

Alocação de Activos

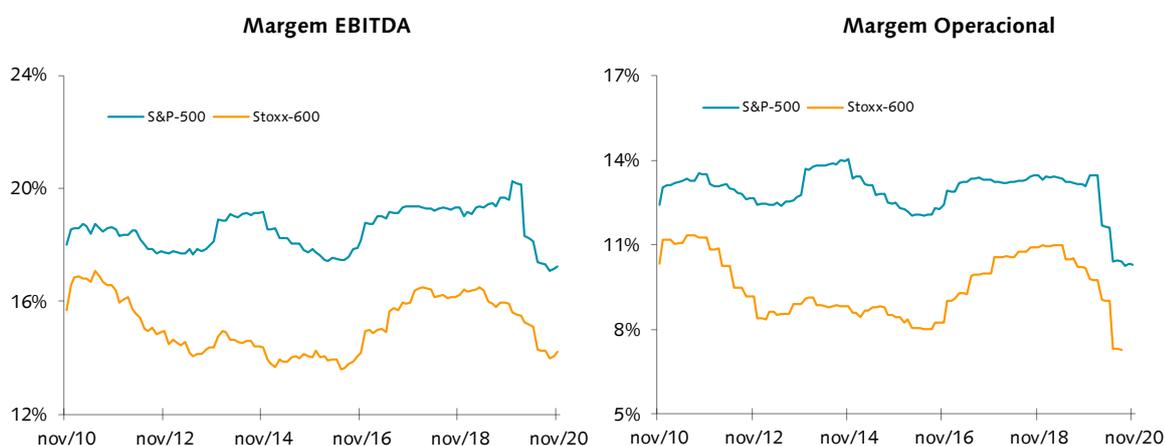
Se por um lado é consensual esperar uma recuperação da economia mundial em 2021, por outro a dimensão das **avaliações** dos mercados é mais problemática. Tal como referido ao longo deste ano, os mercados são “factores de desconto”, reflectindo a todo o momento o valor actual dos *cash-flows* futuros esperados. Porém, dois problemas se colocam a este nível: o primeiro reside nas taxas de juro de desconto, porventura mais baixas do que estariam se não fosse a acção dos bancos centrais; o segundo reside no eventual optimismo quanto ao ritmo da recuperação para os níveis pré-pandemia. Apesar dos sinais encorajadores, 2021 será apenas o ano de arranque de uma recuperação que se espera gradual e desigual entre países.

Contudo, uma coisa parece certa: a nível global, a prioridade será o **ambiente** e a **sustentabilidade**. Assim, a par da recuperação do consumo privado, suportado pela melhoria do emprego e por elevadas taxas de poupança, também o investimento na **transição energética** será uma componente importante dos estímulos fiscais prometidos para os próximos anos, e que ganharam novo impulso com a vitória de Joe Biden como presidente dos Estados Unidos.

Acções

Ao longo de 2020, as métricas de avaliação, nomeadamente os múltiplos de resultados (*price-to-earnings, PE*) deterioraram-se significativamente por via da forte queda dos resultados das empresas e pela recuperação das cotações em bolsa, desde os mínimos de Março. Com efeito, nos Estados-Unidos as acções, medidas pelo índice **S&P-500**, transacionam com o PE de 28,4x os resultados dos últimos doze meses (*trailing 12M*) e 21,9x os resultados esperados nos próximos doze meses (*forward 12M*), muito acima da média histórica (18,0x e 15,2x, desde o início de 2006, respectivamente).

Resultados operacionais



Fonte: Bloomberg.

Na Europa, o índice **Stoxx Europe-600** transaciona com o PE de 47,1x os resultados dos últimos doze meses (*trailing 12M*) e 17,5x os resultados esperados nos próximos doze meses (*forward 12M*). Estes valores comparam com uma média de 19,8x e 13,0x, respectivamente.

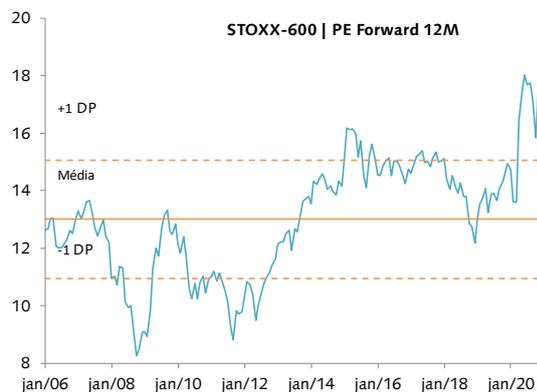
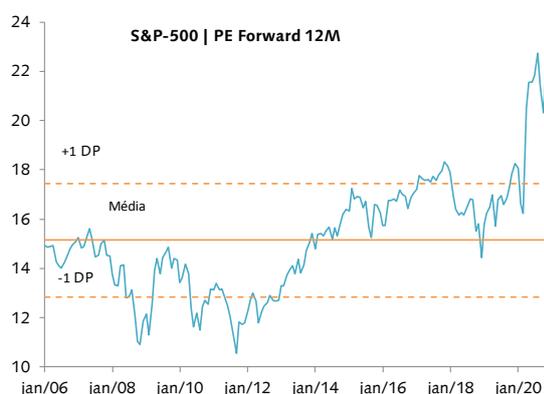
Por sua vez, os mercados emergentes, medidos pelo índice **MSCI Emerging**, transaciona com um PE de 24,3x (*trailing 12M*) e 16,3x (*forward 12M*), em ambos casos bem abaixo dos congéneres desenvolvidos.

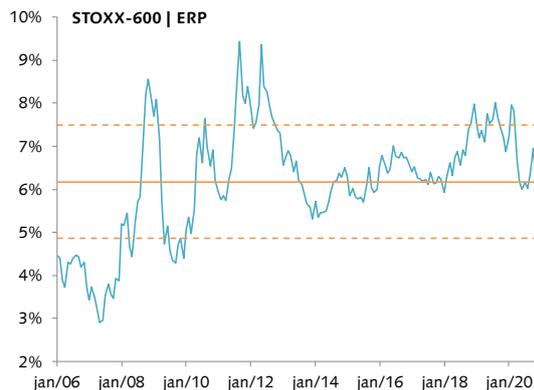
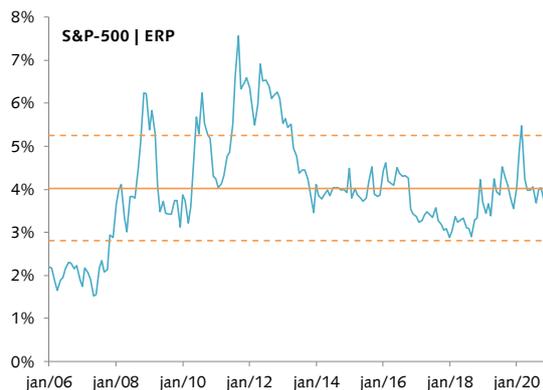
Deste modo, considerando que as economias emergentes irão liderar a recuperação económica em 2021, a recente depreciação do dólar norte-americano e as avaliações relativas face aos congéneres desenvolvidos, mantemos a preferência pelos mercados emergentes e, em particular, pelos **mercados asiáticos**.

Entre os **mercados desenvolvidos**, tanto os mercado norte-americano como o mercado europeu transacionam, tal como referido atrás, com múltiplos muito acima dos valores históricos. Porém, múltiplos mais elevados podem ser justificáveis considerando as actuais e previsíveis taxas de juro no futuro próximo.

Ou seja, pela análise dos respectivos **prémios de risco** (diferencial entre as *yields* das acções e das obrigações governamentais), as avaliações estão em linha com a média histórica. Porém, na nossa opinião, as acções, não estando particularmente caras, também não oferecem perspectivas de grandes rendibilidades nos próximos anos.

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 30-Nov-20

Assim, na nossa opinião, mais do que “olhar” para mercados regionais, cujas avaliações não são particularmente atractivas, em larga medida devido à composição dos respectivos índices bolsistas (no caso do S&P-500, as maiores cinco empresas representam cerca de 22% do índice), os investidores devem privilegiar cada vez mais uma **abordagem temática**, procurando capitalizar em sectores e tendências com perspectivas de crescimento superior a médio longo-prazo. Neste sentido, destacamos algumas das **tendências de médio-longo prazo** que irão canalizar a grande maioria dos investimentos necessários para relançar as economias mundiais nos próximos anos:

Transição Energética

As alterações climáticas e a degradação do ambiente representam uma ameaça existencial para o mundo. Para superar estes desafios, a Europa anunciou o seu **Green Deal**, um plano para tornar a economia da **União Europeia** (UE) mais moderna e eficiente no aproveitamento dos recursos, através da transição para uma economia limpa e circular. Com este plano a UE pretende que em 2050 o seu impacto no clima seja neutro, com investimentos na ordem dos 7 triliões de euros até esse ano. Entretanto, a recente eleição de Joe Biden como presidente dos **Estados Unidos**, assim como o compromisso da **China** de atingir a neutralidade de emissões de carbono em 2060, vieram reforçar a perspectiva de uma maior coordenação global no combate às alterações climáticas. Neste contexto, sectores como as **Energias Alternativas**, incluindo o Hidrogénio, e os **Veículos Eléctricos**, continuarão a atrair muitos investimentos nos próximos anos, com expectativas de retornos interessantes a médio-longo prazo.

Transformação Digital

A par com a transição energética, outra tendência em curso é a transformação digital, a qual registou uma aceleração significativa durante o ano agora findo. Com efeito, parece consensual afirmar que o mundo será cada vez mais digital. A quarentena

global, como forma de combate à propagação da Covid-19, veio acelerar o recurso às tecnologias digitais para trabalhar e estudar, e potenciou ainda mais o consumo *online*, incluindo de entretenimento e de produtos financeiros. Desta forma, os sectores de **Tecnologia**, e **Serviços de Comunicações** deverão manter o bom desempenho relativo dos últimos anos. Por outro lado, a maior utilização da internet, incluindo para trabalhar, deverá também beneficiar o sector da **Segurança**. 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.

Cadeias de Distribuição mais curtas

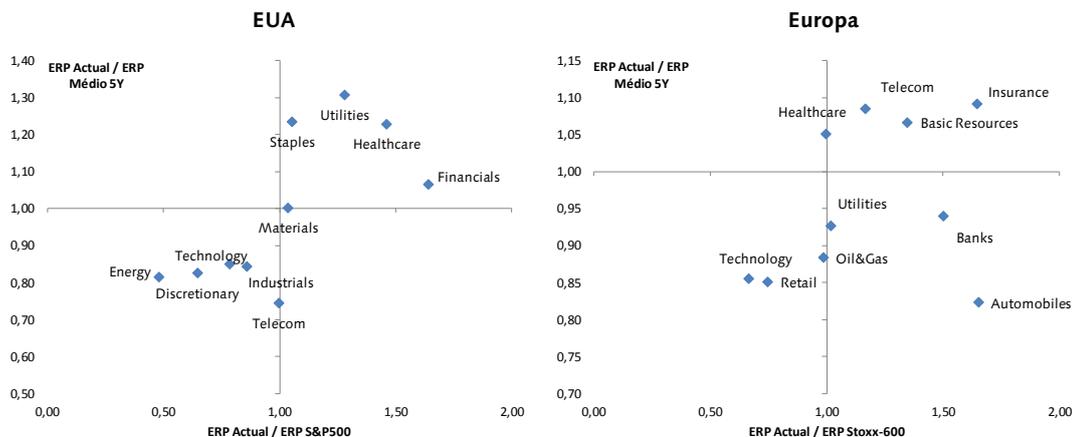
A pandemia global veio despertar, sobretudo, os países ocidentais para o risco de dependência excessiva e perigosa de países terceiros, nomeadamente asiáticos, para o fornecimento de bens tão variados, como máscaras de protecção e componentes informáticos. Neste sentido, o mundo será provavelmente **menos global**. Nos últimos anos, as guerras comerciais marcaram as agendas políticas e económicas dos Estados-Unidos e da China, com a Europa pelo meio. Num futuro próximo, dado o impacto que a presente crise de saúde pública teve nas **cadeias de abastecimento** globais, muitos países e empresas poderão optar por começar a produzir mais **localmente**. Neste contexto, este movimento de re-industrialização do Ocidente poderá traduzir-se num crescente investimento em **Robótica**, como forma de diminuir os custos de produção.

Reforço do investimento na Saúde

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. Entretanto, em 2020, a pandemia global veio reforçar a necessidade de reforçar os Sistemas Nacionais de Saúde a nível mundial, com mais investimento em meios e pessoas, e sublinhar a importância da comunidade científica e do sector farmacêutico, em particular.

Numa óptica mais táctica e de **curto-prazo**, o esperado e progressivo regresso ao "normal" deverá suportar a recente recuperação dos sectores *Value*, como o **Financeiro** e **Petrolífero**, muito castigados ao longo de 2020 e cujas avaliações parecem interessantes, num cenário de retoma económica e, no caso dos bancos, aumento da inclinação das *yield curves*.

Radar sectorial



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

Outlook Acções: *Neutral*

Estados-Unidos: *Underweight*

Europa: *Neutral*

Emergentes: *Overweight*

Em suma, as avaliações dos principais *benchmarks* accionistas mundiais encontram-se em níveis historicamente muito elevados, apenas justificáveis pelas baixas taxas de juro, limitando a rendibilidade esperada nos próximos anos. Assim, em alternativa aos tradicionais índices, os investidores deverão privilegiar temas e sectores com perspectivas de crescimento acima da média, como o *Clean Energy*, o Digital, a Segurança e a Saúde.

Obrigações e Liquidez

No final desta crise de saúde pública, o mundo estará certamente **mais endividado**. Uma das poucas certezas que se podem ter neste momento, é que os países sairão desta crise com um *stock* de dívida ainda maior, após os estímulos fiscais massivos realizados para salvar as respectivas economias e serviços nacionais de saúde. A situação, contudo, não é tão grave como em 2011, na medida em que os **bancos centrais** têm mantido as *yields* das dívidas públicas artificialmente baixas, mesmo para países com contas públicas mais frágeis, como é o caso dos países do sul da Europa. Na nossa opinião, mesmo que a economia global cresça mais do que o antecipado em 2021, os bancos centrais não arriscarão subidas das taxas de juro, mantendo políticas monetárias bastante acomodáticas e, mais importante, permitindo **taxas de juro reais negativas**. A combinação de um aumento, ainda que moderado, da taxa de inflação e taxas de juro reais negativas não é a mais favorável para a **Dívida Pública**, pelo que mantemos uma exposição residual a esta classe de activos nas Carteiras sob gestão.

Yields da Dívida Pública (%)

	2 Anos	3 Anos	5 Anos	7 Anos	10 Anos	30 Anos
Suíça	-0,86	-0,85	-0,79	-0,72	-0,58	-0,38
Alemanha	-0,76	-0,79	-0,76	-0,68	-0,55	-0,13
Holanda	-0,75	-0,76	-0,71	-0,62	-0,47	-0,07
Finlândia	-0,78	-0,75	-0,70	-0,58	-0,39	0,00
Austria	-0,74	-0,72	-0,69	-0,61	-0,41	0,12
França	-0,71	-0,72	-0,67	-0,55	-0,31	0,39
Japão	-0,15	-0,15	-0,12	-0,09	0,01	0,64
Portugal	-0,73	-0,60	-0,44	-0,24	0,03	0,77
Espanha	-0,60	-0,56	-0,38	-0,23	0,08	0,90
Reino Unido	-0,05	-0,04	0,02	0,14	0,35	0,92
Itália	-0,41	-0,25	0,04	0,27	0,62	1,48
Estados Unidos	0,15	0,21	0,42	0,70	0,97	1,73

Fonte: Bloomberg. Valores em 04-Dez-20

Em alternativa, mantemos a exposição, na componente de Dívida Privada, ao segmento de **High Yield (HY)** global. Na nossa opinião, o esperado cenário de retoma económica e baixas taxas de juro continua favorável para estas empresas, esperando-se uma melhoria das respectivas métricas de risco. Os *spreads* de crédito encontram-se, contudo, historicamente baixos, pelo que a rentabilidade esperada situa-se em torno das actuais *yields* de mercado (ou seja, ganhos limitados em termos de preço e uma rentabilidade esperada mais em linha com as *yields* actuais).

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 alguma volatilidade e correlação com os mercados accionistas. Para efeitos de comparação, na Zona Euro, os *spreads* de crédito de obrigações híbridas *investment grade (ex-financials)* situam-se nos 210 bp, enquanto que nas *senior* se ficam pelos 45 bp.

Outlook Obrigações: Underweight

Dív. Pública Euro: *Underweight*

Dív. Pública EUA: *Underweight*

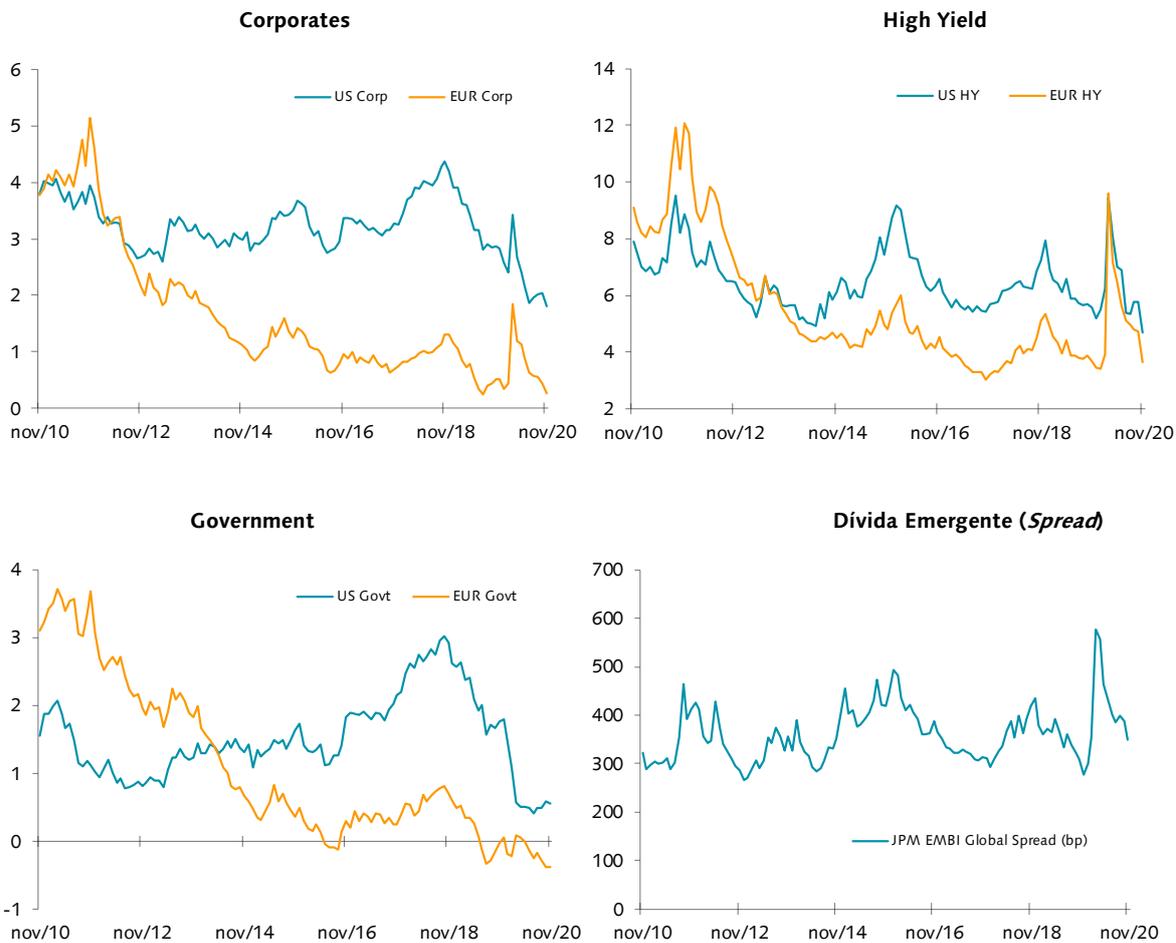
Dív. Híbrida (IG): *Overweight*

High Yield Global: *Overweight*

Dív. Emergente (Local): *Overweight*

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 baixas nos Estados-Unidos e negativas na Zona Euro, significa uma alternativa interessante no espectro das obrigações.

Yields das Obrigações (%)

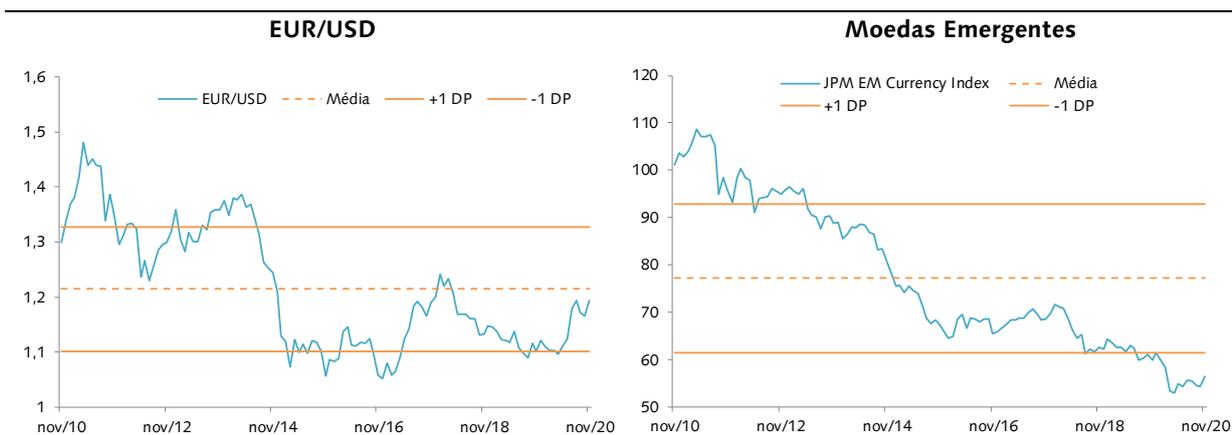


Fonte: Bloomberg. Índices Barclays Aggregate (Corp, HY, Govt).

- EUR:** *Overweight*
- USD:** *Underweight*
- 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 eventual aumento da volatilidade nos mercados financeiros.

Em termos cambiais, mantemos uma exposição ligeiramente *underweight* em USD e *overweight* em NOK (coroas norueguesas) e em moedas emergentes, através de obrigações destes países. Relativamente ao **USD**, a perspectiva de aumento do défice e dívida pública, com o novo presidente democrata, a recuperação da economia global (e não apenas da norte-americana) e a diminuição dos diferenciais de taxas de juro, são factores que colocam pressão no USD. Pelo contrário, as **NOK** poderão beneficiar de uma recuperação do preço do barril do petróleo e as **moedas emergentes**, de acordo com os analistas do banco Pictet, encontram-se 25% subvalorizadas face ao USD.



Fonte: Bloomberg.

Concluindo, o ano de 2020 veio uma vez mais lembrar 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 turbulência, como em Março último. Desde então, a recuperação foi significativa 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 2021 inicia-se num contexto (novamente) desafiante: a economia é esperada recuperar, mas condicionada pela evolução da pandemia global; os activos com menos risco não oferecem rendibilidade; e, as avaliações dos activos com risco são, salvo excepções, elevadas.

Deste modo, a **diversificação** continua fundamental, combinando posições com maior risco e rendibilidade esperada, como é o caso das **Acções**, 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 o **ambiente** e a **sustentabilidade**.

Paulo Monteiro

Redigido em 4 de Dezembro de 2020

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.