

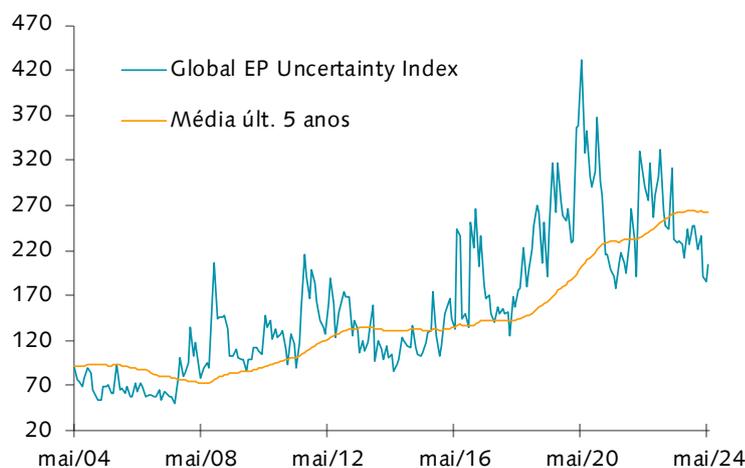
Alocação de Activos

O segundo trimestre de 2024 revelou-se positivo para diversas classes de activos, com particular destaque para as **Acções** norte-americanas, que registaram ganhos consideráveis. Entre as **Obrigações**, os títulos **High Yield** conservaram a trajectória ascendente que tem vindo a ser observada desde o início do ano, ao passo que as obrigações **Investment Grade** encerraram o trimestre em terreno marginalmente positivo, com as yields governamentais a permanecerem em grande medida inalteradas face ao final de Março. Do lado das matérias-primas, o **Ouro** registou mais um trimestre positivo, impulsionado não só por tensões geopolíticas crescentes, mas também pelo aumento da procura por parte de diversos bancos centrais. Porém, no que a esta classe de activos diz respeito, no segundo trimestre de 2024 o destaque recai sobre a **Prata**, que viu a sua cotação em USD subir cerca de 24%.

Como consequência da **incerteza geopolítica** e de **avaliações historicamente altas**, que contribuem para que os prémios de risco se mantenham em níveis historicamente baixos, mantemos uma abordagem prudente, sem alterações significativas em termos de Alocação de Activos. Com efeito, a exposição a risco permanece globalmente inalterada, mantendo-se a opção pela acumulação de alguma liquidez que, num cenário de avaliações mais atractivas, poderá ser reaplicada por meio do reforço de posições a níveis mais interessantes.

Na nossa opinião, com os actuais **prémios de risco**, as rendibilidades futuras das Acções deverão ser significativamente mais baixas do que as observadas nos últimos cinco anos. Por outro lado, na Dívida Privada, apesar dos actuais níveis dos *spreads* de crédito, as *yields* permanecem interessantes e com margem de segurança em termos de probabilidades de *default* implícitas.

Índice *Global Economic Policy Uncertainty*



Fonte: Bloomberg.

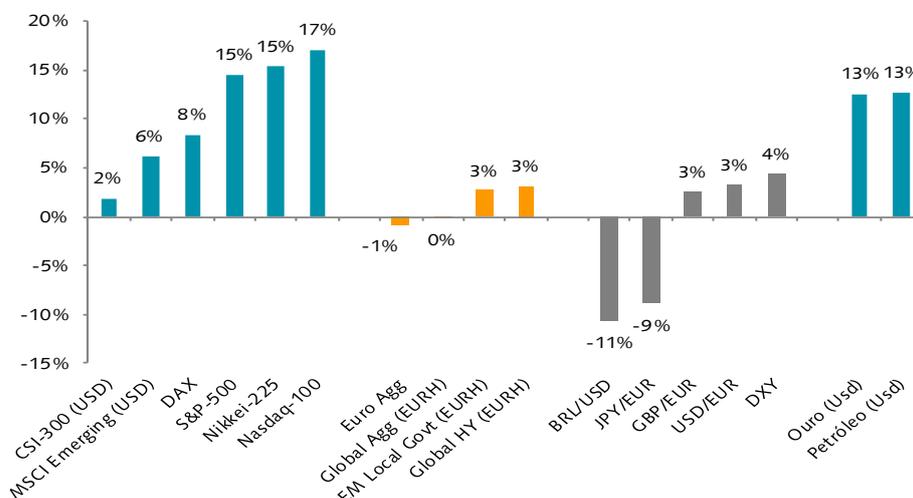
Mercados no 2º trimestre de 2024

No segundo trimestre, nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 registaram ganhos de 4,0% e 7,9%, em USD, respectivamente. De uma perspectiva sectorial, os ganhos foram liderados pelos sectores Tecnológico (+14,1%), Serviços de Comunicação (+7,7%) e *Utilities* (+5,0%). Entre as piores *performances*, destaque para o sector da Energia, que saiu do trimestre penalizado pela queda na cotação do barril de Brent.

Por sua vez, na Europa o trimestre não foi tão positivo, com os índices Stoxx-600 e EuroStoxx-50 a registarem variações de +0,5% e -3,5%, respectivamente. Entre os principais mercados, o destaque recai sobre o índice francês CAC-40 (-7,0%), que registou uma queda acentuada, em virtude da instabilidade política que se fez sentir no país no seguimento das Eleições Europeias de 9 de Junho. O partido de Marine Le Pen ganhou as eleições com mais de 30% dos votos, contribuindo para que o presidente francês apelasse à dissolução do parlamento e realização de eleições legislativas antecipadas em duas voltas, que terão lugar nos dias 30 de Junho e 7 de Julho.

Entre os mercados emergentes (+4,2%, medido pelo índice MSCI Emerging Markets, em USD), o destaque vai para os mercados turco (BIST-100, +18,6%) e indiano (SENSEX, +4,8%), em moeda local. Pelo contrário, os *underperformers* foram os mercados brasileiro (IBOV, -5,3%) e o mexicano (MEXBOL, -8,0%), igualmente em moeda local. Este último foi fortemente penalizado pelas eleições realizadas no país, que levaram à formação de uma maioria no Congresso que poderá ser a favor de algumas das reformas anti mercado propostas pela nova presidente do México, Claudia Sheinbaum.

Rendibilidades – 2024 YTD



Fonte: Bloomberg. Cotações em 21-Jun-24

Nos mercados obrigacionistas, no segundo trimestre do ano não se verificaram mudanças significativas nas *yields* da dívida soberana. Nos Estados Unidos, a resiliência da economia continua a contribuir para a constante reavaliação quanto ao *timing* dos cortes de taxas de juro pela FED, que optou por manter as taxas inalteradas na sua reunião de Junho. Em linha com o referido, os Treasuries a 2 e 10 anos encontravam-se, em 21 de Junho, nos 4,73% e nos 4,26%, após variações de +11 bp e +6 bp desde o início do trimestre, respectivamente. Do outro lado do Atlântico, na Zona Euro as *yields* dos Bunds alemães a 2 e 10 anos variaram -6 bp e +11 bp, para os 2,79% e 2,41%, respectivamente. Importa ainda realçar que, em 6 de Junho, o BCE anunciou cortes de 25 bp nas taxas de juro de referência.

Nos segmentos de dívida privada, em linha com o optimismo dos mercados accionistas, os *spreads* de crédito encerraram o trimestre com variações ligeiras. Com efeito, os *spreads* do High Yield subiram 12 bp nos Estados Unidos, e 13 bp na Europa, para os 342 bp e 371 bp, respectivamente. No segmento de Investment Grade, as variações foram igualmente moderadas, tendo os *spreads* encerrado o trimestre nos 53 bp (+2 bp) e 62 bp (+8 bp), respectivamente. Deste modo, os índices globais de High Yield e Investment Grade variaram +0,9% e +0,2%, em EUR, no trimestre.

Nos mercados cambiais, o USD ganhou 0,9% contra o EUR e 5,6% contra o JPY, tendo depreciado contra a GBP (-0,2%). Quanto ao índice Dollar Spot (DXY), que mede a performance do USD contra as principais divisas mundiais, o mesmo registou uma subida de 1,2%, no segundo trimestre.

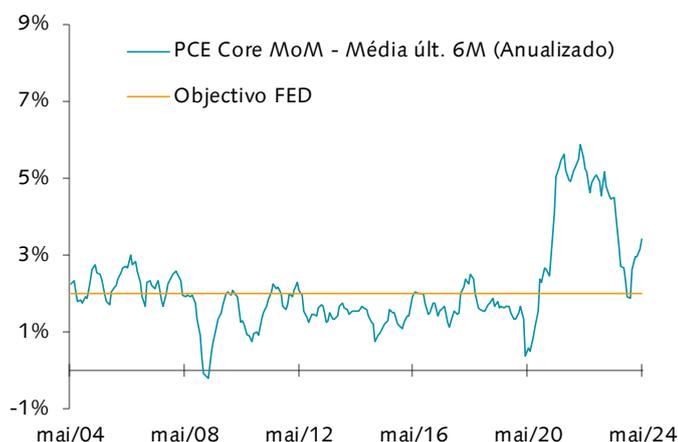
Por fim, as matérias-primas apresentaram uma variação média residual, no valor de -0,6%, medido pelo índice S&P GSCI Spot, em USD, no trimestre. Apesar da já referida *performance* positiva de alguns metais preciosos, os produtos relacionados com Energia tiveram um mês negativo (-1,8%, em USD). No que diz respeito aos Produtos Agrícolas, perderam, em média, -3,7%, em USD, ao passo que os Metais Industriais e os Metais Preciosos registaram, em média, variações de +8,7% e +5,5%, respectivamente.

Outlook para o 3º trimestre de 2024

No contexto actual, embora as avaliações dos activos com risco se mantenham em níveis pouco atractivos em termos relativos, o segundo trimestre ficou marcado por algumas tendências positivas observadas, sobretudo, nos mercados accionistas.

Com efeito, por força da divulgação de resultados positivos das empresas e da confiança depositada pelos investidores na tese de que a adopção da **inteligência artificial generativa** poderá culminar em ganhos de produtividade significativos, os riscos associados a fenómenos como o eventual reacender da **inflação** ou as crescentes **tensões geopolíticas** foram relegados para segundo plano, não tendo impedido a performance positiva de classes de activos com maior risco.

Inflação nos Estados Unidos (*Personal Consumption Expenditures, PCE*)



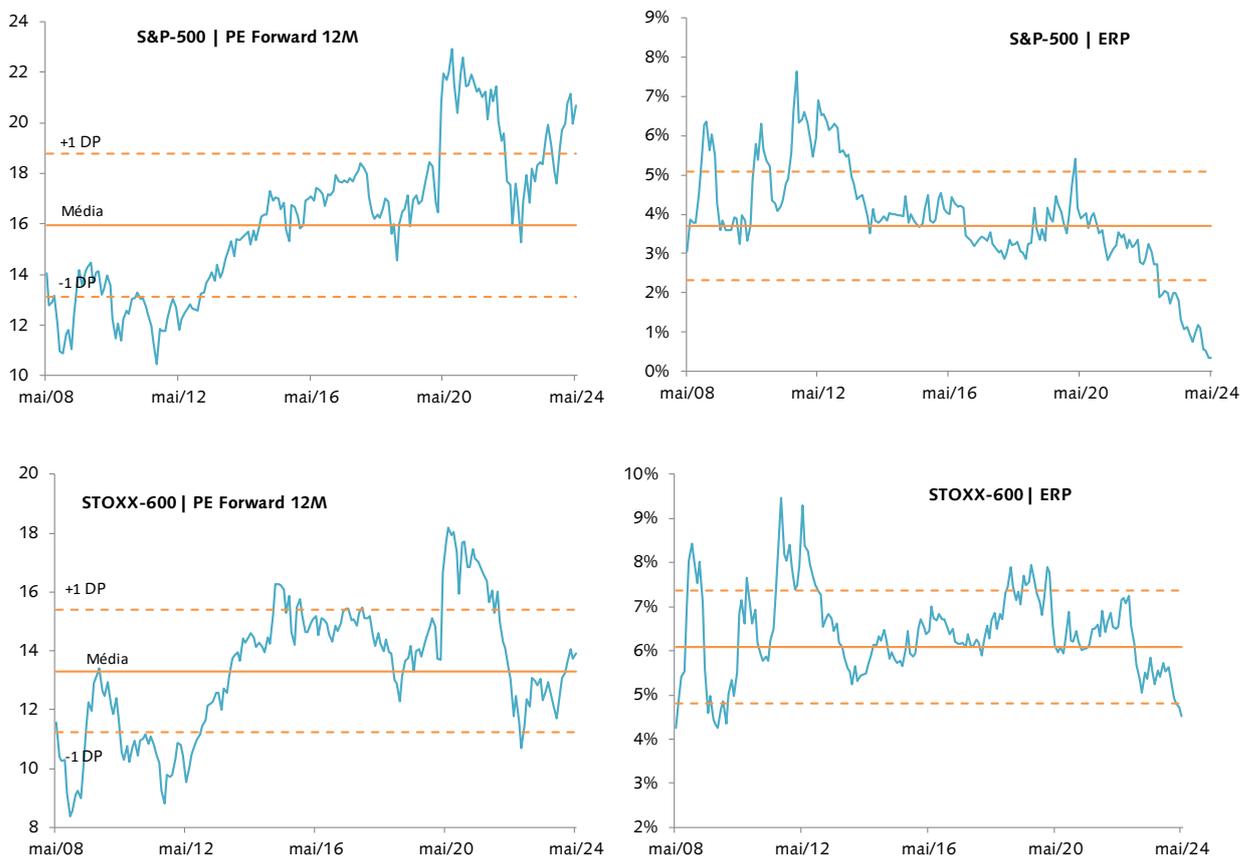
Fonte: Bloomberg.

No entanto, num contexto de taxas de juro mais altas e por mais tempo, incerteza económica e política e existência de diversos riscos geopolíticos, preservamos a visão de que os **prémios de risco**, em particular das **Acções**, permanecem muito deprimidos para, na conjuntura actual, justificar um aumento na respectiva alocação.

Na nossa opinião, as Acções descontam um cenário de *softlanding* económico, sendo que as estimativas de crescimento de resultados em 2024 se encontram em níveis porventura muito optimistas. Em linha com o referido, não constitui uma surpresa o facto de, nos Estados Unidos, este optimismo se traduzir num múltiplo de resultados (*Price Earnings*) muito superior à média histórica e, conseqüentemente, num prémio de risco (ERP) muito baixo, em particular, quando confrontados com as actuais *yields* da Dívida Pública. Em dissonância com o mercado norte-americano, na Europa e nos Mercados Emergentes, as avaliações parecem mais interessantes, mas os prémios de

risco mais elevados são justificados e, no curto prazo, podem manter-se elevados, atendendo aos riscos geopolíticos que pairam sobre estas regiões e considerando o pior desempenho económico verificado nas economias das regiões em causa.

Price Earnings e Risk Premiums



Fonte: Bloomberg, Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Numa nota mais positiva, no plano da inflação foram observados alguns sinais de progresso nas principais economias desenvolvidas. Apesar da inflação nos serviços permanecer elevada, diversos factores deixam antever uma eventual continuação da tendência decrescente da inflação nalguns sectores de relevo.

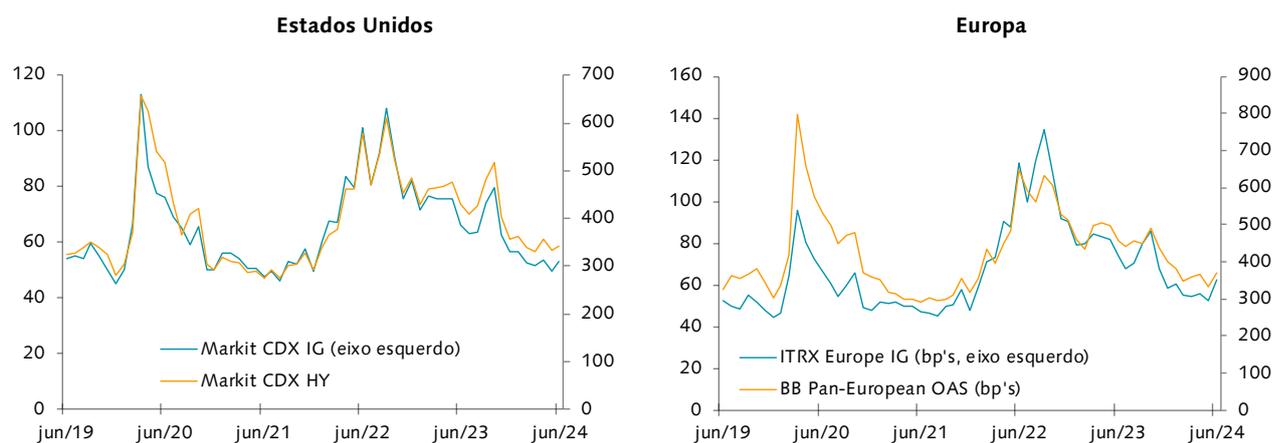
Em linha com o referido, a normalização da inflação abriu a porta a que alguns Bancos Centrais começassem a cortar taxas de juro. Caso o ciclo de corte de taxas de juro se materialize de forma generalizada, o mesmo poderá vir a suportar o sector **Tecnológico**, ainda para mais animado pelo tema da inteligência artificial, e permitir a recuperação das acções das empresas relacionadas com os temas das **Infraestruturas** e da **Transição Energética**, muito penalizados no último ano com a subida das taxas de juro. De igual modo, mantemos a exposição aos temas da

Segurança e da Saúde, cujas perspectivas a médio-longo prazo, na nossa opinião, se mantêm positivas.

Pelo contrário, mantemos a subexposição aos sectores mais cíclicos, incluindo o **Financeiro**. Apesar das avaliações historicamente interessantes (baixos múltiplos de resultados e altos *dividend yields*), factores como a elevada regulação, baixo crescimento de resultados, crescente competição pelas *fintechs* e baixa rentabilidade sobre os capitais investidos levam-nos a preferir investir nestes sectores preferencialmente via **Dívida Subordinada**, de forma selectiva.

Face ao exposto, mantemos igualmente a visão de que a conjugação de um menor crescimento económico e um pico na inflação e nas taxas de juro resulta num cenário favorável para as Obrigações, em particular de **Dívida Pública** core, com maturidades mais longas, em especial depois da subida das *yields* registadas no primeiro semestre.

Spreads de Crédito (%)



Fonte: Bloomberg. Indices Bloomberg Barclays. *Yields* Corp Investment Grade

Na **Dívida Privada**, na nossa opinião, os mercados revelam-se algo complacentes face aos riscos de abrandamento económico, em especial no segmento High Yield. Neste sentido, continuamos a preferir as obrigações de Investment Grade e, de forma selectiva, emissões de **Dívida Híbrida**.

Por último, continuamos *underweight* no **dólar norte-americano**, defendendo que a cotação do EUR/USD permanece abaixo do nível (teórico) justificável considerando a relação histórica entre a mesma e a evolução do diferencial de taxas de juro a 2 anos das duas moedas, mesmo admitindo que possa existir um prémio de risco sobre a moeda europeia devido à guerra na Ucrânia.

EUR/USD e diferencial de taxas de juro a 2 anos

Modelo de regressão linear entre o diferencial de taxas de juro a 2 anos e a cotação do EUR/USD (R^2 igual a 0,37)



Fonte: Bloomberg, Banco Invest. Modelo de regressão linear entre o diferencial de taxas de juro a 2 anos e a cotação do EUR/USD

Concluindo, os principais Banco Centrais já começaram ou preparam-se para iniciar um novo ciclo de cortes das taxas de juro, embora o devam fazer com particular cautela tendo em conta que a taxa de inflação permanece ainda acima da meta dos 2%, em particular nos Estados Unidos.

Neste sentido, o foco dos investidores deverá progressivamente virar-se para os resultados e *guidances* fornecidos pelas empresas. Até esta data, sem dúvida que os resultados têm saído globalmente positivos, mas as cotações em bolsa continuam a adiantar-se aos mesmos, com a consequente expansão de múltiplos e contração dos prémios de risco. Como tal, mantemos uma exposição relativamente neutral na componente accionista, procurando combinar sectores mais *growth*, como a tecnologia e a segurança, com outros mais defensivos, como a saúde. Entre as obrigações, continuamos a identificar mais valor no Investment Grade, nomeadamente, em Dívida Pública.

Paulo Monteiro
Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA
Redigido em 25 de Junho de 2024
Cotações em 21 de Junho de 2024

Disclaimer

A informação contida neste documento foi elaborada pelo Departamento de Gestão de Activos 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. Não há qualquer periodicidade na emissão dos presentes relatórios.

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 presente documento e as eventuais recomendações de investimento aqui contempladas não podem em nenhuma circunstância ser consideradas como consultoria para investimento. 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 do Banco Invest. 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 da presente recomendação 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.