

Alocação de Activos

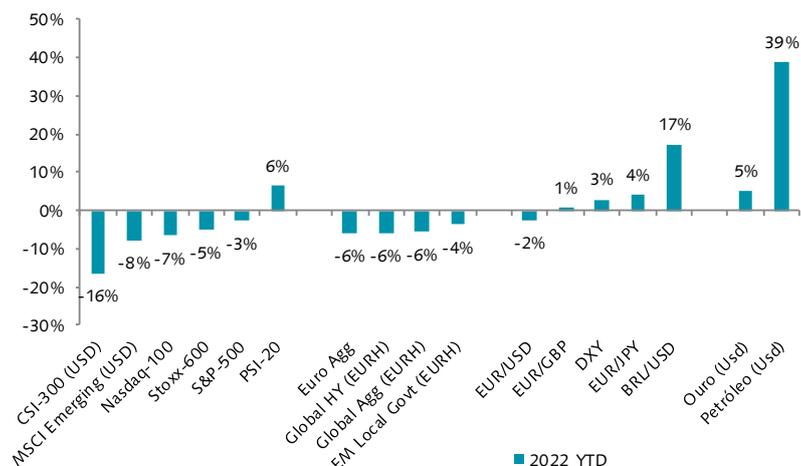
O ano de 2022 iniciou-se com a perspectiva de subida de taxas pelos principais bancos centrais, seguida da invasão da Ucrânia pela Rússia, no final de Fevereiro. Ambos os acontecimentos estiveram na base da elevada volatilidade registada nos mercados financeiros.

Para além da tragédia humanitária, a eclosão de uma guerra em pleno continente europeu, agravada pelo facto de ser iniciada por uma potência nuclear, veio adicionar ainda mais incerteza quanto à evolução da economia (e ordem) mundial.

No plano económico, o impacto imediato é a visível subida da taxa de inflação. E, regra geral, uma taxa de inflação mais elevada traduz-se em taxas de juro mais altas e bancos centrais com políticas monetárias mais restritivas. Por sua vez, taxas de juro mais altas, potencialmente acompanhadas por abrandamento económico, poderão significar múltiplos de avaliação mais baixos e *spreads* de crédito mais altos, nos mercados accionistas e de crédito, respectivamente.

Assim, mantemos a Alocação de Activos com um posicionamento defensivo e com uma elevada percentagem em Liquidez. Apesar das classes de activos mais cíclicas estarem agora com avaliações mais atractivas, considerando a elevada incerteza reinante, mantemos uma exposição *Neutral* em Acções. Entre as Obrigações, mantemos a exposição aos segmentos High Yield e Corporate Hybrids, embora globalmente *Underweight* na classe de activos. Por fim, nos Alternativos, reduzimos a exposição aos metais preciosos.

Rendibilidades desde o início do ano (YTD)



Fonte: Bloomberg.

Mercados financeiros no 1º trimestre

O 1º trimestre de 2022 ficou marcado pela elevada volatilidade nos mercados accionistas e pela subida abrupta das *yields* das obrigações governamentais e dos *spreads* de crédito.

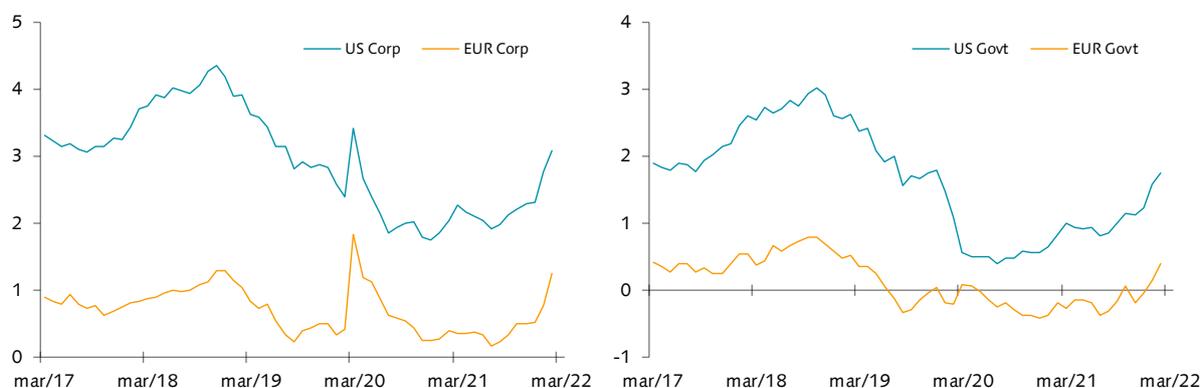
Nos mercados accionistas o trimestre terminou com rendibilidades negativas, embora muito longe dos mínimos. Nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 registaram perdas de -2,8% e -6,6%, após terem estado a perder mais de 10% e quase 20%, respectivamente. Por sua vez, na Europa, os índices EuroStoxx-50 e DAX-30 perderam -6,9% e -6,7%, respectivamente. Após o início da guerra na Ucrânia, estes dois últimos mercados chegaram a acumular perdas de 20%, conseguindo, contudo, recuperar apesar da incerteza dominante, em particular na Europa, e da subida das *yields* das obrigações governamentais.

De facto, a forte subida da taxa de inflação obrigou os bancos centrais a adoptarem uma postura menos acomodaticia, sinalizando a subida das taxas de juro directoras. Nos Estados Unidos, a FED aumentou as taxas de juro em 25 bp, para o intervalo 0,25%-0,5% e anunciou novas subidas ao longo dos próximos meses, bem como o fim imediato do programa de compra de títulos. Na Zona Euro, o BCE também iniciou a redução das compras de obrigações e abriu a porta à subida das taxas de juro até ao final deste ano. Nos mercados monetários, as taxas de juro directoras são esperadas terminar o ano nos 2,4% nos Estados Unidos (actual 0,5%), e nos 0,0% na Zona Euro (actual -0,5%).

Assim, nos mercados de dívida pública o trimestre caracterizou-se por uma subida das respectivas *yields* no mercado secundário. Nos Estados Unidos, a *yield* dos Treasuries a 10 anos terminou o trimestre nos 2,39%, mais 88 bp relativamente ao

final do ano passado, e praticamente igual à *yield* no prazo dos 2 anos (2,36%). Por sua vez, na Zona Euro a *yield* dos Bunds a 10 anos subiu 81 bp no trimestre, para os 0,63%, o valor mais elevado desde meados de 2018.

Yields das Obrigações (%)



Fonte: Bloomberg. Índices Bloomberg Barclays

Tal como verificado nos mercados accionistas, também os *spreads* de crédito registaram uma recuperação significativa face aos mínimos do trimestre. Ainda assim, os *spreads* do segmento Investment Grade subiram, em média, 16 e 25 bp, para os 66 e 72 bp, nos Estados Unidos e na Europa, respectivamente. No segmento de High Yield, os *spreads* aumentaram 73 e 80 bp, para os 367 e 398 bp, respectivamente, situando-se já acima dos valores de final de 2019.

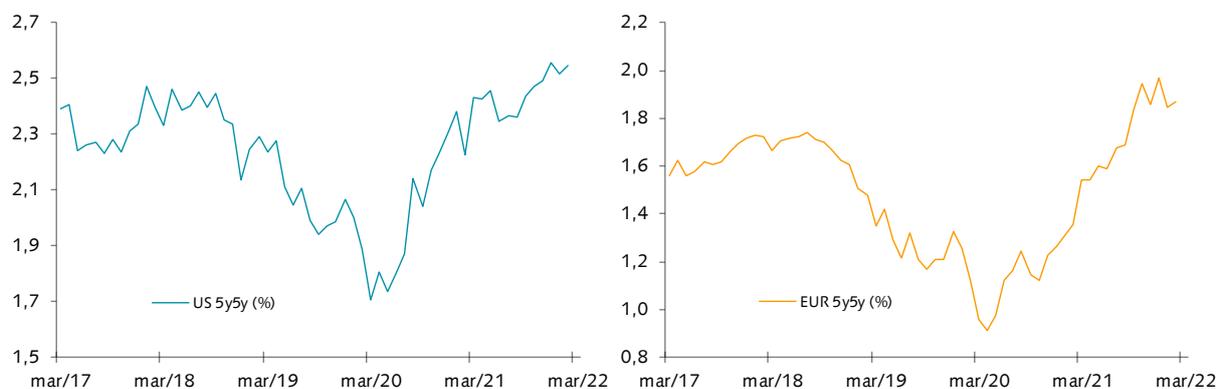
Principais riscos

Nos próximos trimestres a evolução dos mercados continuará, sobretudo, condicionada pela evolução dos preços das matérias-primas, nomeadamente da energia e dos produtos agrícolas, e, consequentemente, da taxa de inflação. Os bancos centrais tentarão resolver o actual desequilíbrio entre a procura e a oferta, que teve origem com a pandemia COVID-19 e os seus efeitos nas cadeias de abastecimento globais, com a subida das taxas de juro (e a diminuição da procura). Neste momento, a incerteza permanece muito elevada, mas a forma como este ajustamento ocorrer poderá significar, um abrandamento económico. Se a diminuição da procura não for acompanhada pelo aumento da oferta – a subida das taxas de juro pode diminuir a procura mas não resolve o problema do lado da oferta, agora agravado com a guerra na Ucrânia –, a manutenção de uma taxa de inflação elevada poderá traduzir-se num cenário de estagflação, de todo indesejável pelas consequências sociais e económicas que tal significaria.

De qualquer forma, de momento, tal cenário não é o mais provável. De acordo com os valores implícitos nas *inflation-linked bonds*, os mercados descontam uma normalização da taxa de inflação nos próximos anos, em torno dos 2,6% e 2,3% nos Estados Unidos e Zona Euro, respectivamente. Ou seja, os mercados esperam uma

normalização da taxa de inflação, perto dos níveis de referência dos bancos centrais (2%), e os principais organismos oficiais continuam a projectar um crescimento da economia mundial na ordem dos 4% em 2022, e 3,6% em 2023.

Taxas *swap* 5Y5Y (inflação esperada)



Fonte: Bloomberg.

Outlook para o 2º trimestre

Neste contexto de incerteza, com potencial menor crescimento económico e manutenção de uma taxa de inflação durante 2022, a Alocação de Activos recomendada permanece relativamente defensiva. Durante o 1º trimestre do ano, aproveitou-se a queda dos mercados accionistas para aumentar a exposição para o nível *Neutral*, mas a Liquidez mantém-se elevada, proveniente da posição *Underweight* em Obrigações.

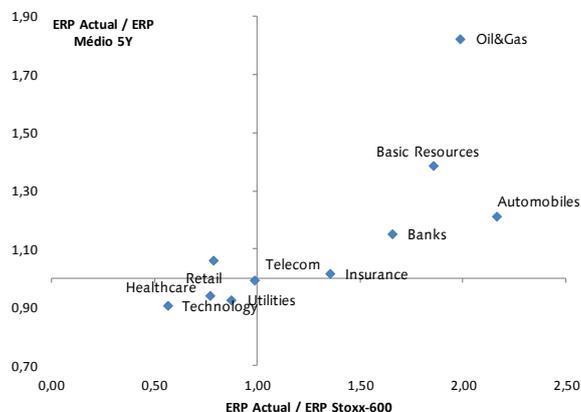
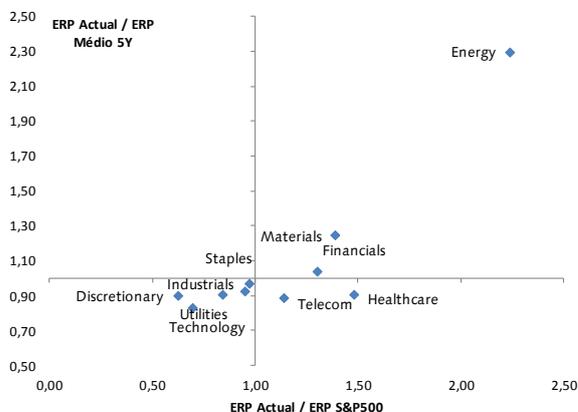
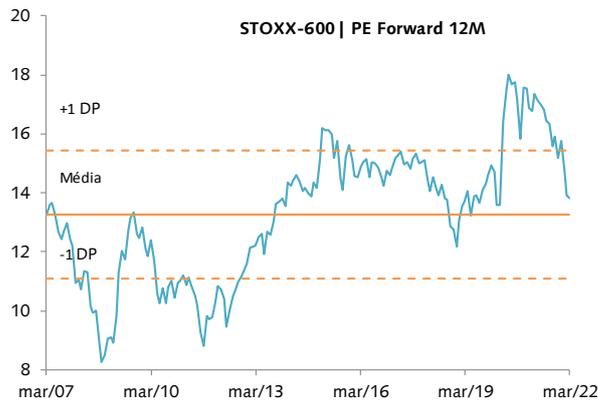
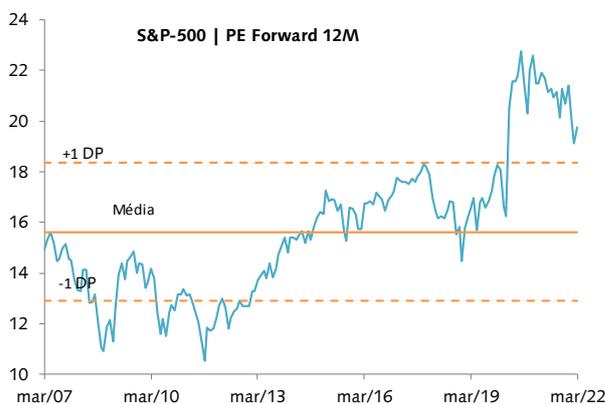
Com efeito, a diminuição dos múltiplos de avaliação dos principais mercados accionistas, na nossa opinião, melhoraram a perspectiva de retornos, pelo menos no curto prazo. O índice S&P-500 transacciona agora com um rácio *Price-Earnings* (PE) de 19,8x os resultados esperados nos próximos doze meses, contra os 21,4x observados no final do ano passado. Por sua vez, na Europa, o índice Stoxx-600 transacciona com um PE de 13,8x, que compara com os 15,8x no final de 2021. Apesar de serem ainda valores historicamente elevados, os mesmos devem ser analisados à luz da recente subida das *yields* das obrigações governamentais; ou seja, assumindo que o potencial de subida das *yields* é agora menor, até pelas incertezas quanto ao cenário macroeconómico, o impacto negativo da subida das *yields* é cada vez menor nos múltiplos de avaliação, mantendo-se os resultados das empresas.

Assim, num cenário de potencial menor crescimento económico e subida limitada das *yields*, na componente accionista voltamos a aumentar a exposição aos designados sectores *Growth* caracterizados, regra geral, por níveis de endividamento mais baixos e maior resiliência em termos de margens e *pricing power*, com a Tecnologia e a Segurança, contrabalançados com sectores mais *Defensivos*, como as Infraestruturas e as Farmacêuticas. Numa óptica mais táctica e como *hedging* a uma

subida das taxas de juro maior do que o esperado, mantemos igualmente alguma exposição a sectores mais cíclicos, como o Financeiro e o Industrial.

Em termos geográficos, apesar de os mercados europeus e emergentes transacionarem com desconto relativamente aos congéneres norte-americanos, a exposição aos Estados Unidos foi aumentada para o nível Neutral, tal como os dois primeiros. Contudo, entre os emergentes foram realizados ajustamentos, com a diminuição da exposição à China, e aumento no Vietname. Na nossa opinião, a combinação do abrandamento económico com o aumento da pressão regulatória e, mais recentemente, com a posição quanto à guerra na Ucrânia, deverá limitar a redução do prémio de risco do mercado accionista chinês. Pelo contrário, a economia vietnamita poderá beneficiar da deslocalização e diversificação de risco de empresas internacionais até agora sobretudo dependentes China para a produção dos seus produtos.

Price-to-Earnings Ratio e Radar Sectorial

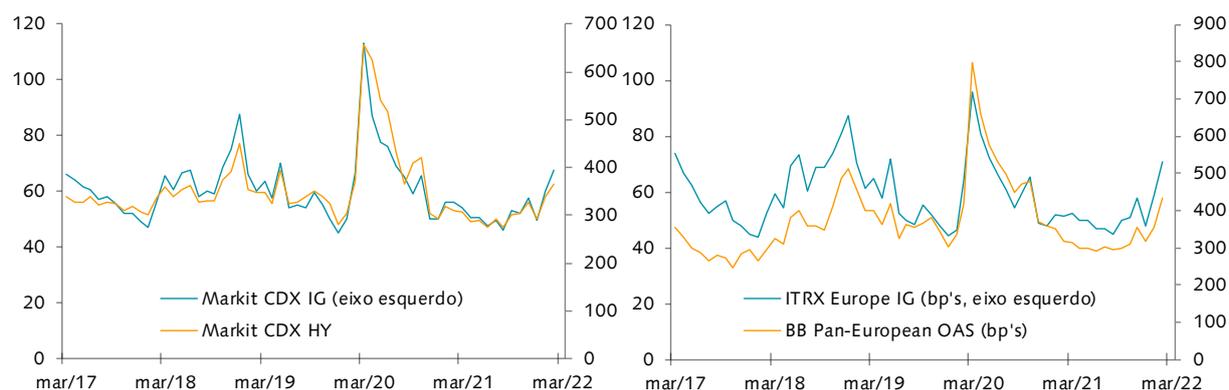


Fonte: Bloomberg, Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Entre as Obrigações, mantemos a estratégia *barbell* dos últimos trimestres, com a exposição aos segmentos de maior risco, como o High Yield, Corporate Hybrids e Emergentes, em moeda local, a serem contrabalançados com uma elevada percentagem alocada a Liquidez e Ouro, enquanto desvios a Obrigações. Desta forma, a exposição a Dívida Pública permanece residual, e a *duration* média muito baixa.

Com efeito, uma exposição diversificada em dívida privada (High Yield e Corporate Hybrids com *ratings* Investment Grade), com maturidades médias baixas, continua a fazer sentido, num cenário de crescimento económico positivo, ainda que potencialmente menor do que o inicialmente esperado. Na nossa opinião, após a recente subida, os actuais *spreads* de crédito já incorporam grande parte dos riscos de menor crescimento económico e deterioração das margens das empresas.

Spreads de Crédito (bp)



Fonte: Bloomberg.

Concluindo, apesar da incerteza reinante, agravada pelo cenário de guerra na Ucrânia e as dúvidas sobre a sua duração e desfecho, as avaliações das classes de activos mais cíclicas, como as Acções e o Crédito, encontram-se agora em níveis mais atractivos. Embora as actuais avaliações ainda não sejam suficientemente baixas para assegurar rendibilidades esperadas semelhantes às registadas nos últimos anos, a boa notícia é que as *yields* das obrigações estão mais altas (e, na Zona Euro, positivas) o que, para os investidores Conservadores, permite o investimento em níveis mais interessantes, e, para os Dinâmicos, limita o risco de contracção dos múltiplos de avaliação por efeito da subida das *yields*.

Assim, a diversificação continuará a ser fundamental, combinando posições com maior risco e rendibilidade esperada, como é o caso das Acções e o High Yield, com

posições de menor risco e retorno, como a Liquidez e o Ouro. Entre as Acções, a abordagem deverá ser global e com exposição às grandes tendências dos próximos anos, como a transição digital e energética.

Paulo Monteiro

Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA

Redigido em 30 de Março de 2022

Cotações em 29 de Março de 2022

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.