

Alocação de Activos

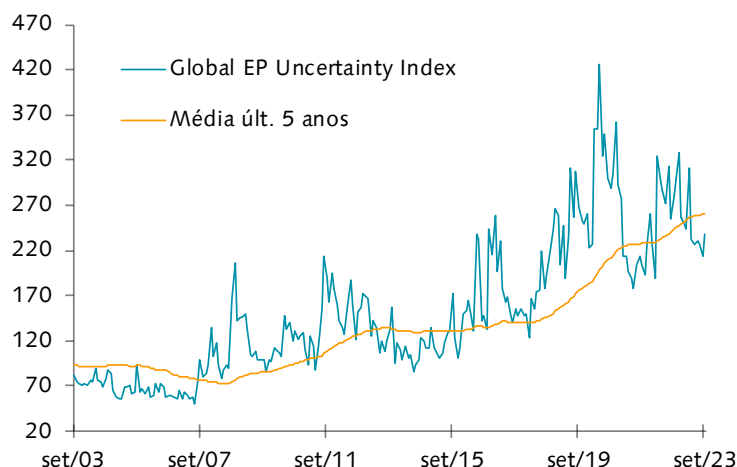
O ciclo de subida das taxas de juro aproxima-se do fim, num contexto de diminuição da inflação e de abrandamento económico. Nas Acções, mantemos uma posição relativamente defensiva, combinando sectores mais growth, como a Tecnologia e a Segurança, com outros mais defensivos, como a Saúde e as Utilities.

O desempenho da economia mundial surpreendeu pela positiva em 2023, excedendo as expectativas mais optimistas: apesar da forte subida das taxas de juro, a economia norte-americana revelou-se particularmente resiliente; a Europa reduziu a dependência do gás russo, evitando a catástrofe económica; e, a inflação global diminuiu de forma significativa sem um grande impacto em termos de desemprego.

Nos mercados financeiros, a euforia em torno do desenvolvimento e das perspectivas de crescimento da Inteligência Artificial (IA) impulsionou os principais índices accionistas, em particular as empresas do sector tecnológico, comprimindo ainda mais os prémios de risco, num contexto de subida das *yields* da dívida pública. Nos mercados de dívida privada o cenário foi idêntico, com os *spreads* de crédito a terminarem 2023 perto dos mínimos do ano.

Entretanto, à guerra da Rússia na Ucrânia e às tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China, juntaram-se a guerra em Israel e a ameaça de escalada do conflito no Médio Oriente. Face ao aumento das tensões geopolíticas, os países e as empresas procuram novos fornecedores e parceiros comerciais, num movimento de diversificação e diminuição do risco das cadeias de abastecimento, potencialmente resultante numa menor globalização.

Deste modo, 2024 inicia-se num contexto de muitas mudanças potencialmente disruptivas em termos tecnológicos (eg, IA), económicos (eg, taxas de juro e níveis de endividamento elevados) e políticos (eg, eleições presidenciais nos Estados Unidos), que se traduzem na subida do índice global de incerteza para o máximo dos últimos cinco anos.

Índice *Global Economic Policy Uncertainty*

Fonte: Bloomberg.

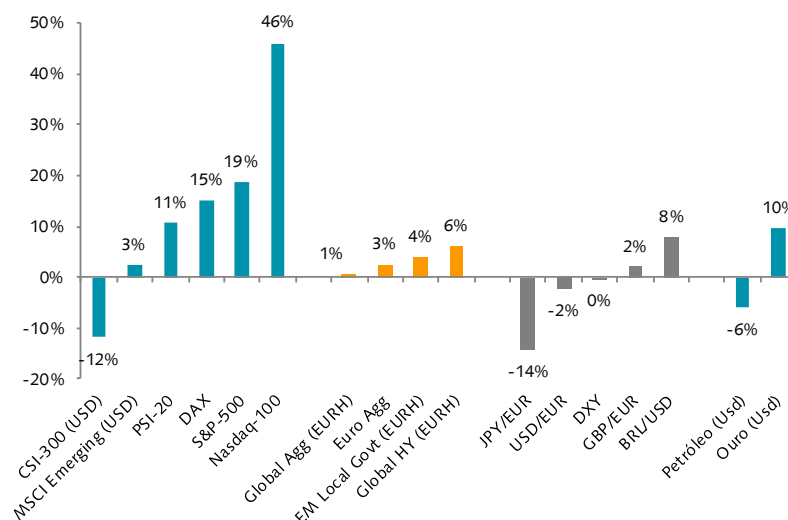
Mercados em 2023

Desde o início do ano, nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 registam valorizações¹ de +18,7% e +46,1%, em USD, respectivamente. Em termos sectoriais, os ganhos foram liderados pelas empresas tecnológicas (+50,4%), nomeadamente as ligadas aos temas da inteligência artificial e *cloud*, seguidas pelos sectores de Consumo Discrecional (+32,7%) e o Industrial (+8,0%). A dispersão de retornos foi particularmente elevada, com os sectores das Utilities, Consumo Básico e Healthcare a registarem perdas de -11,7%, -4,6% e -3,8%, respectivamente.

Por sua vez, na Europa, os índices Stoxx-600 e EuroStoxx-50 ganharam +8,3% e +15,2%, respectivamente. Entre os principais mercados, destaque para o índice alemão DAX, com uma valorização de +15,1% e para o italiano FTSE MIB, com um ganho de 24,2%, desde o início do ano. A nível sectorial, destacaram-se pela positiva os sectores do Retalho (+27,4%), o Tecnológico (+25,6%), e o Bancário (+15,5%), este último beneficiando da melhoria da margem financeira dos bancos em resultado da subida das taxas de juro. Pela negativa, destacaram-se os sectores dos Recursos Básicos (-10,4%) e de Consumo Básico (-4,0%).

¹ Cotações em 24-Nov-23

Rendibilidades – 2023 YTD

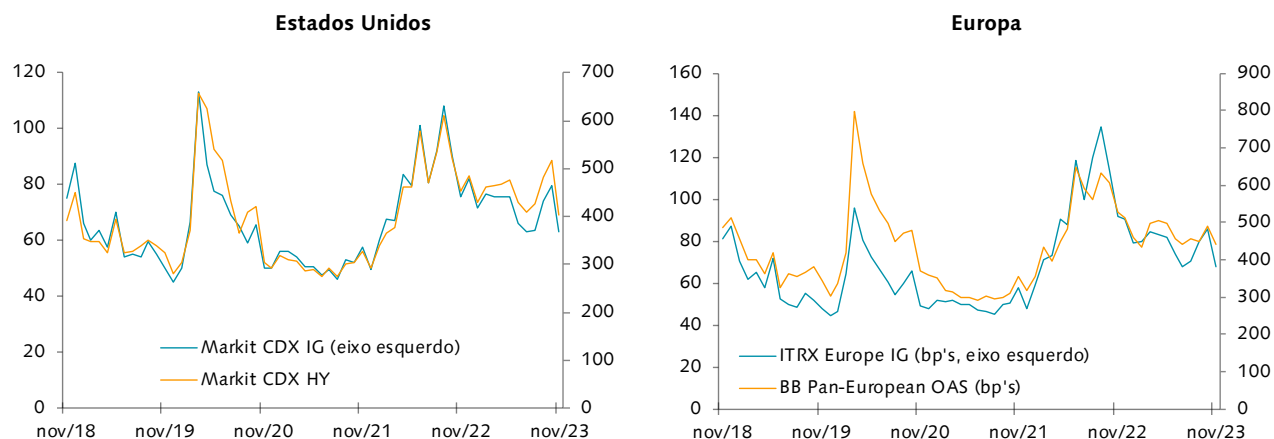


Fonte: Bloomberg. Cotações em 24-Nov-23

Entre os mercados emergentes (+2,5%, medido pelo índice MSCI Emerging Markets, em USD), os *outperformers* foram os mercados brasileiro (IBOV, +23,5% USD) e indiano (S&P BSE Sensex, +7,7% USD). Pelo contrário, os *underperformers* foram os mercados chinês (CSI 300, -11,8% USD) e o turco (BIST 100, -6,4% USD), entre os principais.

Nos mercados obrigacionistas, o ano ficou marcado pela subida das *yields* da dívida soberana, em particular nos Estados Unidos. Com efeito, a resiliência da economia norte-americana, apesar da diminuição da inflação, levou a uma reavaliação quanto ao *timing* dos cortes de taxas de juro pela FED e, consequentemente à subida das *yields*. Deste modo, os Treasuries a 2 e 10 anos terminaram o trimestre nos 4,95% e nos 4,47%, após as variações de +52 bp e +59 bp, respectivamente. Por seu turno, na Zona Euro, onde o BCE subiu por seis vezes as taxas de juro (colocando a taxa de juro para depósitos nos 4,0%), as *yields* dos Bunds alemães a 2 e 10 anos subiram +31 bp e +7 bp, para os 3,07% e 2,64%, respectivamente. Em ambos os blocos económicos as *yield curves* continuam invertidas, com os mercados a descontarem um abrandamento económico e a normalização da inflação.

Nos segmentos de dívida privada, apesar da volatilidade dos mercados accionistas e da incerteza geopolítica, os *spreads* de crédito encerram o ano com ganhos. Com efeito, os *spreads* do High Yield desceram 80 bp nos Estados Unidos, e diminuíram 72 bp na Europa, para os 404 bp e 440 bp, respectivamente. No segmento de Investment Grade, as descidas foram moderadas, tendo os *spreads* estreitado para os 63 bp (-19 bp) e 68 bp (-22 bp), respectivamente. Deste modo, os índices globais de High Yield e Investment Grade valorizaram +6,2% e +0,7%, em EUR, desde o início do ano.

Spreads de Crédito (%)

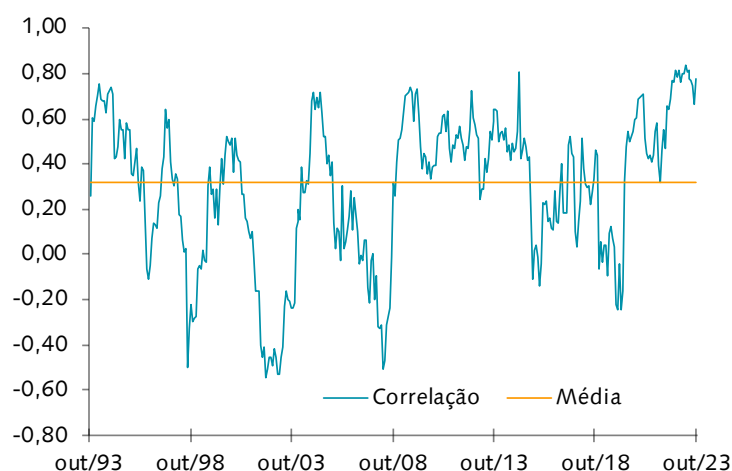
Fonte: Bloomberg. Indices Bloomberg Barclays. Yields Corp Investment Grade

Nos mercados cambiais, o ano foi de ganhos para a moeda europeia (EUR) relativamente às principais divisas mundiais. Com efeito, o EUR ganhou 2,2% contra o USD, e 11,7% e 16,4% contra a NOK e JPY, respectivamente. Por sua vez, relativamente ao Remimbi (CNY) apreciou 6,3%, e perdeu -2,0% face à Libra inglesa (GBP).

Por fim, descontando o abrandamento da economia mundial, em larga medida devido ao comportamento da Zona Euro e da China, as matérias-primas perderam, em média, -9,1%, medido pelo índice S&P GSCI Spot, em USD, desde o início do ano. Entre esta classe de activos, destacaram-se pela positiva os Metais Preciosos (+10,0%, USD), em particular o Ouro (+9,7%, USD) que retornou aos 2.000 USD/Onça, reflectindo a fraca *performance* do USD e as tensões geopolíticas, nomeadamente o início da guerra na Faixa de Gaza e potencial risco de alastramento a outras regiões no Médio Oriente. Por seu turno, os Produtos Agrícolas perderam -15,9%, o Petróleo perdeu -5,9% e os Metais Industriais caíram -9,5%, todos em USD.

Outlook 2024

Os últimos dois anos foram marcados pelo aumento da correlação entre Obrigações e Acções, num contexto de subida de taxas de juro e abrandamento económico. Com efeito, em 2022 ambas as classes de activos registaram fortes perdas e, no ano agora findo, tanto as Acções como as Obrigações conseguiram recuperar, embora os ganhos tenham sido modestos nas últimas. Em 2024, na nossa opinião, apesar de positivas, as **correlações deverão diminuir**, com as Obrigações potencialmente a desempenhar melhor do que as Acções.

Correlação Acções/Obrigações

Fonte: Bloomberg. Correlação entre as taxas de rendibilidade mensais dos índices MSCI World e Bloomberg Global Agg.

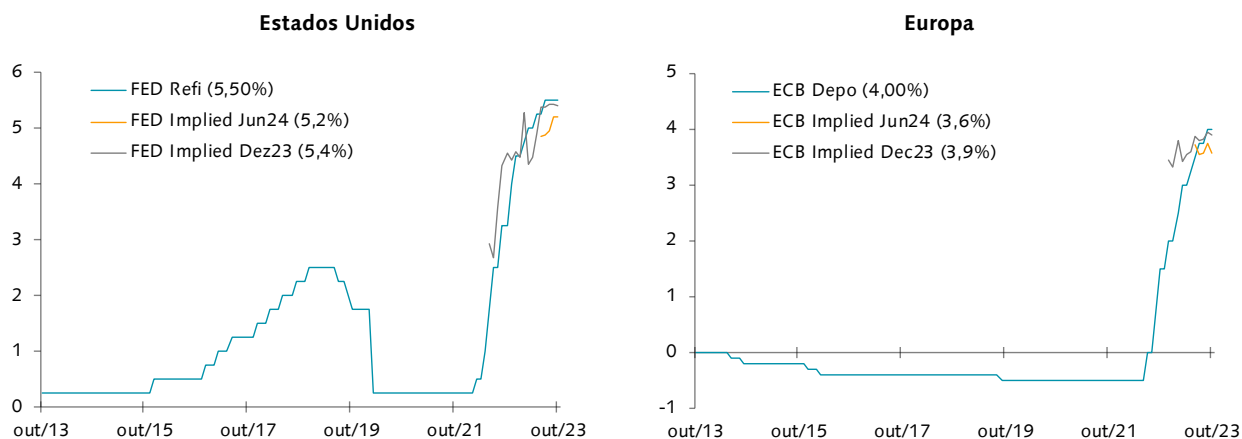
Taxas de Juro

Após a fraca *performance* em 2021 e da verdadeira hecatombe em 2022, com quase todos os segmentos a registarem perdas de dois dígitos, os principais índices obrigacionistas irão encerrar o ano com ganhos relativamente modestos, e realizados durante o último trimestre do ano, após os sinais positivos de normalização da inflação e perspectivas do fim do ciclo de subida das taxas de juro pelos Bancos Centrais.

Com efeito, nos Estados Unidos, a **Reserva Federal (FED)** aumentou as taxas de juro por quatro vezes, num total de 100 bp, para o actual intervalo 5,25%-5,50%. De acordo com as taxas de juro implícitas nos mercados monetários, a tendência dos últimos dois anos deverá ser invertida em 2024, com o mercado a descontar cortes de cerca 100 bp durante o próximo ano.

De igual modo, na Zona Euro o mercado desconta cortes de cerca de 100 bp na taxa de desconto do **Banco Central Europeu**, para os 3,0% no final de 2024 (actual 4,0%).

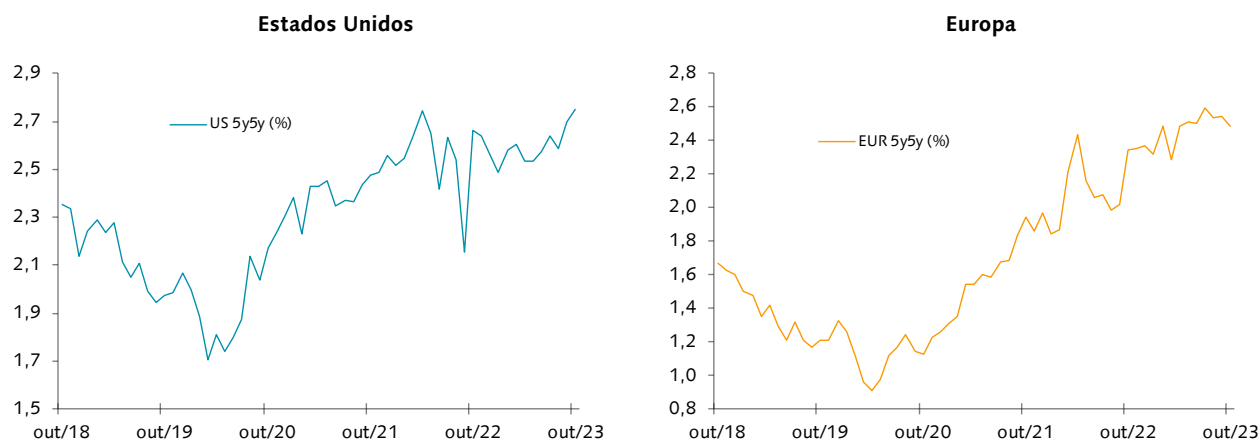
Taxas de juro dos Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg.

A concretização destes cortes nas taxas de juro dependerá, em larga medida, da evolução futura da **taxa de inflação**. Nos últimos meses, os sinais positivos nas principais economias mundiais, permitiram manter as taxas de juro *forward* 5Y5Y (taxas de juro a 5 anos, daqui a 5 anos), normalmente utilizadas como *proxy* para as estimativas de inflação futura, abaixo dos 3,0%, num sinal de que as expectativas para inflação, apesar da volatilidade dos últimos anos, permanecem relativamente "ancoradas" (embora ligeiramente acima do objectivo de 2,0% dos Bancos Centrais).

Expectativas para a Inflação



Fonte: Bloomberg.

Dívida Pública

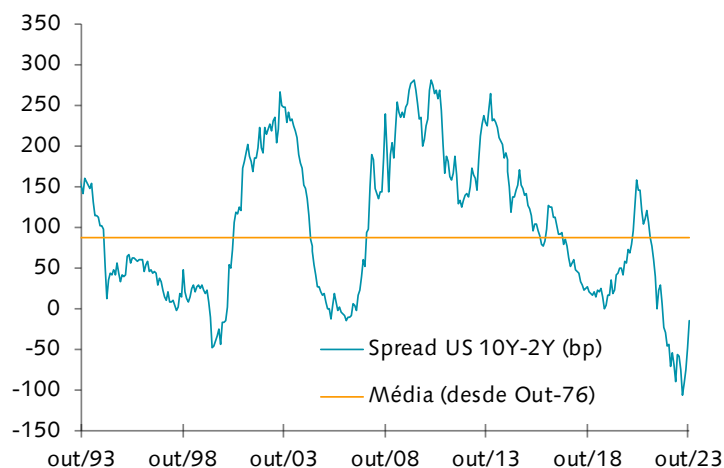
Nos últimos dois anos, a subida das *yields* foi liderada pelos prazos mais curtos e determinada pela acção dos Bancos Centrais, conduzindo a uma significativa inversão da *yield curve* (ou seja, *yields* nos prazos longos mais baixas do que nos prazos curtos).

Em 2024, num cenário de abrandamento económico, com os juros altos a chegarem finalmente à economia real e a inflação a ceder à diminuição da procura, na nossa opinião, a **inclinação da *yield curve*** das principais economias deverá continuar a normalizar, com o movimento a ser novamente liderado pelas *yields* dos prazos mais curtos, e mais uma vez por acção dos Bancos Centrais, que na segunda metade do ano deverão começar a cortar as taxas de juro directoras.

Nos prazos mais longos, a esperada descida das *yields* deverá ser mais limitada considerando o aumento do endividamento público nos últimos anos, resultado dos programas de apoio pós-Covid e dos planos de investimentos relacionados com a transição energética. Como tal, na ausência de um evento ou crise inesperada, o ***steepening da yield curve*** deverá ocorrer, sobretudo, pela descida das *yields* mais curtas, uma vez os Bancos Centrais comecem a cortar as taxas de juro, e não tanto pelas *yields* mais longas, onde os investidores deverão voltar a exigir prémios de risco mais altos por financiar os actuais *stocks* elevados de dívida pública, nomeadamente nos Estados Unidos.

De qualquer forma, na nossa opinião, mesmo após a recente diminuição das *yields* nos prazos mais longos, continua a fazer sentido deter ***durations mais longas*** nas carteiras de investimento, como forma de cobertura de risco em caso de um abrandamento económico mais pronunciado do que o esperado pelo mercado.

Inclinação da *yield curve* nos Estados Unidos (10Y-2Y)



Fonte: Bloomberg.

Dívida Privada

No segmento da Dívida Privada, conforme referido anteriormente, os **spreads de crédito** terminam o ano muito próximos dos mínimos do ano, apesar da incerteza em torno da evolução das principais economias mundiais em 2024. Na nossa opinião, os mercados revelam-se algo complacentes face aos riscos de recessão económica, em especial no segmento **High Yield**. Neste sentido, continuamos a preferir as obrigações de **Investment Grade** e, de forma selectiva, emissões de **dívida híbrida** (não financeira).

Com efeito, no segmento de Investment Grade os actuais *spreads* médios descontam taxas de *default*, cumulativas a 5 anos, de 5,6% e 5,1%, na Europa e Estados Unidos, respectivamente. Estes valores comparam com taxas médias históricas de 0,4% e 1,0%, respectivamente. Por sua vez, no segmento de High Yield, os *defaults* descontados ascendem a cerca de 28,0%, o que compara com uma média histórica de 12,8% e 16,5%, respectivamente. Embora, este diferencial permaneça "confortável", num cenário de abrandamento económico, como é admissivelmente o caso do próximo ano, as actuais *yields* do Investment Grade e a maior correlação do High Yield com os mercados accionistas, levam-nos a preferir o primeiro.

Spreads e Defaults implícitos

	Spread Actual (bps)	Breakeven default rate (Cum. 5Y, 40% recovery)	Average historic default rate (%)
Euro IG	69	5,6%	0,40%
Euro Xover	377	27,0%	12,80%
US IG	63	5,1%	1,00%
US HY	404	28,6%	16,50%

Fonte: Bloomberg, Banco Invest e Invesco (valores históricos). Valores e cálculos em 24-Nov-23

Mercados Accionistas

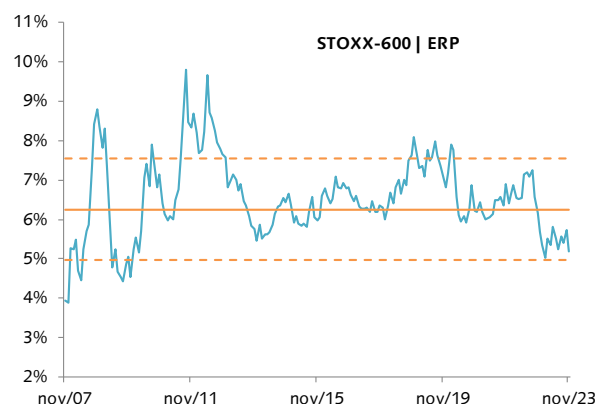
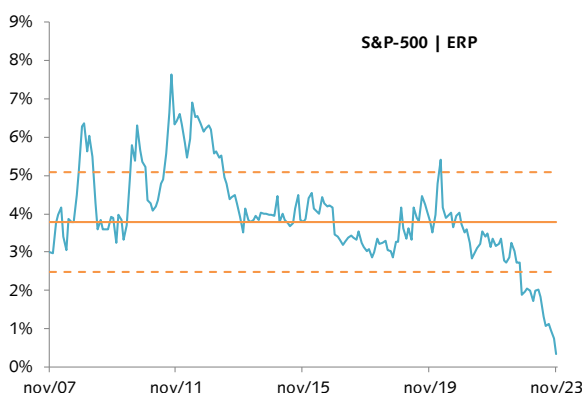
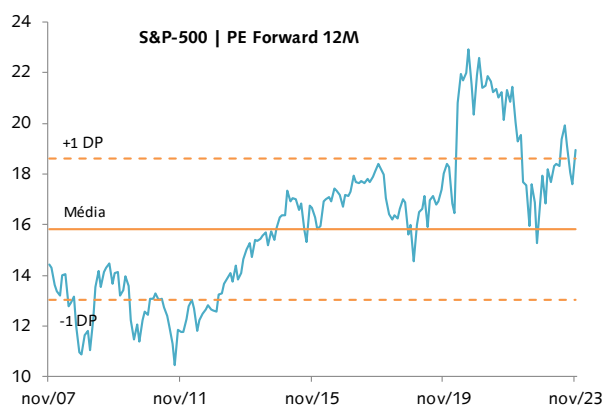
De acordo com várias previsões oficiais, os próximos doze meses serão, tudo indica, de abrandamento económico e de continuação da normalização da taxa de inflação, em resultado da maior pressão do aumento das taxas de juro sobre o consumo privado e o investimento.

Por outro lado, a tão antecipada reabertura da economia chinesa tem desiludido, com os indicadores de actividade PMI a evidenciarem alguma debilidade. De facto, as recentes medidas do governo, no sentido de estimular a economia, não se têm revelado suficientes para corrigir os desequilíbrios estruturais no mercado imobiliário, considerando que o sector da construção pesa cerca de 20% no PIB.

Neste contexto – taxas de juro mais altas e por mais tempo, abrandamento económico, incluindo na China, e manutenção de vários riscos geopolíticos –, mantemos a visão de que os **prémios de risco** (*Equity Risk Premium, ERP*), permanecem muito baixos para justificar, neste momento, um aumento na respectiva alocação.

Na nossa opinião, as Acções descontam um cenário de *softlanding* económico, com estimativas de crescimento de resultados em 2024, potencialmente, muito optimistas. Nos **Estados Unidos**, este optimismo, traduz-se num múltiplo de resultados (*Price Earnings*) muito acima da média histórica e, consequentemente, num prémio de risco muito baixo, considerando as actuais *yields* da Dívida Pública. Pelo contrário, na **Europa** e nos **Mercados Emergentes**, as avaliações parecem mais interessantes, mas os prémios de risco mais elevados são justificados e, no curto prazo, deverão manter-se elevados, dado os riscos geopolíticos e pior desempenho económico.

Price Earnings e Risk Premiums



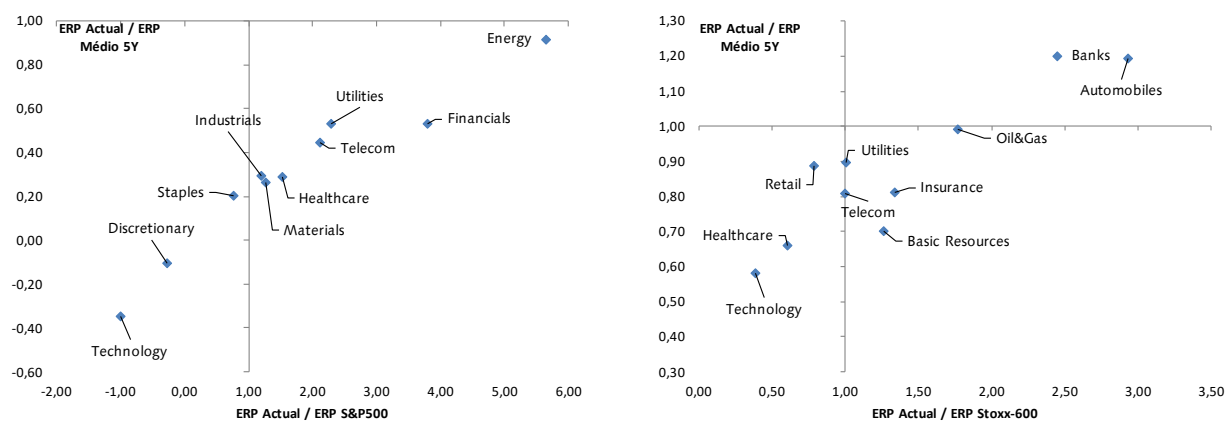
Fonte: Bloomberg, Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

De qualquer forma, conforme referido, existem sinais de progresso na evolução recente da inflação nas principais economias desenvolvidas.

Assim, a conjugação de fraco crescimento económico e diminuição da inflação, deverá permitir aos Bancos Centrais, no mínimo, encerrar o ciclo de subida das taxas de juro. Neste sentido, a perspectiva de um **pico nas taxas de juro**, deverá continuar a suportar o sector **Tecnológico**, ainda para mais animado pelo tema da Inteligência Artificial, e permitir a recuperação das acções das empresas relacionadas com o tema da **Transição Energética**, incluindo o sector das **Utilities**, muito penalizadas com a subida das taxas de juro, em 2023. 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 altas *dividend yields*), factores como a elevada regulação, baixo crescimento de resultados, crescente competição pelas *fintech* e baixa rentabilidade sobre os capitais investidos, levam-nos a preferir investir nestes sectores, preferencialmente, via Obrigações, de forma selectiva.

Radar sectorial



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

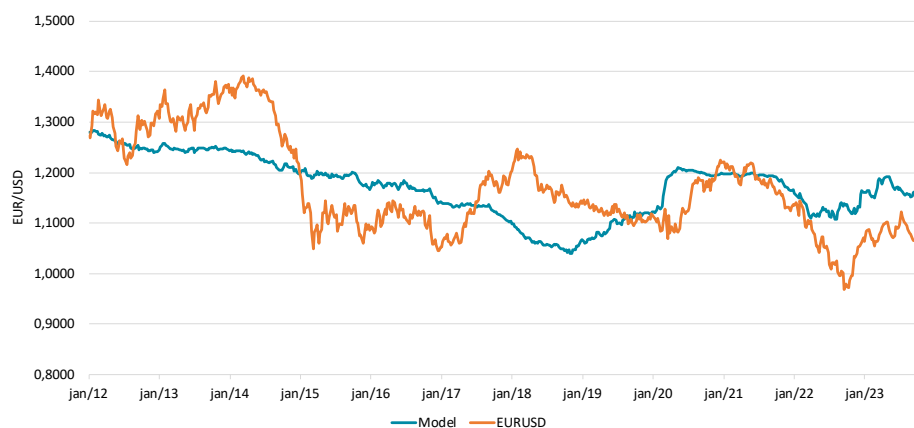
Mercados cambiais

Por último, continuamos *underweight* no **dólar norte-americano**, na medida em que, apesar da recente recuperação, a cotação do EUR/USD, na nossa opinião, permanece significativamente 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 persistir um prémio de risco sobre a moeda europeia fruto à guerra da Rússia 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

Conclusão

Na nossa opinião, o ciclo de subida das taxas de juro aproxima-se do fim, num contexto de diminuição da inflação e de abrandamento económico. A grande incógnita reside na resiliência dos resultados das empresas, factor crítico para avaliar a atractividade relativa dos mercados accionistas, considerando as actuais *yields* das obrigações, em particular de Dívida Pública. Como tal, nas Acções, mantemos uma posição relativamente defensiva, combinando sectores mais *growth*, como a Tecnologia e a Segurança, com outros mais defensivos, como a Saúde e as Utilities.

Paulo Monteiro

Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA

Redigido em 27 de Novembro de 2023

Cotações em 24 de Novembro de 2023

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.