imobiliários em 2021, embora a COVID-19 represente um desafio permanente para certos segmentos de mercado. Favorecemos setores sustentados pelo crescimento estrutural, tais como o setor imobiliário industrial e logístico.

**Esperada continuação do desempenho superior no setor industrial/logístico**  
Previsões de retornos totais transversais aos setores de imobiliário comercial dos EUA



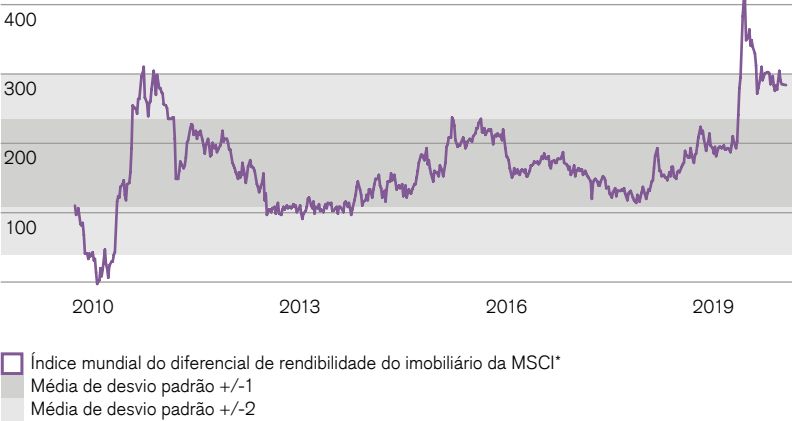
Últimos dados 30/09/2020; previsão: até 31/12/2024  
Fonte Datastream, NCREIF, PMA, Credit Suisse

O ambiente projetado para 2021 – uma recuperação económica contínua combinada com taxas de juro historicamente baixas – é favorável aos bens imobiliários em geral. Com avaliações em mercados cotados ainda abaixo dos níveis pré-COVID-19, esperamos que a classe de ativos apresente retornos positivos, com valores médios de um só dígito, em 2021. O surto de COVID-19 e os consequentes confinamentos afetaram os vários segmentos do mercado imobiliário de forma muito diferente. Enquanto o crescimento acelerado do comércio eletrónico e a tendência para trabalhar a partir de casa são suscetíveis de afetar negativamente a procura de retalho e espaços de escritório também em 2021, a logística e os bens imobiliários industriais continuam a estar entre os principais beneficiários da crise, devido ao aumento da procura dos retalhistas online. Além disso, os centros de dados e torres de comunicação beneficiam da crescente utilização de dados, uma vez que os empregadores permitem que os seus funcionários trabalhem a partir de casa. Como resultado, a aplicação de uma visão setorial tornou-se ainda mais importante quando se investe no setor imobiliário.

**Preferência por imobiliário cotado nos EUA**  
Atualmente, favorecemos os imóveis cotados em detrimento dos imóveis diretos devido a avaliações mais atrativas. Dentro dos bens imobiliários cotados, preferimos o mercado americano, que tem uma maior exposição a logística e centros de dados, bem como a setores defensivos como o auto-armazenamento. No Reino Unido, as empresas imobiliárias cotadas estão a negociar com um grande desconto para o valor patrimonial líquido (NAV), mas a perspetiva dependerá, em última análise, de como a transição Brexit evolui. O setor imobiliário da zona euro é um mercado defensivo devido à sua exposição de 70% ao mercado residencial alemão, que continua a ser apoiado por uma oferta estrutural insuficiente e que beneficiaria da provável abolição do congelamento do arrendamento em Berlim em 2021. Os fundos imobiliários suíços devem continuar a ser apoiados pelo ambiente de taxas baixas e pela elevada exposição ao mercado residencial. No entanto, é provável que as avaliações já elevadas venham a limitar a subida de preços em 2021. Os investidores devem esperar um rendimento de distribuição de cerca de 2,5%.

**Imobiliário direto: não está fora de perigo**  
Enquanto os preços das ações das empresas imobiliárias cotadas em bolsa reagem rapidamente às notícias do mercado, as avaliações em mercados diretos sofrem atrasos devido à sua natureza baseada na avaliação. Por conseguinte, acreditamos que os valores imobiliários nos mercados diretos são suscetíveis de serem corrigidos à medida que avançamos para 2021, especialmente em setores estruturalmente desafiados, tais como escritórios e retalho. Preferimos estratégias centrais de investimento numa carteira diversificada de propriedades de boa qualidade e localizadas centralmente, bem como estratégias com uma maior exposição aos setores industrial e residencial, dada a sua natureza mais defensiva. Também acreditamos que estratégias centradas na sustentabilidade (por exemplo, práticas de construção verde) e tendências sociais (por exemplo, redesenho de edifícios de escritórios que oferecem um maior espaço pessoal, áreas de lazer, etc.) beneficiarão a longo prazo.

**Recuperação e taxas apoiam setor imobiliário**  
Spread entre o rendimento dos dividendos imobiliários e os rendimentos das obrigações do Estado a 10 anos (em pb)



Últimos dados 02/11/2020  
Fonte Datastream, Bloomberg, Credit Suisse  
\* Spread entre os dividendos a prazo de 12 meses do MSCI World Real estate e os rendimentos das obrigações do Estado a 10 anos ponderados (de acordo com as ponderações dos índices nacionais)

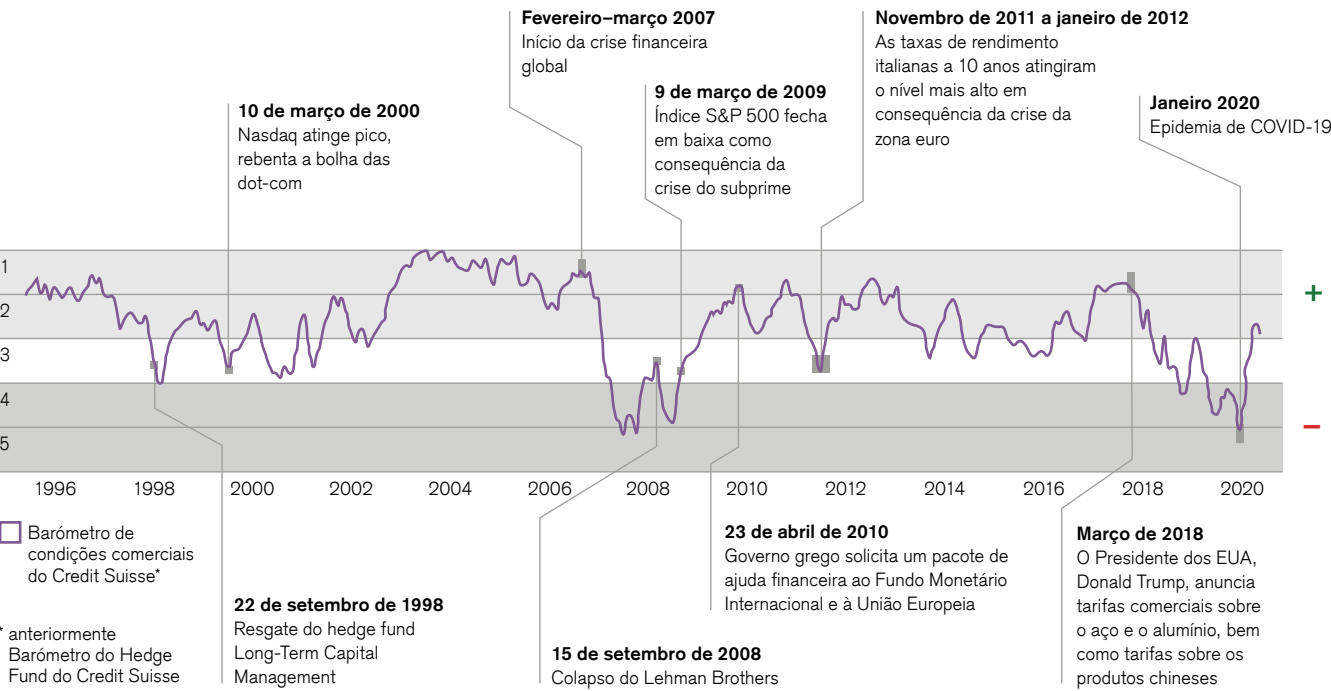


# Melhoria das condições comerciais para hedge funds

Esperamos que os hedge funds (HF) proporcionem rendimentos baixos de um dígito, com volatilidade comparável à das obrigações com grau de investimento (IG) nos EUA e no Reino Unido. Como tal, acreditamos que os HF são alternativas viáveis para estabilizar as carteiras. Embora as condições comerciais para HF prometam uma melhoria a partir de 2021, a devida diligência continua a ser crucial.

## Barómetro das condições comerciais do Credit Suisse sugere melhores condições de mercado em comparação com 2020

Quadro de pontuação baseado em PMIs, condições de liquidez, volatilidade e riscos sistémicos



+ Os hedge funds têm tipicamente um desempenho superior ao dos ativos seguros - Os hedge funds têm tipicamente um desempenho superior ao dos ativos de risco  
+ Condições favoráveis às estratégias cíclicas - Condições de apoio às estratégias defensivas

Últimos dados 25/09/2020 Fonte Bloomberg, Credit Suisse

A maioria dos índices de HF registou um pouco menos de um terço do declínio registado nos mercados de ações durante as vendas relacionadas com a COVID-19 no 1º trimestre de 2020, com a dispersão do desempenho entre os gestores a aumentar significativamente durante a crise. Enquanto as estratégias sensíveis ao crescimento e à liquidez sofreram uma disrupção no funcionamento do mercado devido a uma deterioração significativa da liquidez do mercado, as estratégias defensivas foram capazes de limitar as quebras a números baixos de um só dígito. A participação na recuperação subsequente tem estado em linha com as tendências históricas e os hedge funds têm cumprido o seu papel de estabilizadores de carteiras, apresentando um pequeno desempenho positivo nos primeiros nove meses de 2020. Embora os retornos dos HF tenham registado uma tendência decrescente nos últimos anos, devem estabilizar a níveis baixos de um dígito à medida que a recuperação económica continua. Mais importante ainda, esperamos que a volatilidade dos HF seja comparável às obrigações GI nos EUA ou no Reino Unido, tornando-os uma alternativa viável para ajudar a equilibrar o risco e o retorno em carteiras diversificadas de ativos. Em contraste, as obrigações do Estado enfrentam perspetivas negativas de retorno total, enquanto outras opções para melhorar a estabilidade da carteira são mais ilíquidas (p. ex., infraestruturas) ou podem ser demasiado complexas para serem implementadas por investidores privados (p. ex., estratégias de sobreposição de opções). Estudos recentes mostraram que o interesse em HF está a crescer, incluindo o realizado pela Preqin no segundo semestre de 2020.

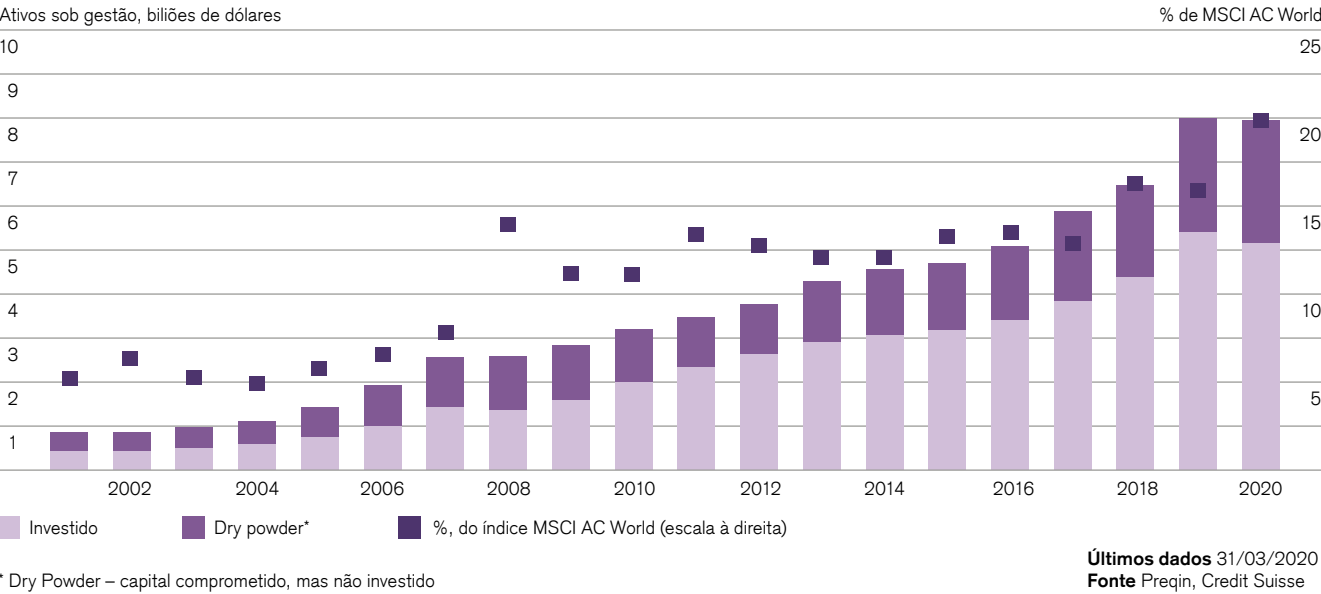
**Encontrar novas Ambiente favorável em 2021**  
Prevê-se que os HF entrem em 2021 com condições mais favoráveis. Primeiro, a crise da COVID-19 levou a uma mudança fundamental nas perspetivas para vários setores. Por exemplo, aumentou as despesas de saúde e atuou como um catalisador de tendências tecnológicas positivas que provavelmente persistirão, enquanto outros setores, como o dos bens não essenciais, apenas experimentarão uma recuperação gradual. Tais divergências conduziram a um ambiente propício à seleção discricionária de títulos e ao comércio de valores relativos. Em segundo lugar, esperamos que a elevada volatilidade do mercado persista com o aumento dos intervalos de negociação, o que deverá ajudar a aumentar os retornos dos HF orientados para a tática com gestores qualificados. Finalmente, as estratégias de valor relativo podem beneficiar de um transporte mais elevado em mercados não tradicionais mas fundamentalmente estáveis, tais como títulos garantidos por hipotecas ou empréstimos ao consumo. As compras de ativos do banco central devem garantir o bom funcionamento do mercado, reduzindo assim os riscos de liquidez.

Pensamos que um cabaz de HF bem selecionado e diversificado oferece um bom equilíbrio entre o retorno esperado e o risco, apoiado pela recuperação económica e oportunidades melhoradas após o choque da COVID-19. Como a dispersão entre gestores e estratégias tem sido ampla, a devida diligência especializada é fundamental. Com a sustentabilidade e a conformidade ambiental, social e de governança (ASG) a ganharem mais proeminência na seleção e desempenho de segurança, os gestores com um sólido quadro de seleção de ASG podem sair-se melhor. Embora uma abordagem de fundo de fundos deva permitir a diversificação da carteira e a estabilidade para investidores avessos ao risco, uma abordagem mais direcionada com atribuições a gestores com melhor desempenho também tem mérito para investidores mais tolerantes ao risco para melhorar as perspetivas de retorno.

# Retornos a longo prazo

Os investidores pacientes de private equity (PE) com acesso aos melhores gestores devem ser capazes de alcançar rendimentos excedentes atrativos sobre os mercados públicos. Como o PE requer um compromisso de longo prazo, notamos a importância de uma abordagem ponderada com investimentos bem diversificados ao longo do ciclo. A devida diligência e o acesso a gestores de topo com experiência comprovada são fatores-chave de sucesso.

Com procura em alta: popularidade do PE intensifica concorrência por negócios  
Ativos de private equity sob gestão



O choque da COVID-19 levou a uma queda inicial na atividade de investimento em PE, mas aumentou o potencial ascendente para investimentos de risco e crescimento, criando disrupção e incentivando a inovação nos setores tradicionais. Também apresentou veículos de PE em dificuldades com um conjunto mais amplo de setores, uma vez que empresas anteriormente saudáveis em áreas como viagens, restauração e lazer viram uma queda nos fluxos de caixa. Além disso, o reequilíbrio da carteira após o choque da COVID-19 deveria abrir oportunidades anteriormente inacessíveis para fundos no mercado secundário de PE (os chamados secundários). As métricas tradicionais de avaliação de PE indicam alguma melhoria nos preços dos negócios de PE, também quando comparados com os mercados públicos. Em geral, isto deverá sustentar os esperados rendimentos excedentes a longo prazo de PE sobre os mercados públicos, recompensando um compromisso de fundos a longo prazo.

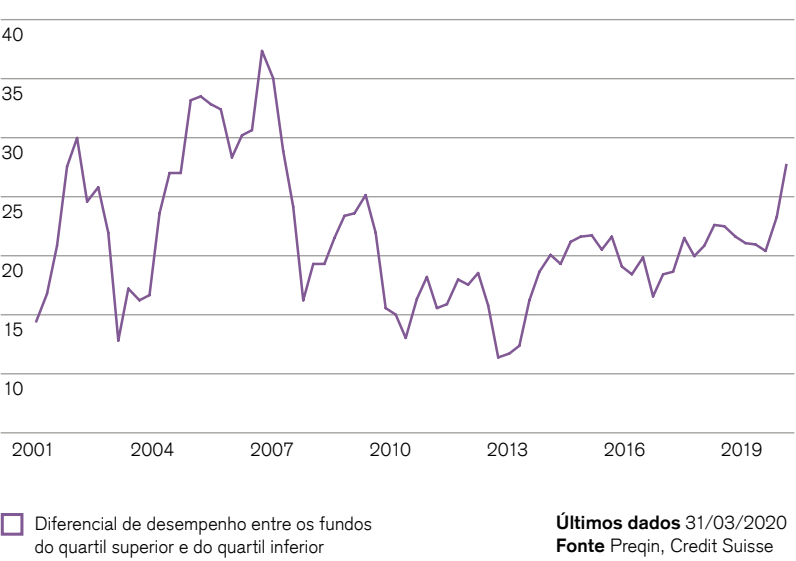
**Alavancagem a aumentar ligeiramente**  
No ambiente da COVID-19, as empresas de PE utilizaram cada vez mais crédito barato para fins de liquidez e investimento. A alavancagem financeira em novas transações de compra aumentou acentuadamente, de acordo com a Preqin, um fornecedor de dados para ativos alternativos. Embora isto exija atenção, ainda não o vemos como uma preocupação para a indústria, por três razões.

Em primeiro lugar, a maior proporção de dívida utilizada é sénior em comparação com os desenvolvimentos anteriores à crise financeira de 2008. Em segundo lugar, a indústria está agora mais bem versada na gestão do risco e da liquidez, tão evidente na menor volatilidade do retorno, uma vez que os gestores estabelecidos detêm uma quantidade crescente de capital. Em terceiro lugar, as aquisições, como a estratégia de PE mais alavancada atualmente, representam cerca de 27% dos ativos sob gestão nos mercados privados (40% em 2008/09). Finalmente, o Refinitiv LPC’s Middle Market Lender Outlook mostra uma postura mais conservadora por parte dos credores. Por conseguinte, pensamos que o risco de um uso excessivo de alavancagem deve ser contido.

**O historial conta**  
A crise da COVID-19 levou a um aumento temporário das preocupações dos investidores no que diz respeito ao PE, mas não diminuiu a procura da classe de ativos. Na sequência do choque, os reguladores americanos permitiram que os planos de reforma dos EUA investissem em empresas compradoras e que os bancos assumissem participações em fundos de capital de risco. A crescente popularidade do PE leva a uma maior transparência e intensifica a competição por negócios. Pensamos que os gestores de PE com um historial, contratação e base de clientes sólidos continuarão a superar o desempenho do mercado global. A longo prazo, acreditamos que uma exposição bem diversificada do PE aos gestores e pelas estratégias, anos de emissão e geografias deve ser preferida pelos investidores privados para alcançar um rendimento excedente sobre as ações públicas. Também destacamos o investimento de impacto, uma vez que a indústria de PE está bem posicionada para expressar uma visão a longo prazo sobre tópicos como as alterações climáticas e a educação, ao mesmo tempo que permite a diversificação quando se procura ativamente aumentar o valor.

Nem todos os fundos PE são iguais

Diferencial de desempenho entre os fundos do quartil superior e do quartil inferior (% em relação ao ano anterior)



# O reequilíbrio do mercado continua

As matérias-primas assistiram a um 2020 turbulento. O ouro atingiu novos máximos históricos, enquanto os mercados cíclicos mergulharam num período de crise profunda e ainda estavam a recuperar no momento da redação deste documento. Ao entrar em 2021, pensamos que o cenário deve continuar a ser propício para bens reais e matérias-primas em particular.

Em 2021, uma recuperação económica contínua deverá elevar a procura física de matérias-primas. Políticas monetárias e fiscais extremas podem finalmente estimular expectativas de inflação mais elevadas e pesar sobre o dólar americano, o que seria amplamente favorável às matérias-primas. Preferimos uma exposição diversificada, incluindo tanto segmentos cíclicos, ou seja, energia e metais de base, como metais preciosos, uma vez que podemos ver o sentimento de risco oscilar consideravelmente ao longo do caminho.

“ Não nos surpreenderia ver novos máximos históricos no ouro.

**Procura de petróleo excede oferta**  
Em termos de dinâmica específica das matérias-primas, a procura da maioria das matérias-primas, incluindo o petróleo, ainda não recuperou aos níveis pré-COVID-19 e é pouco provável que o faça em 2021. No entanto, a crise deixou buracos consideráveis nas despesas de capital e causou o adiamento ou mesmo o desmantelamento total de novos projetos, deixando a oferta mais restrita do que a procura. Como consequência, grandes inventários que se acumularam durante a fase de choque mais aguda são projetados para normalizar, o que deverá, em última análise, elevar os preços à vista e conduzir a um achatamento das curvas futuras.

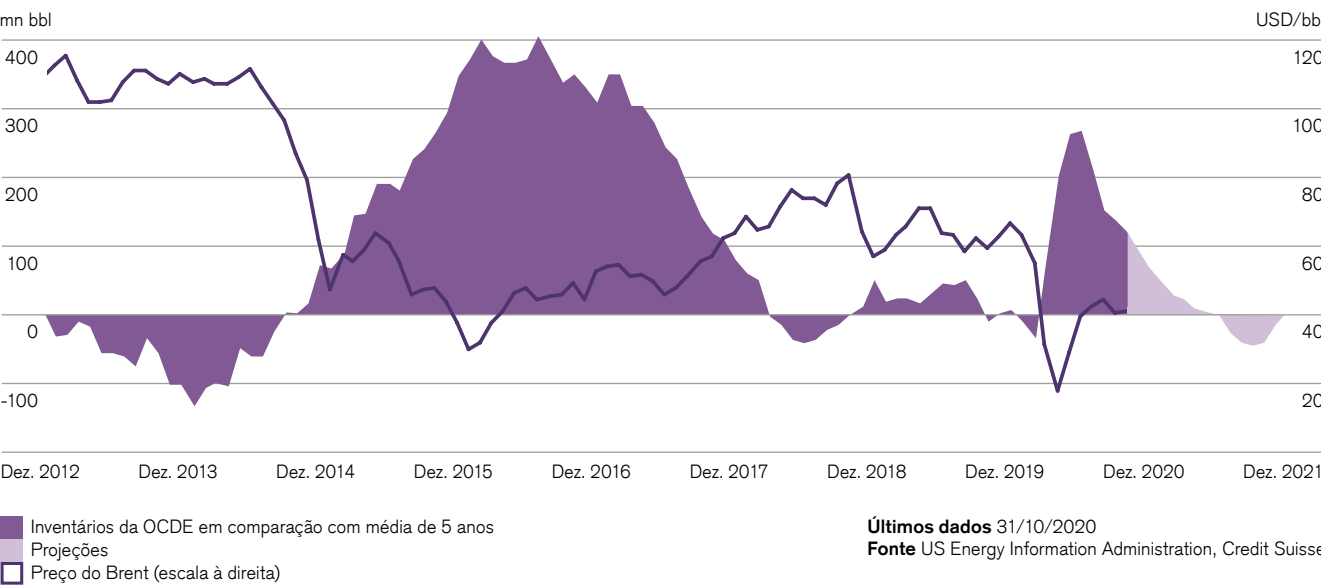
O petróleo, em particular, tem mais algum espaço para recuperar e potencialmente exceder os níveis de equilíbrio (que vemos a cerca de 50 USD por barril), na nossa opinião, uma vez que a normalização do inventário está em curso, mas leva tempo.

Contudo, gostaríamos de salientar que um pré-requisito para esta visão positiva sobre o complexo energético é que os membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e aliados, também conhecida como OPEP+, continuem a cumprir os cortes de abastecimento prometidos. Ao mesmo tempo, não nos surpreenderia ver novos máximos históricos no ouro, especialmente se as taxas de rendibilidade reais dos Estados Unidos recuarem ainda mais para território negativo.

**De olho na inflação**  
Embora as pressões inflacionistas tenham permanecido silenciadas e não constituam uma grande preocupação a curto prazo, a discussão sobre a inflação merece alguma atenção à luz das atuais medidas políticas e do aumento do peso da dívida. Neste contexto, observamos que um cabaz alargado de matérias-primas, incluindo o ouro, proporcionou uma boa cobertura à inflação no passado. Para uma proteção eficaz, os investidores devem ser expostos a elementos que estimulem a inflação, por exemplo, os preços da energia e da agricultura, entre outros, enquanto o ouro reage positivamente a níveis de preços mais elevados se as ações dos bancos centrais forem vistas como causadoras de um excesso de inflação.

**Quais são os riscos**  
O principal risco para uma visão positiva das matérias-primas viria de um ambiente de crescimento muito mais fraco do que o esperado, que poderia ser causado por novos confinamentos desencadeados por um desenvolvimento negativo da pandemia de COVID-19. Em contrapartida, o rápido sucesso de uma vacina poderia acelerar os processos de reequilíbrio. Os litígios comerciais e as tarifas podem também pesar sobre a atividade e a procura de matérias-primas, como vimos em 2019.

Depois da tempestade: esperada normalização dos inventários do petróleo





# A impulsionar a mudança

A pandemia global da COVID-19 reforçou a relevância das nossas Supertrends

Para muitos de nós, a pandemia da COVID-19 quase paralisou a nossa vida e, ao fazê-lo, alterou a nossa forma de viver, trabalhar e aprender. Isto representa um desafio significativo para os governos em termos da forma como gerem estas tendências económicas e sociais em evolução. Acreditamos que o nosso quadro temático de Supertrends a longo prazo está bem posicionado para captar muitas destas mudanças que se avizinham. De facto, vemos os desenvolvimentos em 2020 como um acelerador para muitos dos nossos temas em vez de um fenómeno temporário e cada uma das nossas Supertrends provou estar solidamente posicionada neste ambiente desafiante.

## A definir tendências

Quando olhamos para a nossa Supertrend “Sociedades ansiosas – Capitalismo inclusivo”, por exemplo, constatamos que a frustração popular se deslocou mais para questões internas, em particular desigualdades, em vez de se concentrar na percepção de ameaças externas e um movimento em direção ao protecionismo. A pandemia do coronavírus mostrou, quando muito, que as verdadeiras ameaças emergentes são globais e requerem cooperação multilateral, bem como proteção individual. Os subtemas “Acessibilidade de preços”, “Emprego” e “Segurança Pessoal” captam perfeitamente os desafios atuais para os governos, bem como as oportunidades para o setor privado.

Lançamos a nossa Supertrend “Infraestrutura – Fechar a lacuna” em 2017, tendo em conta a iminente lacuna global de infraestruturas, que deverá totalizar um total estimado de 15 biliões de USD até 2040. Vários pacotes de estímulo fiscal anunciados durante o bloqueio económico mundial visaram investimentos em infraestruturas, incluindo o plano de recuperação da União Europeia de 750 mil milhões de euros, que inclui despesas para acelerar as transformações verdes e digitais da região. Assim, do nosso ponto de vista, a pandemia poderia provocar um aumento dos investimentos em vez de um adiamento.

A nossa Supertrend “Tecnologia ao serviço do ser humano” está particularmente bem colocada, pois toca no tipo de flexibilidade subitamente necessária em termos de vida e de trabalho na era COVID-19. As quarentenas do coronavírus aceleraram a relevância de cada um dos subtemas existentes,

levando a um aumento permanente e não temporário do comércio eletrónico, da procura de infraestruturas na nuvem, do consumo de meios online e dos serviços de inteligência artificial, entre outros. A digitalização, automatização e conectividade continuarão a ser cruciais nos próximos anos, uma vez que as tendências como o escritório em casa, telemedicina, compras online, pagamentos sem dinheiro, ensino em casa e entretenimento subiram para novos níveis de crescimento em termos de utilização e vendas este ano.

A pandemia do coronavírus também tem colocado os idosos no centro das atenções, já que este grupo está entre os mais vulneráveis à COVID-19. A corrida para encontrar uma vacina eficaz colocou o setor farmacêutico em destaque, o que está a acelerar ainda mais a relevância da nossa Supertrend “Economia grisalha – Investir no envelhecimento da população”. Embora a relevância dos subtemas terapêuticos e dispositivos tenha aumentado durante a pandemia, o mesmo aconteceu com os subtemas de cuidados e instalações, uma vez que a crise da COVID-19 sublinhou a importância de expandir o número de hospitais e instalações para residência de idosos nos próximos anos.

## Sustentabilidade: no centro das tendências sociais

Do outro lado da árvore demográfica, a atenção dos millennials centra-se na tecnologia e na sustentabilidade. Novas formas de aprendizagem através do ensino em casa e uma maior aceleração no consumo de serviços baseados em assinaturas, como Netflix, Spotify e outros, estiveram entre as principais tendências durante a pandemia. Além disso, esta Supertrend tem-se concentrado na sustentabilidade desde o seu início e temos aplicado uma rigorosa triagem ambiental, social e de governança (ASG) para single stocks, uma vez que esta geração está altamente consciente do meio ambiente, bem como das questões sociais e de governança.

As coortes de millennials e da geração Z incentivaram e impulsionaram uma forma mais sustentável de fazer negócios. Tanto que acreditamos que se tinha chegado a um ponto de viragem no que respeita às respostas da sociedade em geral, incluindo governos, consumidores e empresas às alterações climáticas. Assim, em 2020 introduzimos uma sexta Supertrend nova: “Alterações

climáticas – Descarbonização da economia.” As emissões de gases com efeito de estufa (GEE) são o principal contribuinte para o aquecimento global e os especialistas preveem um aumento substancial na incidência de cheias graves, secas, incêndios e tempestades quanto maior for o aquecimento. Ao abrigo do Acordo de Paris de 2015, os países concordaram que as emissões precisavam de “atingir o pico o mais rapidamente possível” e disseram que iriam tomar medidas de redução a fim de alcançar a neutralidade de carbono (equilíbrio entre emissões e remoções) entre 2050 e 2100.

Acreditamos que existe um caso de investimento a ser feito em torno das empresas que mais eficazmente contribuem para a transição para uma economia mundial menos intensiva em carbono. A recente paralisação económica causada pelo surto de COVID-19 reduziu substancialmente as emissões de GEE em certas regiões, o que indica claramente o que poderia ser alcançado no futuro. Os setores-chave abrangidos pela nossa Supertrend “Alterações climáticas” são a produção de energia e as fontes de energia fóssil, os transportes e a agricultura/produção de alimentos, uma vez que estes são responsáveis pela maior parte das emissões de carbono produzidas pelo homem.

**Geração de alfa**

As Credit Suisse Supertrends concentram-se nas tendências sociais a longo prazo para investidores com um horizonte de investimento de vários anos. Os nossos analistas de ações do setor identificaram as principais tendências e a seleção de ações beneficia da sua profunda experiência no setor e dos conhecimentos no que diz respeito às

empresas específicas. Dado o seu sistema modular à medida, a seleção ativa é um pilar fundamental para o nosso enquadramento temático.

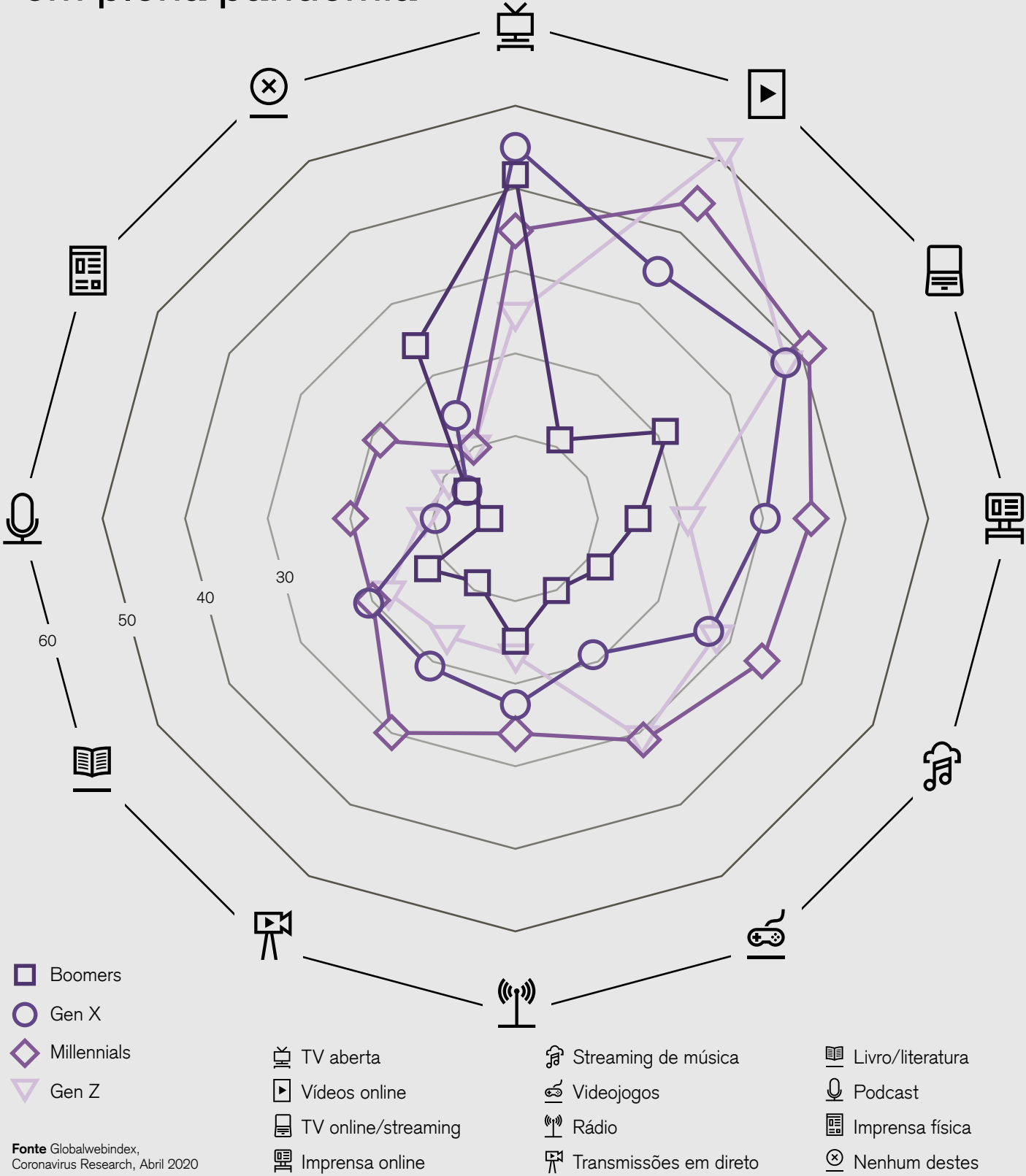
Com cerca de 25–40 single stocks por Supertrend, a nossa abordagem oferece um bom grau de diversificação com o objetivo final de gerar alfa significativo a longo prazo graças a uma análise profunda de single stocks de baixo para cima. Além disso, a concentração temática clara de cada Supertrend assegura uma diferença significativa em relação a índices de mercado de ações mais amplos. Também nos certificamos de que cada Supertrend inclui uma combinação sensata de empresas cíclicas e defensivas, aplicando uma “estratégia barbell” com pesos pesados dos índices e empresas pure play com pequena capitalização. Como tal, a diversificação e a gestão do risco são prioridades máximas na construção das nossas Supertrends. O objetivo é proteger os investidores de eventos idiossincráticos de uma única empresa ou de ventos contrários temporários numa indústria, região ou moeda.



Descubra mais:  
[credit-suisse.com/supertrends](https://credit-suisse.com/supertrends)

# Mudança no consumo de meios de comunicação em plena pandemia

% de pessoas que dizem ter começado a consumir ou estar a consumir mais dos seguintes canais de comunicação desde a epidemia de COVID-19.



Fonte Globalwebindex, Coronavirus Research, Abril 2020



# Estratégia de investimento 2021





# Onde procurar os rendimentos

A reviravolta da Reserva Federal dos EUA (Fed), de tentar normalizar as taxas de juro para orientar para taxas zero durante os próximos anos, ilustra melhor o novo paradigma político que é relevante na conceção de estratégias de investimento. O que devem os investidores ter em consideração? Damos uma vista de olhos.



As fortes reações da política monetária à pandemia da COVID-19 mostraram que, enquanto a inflação permanecer dentro da zona de conforto dos bancos centrais, os decisores políticos farão, nas famosas palavras do antigo presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, “o que for preciso” para evitar uma crise. Assim, pensamos que a probabilidade de uma crise iminente, devido a uma ameaça de deflação ou a um sobreaquecimento a curto prazo, diminuiu significativamente. Quanto aos riscos de sobreaquecimento, é pouco provável que a inflação se torne uma preocupação para os mercados nos tempos mais próximos, até porque o Fed, no seu novo quadro político, sinalizou uma maior tolerância quando se trata de permitir que a inflação ultrapasse o seu valor. É provável que os decisores políticos dos países ocidentais prefiram um excesso de inflação, uma vez que, entre outras coisas, os ajudaria a lidar com o aumento do peso da dívida pública.

**Todos os caminhos vão dar às ações**  
Este enquadramento político sugere que é importante para os investidores garantir que as carteiras tenham uma exposição suficiente aos ativos reais. Afinal de contas, os ativos nominais de alta qualidade prometem apenas rendimentos muito escassos – a maioria dos casos negativos – desde que os bancos centrais empurraram os rendimentos para níveis baixos. Com os bancos centrais a continuarem a procurar formas de reduzir os riscos, a aversão ao risco e, portanto, os prémios de risco de ações ainda têm espaço para diminuir, o que é suscetível de aumentar o desempenho a médio prazo. À medida que as economias se estabilizam ainda mais após o choque relacionado com a pandemia, os investidores que procuram preservar a riqueza real e cumprir obrigações a longo prazo serão altamente incentivados a investir uma parte significativa das suas carteiras em ações.

**Airbags para a carteira**  
As baixas taxas de rendimento das obrigações e a volatilidade decrescente dos rendimentos criaram dúvidas sobre se as obrigações do Estado ainda oferecem um meio atrativo de diversificar grandes riscos cíclicos, ou seja, riscos relacionados com ações nas carteiras. Dadas as terríveis perspetivas de retorno das obrigações, deverão essas obrigações continuar a desempenhar um papel nas carteiras diversificadas em ativos? O Fed dos EUA atenuou as expectativas de que a sua taxa de juro oficial possa vir a ser negativa. No entanto, se a deflação se aproximar, pensamos que todas as opções estarão em cima da mesa, incluindo a condução de rendimentos para território negativo, o que, por sua vez, ajudaria a fazer subir ainda mais os preços. Por conseguinte, acreditamos que ainda faz sentido investir uma certa parte de uma carteira diversificada de ativos em obrigações do Estado. Os investidores que estão mais preocupados com a inflação elevada devem considerar a possibilidade de manter uma maior alocação às obrigações do governo ligadas à inflação ou reais.

No entanto, pensamos que os investidores também devem procurar alternativas para ajustar os riscos em carteiras diversificadas de ativos, especialmente se a exposição a ações for aumentada para ampliar as perspetivas de retorno.

Uma forma de reforçar a proteção é envolver-se em estratégias de cobertura utilizando mercados de derivados, que devem ser geridos ativamente ao longo do tempo à medida que os custos de cobertura e as necessidades de cobertura mudam. Outra forma de reforçar a proteção é tomar posições no mercado, o que deverá proporcionar fortes desempenhos positivos durante as quedas do mercado de ações e, de outra forma, rendimentos nulos a baixos. Isto requer, mais uma vez, uma gestão ativa, mas pode ajudar a amortecer as fortes quedas do mercado de ações, como a nossa experiência demonstra.

**Trazer diversidade às carteiras**  
Incluir mais classes de ativos continua a ser uma forma de melhorar o compromisso entre risco e retorno. Dadas as baixas taxas de juro e uma economia em recuperação, os bens imobiliários devem continuar a oferecer rendimentos atrativos ao mesmo tempo que proporcionam uma componente mais orientada para o rendimento. O investimento de parte das ações em mercados privados proporciona outra forma de aumentar as perspetivas de retorno a longo prazo. O investimento em temas de longo prazo, tais como aqueles que identificamos no nosso quadro de Supertrends, pode também ajudar a elevar o perfil de retorno das carteiras a longo prazo.

**Melhorar ainda mais as perspetivas de retorno**  
Neste contexto, investir de acordo com critérios ambientais, sociais e de governança (ASG) é, a nosso ver, uma tendência importante que permite aos investidores direcionar as carteiras para projetos que dão prioridade à sustentabilidade e à boa governança, que acreditamos serem importantes também para a sustentabilidade no desempenho. Dentro das carteiras de rendimento fixo, a exposição ao crédito é uma forma de aumentar as perspetivas de retorno para preservar a riqueza. Os spreads de crédito são ainda um pouco mais elevados do que antes da crise e sugerem uma perspetiva de retorno globalmente atrativa. Uma tendência para segmentos de maior qualidade parece ainda justificar-se, uma vez que se espera que as consequências da pandemia levem ao aumento das taxas de incumprimento nos segmentos de crédito de menor qualidade na primeira metade de 2021.



# Previsões

Esperamos que a economia global cresça 4,1% em 2021, uma vez que a procura continua a recuperar após a recessão em 2020. Com as taxas de juro a manterem-se nulas ou abaixo de zero em todas as principais economias desenvolvidas, os mercados de ações deverão continuar a proporcionar retornos interessantes. Em rendimento fixo, os retornos das obrigações do Estado serão, na melhor das hipóteses, escassos, enquanto a exposição ao crédito deverá continuar a oferecer um bom risco/retorno.

## Previsões de crescimento e inflação

PIB real (variação anual, em %)				Inflação (variação média anual, em %)			
	2019	2020E*	2021E*		2019	2020E*	2021E*
Mundo	2.6	-3.7	4.1	Mundo	2.5	1.8	2.3
EUA	2.2	-3.6	4.2	EUA	1.8	1.2	2.0
Canadá	1.5	-5.2	6.0	Canadá	2.0	0.6	1.3
Zona euro	1.3	-7.6	4.6	Zona euro	1.2	0.3	1.0
Alemanha	0.6	-6.0	4.0	Alemanha	1.4	0.4	1.4
Itália	0.3	-9.1	5.1	Itália	0.6	-0.2	0.5
França	1.5	-9.4	6.5	França	1.3	0.5	0.7
Espanha	2.0	-11.7	5.7	Espanha	0.8	-0.2	0.8
Reino Unido	1.3	-11.8	4.5	Reino Unido	1.8	0.9	1.4
Suíça	1.1	-4.0	3.5	Suíça	0.4	-0.7	0.3
Japão	0.7	-5.0	1.5	Japão	0.6	-0.2	0.1
Austrália	2.0	-6.0	5.0	Austrália	1.7	0.4	1.5
China	6.1	2.2	7.1	China	2.9	2.7	2.5
Índia (ano fiscal)	6.8	4.2	-9.0	Índia (ano fiscal)	3.4	4.7	5.7
Brasil	1.2	-4.8	4.1	Brasil	3.7	3.0	3.7
Rússia	1.3	-4.0	2.7	Rússia	4.4	3.3	3.6

\* E: estimativa

Últimos dados 13/11/2020  
Fonte Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

**Observação:** As indicações e cenários para os mercados financeiros contendo dados históricos e/ou projetados de desempenho não constituem indicadores confiáveis de desempenho futuro.

“ É pouco provável que a inflação se torne uma preocupação para os mercados nos tempos mais próximos.

## Desempenho/previsões para os mercados financeiros

Ações*	Desempenho acumulado até 12 de novembro de 2020	Retornos totais esperados para 2021	Créditos	Desempenho acumulado até 12 de novembro de 2020	Retornos totais esperados para 2021
Ações dos EUA	13.07%	7.40%	Títulos globais com grau de investimento**	6.06%	3.50%
Ações da zona euro	-4.85%	9.10%			
Ações da Suíça	1.04%	7.10%			
Ações do Reino Unido	-14.80%	8.40%	Títulos globais de alto rendimento**	3.70%	4.40%
Ações do Japão	3.54%	6.80%	Títulos de mercados emergentes em moeda forte***	2.20%	4.40%
Ações de mercados emergentes	10.79%	8.90%			

Rendimentos de obrigações	Fecho de 12 de novembro de 2020	Previsão para o final de 2021	Câmbio & matérias-primas	Fecho de 12 de novembro de 2020	Previsão para o final de 2021
Rendimento dos títulos públicos dos EUA de 10 anos	0.93%	1.30%	EUR/USD	1.18	1.25
Rendimentos dos títulos públicos alemães de 10 anos	-0.51%	-0.30%	USD/CHF	0.92	0.88
Rendimentos dos títulos públicos suíços de 10 anos	-0.43%	-0.30%	EUR/CHF	1.08	1.10
			USD/JPY	105	100
			GBP/USD	1.32	1.35
			USD/CNY	6.62	6.32
			Oro (USD/oz)	1870	2200
			Petróleo WTI (USD/barril)	42	52

\* O desempenho e os retornos esperados correspondem ao retorno total incluindo dividendos. Os mercados são representados pelos índices nacionais/regionais do MSCI em moeda local. Desempenhos desses índices nos períodos de 12/11/2015 a 12/11/2020, em ordem cronológica: MSCI USA: 7.8%, 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%. MSCI EMU: -4.8%, 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4%. MSCI Switzerland: -6.1%, 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4%. MSCI UK: 13.3%, 14.5%, -1%, 8.6%, -12.5%. MSCI Japan: -12.6%, 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%. MSCI EM: 4.9%, 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16%  
\*\* Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index  
\*\*\* JP Morgan EMBIG Div. (índice soberano)

Últimos dados 13/11/2020  
Fonte Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

**Observação:** As indicações e cenários para os mercados financeiros contendo dados históricos e/ou projetados de desempenho não constituem indicadores confiáveis de desempenho futuro.

# Informação importante

Este relatório representa as opiniões do Departamento de Estratégia de Investimento do CS e não foi elaborado em conformidade com os requisitos jurídicos concebidos para promover a independência da análise de investimento. Não se trata de um produto do Departamento de Análise do Credit Suisse, ainda que faça referência a recomendações de análise publicadas. A CS implementa políticas para a gestão de conflitos de interesses, incluindo políticas relativas à negociação prévia à disseminação da análise de investimento. Estas políticas não se aplicam às opiniões dos Estrategas de Investimento incluídas no presente relatório.

**Aviso de risco**  
**Qualquer investimento envolve risco, especialmente atendendo às flutuações de valor e de retorno. Se um investimento for efetuado numa moeda diferente da sua moeda base, as mudanças na taxa de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o valor, o preço ou o rendimento. Para obter mais informações sobre os riscos de investir nos valores mobiliários mencionados neste relatório, consulte o seguinte link de internet: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>**

Este documento pode incluir informações sobre investimentos associados a riscos especiais. Deve procurar aconselhar-se junto do seu consultor financeiro independente antes de tomar quaisquer decisões de investimento com base neste relatório ou para obter qualquer explicação necessária sobre o seu conteúdo. Também encontrará informações adicionais na brochura informativa “Riscos associados à negociação de instrumentos financeiros” disponível junto da Associação dos Banqueiros Suíços.

A performance anterior não é indicativa de qualquer performance futura. A performance pode ser afetada por comissões, taxas ou outros encargos, bem como por flutuações de taxas cambiais.

**Riscos do mercado financeiro**  
As rentabilidades e os cenários do mercado financeiro passados não são indicadores confiáveis de rentabilidade futura. O preço e o valor dos investimentos mencionados e qualquer lucro derivado podem subir, descer ou flutuar. Deve aconselhar-se junto de um consultor se considerar necessário para o ajudar a realizar essas determinações. Os investimentos podem não ter um mercado público ou apenas um mercado secundário restrito. Quando existir um mercado secundário, não é possível prever o preço a que os investimentos serão transacionados no mercado nem se esse mercado será líquido ou ilíquido.

**Mercados emergentes**  
Nos pontos em que este relatório aborda os mercados emergentes, deve ter em conta que existem incertezas e riscos associados aos investimentos e transações em vários tipos de investimentos de, ou relacionados ou associados a, emissores e devedores com personalidade jurídica, baseados ou empenhados sobretudo nas atividades comerciais em países com mercados emergentes. Os investimentos relativos a países com mercados emergentes podem ser considerados especulativos, e os seus preços podem ser bastante mais voláteis do que nos países mais desenvolvidos. Os investimentos em mercados emergentes devem ser realizados apenas por investidores sofisticados ou por profissionais experientes com conhecimentos independentes dos mercados relevantes, capazes de considerar e de ponderar os vários riscos associados a esses investimentos, e com os recursos financeiros necessários para suportar o substancial risco de perda desses investimentos. É da sua responsabilidade gerir os riscos associados como resultado do investimento em mercados emergentes e da atribuição de ativos no seu portfólio. Deve procurar aconselhamento junto dos seus consultores relativamente aos vários riscos e fatores a considerar quando efetuar um investimento em mercados emergentes.

**Investimentos alternativos**  
Os fundos de cobertura não estão sujeitos aos inúmeros regulamentos de proteção de investidores que se aplicam aos investimentos coletivos autorizados regulamentados e os gestores de fundos de cobertura são, em grande parte, desprovidos de regulamentação. Os fundos de cobertura não se limitam a um determinado investimento, disciplina ou estratégia de transação, e procuram lucrar em todo o tipo de mercados utilizando alavancagem, derivados e estratégias complexas de investimento especulativo que podem aumentar o risco de perda em investimentos. As transações de mercadorias carregam um nível de risco elevado, incluindo a perda de todo o investimento, e podem não ser adequadas para muitos investidores privados. O desempenho de tais investimentos depende de fatores imprevisíveis, como catástrofes naturais, influências climáticas, capacidade de transporte, instabilidade política, flutuações sazonais e fortes influências de rolling-forward, especialmente no futuro e nos índices. Os investidores do setor imobiliário estão expostos a riscos de liquidez, câmbio e outros riscos, inclusive o risco cíclico, risco de locação e do mercado local, bem como riscos ambientais e alteração da situação jurídica.

**Capital Privado**  
Capital Privado (doravante “CP”) significa investimento de capital privado em empresas que não são negociadas publicamente (ou seja, não estão listadas em uma bolsa de valores), eles geralmente são complexos, sem liquidez e de longa duração. Os investimentos em fundos de CP geralmente envolvem um grau significativo de risco financeiro e/ou comercial. Os investimentos em fundos de CP não são protegidos nem garantidos. Os investidores serão obrigados a atender aos chamados de capital de investimento durante um longo período. Caso não o façam isso poderá tradicionalmente resultar na perda de uma parte ou de toda a conta de capital, na renúncia a quaisquer rendimentos futuros ou ganhos em investimentos feitos antes de tal inadimplência e, entre outras coisas, na perda de quaisquer direitos de participação em investimentos futuros ou na obrigatoriedade de vender seus investimentos a um preço muito baixo, muito menor do que as avaliações secundárias do mercado. As empresas ou fundos podem ser altamente estimulados e, portanto, podem ser mais sensíveis a negócios adversos e/ou desenvolvimentos financeiros ou fatores econômicos. Tais investimentos podem enfrentar concorrência intensa, alterando as condições comerciais ou econômicas ou outros desenvolvimentos que possam afetar negativamente seu desempenho.

**Taxas de juros e riscos de crédito**  
A retenção de valor de uma obrigação depende da qualidade de crédito do Emissor e/ou do Fiador (conforme aplicável), o que poderá mudar durante o termo da obrigação. Em caso de incumprimento do Emitente e/ou Avalista da obrigação, esta ou eventuais rendimentos desta derivados não serão garantidos, e poderá obter um montante inferior ao originalmente investido ou mesmo não obter montante algum.

**Departamento de Estratégia de Investimento**  
Os Estrategas de Investimento são responsáveis pela formação da estratégia de classes multi-ativos e subsequente implementação das atividades discricionária e de consultoria do CS. Quando apresentadas, as Carteiras Modelo têm fins meramente ilustrativos. A sua atribuição de ativos, ponderações em carteira e desempenho podem ser muito diferentes, de acordo com as suas circunstâncias específicas e tolerância ao risco. As opiniões e perspectivas dos Estrategas de Investimento podem ser diferentes das manifestadas por outros Departamento do CS. As perspectivas do Estratega de Investimento podem mudar a qualquer momento sem aviso prévio e sem qualquer obrigação de atualização. O CS não possui a obrigação de providenciar que seja informado acerca dessas atualizações.

Periodicamente, os Estrategas de Investimento pode referir artigos de Análise publicados anteriormente, incluindo recomendações e alterações nas notações sob a forma de listas. As recomendações aqui incluídas são extratos e/ou referências a recomendações previamente publicadas pelo Credit Suisse Research. Relativamente a ações, referem-se as Notas e as Sínteses empresarias do emitente. As recomendações relativas a obrigações podem ser encontradas na respetiva publicação Research Alert (obrigações) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland. Estes artigos estão disponível a pedido ou em <https://investment.credit-suisse.com>. As divulgações podem ser encontradas em [www.credit-suisse.com/disclosure](http://www.credit-suisse.com/disclosure).

**Isenção de responsabilidade global/Informação importante**  
A informação aqui fornecida constitui material de marketing; não se trata de investigação em matéria de investimento. Este relatório não está direcionado para, nem se destina à distribuição de ou utilização por, qualquer pessoa ou entidade que seja cidadão ou residente de, ou localizado em, qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição em que essa distribuição, publicação, disponibilidade ou utilização será contrária à legislação ou regulamentos, ou que sujeitaria o CS a qualquer requisito de registro ou de licenciamento no âmbito dessa jurisdição.

As referências neste relatório ao CS incluem Credit Suisse AG, o banco suíço, suas subsidiárias e filiais. Para obter mais informações sobre a nossa estrutura, utilize o seguinte link: <https://www.credit-suisse.com>



**SEM DISTRIBUIÇÃO, SOLICITAÇÃO OU ACONSELHAMENTO:**

Este relatório é fornecido para efeitos informativos e ilustrativos e destina-se apenas a ser utilizado por si. Não é uma solicitação, oferta ou recomendação para comprar ou vender qualquer valor mobiliário ou outro instrumento financeiro. Qualquer informação incluindo factos, opiniões ou cotações, pode estar condensada ou resumida e é expressa mediante a data da escrita. As informações contidas neste relatório foram fornecidas apenas como comentários gerais do mercado e não constituem qualquer forma de conselho financeiro baseado em investigação em matéria de investimento regulado, legal, fiscal ou outro serviço regulado. Não tem em conta os objetivos financeiros, a situação nem as necessidades de quaisquer pessoas, que são considerações necessárias antes de tomar qualquer decisão de investimento. Deve procurar aconselhar-se junto do seu consultor financeiro independente antes de tomar quaisquer decisões de investimento com base neste relatório ou para obter qualquer explicação necessária sobre o seu conteúdo. Este relatório pretende apenas fornecer observações e opiniões do CS aquando da data de escrita, independentemente da data em que irá receber ou acessar as informações. As observações e opiniões contidas neste relatório podem ser diferentes das expressas por outros departamentos do CS e podem mudar em qualquer altura sem aviso e sem obrigação de atualização. O CS não possui a obrigação de providenciar que seja informado acerca dessas atualizações. **PREVISÕES E ESTIMATIVAS:** A performance anterior não deve ser considerada uma indicação ou garantia de qualquer performance futura, nem é efetuada qualquer representação ou garantia, expressa ou implícita, relativamente a performances futuras. Na medida em que este relatório contém declarações acerca de performances futuras, essas declarações são prospetivas e estão sujeitas a vários riscos e incertezas. Salvo indicação em contrário, todos os valores apresentados são valores não auditados. Todas as avaliações aqui mencionadas estão sujeitas aos procedimentos e políticas de avaliação do CS. **CONFLITOS:** O CS reserva-se o direito de emendar quaisquer erros que possam estar presentes neste relatório. O Credit Suisse, as suas filiais e/ou os respetivos funcionários podem deter uma posição ou participação, ou qualquer interesse material ou acordo de transações sobre quaisquer valores mobiliários mencionados ou opções associadas, ou outros investimentos relacionados e, pontualmente, poderão adicionar ou abandonar esses investimentos. O CS pode fornecer, ou pode ter fornecido nos últimos 12 meses, aconselhamento significativo relativamente aos investimentos listados neste relatório ou a um investimento relacionado com qualquer empresa ou emissor mencionado. Alguns investimentos referidos neste relatório serão oferecidos por uma única entidade ou um associado do CS, ou o CS poderá ser o único criador de mercado nesses investimentos. O CS está envolvido em muitos negócios relacionados com empresas mencionadas neste relatório. Esses negócios incluem transações especializadas, arbitragem de risco, criação de mercado e outras transações por conta própria. **ASPETO FISCAL:** Nada neste relatório constitui aconselhamento de investimento, legal, contabilístico ou fiscal. O CS não fornece aconselhamento sobre as consequências fiscais de investimentos e aconselhamos que entre em contato com um consultor fiscal independente. Os níveis e as bases de tributação dependem das circunstâncias individuais e estão sujeitos a alterações. **FONTES:** As informações e as opiniões apresentadas neste relatório foram obtidas ou derivam de fontes que, na opinião do CS, são fiáveis, embora o CS não certifique de modo algum a sua precisão ou integralidade. O CS não aceita qualquer responsabilidade por perdas resultantes da utilização deste relatório. **WEBSITES:** Este relatório pode fornecer os endereços de, ou conter links para websites. Exceto na medida em que o relatório se refere a material do website do CS, o CS não avaliou o link para o site e não assume qualquer responsabilidade pelos conteúdos. Esse endereço ou link (incluindo endereços ou links para o material do próprio website do CS) é fornecido apenas para sua conveniência e informação, e o conteúdo do link para o site não faz parte, de forma alguma, deste relatório. O acesso a esse website ou link deste relatório ou do website do CS serão por sua conta e risco. **PRIVACIDADE DOS DADOS:** Seus dados pessoais serão processados de acordo com a declaração de privacidade da Credit Suisse, disponível em seu domicílio por meio do site oficial do Credit Suisse: [www.credit-suisse.com/ch/en/legal.html](http://www.credit-suisse.com/ch/en/legal.html). A fim de lhe fornecer materiais de marketing sobre nossos produtos e serviços, a Credit Suisse Group AG e suas subsidiárias podem processar seus dados pessoais básicos (ou seja, detalhes de contato como nome, endereço de e-mail) até que você nos notifique de que não deseja mais recebê-los. A qualquer momento você pode informar seu gerente de relacionamento que não deseja mais receber esses materiais.

**Entidades de distribuição**

A menos que de outro modo aqui indicado, este relatório é distribuído pelo Credit Suisse AG, um banco suíço, autorizado e regulado pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro da Suíça. **Áustria:** Este relatório é distribuído pelo CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (a “sucursal da Áustria”) ou por Credit Suisse (Deutschland) AG. A sucursal da Áustria é uma sucursal do CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal da Áustria está também sujeita a supervisão prudencial da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d’Arlon, L-1150 Luxemburgo, Grão-Ducado do Luxemburgo, bem como a autoridade supervisora da Áustria, a Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena, Áustria. O Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft é regulado pela Autoridade de Supervisão alemã Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (“BaFin”) em colaboração com a Autoridade de Supervisão austríaca, a Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Viena, Áustria. **Bahrein:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse AG, Bahrain Branch, uma sucursal da Credit Suisse AG, Zurique/Suíça devidamente autorizada e regulada pelo Banco Central do Bahrain (CBB, Central Bank of Bahrain) enquanto Empresa de investimento de Categoria 2. Produtos ou serviços financeiros relacionados são disponibilizados apenas a investidores credenciados, conforme definição do CBB, e não se destinam a quaisquer outras pessoas.

O Banco Central do Bahrein não analisou, nem aprovou, este documento ou a comercialização de qualquer veículo de investimento aqui referido no Reino do Bahrein e não é responsável pelo desempenho de qualquer veículo de investimento. A Credit Suisse AG, Bahrain Branch, está localizada no Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Reino do Bahrein. **Chile:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, uma sucursal da Suisse AG ((fundada no Cantão de Zurique), regulada pela Comissão para o Mercado Financeiro chilena. Nem o emitente nem os valores mobiliários foram registados na Comissão para o Mercado Financeiro chilena (Comisión para el Mercado Financiero) nos termos da Lei n.º 18.045, a Ley de Mercado de Valores, e dos regulamentos que a aplicam, pelo que não podem ser oferecidos ou vendidos publicamente no Chile. Este documento não constitui uma oferta ou um convite para subscrever ou adquirir os valores mobiliários na República do Chile, exceto para investidores individualmente identificados nos termos de uma oferta privada na aceção do artigo 4.º da Ley de Mercado de Valores (uma oferta não “dirigida ao público em geral ou a um determinado setor ou grupo específico do público”. **DIFC:** Esta informação está sendo distribuída pelo Credit Suisse AG (DIFC Branch). O Credit Suisse AG (DIFC Branch) é licenciado e regulado pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai (“DFSA”, Dubai Financial Services Authority). Os serviços ou produtos financeiros associados apenas são disponibilizados a clientes profissionais ou contrapartes nos mercados, conforme definido pela DFSA, e não se destinam a quaisquer outras pessoas. O Credit Suisse AG (DIFC Branch) localiza-se em Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Emirados Árabes Unidos. **França:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (a “sucursal da França”) que é uma filial do Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal da França está sujeita a supervisão prudencial por parte da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), e das autoridades de supervisão francesas, a Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e da Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Alemanha:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, regulado pela Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-aufsicht (BaFin). **Guernsey:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse AG Guernsey Branch, uma filial do Credit Suisse AG (fundada no Cantão de Zurique), com sede em Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. O Credit Suisse AG Guernsey Branch é propriedade integral do Credit Suisse AG e é regulado pela Guernsey Financial Services Commission (Comissão de serviços financeiros de Guernsey). Estão disponíveis cópias das mais recentes contas auditadas do Credit Suisse AG, mediante pedido. **Índia:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN nº U67120MH1996PTC104392) regulada pela Securities and Exchange Board of India (Comissão de supervisão do mercado de valores mobiliários da Índia) como analista de pesquisa (nº de registro INH 000001030), como gestor de carteira (nº de registro INP000002478) e como corretor de bolsa (nº de registro INZ000248233), com endereço registrado em 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant, Worli, Mumbai - 400 018, Índia, T- +91-22 6777 3777. **Israel:** Se distribuído pelo Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. em Israel: Este documento é distribuído pelo Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, incluindo os serviços oferecidos em Israel, não é supervisionado pelo Supervisor de Bancos do Banco de Israel, mas pela autoridade de supervisão bancária competente na Suíça. O Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. é uma entidade de negociação de investimentos licenciada em Israel e, por conseguinte, as suas atividades de comercialização de investimentos são supervisionadas pela Autoridade de Valores Mobiliários de Israel. **Itália:** Este relatório é distribuído em Itália pela Credit Suisse (Italy) S.p.A., um banco incorporado e registrado ao abrigo da legislação italiana e sujeito à supervisão e ao controlo da Banca d’Italia e CONSOB. **Libano:** Este relatório é distribuído pela Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (“CSLF”), uma instituição financeira sediada no Líbano e regulada pelo Banco Central do Líbano (“CBL”) com o número de licença de instituição financeira 42. A Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL está sujeita às leis e regulamentos da CBL, bem como às leis e regulamentos da Autoridade dos mercados de capitais do Líbano (“CMA”). A CSLF é uma subsidiária da Credit Suisse AG e integra o grupo Credit Suisse (CS). A CMA não aceita qualquer responsabilidade pelo conteúdo das informações incluídas neste relatório, incluindo a precisão ou integralidade dessas informações. A responsabilidade pelo conteúdo deste relatório é remetida para o distribuidor, os seus diretores e demais pessoas, como os especialistas, cujas opiniões são incluídas no relatório com o seu consentimento. A CMA também não avaliou a adequabilidade do investimento para qualquer investidor específico ou tipo de investidor. Fica expressamente entendido e reconhecido pelo presente que os investimentos em mercados financeiros podem envolver um nível elevado de complexidade e risco de depreciação e podem não se adequar a todos os investidores. A avaliação de adequabilidade efetuada pela CSLF relativamente a este investimento será efetuada com base em informações fornecidas pelo investidor à CSLF à data dessa avaliação e em conformidade com as políticas e processos internos da Credit Suisse. Será utilizado o idioma inglês em todas as comunicações e documentação fornecida pela CS e/ou CSLF. Ao aceitar investir no produto, o investidor confirma de forma expressa e irrevogável compreender plenamente e não ter objeções à utilização do idioma inglês. **Luxemburgo:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. O Credit Suisse (Luxembourg) S.A. está sujeito a supervisão prudencial por parte da autoridade de supervisão do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **México:** Este documento representa a visão da pessoa que presta os seus serviços à C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. (“C. Suisse Asesoría”) e/ou Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) (“Banco CS”), pelo que tanto a C. Suisse Asesoría como o Banco CS reservam-se o direito de mudar de opinião em qualquer altura, sem assumir qualquer responsabilidade a este respeito. Este documento é distribuído apenas para fins informativos e não constitui uma recomendação ou conselho pessoal, nem o convite para realizar qualquer operação e não substitui a comunicação que tem com o seu executivo em relação à C. Suisse Asesoría e/ou Banco CS antes de tomar qualquer decisão de investimento. A C. Suisse Asesoría

e/ou o Banco CS não assume qualquer responsabilidade pelas decisões de investimento baseadas nas informações contidas no documento enviado, uma vez que o mesmo pode não ter em conta o contexto da estratégia de investimento e os objetivos de clientes específicos. Prospetos, brochuras, regimes de investimento dos fundos de investimento, relatórios anuais ou informações financeiras periódicas contêm todas as informações úteis adicionais para os investidores. Estes documentos podem ser obtidos gratuitamente diretamente junto dos emitentes, operadores de fundos de investimento, na página da Internet da bolsa de valores em que estão cotados ou através do respetivo executivo na C. Suisse Asesoría e/ou Banco CS. O desempenho passado e os vários cenários dos mercados existentes não garantem rendimentos presentes ou futuros. Caso as informações contidas neste documento estejam incompletas, incorretas ou sejam pouco claras, queira contactar o seu executivo da C. Suisse Asesoría e/ou do Banco CS o mais rapidamente possível. É possível que este documento possa sofrer modificações sem que isso implique qualquer responsabilidade para a C. Suisse Asesoría e/ou o Banco CS. Este documento é distribuído apenas para fins informativos e não substitui os Relatórios de Operações e/ou Extratos de Conta que recebe da C. Suisse Asesoría e/ou do Banco CS nos termos das Disposições Gerais Aplicáveis às Instituições Financeiras e outras Entidades Jurídicas que Prestem Serviços de Investimento emitidas pela Comissão Bancária e de Valores Mobiliários Mexicana ("CNBV"). Dada a natureza deste documento, a C. Suisse Asesoría e/ou o Banco CS não assume qualquer responsabilidade derivada da informação nele contida. Sem prejuízo do facto de a informação ter sido obtida ou baseada de/em fontes consideradas fiáveis pela C. Suisse Asesoría e/ou Banco CS, não há garantia de que a informação seja exata ou completa. O Banco CS e/ou a C. Suisse Asesoría não aceita qualquer responsabilidade resultante de qualquer perda causada pela utilização das informações contidas no documento enviado ao utilizador. Recomenda-se ao investidor que se certifique de que as informações fornecidas estão de acordo com as suas circunstâncias pessoais e perfil de investimento, em relação a qualquer situação legal, regulamentar ou fiscal específica ou que obtenha aconselhamento profissional independente. A C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. é uma consultora de investimentos criada em conformidade com a Lei do Mercado de Valores Mobiliários ("LMV") mexicana, registada na CNBV sob o fólio número 30070. A C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. não faz parte do Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. nem de qualquer outro grupo financeiro no México. A C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. não é uma consultora de investimentos independente como previsto pela LMV e outros regulamentos aplicáveis devido à sua relação direta com o Credit Suisse AG, uma instituição financeira estrangeira, e a sua relação indireta com as entidades que foram o Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. **Países Baixos:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (a "sucursal de Países Baixos") que é uma sucursal do Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal de Países Baixos está sujeita a supervisão prudencial por parte da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), e da autoridade de supervisão neerlandesa De Nederlandsche Bank (DNB), e do supervisor neerlandês do mercado, a Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal (a "sucursal de Portugal") que é uma filial do Credit Suisse (Luxembourg) S.A., uma instituição de crédito devidamente autorizada no Grão-Ducado do Luxemburgo com sede em 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. A sucursal de Portugal está sujeita a supervisão prudencial por parte da autoridade supervisora do Luxemburgo, a Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), e das autoridades de supervisão portuguesa, o banco de Portugal (BdP) e a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Catar:** Estas informações foram distribuídas pelo Credit Suisse (Qatar) L.L.C., que foi devidamente autorizado e regulamentado pela Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sob a licença a QFC nº 00005. Todos os produtos ou serviços financeiros relacionados estarão disponíveis apenas para Contrapartes Elegíveis (conforme definido pelo QFCRA) ou Clientes Corporativos (conforme definido pelo QFCRA), incluindo indivíduos, que optaram por serem classificados como Clientes Corporativos, com ativos líquidos acima de 4 milhões de riais catarenses, e que possuem conhecimento financeiro, experiência e compreensão suficientes para participar desses produtos e/ou serviços. Portanto, estas informações não devem ser entregues a, ou invocadas por, qualquer outro tipo de indivíduo. **Arábia Saudita:** Este documento está a ser distribuído pelo Credit Suisse Saudi Arabia (Número CR 1010228645), devidamente licenciado e registado pela Autoridade dos Mercados de Capitais da Arábia Saudita (Saudi Arabian Capital Market Authority), de acordo com o número de licença 08104-37 datado de 23/03/1429H, correspondente a 21/03/2008AD. A sede do Credit Suisse Saudi Arabia é King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Arábia Saudita. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Nos termos das Regras sobre a Oferta de Valores Mobiliários e Obrigações Correntes, este documento não pode ser distribuído no Reino, exceto às pessoas autorizadas ao abrigo das Regras sobre a Oferta de Valores Mobiliários e Obrigações Correntes emitidas pela Autoridade do Mercado de Capitais. A Autoridade do Mercado de Capitais não faz qualquer declaração quanto à exatidão ou integridade deste documento e renuncia expressamente a qualquer responsabilidade por qualquer perda resultante de, ou incorrida com base em, qualquer parte deste documento. Os potenciais compradores dos valores mobiliários aqui oferecidos devem realizar as suas próprias diligências quanto à exatidão das informações relacionadas com os valores mobiliários. Se não compreender o conteúdo deste documento, deverá consultar um consultor financeiro autorizado. Nos termos dos Regulamentos do Fundo de Investimento, este documento não pode ser distribuído no Reino Unido, exceto às pessoas autorizadas ao abrigo dos Regulamentos do Fundo de Investimento emitidos pela Autoridade do Mercado de Capitais. A Autoridade do Mercado de Capitais não faz qualquer declaração quanto à exatidão ou integridade deste documento e renuncia expressamente a qualquer responsabilidade por qualquer perda resultante de, ou incorrida com base em, qualquer parte deste documento. Os potenciais subscritores dos valores mobiliários aqui oferecidos devem realizar as suas próprias diligências quanto à exatidão das informações relacionadas com os valores mobiliários. Se não compreender o conteúdo deste documento, deverá consultar um consultor financeiro autorizado.

**África do Sul:** Estas informações estão sendo distribuídas pela Credit Suisse AG, que está registada como uma prestadora de serviços financeiros na Financial Sector Conduct Authority na África do Sul sob o número FSP 9788 e/ou pela Credit Suisse (UK) Limited, que está registada como uma prestadora de serviços financeiros na Financial Sector Conduct Authority na África do Sul sob o número FSP 48779. **Espanha:** Este documento é um material de marketing e é fornecido por Credit Suisse AG, Sucursal en España, entidade jurídica registada na Comisión Nacional del Mercado de Valores, para fins informativos. É dirigido exclusivamente ao destinatário para uso pessoal e, de acordo com a regulamentação em vigor, não pode de forma alguma ser considerado como uma oferta de valores mobiliários, aconselhamento pessoal de investimento ou qualquer recomendação geral ou específica de produtos ou estratégias de investimento com o objetivo de realizar qualquer operação. O cliente será considerado responsável, em todos os casos, por tomar quaisquer decisões sobre investimentos ou desinvestimentos, pelo que assume toda a responsabilidade pelos benefícios ou perdas resultantes das operações que o cliente decide realizar com base nas informações e opiniões incluídas neste documento. Este documento não é o resultado de uma análise ou investigação financeira e, portanto, não está sujeito aos regulamentos em vigor que se aplicam à realização e distribuição de investigação financeira, nem o seu conteúdo cumpre os requisitos legais de independência da investigação financeira. **Turquia:** As informações de investimento, os comentários e as recomendações aqui contidos não se inserem no âmbito da atividade de consultoria de investimentos. Os serviços de consultoria de investimentos são fornecidos pelas instituições autorizadas às pessoas de forma personalizada e considerando as preferências de risco e de rendimento das pessoas. Em vez disso, os comentários e conselhos aqui incluídos são de natureza geral. Como tal, as recomendações podem não se adequar ao seu estado financeiro ou às suas preferências de risco e de rendimento. Por esse motivo, efetuar uma decisão de investimento baseando-se apenas nas informações aqui fornecidas poderá não gerar resultados adequados às suas expectativas. Este relatório é distribuído pelo Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, regulado pelo Capital Markets Board (Comissão de Mercados de Capital) da Turquia, com endereço registado em Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/Istambul-Turquia. **Reino Unido:** Este material é publicado pelo Credit Suisse (UK) Limited. O Credit Suisse (UK) Limited, está autorizado pela Autoridade de Regulação Prudencial e regulado pela Autoridade de Conduta Financeira e pela Autoridade de Regulação Prudencial. Caso este material seja distribuído no Reino Unido por uma entidade offshore não isenta no âmbito da Lei de Mercados e Serviços Financeiros de 2000 (Promoção Financeira) Ordem 2005, o seguinte será aplicado: Na medida do que é comunicado no Reino Unido ("UK") ou capaz de produzir efeito no Reino Unido, este documento constitui uma promoção financeira aprovada pela Credit Suisse (UK) Limited, autorizada pela Autoridade de Regulação Prudencial e regulada pela Autoridade de Conduta Financeira e pela Autoridade de Regulação Prudencial para a conduta da atividade de investimento no Reino Unido. O endereço registado da Credit Suisse (UK) Limited é Five Cabot Square, London, E14 4QR. Note-se que os requisitos da lei de 2000 relativa aos serviços e mercados financeiros (Financial Services and Markets Act 2000) do Reino Unido relativos à proteção de clientes não profissionais não serão aplicáveis a si, e que qualquer potencial compensação disponibilizada a "requerentes elegíveis" pelo FSCS (fundo de compensação de último recurso do Reino Unido) também não estará disponível para si. O tratamento fiscal depende das circunstâncias individuais de cada cliente e pode estar sujeito a alterações no futuro.

**ESTADOS UNIDOS:** NEM ESTE RELATÓRIO NEM QUALQUER CÓPIA DO MESMO PODEM SER ENVIADOS, TRANSPORTADOS NEM DISTRIBUÍDOS NOS ESTADOS UNIDOS, NEM SER DADOS A QUALQUER PESSOA DOS EUA (NO SENTIDO DO REGULAMENTO S, AO ABRIGO DA U.S. SECURITIES ACT (LEI DOS VALORES MOBILIÁRIOS DOS EUA) DE 1933, MODIFICADA).

Este relatório não pode ser reproduzido parcial ou totalmente sem a autorização escrita do Credit Suisse. Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG e/ou suas filiais. Todos os direitos reservados.

20C014A\_IS

# Autores/colaboradores

**Walter Edelmann**  
Chief Global Strategist

**Daniel Rupli**  
Head of Single Security Research,  
Equity Credit

**Tobias Merath**  
Head of Wealth Content Strategy

**Oliver Adler**  
Chief Economist Switzerland

**James Sweeney**  
Global Economics & RCIO Americas

**Neville Hill**  
Head of European Economics

**Philipp Lisibach**  
Head of Global Equity Strategy

**Sara Carnazzi Weber**  
Head of Policy & Thematic Economics

**Jessie Gisiger**  
Head of Global Credit Strategy  
and Investment Themes

**Luca Bindelli**  
Head of Global FI, FX  
and Commodity Strategy

**Stefan Graber**  
Head of Global Commodity Strategy

**Jelena Kucenko**  
Head of Global Alternative  
Investments Strategy

**Sarah Leissner**  
Alternative Investments Strategist

**Reto Hess**  
Senior Research Analyst  
Single Security Research Equity

**Peter Foley**  
US Economics Strategist

**Marc Häfliger**  
Investment Strategist  
Emerging Market Equities

**Anand A. Datar**  
Alternative Investments Strategist

# Nota legal

**Editora-chefe**  
Nannette Hechler-Fayd’herbe  
Global Head of Economics & Research and RCIO IWM

**Apoio editorial**  
Christa Jenni  
Catherine McLean Trachsler  
Christine Mumenthaler  
Flurina Krähenbühl

**Gestão de projeto**  
Camilla Damm Leuzinger  
Sebastian Zeuner  
Claudia Biri  
Serhat Günes  
Zuzana Skvarkova

**Fecho da redação**  
13 de novembro de 2020

**Design**  
LINE Communications AG

**Traduções**  
Credit Suisse Language & Translation Services

**Para mais informações:**  
[credit-suisse.com/investmentoutlook](https://credit-suisse.com/investmentoutlook)

**Fontes de imagens**  
Kirk Hewlett/Alamy Stock Photo (cover, p. 1, p. 2, p. 68);  
Credit Suisse (p. 7, p. 9); Westend61/Getty Images (p. 12–13);  
vinoverde/Alamy Stock Photo (p. 14–15);  
hudiemm/Getty Images (p. 24–25);  
Mariusz Niedzwiedzki/Shutterstock (p. 28–29, p. 4);  
ViewStock/Getty Images (p. 33); PARETO/Getty Images (p. 50);  
Dimitri Otis/Getty Images (p. 54–55, p. 5); Lucas Saugen/Stocksy (p. 56).







[credit-suisse.com](https://credit-suisse.com)

© 2020, CREDIT SUISSE

2532376 WOMG5 11.2020

