

Alocação de Activos

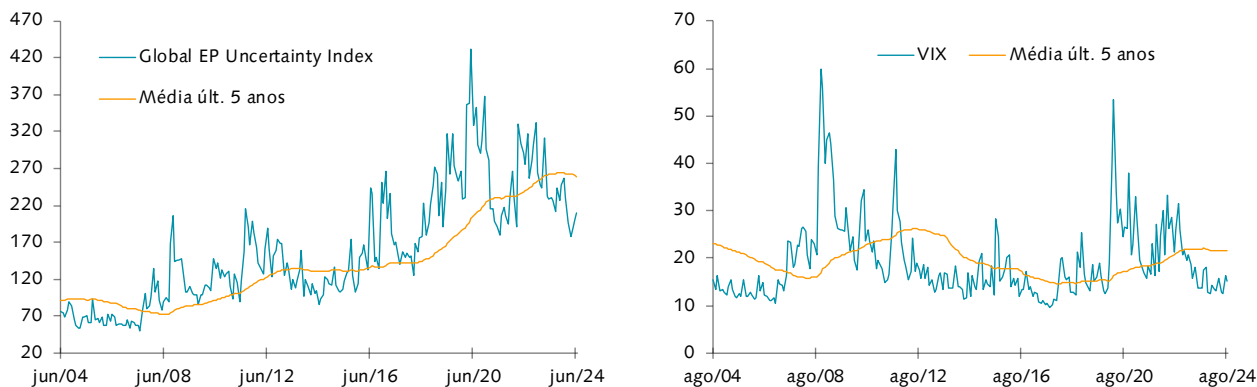
Os novos ganhos das Acções e da Dívida Privada nos últimos três meses, conjugados com *yields* de Dívida Pública mais baixas, levam-nos a manter uma abordagem prudente, sem alterações significativas na Alocação de Activos recomendada.

Na nossa opinião, as avaliações elevadas e os actuais prémios de risco historicamente baixos, incluindo os *spreads* de crédito, não justificam o aumento de exposição aos activos com risco, em especial num contexto de incerteza geopolítica, com destaque para as eleições presidenciais norte-americanas.

Por outro lado, a descida das taxas de juro pelos Bancos Centrais deverá evitar um abrandamento económico mais pronunciado, pelo que mantemos globalmente a exposição a **Acções** num nível *neutral*.

Na componente de Obrigações, mantemos o *overweight* no segmento de **Investment Grade**, incluindo a **Dívida Pública**. A exposição ao segmento **High Yield** é reduzida, considerando os baixos *spreads* de crédito e maior correlação com as Acções, em cenários de maior incerteza e volatilidade.

Global Economic Policy Uncertainty e Volatilidade (VIX)



Fonte: Bloomberg.

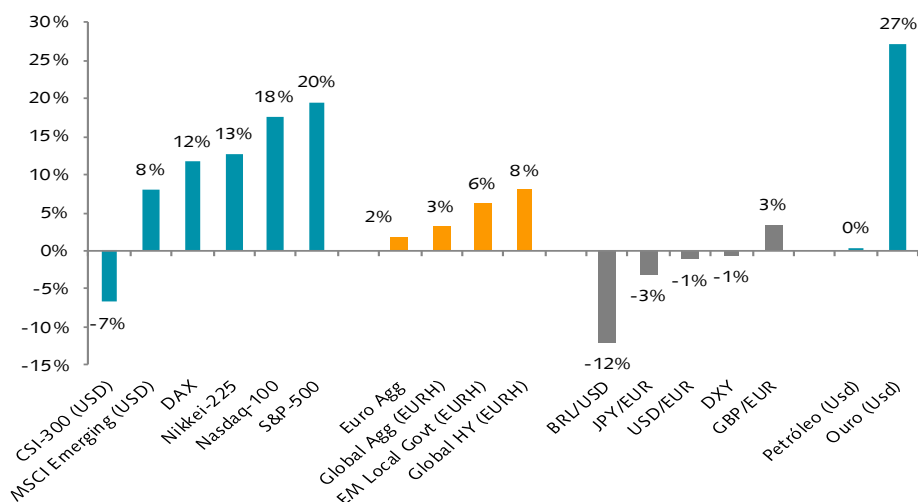
Mercados no 3º trimestre de 2024

No terceiro trimestre, nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 registaram ganhos de 4,4% e 0,6%, em USD, respectivamente. De uma perspectiva sectorial, os ganhos foram liderados pelos sectores de *Utilities* (+16,8%), Financeiro (+10,5%) e Industrial (+8,9%). Entre as piores *performances*, destaque para o sector da Energia (-3,1%), que voltou a ser penalizado pela queda da cotação do barril de Brent. O sector tecnológico, medido pelo índice S&P-500 Info Tech, perdeu 0,3%, no trimestre.

Por sua vez, na Europa os índices Stoxx-600 e EuroStoxx-50 registaram variações de +0,6% e -0,5%, respectivamente. Entre os principais mercados, o destaque recai sobre os índices ibéricos IBEX-35 e PSI, com ganhos de 7,4% e 3,6%, respectivamente. O mercado alemão, medido pelo índice DAX, valorizou 2,7%, no terceiro trimestre.

Entre os mercados emergentes (+1,9%, medido pelo índice MSCI Emerging Markets, em USD), o destaque vai para os mercados indiano (SENSEX, +7,0%) e brasileiro (IBOV, +5,8%), em moeda local. Pelo contrário, os *underperformers* foram os mercados turco (BIST-100, -7,0%) e o chinês (CSI-300, -7,5%), igualmente em moeda local. O mercado mexicano, em moeda local, encerrou o trimestre praticamente inalterado (-0,5%), embora tenha perdido 10,1% em EUR, com a moeda a manter-se bastante pressionada na sequência das recentes eleições presidenciais.

Rendibilidades – 2024 YTD



Fonte: Bloomberg. Cotações em 20-Set-24.

Nos mercados obrigacionistas, o terceiro trimestre do ano foi de descida acentuada das *yields* da dívida soberana. Nos Estados Unidos, a perspectiva de abrandamento do mercado de trabalho e de futuros cortes de taxas de juro pela FED, levou as *yields* dos Treasuries a 2 e 10 anos a caírem 116 e 65 bp, para os 3,59% e 3,74%, respectivamente. Deste modo, a *yield curve* está novamente positivamente inclinada, tendo o diferencial entre os 10 e 2 anos passado dos -36 para os +15 bp, no trimestre.

Por sua vez, na Zona Euro as *yields* dos Bunds alemães a 2 e 10 anos variaram -60 bp e -29 bp, para os 2,23% e 2,21%, respectivamente. Tal como nos Estados Unidos, o diferencial de *yields* entre estes dois prazos aumentou significativamente, tendo passado de -33 para -2 bp.

Nos segmentos de dívida privada, tal como os mercados accionistas, os *spreads* de crédito encerraram o trimestre com variações ligeiras. Com efeito, os *spreads* do High Yield caíram 35 bp nos Estados Unidos, e 7 bp na Europa, para os 309 bp e 363 bp, respectivamente. No segmento de Investment Grade, as variações foram igualmente residuais, tendo os *spreads* encerrado o trimestre nos 52 bp (-1 bp) e 58 bp (-3 bp), respectivamente. Deste modo, conjugando a evolução das *yields* e dos *spreads* de crédito, os índices globais de High Yield e Investment Grade variaram +4,7% e +3,8%, em EUR, no trimestre.

Nos mercados cambiais, o USD perdeu 4,0% contra o EUR e 10,6% contra o JPY, pressionado pelo corte de taxas de juro nos Estados Unidos. Deste modo, o índice Dollar Spot (DXY), que mede a *performance* do USD contra as principais divisas mundiais, registou uma perda de 4,9%, no terceiro trimestre.

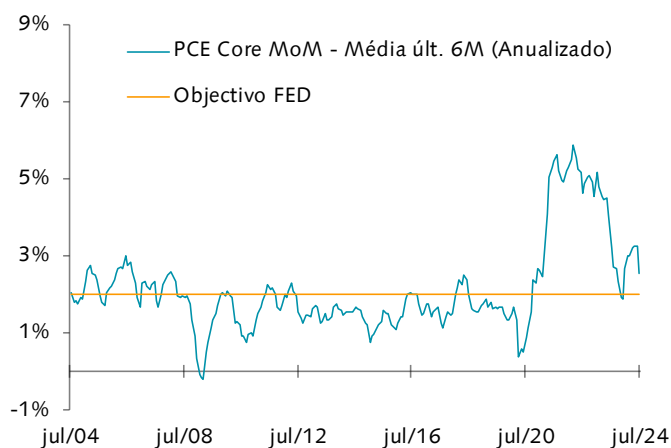
Por fim, os preços das matérias-primas apresentaram uma perda média de -7,8%, medida pelo índice S&P GSCI Spot, em USD, no trimestre. O principal responsável por esta queda expressiva foi a cotação do Petróleo, com uma perda de -11,8% (cotação WTI), penalizada com o aumento dos inventários em virtude da menor procura e da produção robusta, em especial em países não pertencentes à OPEC. Os Produtos Agrícolas e os Metais Industriais registaram perdas ligeiras (-0,3% e -1,8%, respectivamente), e os Metais Preciosos contribuíram positivamente para a *performance* do trimestre, com uma valorização média de 12,5%, com o Ouro a liderar os ganhos (12,7%).

Outlook para o 4º trimestre de 2024

Conforme referido, no final do terceiro trimestre os principais mercados accionistas registam ganhos expressivos, desde o início do ano. Da mesma forma, os cortes de taxas de juro, pela FED e pelo BCE, e a recente descida das *yields* da dívida soberana impulsionaram os ganhos das obrigações de dívida privada, tanto no segmento Investment Grade como no High Yield.

Os ganhos foram igualmente suportados pela evolução positiva da taxa de inflação, tanto na Zona Euro como nos Estados Unidos. Neste último, o índice *Personal Consumption Expenditure Core* (PCE Core) subiu apenas 0,16% em Julho, colocando a média anualizada dos últimos 6 meses nos 2,55%, um valor já muito próximo do objectivo da FED, e que deverá permitir continuar a cortar as taxas de juro até ao final do ano, caso a tendência da inflação se mantenha.

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



Fonte: Bloomberg.

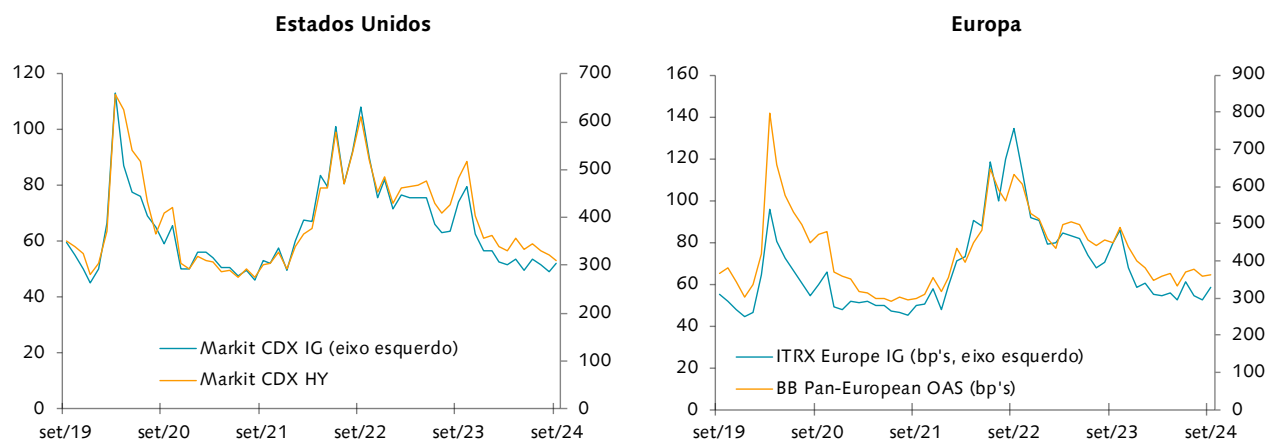
Contudo, continuamos a sublinhar dois aspectos que, na nossa opinião, poderão condicionar as rendibilidades dos mercados financeiros nos próximos meses:

Em primeiro lugar, o aumento da **volatilidade** nos mercados accionistas. Considerando como *proxy* o índice VIX, que mede a volatilidade implícita nas opções sobre o S&P-500, este aumentou dos 12,4%, no final de Junho, para os actuais 16,4% (nos últimos 10 anos, o valor médio do VIX ronda os 19%).

Ora, se este movimento revela alguma prudência dos investidores, saudável compreensível à luz dos inúmeros riscos económicos e geopolíticos que persistem, tal prudência não se verifica (ainda) espelhada nos **spreads de crédito**. Ou seja, na nossa opinião, o potencial para a continuação de novos ganhos em dívida privada

por via do estreitamento de *spreads* é bastante reduzido. Ainda assim, uma vez que as *yields* totais permanecem interessantes em termos relativos, mantemos a exposição à classe de activos mas, sobretudo, via obrigações com *ratings Investment Grade*, de forma selectiva, e reduzimos a exposição no segmento de **High Yield**, onde a correlação entre os *spreads* e a volatilidade accionista é historicamente superior.

Spreads de Crédito (%)



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

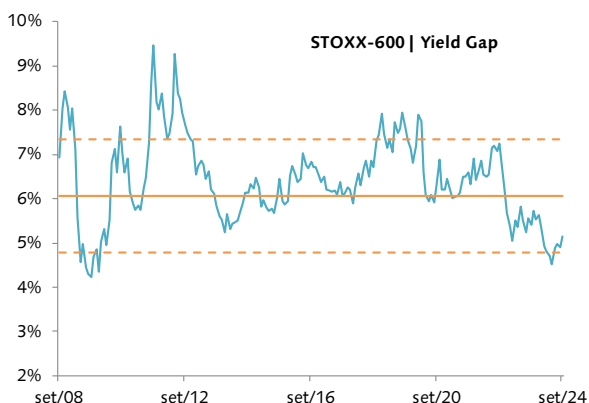
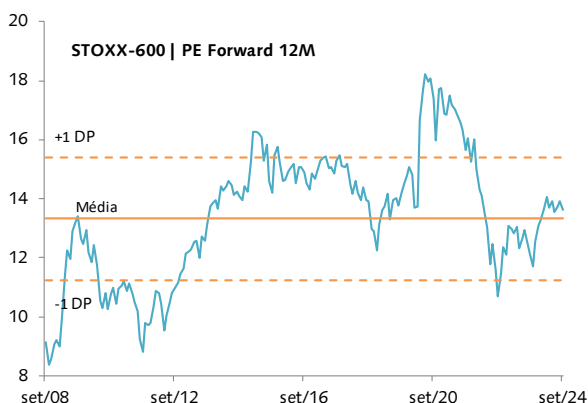
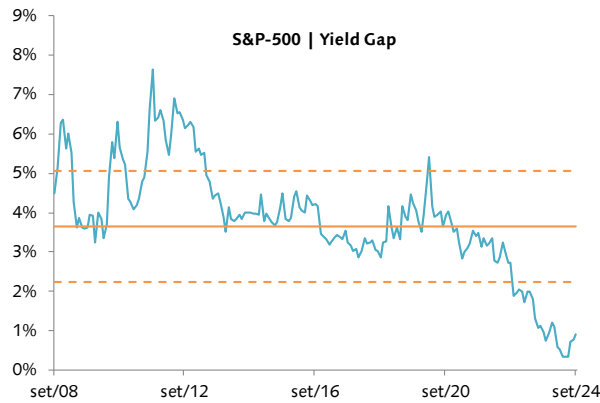
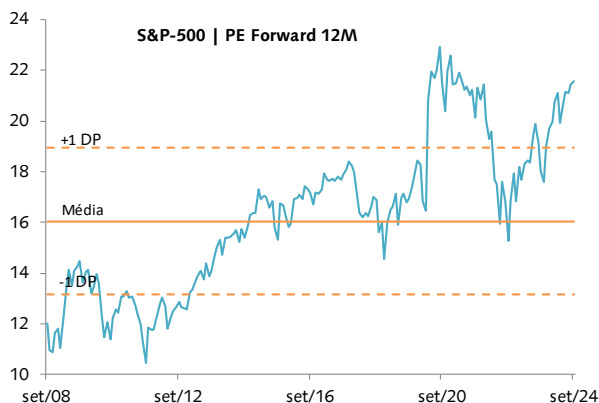
Em segundo lugar, e relacionado com o anterior, também nos mercados accionistas os **prémios de risco** parecem-nos relativamente curtos considerando os factores de incerteza envolventes.

Nos Estados Unidos, o índice S&P-500 transacciona com um rácio *Price-to-Earnings* (PE) de 21,5x os resultados esperados para os próximos 12 meses (*forward 12m*) o que, considerando a *yield* dos Treasuries a 10 anos, se traduz numa *yield gap* de apenas 0,9%. Desde o início de 2006, a média deste diferencial situa-se nos 3,7%.

Por sua vez, na Europa, o índice Stoxx-600 transacciona com um PE de 13,7x, em linha com a média histórica, mas que se traduz numa *yield gap* de 5,1%, cerca de 100 bp inferior à respectiva média.

Ou seja, na nossa opinião, as *Acções* descontam um cenário de *softlanding* económico, e as estimativas de crescimento de resultados em 2025 são, porventura, muito optimistas (15,2% nos Estados Unidos, 8,2% na Europa), oferecendo actualmente prémios de risco (*yield gaps*) historicamente muito baixos e que aconselham prudência. Neste sentido, mantemos a exposição num nível *neutral*, e diversificada sectorialmente, combinando sectores com mais *beta*, como a **Tecnologia**, com outros mais defensivos, como a **Saúde** e **Infraestruturas**, incluindo as **Utilities**.

Price Earnings e Yield Gaps

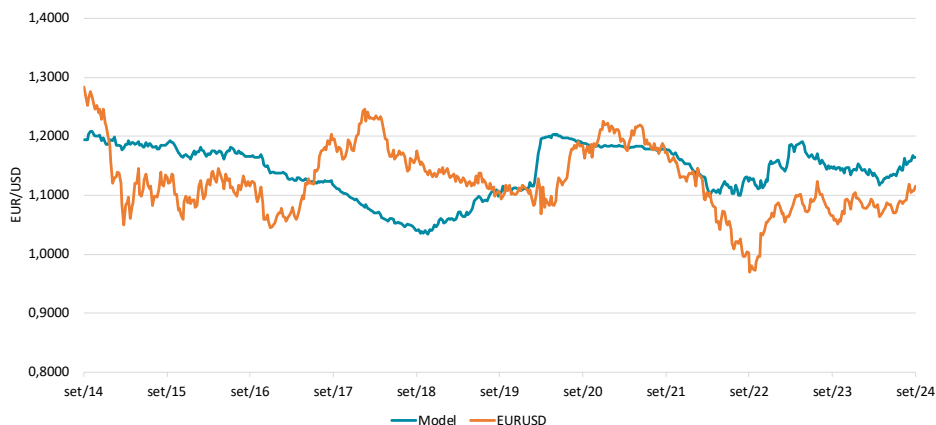


Fonte: Bloomberg, Banco Invest.

Por último, continuamos *underweight* no **dólar norte-americano (USD)**, na medida em que a cotação do EUR/USD, na nossa opinião, permanece significativamente abaixo do nível (teórico) justificável, considerando a relação histórica entre a mesma e o 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 da guerra na Ucrânia e do menor crescimento económico.

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 (R² igual a 0,365)



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, as empresas continuam a divulgar resultados globalmente positivos, em linha ou acima das estimativas dos analistas, mas os múltiplos de avaliação permanecem historicamente elevados, deprimindo os prémios de risco. A boa notícia é que os Bancos Centrais continuarão a cortar as taxas de juro, embora, em larga medida, tal movimento já esteja descontado pelos mercados.

Neste cenário de avaliações elevadas, prémios de risco baixos e incerteza geopolítica, a volatilidade dos mercados deverá continuar em crescendo, aconselhando a alguma prudência na Alocação de Activos. Como tal, mantemos uma exposição relativamente *neutral* na componente accionista, procurando combinar sectores mais *growth*, como a Tecnologia, com outros mais defensivos, como a Saúde. Entre as obrigações, continuamos a identificar mais valor no segmento de Investment Grade.

Paulo Monteiro

Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA
 Redigido em 23 de Setembro de 2024
 Cotações em 20 de Setembro 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.