

Outlook para 2020

Gestão de Activos

Paulo Monteiro

paulo.monteiro@bancoinvest.pt

Telf.: 21 382 17 48

Raúl Póvoa

raul.povoa@bancoinvest.pt

Telf.: 21 383 56 18

José Pedroso

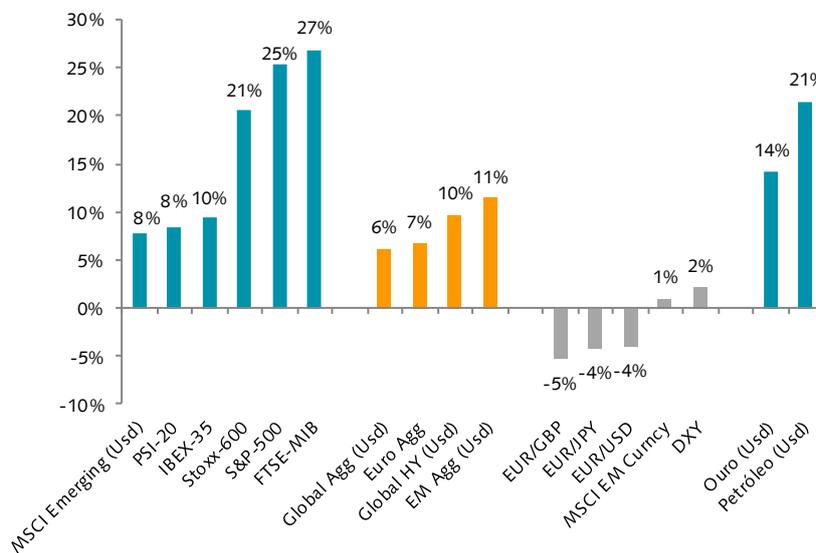
jose.pedroso@bancoinvest.pt

Telf.: 21 381 13 18

O ano de 2019 veio relembrar os investidores da importância do investimento a médio e longo prazo e, em particular, a importância de “não sair totalmente do mercado” em períodos de correção, como o último trimestre de 2018. A recuperação foi significativa, observável nas diferentes classes de activos, e suportada pelos bancos centrais, que pressionaram ainda mais as taxas de juro e impulsionaram as valorizações e avaliações dos activos com maior risco.

Assim, o ano de 2020 inicia-se num contexto (ainda) mais desafiante: a economia está a crescer, mas pouco; os activos com menos risco não oferecem rentabilidade; e, as avaliações dos activos com risco estão mais elevadas. Simultaneamente, a incerteza geopolítica permanece elevada, com várias questões em aberto, desde o impacto económico do Brexit às guerras comerciais, passando pelas eleições presidenciais nos Estados-Unidos. As rentabilidades em 2020 deverão ser mais baixas do que as registadas este ano e a volatilidade é esperada aumentar, à medida que se avança no ciclo económico.

Rendibilidades em 2019



Fonte: Bloomberg. Rendibilidades até 29-Nov-19

Índice:

Outlook para 2020

Revisão do “Outlook para 2019”

Pág. 2

Pág. 15

Banco Invest, SA

www.bancoinvest.pt

Av. Eng. Duarte Pacheco
Torre 1, 11º andar
1070-101 Lisboa
Portugal

Outlook para 2020

O ano de 2019 ficará na memória dos investidores como um dos melhores desde há muito tempo, com retornos significativos nas várias classes de activos. Na base da recuperação da confiança estiveram a diminuição dos receios de uma recessão económica, que tinham sido exacerbados em Agosto com a inversão da *yield curve* norte-americana, a perspectiva de acordos para o Brexit e para a disputa comercial entre os Estados-Unidos e a China e, sobretudo, a pronta inflexão da política monetária da Reserva Federal (FED), que não só interrompeu as subidas de taxas de juro de 2018 como as cortou por três vezes ao longo deste ano. Na Zona Euro, também o Banco Central Europeu (BCE) aumentou a medidas expansionistas, com o anúncio de mais compras de títulos e mais um corte de taxas de juro.

Ainda assim, apesar do suporte dos bancos centrais, a incerteza permanece elevada. Por um lado, a economia mundial registou um abrandamento sincronizado em 2019 e os últimos indicadores sugerem que em países como a Alemanha, a China e o Japão a actividade industrial continua a contrair. Por outro, mesmo com um provável acordo ("*phase-one deal*") entre os Estados-Unidos e a China, a tensão entre as duas superpotências é pouco provável diminuir, considerando estar em causa muito mais do que uma questão comercial.

Num cenário de crescimento económico moderado e inferior à média de longo prazo, as taxas de juro permanecerão baixas, suportando os activos com risco, nomeadamente as Acções. As rendibilidades, contudo, serão mais baixas que as registadas em 2019, e a volatilidade deverá aumentar. Nas Obrigações, a dívida pública, em particular a europeia, oferece pouco valor, e o potencial de compressão de *spreads* de crédito assemelha-se reduzido. Numa óptica de risco-retorno, a Alocação de Activos recomendada continua a favorecer as Acções e Liquidez, esta última como forma de acomodar o esperado aumento da volatilidade nos mercados financeiros.

Cenário macroeconómico e taxas de juro

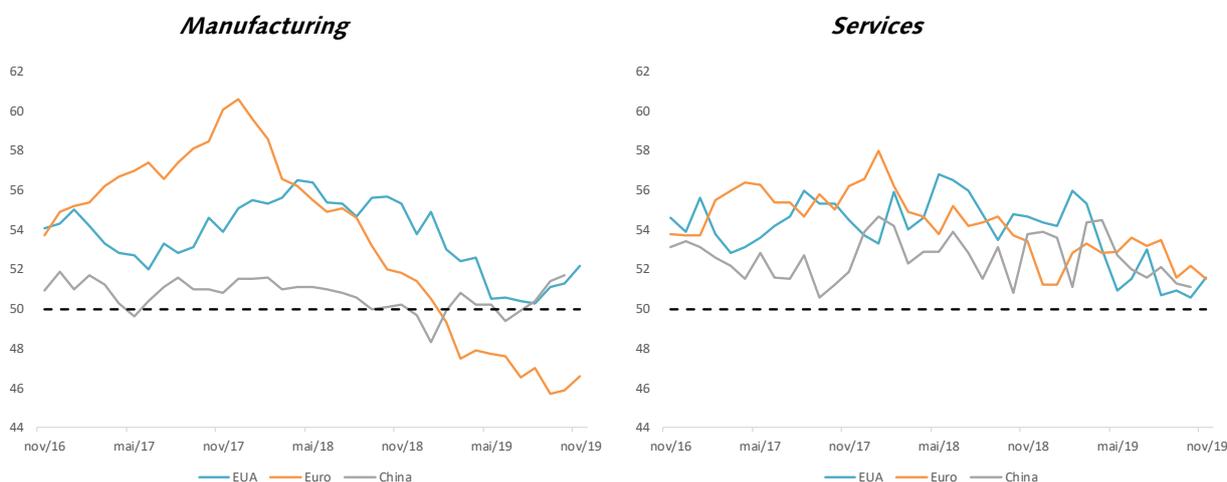
De acordo com as últimas estimativas oficiais, o crescimento da economia mundial registou um forte abrandamento em 2019, para os 2,9%, face aos 3,6% do ano anterior. A diminuição da actividade industrial e do comércio internacional estiveram na base desta desaceleração sincronizada, reflectindo a guerra comercial entre os Estados-Unidos e a China e o conseqüente impacto na confiança e no investimento. Adicionalmente, as tensões geopolíticas no Médio Oriente e na Ásia elevaram a incerteza política e acrescentaram à fragilidade da economia global.

Porém, a pronta acção dos bancos centrais, nomeadamente do norte-americano e do europeu, com o corte de taxas de juro e a adopção de novos estímulos monetários, preveniu, para já, um abrandamento mais pronunciado e, inclusive, permitiu perspectivar alguma recuperação em 2020. Com efeito, as estimativas oficiais apontam para um crescimento de 3,1% no próximo ano, e de 3,4% em 2021 e 2022. Apesar da recuperação, estes valores estão abaixo da média dos últimos 40 anos.

Nos **Estados-Unidos**, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá registar um crescimento real de 2,0% em 2019, menos 0,3 pontos percentuais (pp) que no ano anterior. O actual período de expansão é o mais longo de que há registo, mas o ritmo de crescimento está a diminuir, em parte devido ao aumento das tarifas comerciais sobre os produtos importados, às tensões comerciais com os principais parceiros económicos e à diminuição do impacto dos estímulos fiscais.

Neste contexto de crescimento económico modesto, a taxa de inflação deverá permanecer relativamente benigna, em torno dos 2%, permitindo à FED manter uma política monetária acomodatória e, dessa forma, prolongar o já longo actual ciclo económico. Por sua vez, a taxa de desemprego mantém-se muito baixa (em torno dos 3,5%), sustentando o consumo privado, um dos principais motores da economia norte-americana.

Índices PMI



Fonte: Bloomberg. PMI – Purchasing Managers Index: índice elaborado pela Markit, considerado um indicador de referência para medir a confiança dos agentes económicos, refletindo a actividade nos sectores industrial e de serviços. Um valor acima de 50 pontos significa expansão da actividade e, pelo contrário, um valor inferior a 50 pontos significa contração da actividade económica.

Na **Zona Euro**, a economia deverá crescer 1,2% no próximo ano, sem alteração relativamente a 2019. A actividade económica tem sido negativamente afectada pela falta de estímulos fiscais e pela guerra comercial entre os Estados- Unidos e a China, factores que deverão persistir ao longo de 2020.

Na **Alemanha** os efeitos das tensões comerciais são particularmente visíveis nos sectores industrial e exportador, levando a uma forte revisão em baixa do crescimento esperado, para os 0,5% e 0,8%, em 2019 e 2020, respectivamente. Em **Itália**, a nova coligação política no governo parece disponível para uma interação mais construtiva com a União Europeia mas a incerteza política continua elevada, penalizando o investimento e o crescimento (0% e 0,5%, em 2019 e 2020, respectivamente).

Por sua vez, na Península Ibérica, o crescimento económico é esperado manter-se mais resiliente e superior à média da Zona Euro. Em 2019, **Portugal e Espanha** deverão crescer 2,1% e 2,0%, e em 2020 espera-se uma ligeira desaceleração para os 1,8% e 1,6%, respectivamente.

Em termos gerais, a economia da Zona Euro continua a debater-se com vários desafios, com destaque para a falta de uma união fiscal¹. Enquanto a união monetária não for acompanhada por uma união fiscal, os desequilíbrios entre os países do centro e da periferia tenderão a persistir e, em última análise, a penalizar o crescimento económico.

Previsões de crescimento do PIB

	FMI		OCDE		CE		Média	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Estados- Unidos	2,4%	2,1%	2,3%	2,0%	2,3%	1,8%	2,3%	2,0%
Zona Euro	1,2%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Alemanha	0,5%	1,2%	0,6%	0,1%	0,4%	1,0%	0,5%	0,8%
Espanha	2,2%	1,8%	2,0%	1,6%	1,9%	1,5%	2,0%	1,6%
Portugal	2,4%	1,9%	1,9%	1,8%	2,0%	1,7%	2,1%	1,8%
Japão	0,9%	0,5%	1,0%	0,6%	0,9%	0,4%	0,9%	0,5%
Reino- Unido	1,2%	1,4%	1,2%	1,0%	1,3%	1,4%	1,2%	1,3%
Economias Emergentes	3,9%	4,6%					3,9%	4,6%
Brasil	0,9%	2,0%	0,8%	1,7%	0,8%	1,5%	0,8%	1,7%
Rússia	1,1%	1,9%	1,1%	1,6%	1,0%	1,4%	1,1%	1,6%
Índia	6,1%	7,0%	5,8%	6,2%	5,6%	6,1%	5,8%	6,4%
China	6,1%	5,8%	6,2%	5,7%	6,1%	5,8%	6,1%	5,8%
Mundo	3,0%	3,4%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	2,9%	3,1%

Fonte: FMI (Outubro 2019), OCDE (Novembro 2019) e Comissão Europeia (Novembro 2019)

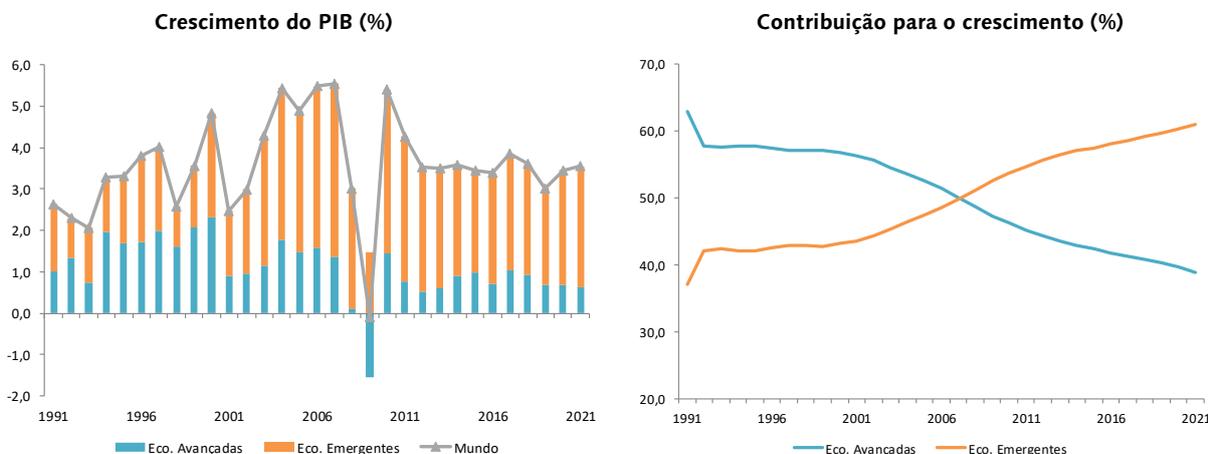
As **economias emergentes** e em desenvolvimento, de acordo com as últimas estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), deverão crescer, em média, 3,9% em 2019, bem abaixo das previsões iniciais de 4,7%. Para 2020, o FMI espera uma aceleração para os 4,6%, com base no desanuviamento das tensões comerciais

¹ Um outro desafio estrutural à aceleração do crescimento económico consiste no envelhecimento da população europeia.

e na recuperação do investimento. Deste modo, a contribuição destes países para o crescimento da economia mundial continuará a aumentar, sendo mesmo o principal motor do crescimento global. No final de 2019, os países emergentes e em desenvolvimento são responsáveis por cerca de 60% do crescimento global, o que compara com 43% no início do milénio.

Na **China**, a economia é esperada crescer 5,8% em 2020 (6,1% em 2019), à medida em que prossegue a transição de um modelo assente nas exportações para um modelo baseado no consumo e nos serviços. Tal como referido atrás, um dos principais detractores do crescimento em 2019 foi a guerra comercial com os Estados- Unidos, o que, na nossa opinião, se prolongará ao longo de 2020. Com efeito, o Presidente Trump terá interesse em manter a tensão com a China até às eleições presidenciais (Novembro de 2020), mobilizando o seu eleitorado e evocando uma vitória, e, do lado chinês dificilmente será aceite um acordo que prejudique as suas ambições estratégicas de longo prazo. Contudo, as autoridades chinesas deverão utilizar as ferramentas fiscais e monetárias de que dispõem para contrabalançar os efeitos negativos em termos de comércio externo.

Peso das economias emergentes na economia mundial



Fonte: Bloomberg, FMI.

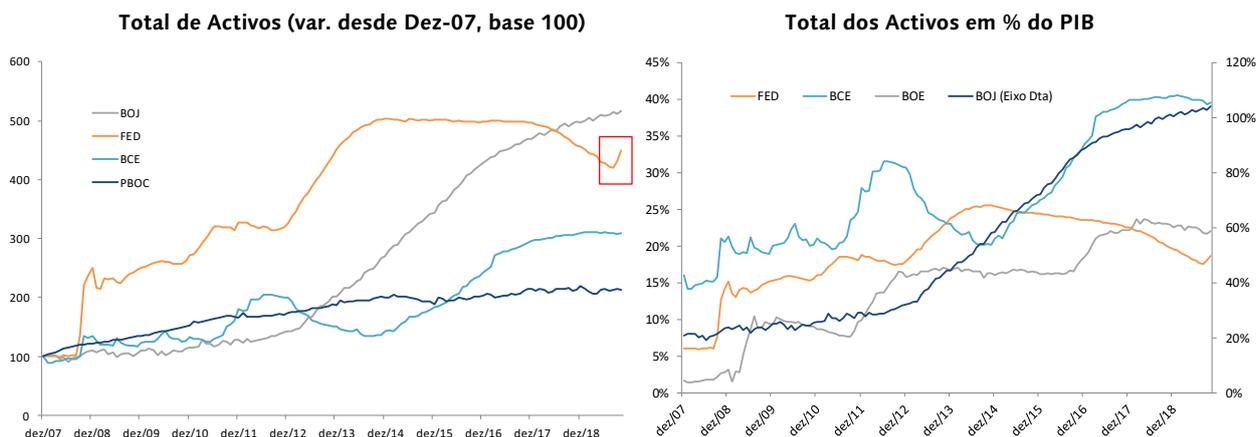
Na **Índia**, as estimativas apontam para um crescimento de 6,4% em 2020, o que significa uma aceleração relativamente a 2019. A economia indiana abrandou significativamente durante este ano, penalizada tanto pelo consumo como pelo investimento. Porém, tal como na China, são esperadas políticas fiscais e monetárias que estimulem a actividade económica no próximo ano.

Na América Latina, o **Brasil** deverá crescer 1,7% no próximo ano, acelerando face aos 0,8% registados em 2019. Na base da esperada recuperação estão a reforma do

sistema de segurança social, assim como a progressiva desregulação e privatização da economia. A transição de uma economia 'estatal', financiada pelo banco nacional de desenvolvimento, para uma economia mais orientada para o mercado, assim como a crescente inclusão financeira da população, são processos que contribuirão igualmente para a recuperação da economia brasileira.

Concluindo, apesar da incerteza quanto à evolução da economia mundial ser relativamente elevada, os últimos indicadores, nomeadamente os índices PMI, apontam para alguma estabilização das condições económicas. Para tal, os bancos centrais preparam-se para retomar a expansão dos seus balanços, em particular a FED: no final de Outubro deste ano, o total do balanço da FED ascendia a 4.000 mil milhões de USD, mais 260 mil milhões de USD relativamente ao final de Agosto passado.

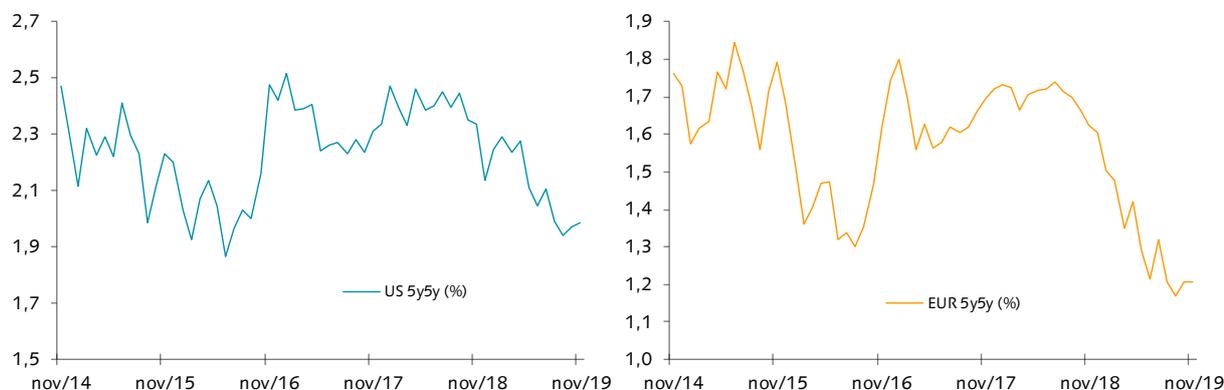
Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg. Moeda local. Valores em 31-Out-19

Por outro lado, as expectativas para a taxa de inflação mantêm-se igualmente baixas, suportando o movimento dos bancos centrais e os recentes cortes de taxas de juro. Na Zona Euro e no Japão, a taxa de inflação permanece bem abaixo do objectivo de 2%, enquanto é esperada diminuir na China e em outros países emergentes. Nos Estados- Unidos, a inflação situa-se nos 1,8%, pelo que a FED deverá manter as taxas de juro inalteradas, pelo menos no primeiro trimestre de 2020.

Expectativas para a Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg. Taxas de juro para Swaps 5y5y (medida habitual para as expectativas do mercado para a taxa de inflação).

Alocação de Activos

O cenário de crescimento económico mundial moderado e baixas taxas de juro, na nossa opinião, mantém-se favorável para as classes de activos com risco, nomeadamente as Acções e a dívida privada High Yield. As rendibilidades em 2020, contudo, deverão ser mais baixas que as registadas este ano, e a volatilidade é esperada aumentar, reflectindo a incerteza geopolítica que persiste e que condiciona a confiança e o investimento.

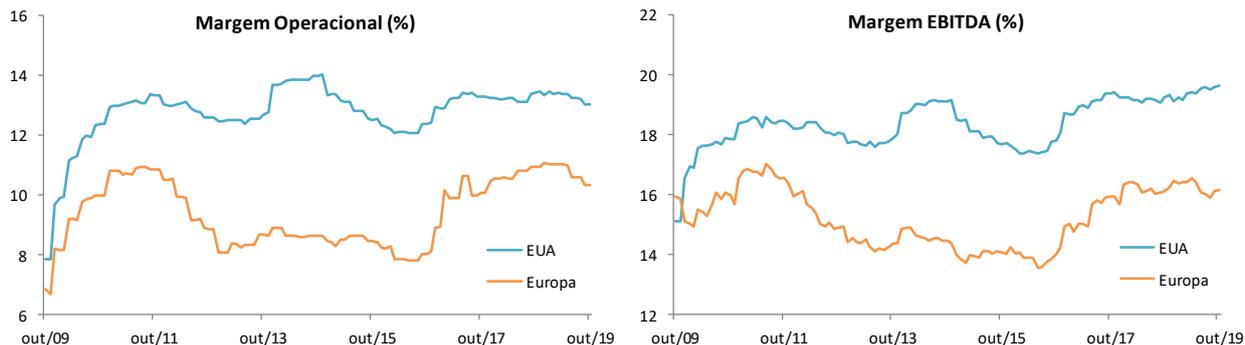
Acções

Ao longo de 2019, as métricas de avaliação, nomeadamente os múltiplos de resultados (*price-to-earnings*, *PE*) deterioraram-se por via da forte subida dos preços e do crescimento nulo dos resultados das empresas. Com efeito, as acções transacionam com um PE de 20x, tanto nos Estados-Unidos como na Europa, bem acima dos 16,5x e 15,8x observados no início deste ano. Porém, na medida em que as tensões geopolíticas se mantenham controladas e a guerra comercial entre os Estados-Unidos e a China não escale, o sentimento empresarial deverá melhorar e contribuir para a recuperação da actividade industrial e dos resultados das empresas. Neste cenário, os PE *Forward 12M* caem para os 17,3x (Estados-Unidos) e 14,3x (Europa).

Um dos aspectos que suportou a forte subida das acções nos últimos anos foi a melhoria das margens operacionais das empresas. Desde o final da crise financeira global, as margens das empresas recuperaram significativamente devido, sobretudo,

à redução dos custos, incluindo financeiros (juros de dívida) e salariais. Embora não se antecipe, tal como referido atrás, uma subida significativa das taxas de juro em 2020, os salários evidenciam alguma recuperação, em particular nos Estados- Unidos, pelo que esta métrica (margens operacionais), mais do que os resultados esperados será um indicador importante a monitorizar ao longo do próximo ano.

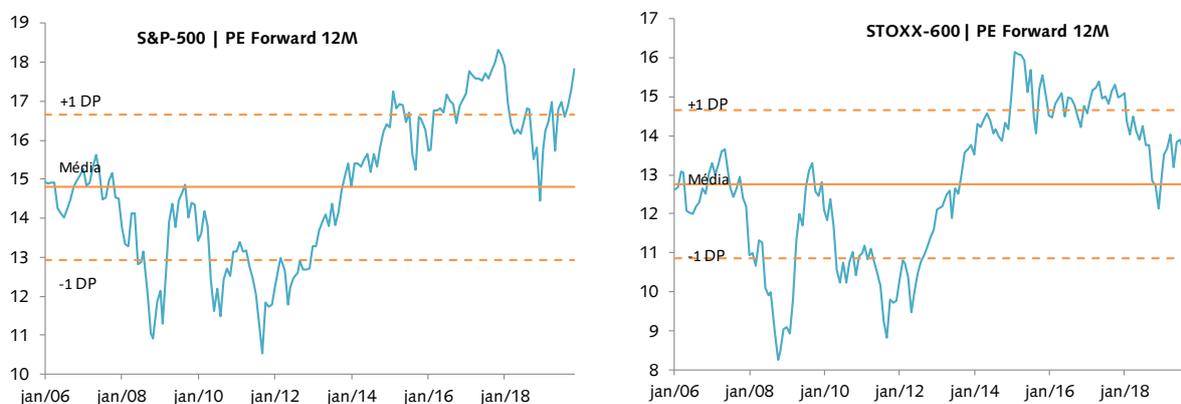
Recuperação dos Resultados na Europa

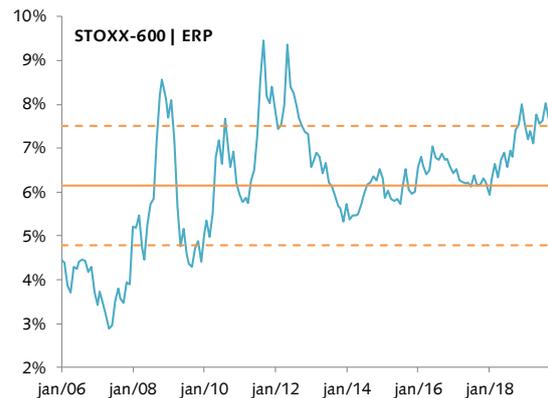
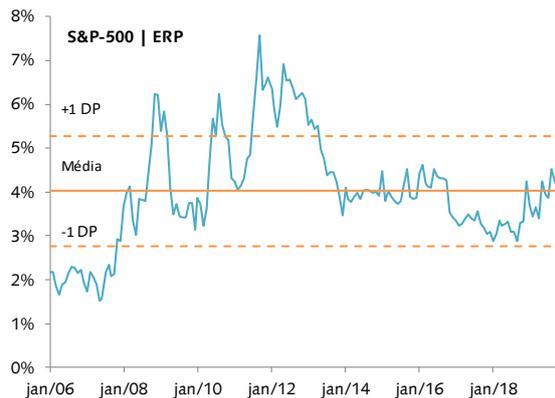


Fonte: Bloomberg.

De qualquer forma, mesmo admitindo que as estimativas de resultados para o próximo ano possam ser demasiado optimistas, o 'caso' para as acções mantém-se moderadamente positivo considerando que os prémios de risco (diferencial entre as *earnings yield* e as *yield* das obrigações de dívida pública) continuam interessantes, em especial na Europa e nos mercados Emergentes. Nos Estados- Unidos, as avaliações estão mais elevadas (prémio de risco mais baixo), pelo que adoptamos uma posição mais cautelosa neste mercado.

Price-to-Earnings Ratio e Prémios de Risco (ERP)





Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos 12 months forwards earnings. Valores em 29-Nov-19

Sectorialmente, mantemos a preferência por quatro principais temas de longo prazo: Segurança, Demografia e Saúde, Infraestruturas e Inovação Tecnológica.

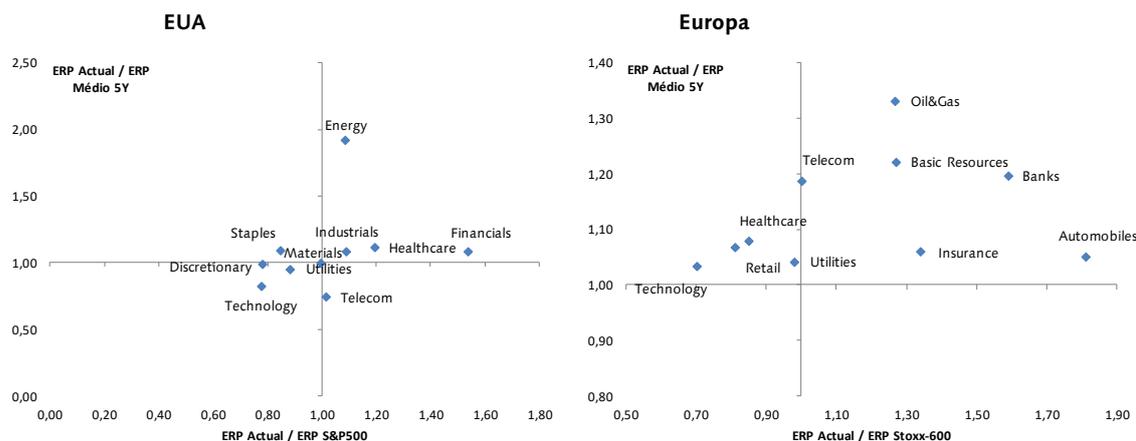
A Segurança impacta todos os aspectos da vida, incluindo a segurança dos governos e infraestruturas públicas, das empresas e das pessoas, sendo igualmente transversal em termos sectoriais, indo desde a alimentação à tecnologia, passando pela segurança física.

A população, em especial nos países desenvolvidos, está a envelhecer, criando mais oportunidades para as empresas que actuam no sector Farmacêutico e da Saúde, em geral. Por outro lado, nos países emergentes, o crescimento da classe média potencia igualmente a procura por melhores cuidados de saúde.

Por sua vez, com as Infraestruturas procura-se exposição ao tema da crescente urbanização e a todos os investimentos necessários para a expansão das megacidades. Estes investimentos distribuem-se em áreas como as Telecomunicações, Energia e *Utilities*, e Transportes. Estes sectores são igualmente, na nossa opinião, interessantes na fase actual do ciclo económico, considerando o carácter relativamente estável e defensivo dos seus negócios.

Por fim, a Tecnologia. A revolução digital e tecnológica está em curso, transformando a forma como se vive, trabalha e comunica, num processo contínuo de inovação. As avaliações destas empresas continuam acima da média do mercado, mas o crescimento esperado também se espera superior ao crescimento da economia mundial.

Radar sectorial



Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco). Valores em 29-Nov-19

Outlook Acções: *Neutral*

Estados-Unidos: *Neutral*

Europa: *Underweight*

Emergentes: *Overweight*

Concluindo, as carteiras iniciam o ano de 2020 'neutrais' (relativamente ao *benchmark* estratégico interno) nos mercados accionistas norte-americano, e ligeiramente *underweight* nos mercados europeus. Apesar das avaliações atractivas (*dividend yields* elevadas, *price-earnings* mais baixos e prémios de risco superiores), ainda não se vislumbra na Europa um ponto de inflexão económico e político. Nos mercados emergentes mantemos a posição de *overweight*, em particular na Ásia, onde as acções deverão beneficiar de mais estímulos fiscais na China e na Índia.

Obrigações

Tal como referido, no nosso cenário central a economia mundial registará um crescimento moderado em 2020, em torno dos 3%, e a taxa de inflação manter-se-á na ordem dos 2%. Neste contexto, os bancos centrais tenderão a prosseguir políticas monetárias acomodáticas, embora condicionadas à evolução dos indicadores (nomeadamente da inflação).

Assim, as taxas de juro e as *yields* das obrigações de dívida pública deverão permanecer historicamente baixas, sem grande potencial de ganhos em termos de preço (diminuição das *yields*). Como tal, nas carteiras mantemos uma posição *underweight* em Dívida Pública, em particular na Zona Euro onde uma grande percentagem das *yields* permanece em território negativo. Nos Estados-Unidos, contudo, mantemos a posição em Treasuries (aberta no quarto trimestre de 2018) numa óptica de cobertura de risco, no caso ocorrer algum tipo de turbulência nos mercados accionistas.

Yields da Dívida Pública (%)

	2 Anos	3 Anos	5 Anos	7 Anos	10 Anos	30 Anos
Suíça	-0,85	-0,84	-0,79	-0,76	-0,67	-0,32
Alemanha	-0,65	-0,67	-0,60	-0,54	-0,37	0,13
Holanda	-0,65	-0,66	-0,55	-0,43	-0,23	0,15
Austria	-0,61	-0,59	-0,46	-0,32	-0,15	0,43
Finlândia	-0,66	-0,62	-0,52	-0,35	-0,13	0,36
Japão	-0,18	-0,19	-0,19	-0,21	-0,09	0,40
França	-0,61	-0,59	-0,41	-0,30	-0,06	0,72
Portugal	-0,57	-0,36	-0,12	0,15	0,38	1,30
Espanha	-0,39	-0,36	-0,11	0,13	0,40	1,26
Reino Unido	0,51	0,47	0,48	0,46	0,67	1,20
Itália	0,02	0,25	0,57	0,93	1,25	2,37
Estados Unidos	1,62	1,61	1,62	1,71	1,76	2,18

Fonte: Bloomberg. Valores em 29-Nov-19

Na componente de Dívida Privada, apesar da redução realizada ao longo de 2019, mantemos alguma exposição ao segmento de High Yield (HY) global. Na nossa opinião, o actual cenário de crescimento económico moderado e baixas taxas de juro continua favorável para estas empresas, as quais continuam a registar fundamentais positivos e baixas taxas de *default*. Os *spreads* de crédito encontram-se, contudo, abaixo da média histórica, pelo que a rentabilidade esperada para esta classe de activos é inferior à registada em 2019, e mais em torno das actuais *yields* de mercado (ou seja, ganhos limitados em termos de preço e uma rentabilidade mais em linha com as *yields* actuais).

Outlook Obrigações: Underweight

Dív. Pública Euro: *Underweight*

Dív. Pública EUA: *Overweight*

Dív. Híbrida (IG): *Overweight*

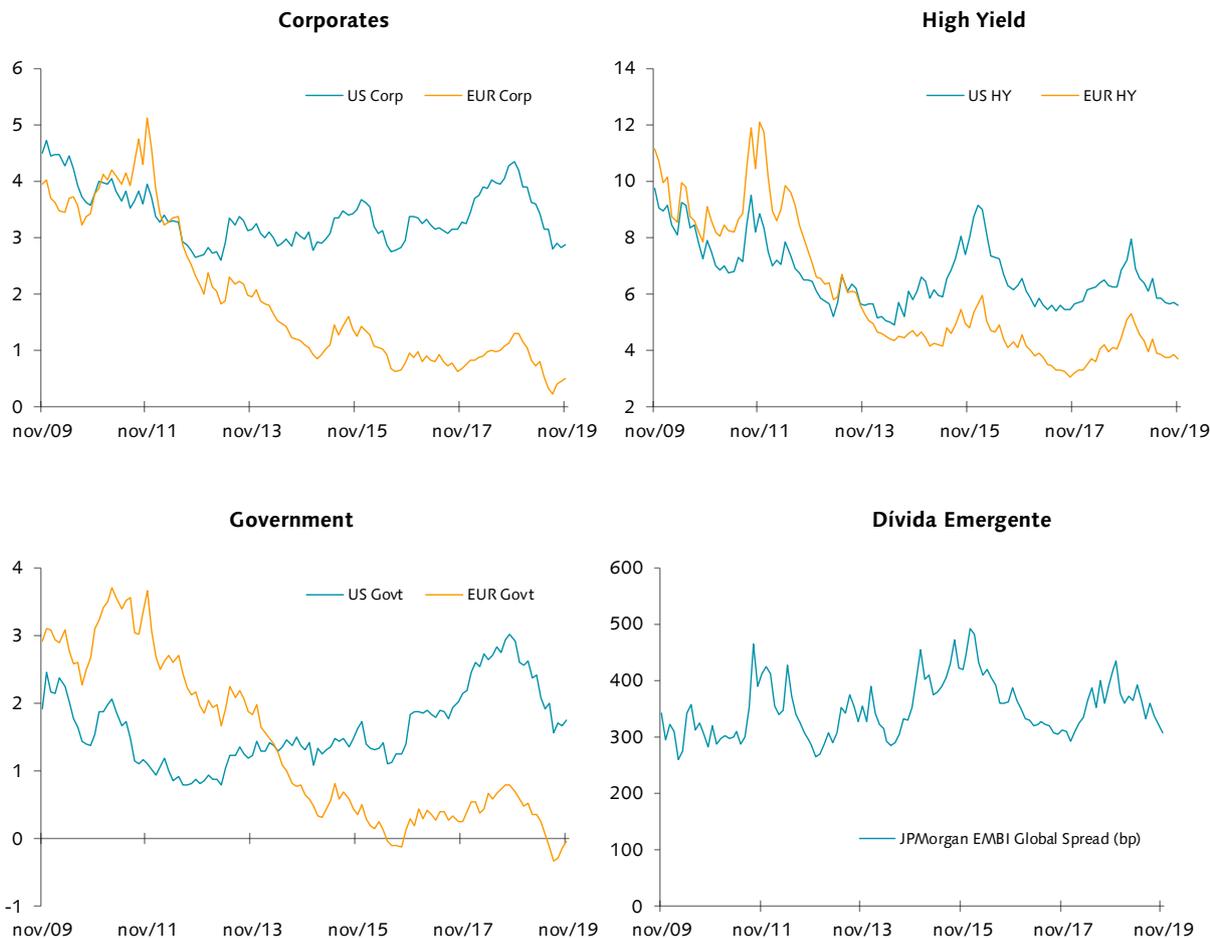
High Yield: *Overweight*

Dív. Emergente: *Overweight*

Por sua vez, no segmento de Investment Grade (IG) mantemos a exposição a dívida híbrida (*Hybrid Corporate Bonds, excl-Financials*). Na nossa opinião, a dívida Investment Grade *senior* encontra-se em níveis pouco atractivos a prazo e com um risco de taxa de juro significativo (*duration risk*); em alternativa, para um risco de crédito semelhante, as obrigações híbridas permitem rentabilidades superiores, embora com mais volatilidade e correlação com os mercados accionistas. Para efeitos de comparação, na Zona Euro, os *spreads* de crédito de obrigações investment grade *subordinadas* situam-se nos 210 bp, enquanto que nas *senior* se ficam pelos 50 bp.

Por fim, mantemos a exposição a Dívida Emergente, em moeda local. Na nossa opinião, estas economias continuarão a registar taxas de crescimento, em média, muito superiores às das economias avançadas, suportadas por factores estruturais como a demografia, urbanização e crescimento da classe média, o que combinado com taxas de juro mais baixas nos Estados- Unidos e negativas na Zona Euro, permitindo uma alternativa interessante no espectro das obrigações.

Yields das Obrigações (%)



Fonte: Bloomberg. Índices Barclays Aggregate (Corp, HY, Govt).

Outlook Liquidez: Overweight

EUR: *Overweight*

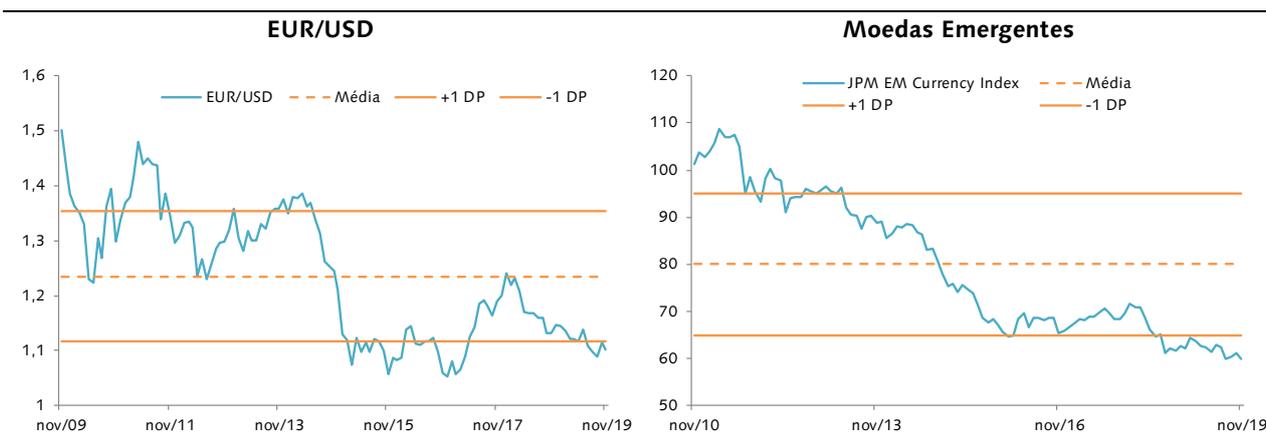
USD: *Overweight*

NOK: *Overweight*

Emergentes: *Overweight*

Por fim, resultado da posição *neutral* em Acções e *underweight* em Obrigações, a alocação de activos recomendada inicia o ano *overweight* em Liquidez. Sendo certo que rendibilidade é reduzida, a Liquidez é descorrelacionada das restantes classes de activos, permitindo acomodar o esperado aumento da volatilidade nos mercados financeiros. Neste sentido, as posições em Acções, High Yield e Dívida Híbrida são contrabalançadas com Liquidez, diminuindo a volatilidade global da carteira e permitindo o reforço das posições em caso de uma correcção dos mercados.

Em termos cambiais, mantemos uma exposição ligeiramente *overweight* em USD e NOK (coroas norueguesas), numa perspectiva de cobertura de risco, e em moedas emergentes, através de obrigações destes países. Os diferenciais entre as taxas de juro destas moedas face ao Euro continuam interessantes o que, na nossa opinião, continuará a fornecer suporte às mesmas.



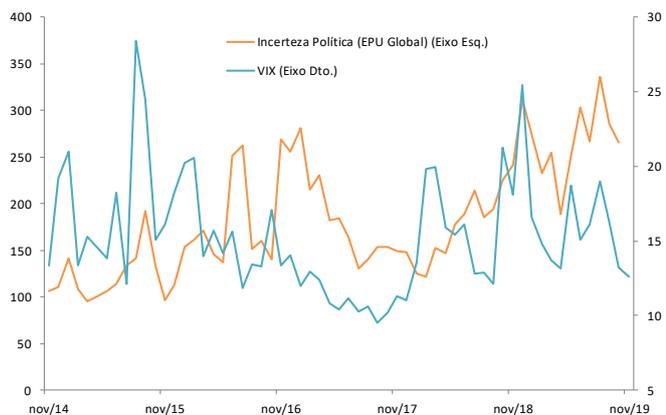
Fonte: Bloomberg.

Concluindo, o ano de 2019 veio relembrar os investidores da importância do investimento a médio e longo prazo e, em particular, a importância de “não sair totalmente do mercado” em períodos de correção, como o último trimestre de 2018. A recuperação foi significativa, observável nas diferentes classes de activos, e suportada pelos bancos centrais, que pressionaram ainda mais as taxas de juro e impulsionaram as valorizações e avaliações dos activos com maior risco.

Assim, o ano de 2020 inicia-se num contexto (ainda) mais desafiante: a economia está a crescer, mas pouco; os activos com menos risco não oferecem rentabilidade; e, as avaliações dos activos com risco estão mais elevadas. Simultaneamente, a incerteza geopolítica permanece elevada, com várias questões em aberto, desde o impacto económico do Brexit às guerras comerciais, passando pelas eleições presidenciais nos Estados- Unidos.

Deste modo, a diversificação será fundamental, combinando posições com maior risco e rentabilidade esperada, como é o caso das Acções e da Dívida Privada, com posições de menor risco e retorno, como a Liquidez. Entre as Acções, será igualmente importante conjugar sectores de maior *beta* com outros de menor sensibilidade aos ciclos económicos. As rentabilidades em 2020 deverão ser mais baixas do que as registadas este ano e a volatilidade é esperada aumentar, à medida que se avança no ciclo económico.

Volatilidade e Incerteza Política



Fonte: Bloomberg. EPU – Economic Policy Uncertainty Index

Paulo Monteiro

Redigido em 02 de Dezembro de 2019

Cotações em 29 de Novembro de 2019

Revisão das "Convicções para 2019"

O que dissemos 1 ano atrás...

*"(...) o crescimento da **economia mundial** deverá abrandar, dos 3,7% este ano (2018), para os 3,5%, em 2019, em linha com a média de longo prazo".*

*"(Nos Estados-Unidos), a **taxa de inflação** é esperada permanecer relativamente estável nos 2,4%-2,5%. Uma subida inesperada e persistente desta variável poderá forçar a FED a aumentar as taxas de juro mais do que actualmente esperado (duas subidas em 2019)...".*

*"As **economias emergentes** e em desenvolvimento, (...), deverão crescer, em média, 4,7%, em 2019. A dispersão entre estes países permanece, contudo, elevada".*

*"(...) num cenário de resultados das empresas robustos, taxas de juro e taxas de default ainda baixas, mantemos a exposição a esta classe de activos (crédito), em particular ao **High Yield**".*

... e o que aconteceu.

Ao longo do ano, as estimativas de crescimento económico foram sendo sucessivamente revistas em baixa, num movimento de abrandamento global sincronizado. De acordo com as últimas previsões de fontes oficiais, a economia mundial deverá crescer 2,9% em 2019, abaixo dos 3,6% registados em 2018 e ao ritmo mais baixo desde a crise financeira global. Na base desta desaceleração esteve, sobretudo, a tensão comercial entre os Estados-Unidos e a China, que retraiu o comércio internacional, o investimento e a actividade industrial.

No final de Outubro de 2019, a taxa de inflação nos Estados-Unidos situava-se nos 1,8%. Excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação era de 2,3%. A diminuição da taxa de inflação ao longo do ano, combinada com o abrandamento económico global, incluindo da actividade industrial norte-americana, levou a FED a prontamente inverter a sua política monetária, cortando por três vezes a taxa de juro, para o actual intervalo 1,50%-1,75%, contra a expectativa geral do mercado no final de 2018.

De acordo com as últimas estimativas, as economias emergentes e em desenvolvimento deverão crescer, em média, 3,9% em 2019, muito abaixo da previsão inicial de 4,7%. O abrandamento foi generalizado pelas várias geografias e regiões. Entre as maiores economias, o Brasil deverá crescer menos de 1% este ano, e a Índia é esperada expandir 5,8%, contra os esperados 7,4% no início do ano, penalizada pela incerteza em torno da regulamentação corporativa e ambiental, e da saúde do sector financeiro indiano. Por sua vez, a China deverá crescer 6,1% em 2019, ligeiramente abaixo dos inicialmente previstos 6,2%.

Medidas pelo índice Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return (Eur Hedged), as obrigações de dívida privada *High Yield* registaram uma rendibilidade total (preço e cupões) de 7,7% em Eur (Hedged).

*“Em termos de Dívida Pública, a recente subida das yields dos **Treasuries norte-americanos** abre a oportunidade para adicionar alguma protecção às Carteiras, útil para o caso da economia abrandar mais do que o esperado”.*

*“Para os investidores com menor aversão ao risco, a **Dívida Emergente** pode ser uma alternativa interessante de diversificação, em especial em **moeda local**, após as forte correcções registadas durante este ano (2018) em algumas moedas emergentes”.*

*“(…) as avaliações dos **mercados accionistas** melhoraram de forma assinalável nos últimos meses, após as quedas de Outubro (de 2018)”.*

*“Sectorialmente, na Europa, os **bancos** parecem demasiadamente descontados, com avaliações muito baixas. (...) Nos Estados-Unidos, a correcção do sector **tecnológico** pode criar oportunidade de entrar ou*

A rápida reacção dos bancos centrais, em particular da FED, aos sinais de abrandamento económico, traduziu-se numa pronunciada inversão de expectativas relativamente à evolução das taxas de juro em 2019. Com efeito, a FED acabou por cortar por três vezes as taxas de juro ao longo do ano e a yield dos Treasuries a 10 anos caiu dos 2,68% para os 1,78%. Assim, em termos médios, medida pelo índice Bloomberg Barclays US Treasury TR, a rentabilidade dos Treasuries ascendeu a 7,5%, em USD.

A par com a recuperação da generalidade das classes de activos com risco e espelhando a procura generalizada por yields superiores, num mundo de taxas de juro cada vez mais baixas nos mercados desenvolvidos, o índice Bloomberg Barclays EM Local Currency Government TR (Unhedged Eur) subiu 10,4%, em 2019.

As quedas registadas no último trimestre de 2018, combinadas com a recuperação dos resultados das empresas no mesmo ano, colocaram, no início de 2019, as avaliações dos principais mercados mundiais em níveis relativamente confortáveis, sobretudo quando comparadas com as taxas de juro e avaliações das obrigações de dívida privada. Assim, suportadas por baixas taxas de juro, bancos centrais proactivos e perspectivas de diminuição das tensões comerciais entre os Estados-Unidos e a China, os mercados accionistas registaram ganhos assinaláveis em 2019: o índice S&P-500 subiu 25,3%, fazendo máximos históricos sucessivos, e, na Europa, os índices EuroStoxx-50 e Dax-30 valorizaram 23,4% e 25,4%, respectivamente. Por sua vez, os mercados emergentes valorizaram em média 7,7%, em Usd, medidos pelo índice MSCI Emerging.

O cenário de taxas de juro negativas na Zona Euro, conjugado com a crescente concorrência das *fintechs*, afigura-se muito difícil para a generalidade dos bancos europeus. Ainda assim, apesar da *underperformance*, o ano foi positivo para o sector, com uma valorização média de 3,8%. Mais expressivos foram os ganhos nos sectores tecnológico (40,3%), telecomunicações (23,3%) e farmacêutico (17,5%), medidos pelos índices sectoriais do MSCI

*reforçar posições em empresas líderes mundiais e com potencial de crescimento. Em termos globais, sectores como o **farmacêutico**, **telecomunicações** e o da **segurança**, incluindo tecnológica, parecem igualmente interessantes”.*

*“Nos mercados cambiais, num cenário de inflação contida nos Estados-Unidos, o fim do ciclo de subida das taxas de juro pela FED, poderá significar uma correcção do **USD** (...). Por sua vez, as **moedas emergentes**, após as fortes quedas registadas (em 2018), serão as principais beneficiárias da possível correcção do USD.”.*

World (em Usd). Por sua vez, o sector da Segurança valorizou 35,5% (em Eur), medido pelo fundo Pictet Security.

Apesar da diminuição do diferencial das *yields* a 2 anos entre os Estados-Unidos e a Zona Euro (um dos principais *drivers* da cotação do Eur/Usd), dos 2,84%, no final de 2018, para os 1,96%, o dólar norte-americano voltou a apreciar face ao Euro, terminando o mês de Novembro nos 1,1018, suportado pelo maior crescimento económico dos EUA e pelo abrandamento da actividade industrial na Zona Euro. Por sua vez, as moedas emergentes, medidas pelo índice MSCI Emerging Markets Currency, recuperaram 5% (em Euros).

Paulo Monteiro

Redigido em 02 de Dezembro de 2019

Cotações em 29 de Novembro de 2019

Disclaimer

A informação contida neste documento foi elaborada pelo Departamento de Gestão de Activos do Banco Invest e tem carácter meramente informativo e particular, utilizando informação económica e financeira disponível ao público e considerada fidedigna. No entanto, a sua precisão não pode ser totalmente garantida e nada obsta a que aquelas fontes possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser alteradas pelo Banco Invest.

As opiniões expressas reflectem o ponto de vista dos autores na data da publicação, sujeitas a correcções, e podem ser diferentes ou contrárias a opiniões expressas por outras áreas do grupo, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. Assim, qualquer alteração verificada nas condições de mercado poderá implicar alterações ao conteúdo informativo deste relatório, cuja exactidão, veracidade, validade e actualidade deverá ser sempre devidamente analisada, avaliada e atestada pelos respectivos destinatários.

O presente documento é divulgado aos seus destinatários como mera ferramenta de apoio à tomada de decisão de investimento, não devendo nem podendo substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos actos e omissões que pratiquem. O Banco Invest rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, directa ou indirectamente da utilização da informação referida neste documento independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. Não é permitida a reprodução total ou parcial deste documento, sem autorização prévia. Mais se declara inexistirem quaisquer situações de conflito de interesses tendo por objecto o título e/ou emitente a que se reporta o presente documento, por um lado, e o autor do presente documento ou o Banco Invest, SA, por outro. O Banco Invest, ou os seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O Banco Invest, SA encontra-se sujeito à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Banco de Portugal.