

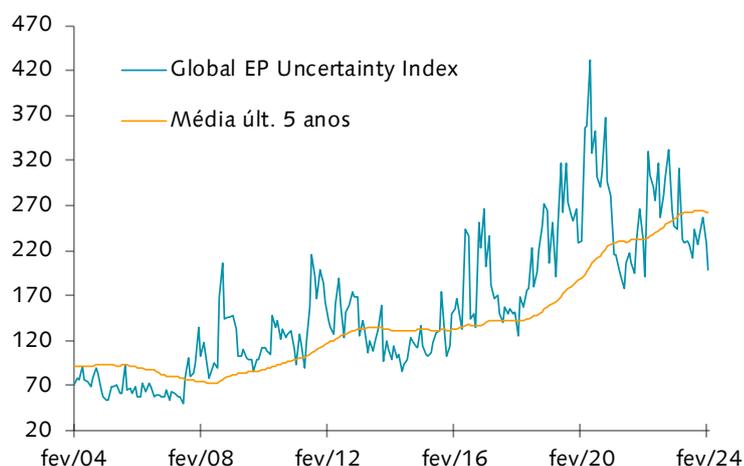
Alocação de Activos

O primeiro trimestre de 2024 terminou com ganhos assinaláveis em muitas classes de activos, em particular nas com mais risco, como as **Acções** e as obrigações **High Yield**. Até o **Ouro**, habitualmente visto como um activo de refúgio, e como tal menos procurado em momentos de maior optimismo, viu a sua cotação subir 8,1%, em USD, reflectindo as crescentes dúvidas quanto à descida da inflação, num contexto de crescimento económico mais forte do que o inicialmente antecipado para esta fase do ciclo. Como tal, as obrigações **Investment Grade** encerraram o trimestre perto da linha de água, penalizadas pela subida das *yields* governamentais.

Neste contexto, de **incerteza económica** e de **avaliações historicamente altas** e, conseqüentemente, prémios de risco historicamente baixos, mantemos uma posição relativamente prudente, sem alterações significativas em termos de Alocação de Activos. Nos actuais níveis, não recomendamos o aumento da exposição a risco, optando por acumular alguma liquidez para poder reforçar posições a níveis mais atractivos.

Com efeito, na nossa opinião, os actuais **prémios de risco**, em especial nas Acções, significarão rendibilidades futuras mais baixas do que as observadas nos últimos cinco anos. Por sua vez, na **Dívida Privada**, apesar da recente diminuição dos *spreads* de crédito, as actuais *yields* permanecem interessantes e com margem de segurança em termos de probabilidades de *default* implícitas.

Índice *Global Economic Policy Uncertainty*



Fonte: Bloomberg.

Mercados no 1º trimestre de 2024

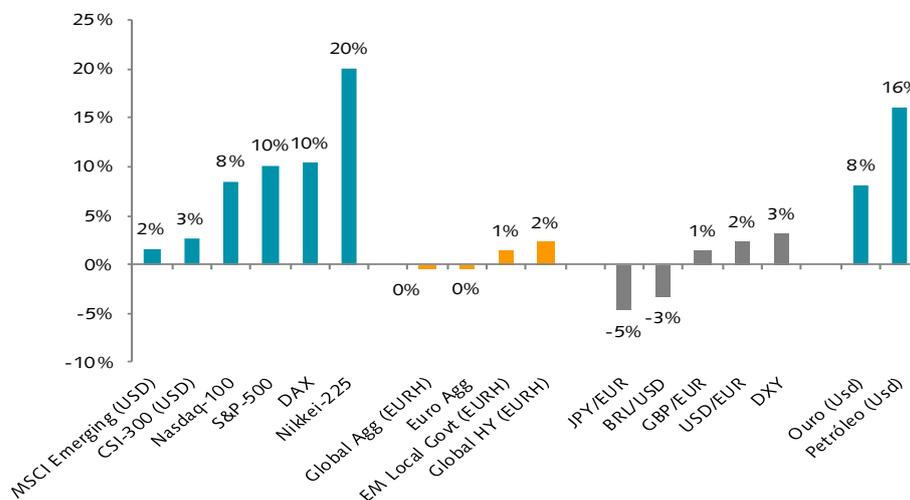
Nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 encerraram o primeiro trimestre com valorizações de +10,2% e +8,5%, em USD, respectivamente. Em termos sectoriais, os ganhos foram liderados pelos sectores Energético (+12,7%), Tecnológico (+12,5%), e Financeiro (12,0%), seguidos pelos sectores de Consumo Básico (+10,6%), de Materiais (+8,4%) e de Consumo Discricionário (+8,4%). Entre as menores *performances*, destaque para o sector das *Utilities*, que continuou a ser penalizado pela perspectiva de taxas de juro “*higher for longer*”.

Por sua vez, na Europa, os índices Stoxx-600 e EuroStoxx-50 ganharam +7,0% e +12,4%, respectivamente. Entre os principais mercados, destaque para o índice alemão DAX, com uma valorização de +10,4% e para os índices espanhol IBEX-35 e o italiano FTSE MIB, com ganhos de +9,6% e +14,5%, respectivamente, no trimestre. A nível sectorial, destacaram-se, pela positiva, os sectores Automóvel (+15,4%), Bancário (+12,6%) e o Tecnológico (+12,6%). Pela negativa, destacaram-se os sectores de Recursos Básicos (-5,9%), as *Utilities* (-5,4%) e o Imobiliário (-3,5%), estes dois últimos igualmente penalizados pela subida das *yields*.

Entre os mercados emergentes (+1,6%, medido pelo índice MSCI Emerging Markets, em USD), os *outperformers* foram os mercados turco (BIST-100, +11,0%) e russo (MOEX, +3,3%), em moeda local. Pelo contrário, os *underperformers* foram os mercados brasileiro (IBOV, -7,4%) e o chinês (SHCOMP, -0,6%), igualmente em moeda local.

Por fim, destaque ainda para o mercado japonês que, medido pelo índice Nikkei-225, valorizou 20,0%, em JPY, ultrapassando o anterior máximo registado em 1989. Porém, em virtude da depreciação do JPY, em EUR a valorização trimestral foi de 14,4%.

Rendibilidades – 2024 YTD



Fonte: Bloomberg. Cotações em 28-Mar-24.

Nos mercados obrigacionistas, o primeiro trimestre ficou marcado pela subida das *yields* da dívida soberana. Nos Estados Unidos, a resiliência da economia, apesar da diminuição da inflação, levou a uma reavaliação quanto ao *timing* dos cortes de taxas de juro pela FED e, conseqüentemente, à subida das *yields*. Deste modo, os Treasuries a 2 e 10 anos terminaram o trimestre nos 4,62% e nos 4,20%, após as variações de +37 bp e +32 bp, respectivamente. Por seu turno, na Zona Euro, as *yields* dos Bunds alemães a 2 e 10 anos subiram +44 bp e +27 bp, para os 2,85% e 2,30%, respectivamente. Em ambos os blocos económicos, as *yield curves* continuam invertidas, com os mercados a descontarem um abrandamento económico e a normalização da inflação, a prazo.

Nos segmentos de dívida privada, em linha com o optimismo dos mercados accionistas, os *spreads* de crédito mantiveram a tendência de queda. Com efeito, os *spreads* do High Yield desceram 26 bp nos Estados Unidos, e diminuiram 41 bp na Europa, para os 330 bp e 358 bp, respectivamente. No segmento de Investment Grade, as descidas foram mais moderadas, tendo os *spreads* encerrado o trimestre nos 51 bp (-5 bp) e 54 bp (-4 bp), respectivamente. Deste modo, os índices globais de High Yield e Investment Grade variaram +2,2% e -0,4%, em EUR, no trimestre.

Nos mercados cambiais, o trimestre foi de ganhos para o dólar norte-americano (USD). Com efeito, o USD ganhou 2,3% contra o EUR, 0,9% contra a GBP, e 7,3% contra o JPY. Deste modo, o índice Dollar Spot (DXY), que mede a performance do USD contra as principais divisas mundiais, subiu 3,2%, impulsionado pelo melhor desempenho relativo da economia norte-americana e, por conseguinte, pela expectativa de manutenção do diferencial de taxas de juro face a outras economias presentemente mais frágeis.

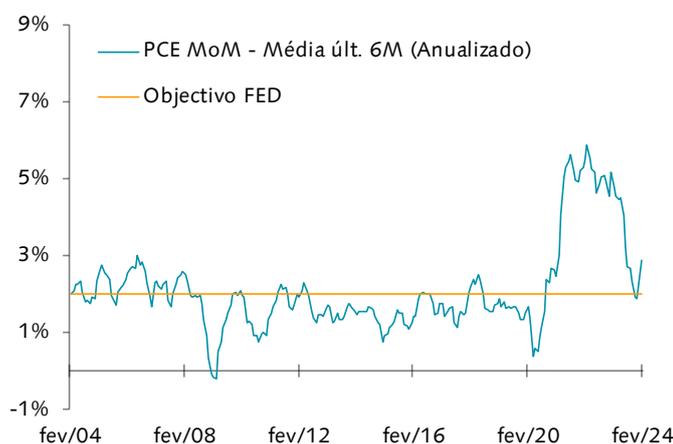
Por fim, apesar do esperado crescimento moderado para a economia mundial, em larga medida devido ao comportamento da Zona Euro e da China, as matérias-primas ganharam, em média, +8,7%, medido pelo índice S&P GSCI Spot, em USD, no trimestre. Entre a classe de activos, destacaram-se pela positiva os produtos relacionados com Energia (+12,1%, em USD), impulsionados por questões geopolíticas. Pela negativa, destacaram-se os Produtos Agrícolas, que perderam -0,2%, em USD. Os Metais Industriais e os Metais Preciosos avançaram, em média, +0,2% e +7,6%, respectivamente.

Outlook para o 2º trimestre de 2024

Tal como referido, apesar da subida das *yields* da **Dívida Pública**, e consequente deterioração das avaliações relativas dos activos com risco, os principais mercados accionistas e os *spreads* de crédito mantiveram uma tendência positiva durante o primeiro trimestre.

Com efeito, a confiança dos investidores em ganhos de produtividade significativos, generalizados entre os vários sectores de actividade, pelo desenvolvimento e adopção da **inteligência artificial generativa**, tal como ilustrada pela forte valorização das empresas produtoras de semicondutores, mais do que compensou o risco de uma **potencial reaceleração da taxa de inflação**, nomeadamente nos Estados Unidos.

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



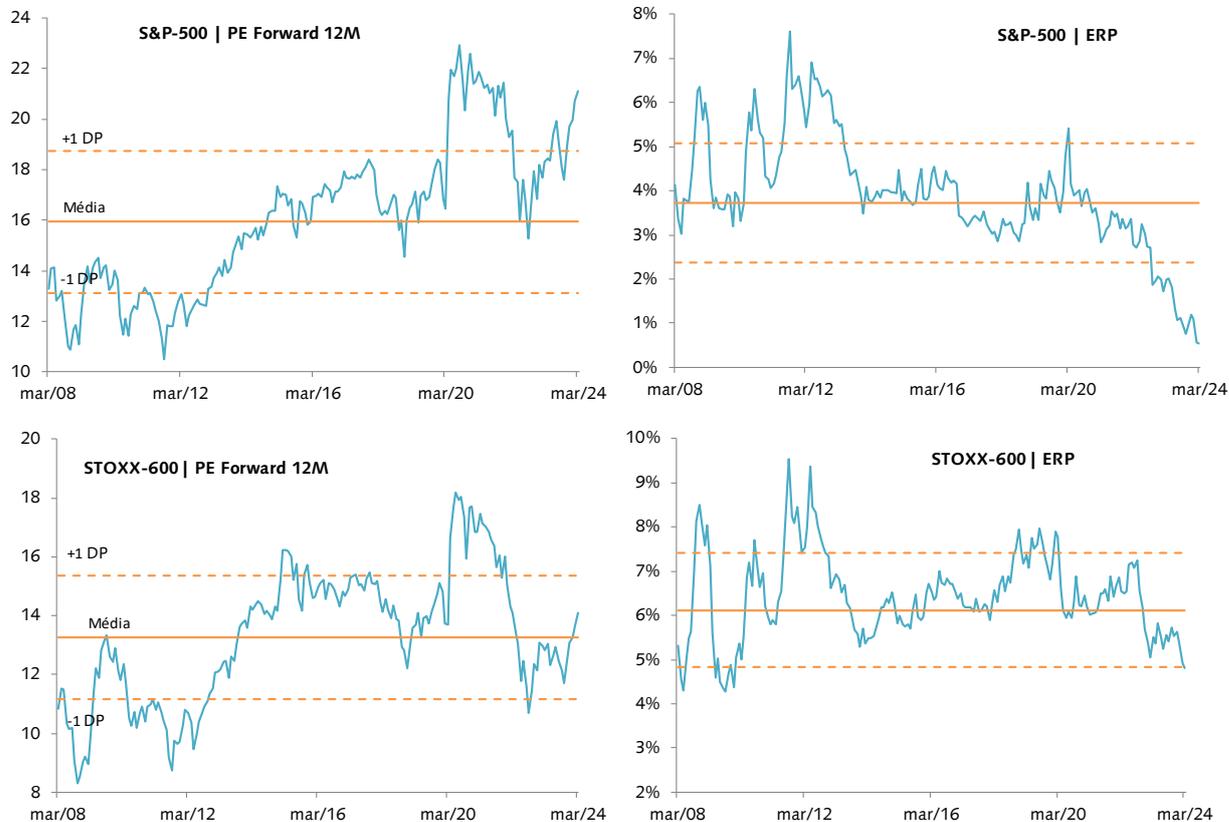
Fonte: Bloomberg.

Porém, num contexto de taxas de juro mais altas e por mais tempo, subida do preço do petróleo, incerteza económica e manutenção de vários riscos geopolíticos, mantemos a visão de que os **prémios de risco**, em particular das **Acções**, permanecem muito baixos para justificar, neste momento, um aumento na respectiva alocação.

Na nossa opinião, as Acções descontam (no mínimo) 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 (ERP) 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 o pior desempenho económico.

Price Earnings e Risk Premiums



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

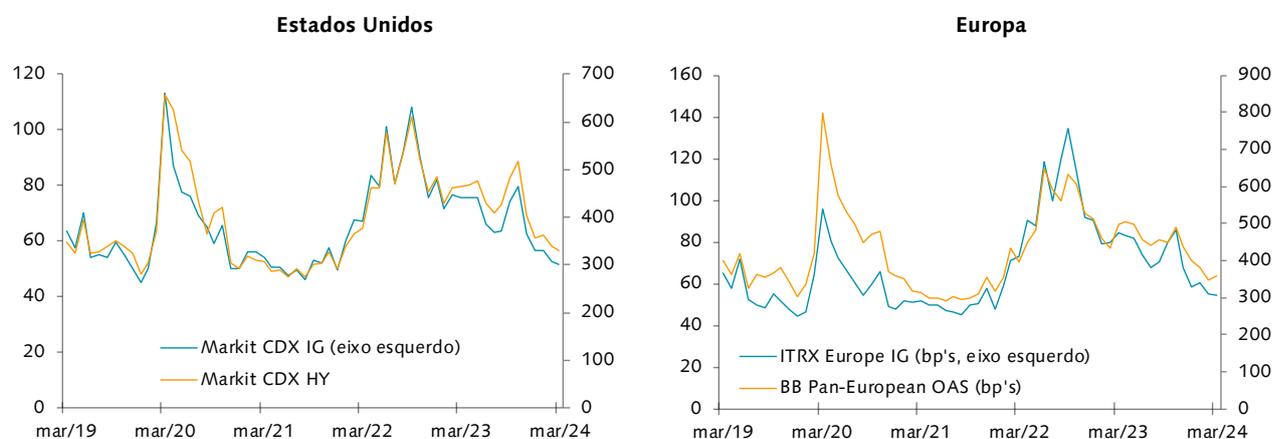
De qualquer forma, numa nota mais positiva, existem sinais de progresso na evolução recente da inflação nas principais economias desenvolvidas. Apesar da inflação nos serviços ainda permanecer elevada, a normalização das cadeias de abastecimento deixa antever a continuação da diminuição da inflação no sector dos bens transacionáveis.

Assim, a normalização da inflação deverá permitir aos Bancos Centrais iniciar o próximo ciclo de corte das taxas de juro ainda durante este ano. Neste ambiente, a perspectiva da descida das taxas de juro deverá 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* no primeiro trimestre.

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**, 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 mais elevado 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 Bancos Centrais deverão iniciar um novo ciclo de descida das taxas de juro no segundo semestre deste ano. Nesta data, os mercados descontam cortes de cerca de 100 bp até ao final de 2024, tanto nos Estados Unidos como na Zona Euro. Na nossa opinião, tal movimento é mais provável na última, atendendo ao pior desempenho económico (e menor taxa de inflação). A grande incógnita continua a residir 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. Ainda que admitindo que as avaliações possam ser irrelevantes no curto prazo, os actuais múltiplos de avaliação, historicamente muito elevados, em particular nos Estados Unidos, necessariamente irão reduzir as rendibilidades futuras no médio prazo¹, quando comparadas com as obtidas, por exemplo, nos últimos cinco anos. Como tal, nas Acções, mantemos uma posição relativamente defensiva, combinando sectores mais *growth*, como a Tecnologia e a Saúde, com outros mais defensivos, como a Saúde.

Paulo Monteiro
Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA
Redigido em 3 de Abril de 2024
Cotações em 28 de Março de 2024

¹ No longo prazo o *timing* de entrada é menos relevante, na medida em que a rendibilidade esperada se vai aproximando da taxa de rendibilidade do capital das empresas; ou seja, se as empresas continuarem a "ganhar dinheiro", no longo prazo, o múltiplo de entrada é menos decisivo para a rendibilidade futura do investimento.

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.