

Alocação de Activos

Apesar da volatilidade provocada pelo surgimento, no final de Novembro, de mais uma variante do vírus SARS-COV2 – a variante Ómicron – os mercados accionistas terminam o ano de 2021 com valorizações expressivas, suportadas por um cenário macroeconómico robusto, liquidez ainda abundante e taxas de juro reais negativas, quando descontadas pela taxa de inflação.

A Ómicron veio obviamente adicionar **incerteza** sobre estas variáveis, ensombrando as estimativas de crescimento no próximo ano e, em particular, sobre a evolução futura da taxa de inflação, tema que tem dominado os mercados nos últimos meses. Apesar das taxas de juro *forward* descontarem uma normalização nos próximos anos, a taxa de inflação é esperada permanecer acima do objectivo dos bancos centrais (2%), pelo que a Reserva Federal norte-americana (FED) deverá acelerar a normalização da sua política monetária, com o fim da compra de títulos e a subida das taxas de juro em 2022.

Mercados em 2021

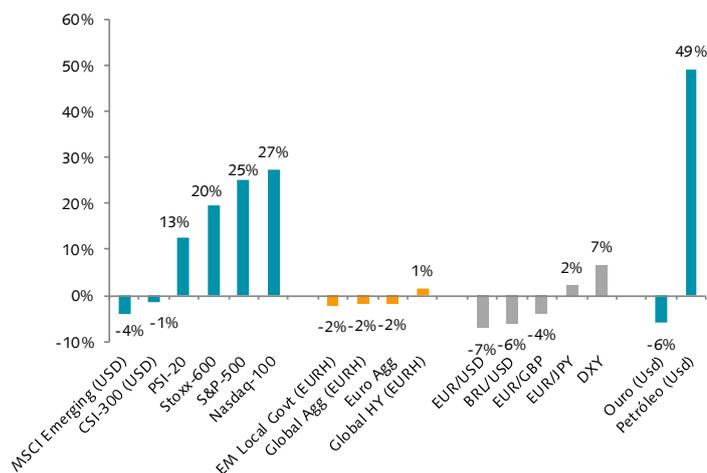
Nos Estados-Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 encerram o ano¹ com valorizações de 25,2% e 27,2%, respectivamente, desde o início do ano. Na Europa o índice Stoxx-600 subiu 19,6%, e os índices ibéricos PSI-20 e Ibex-35 valorizaram 12,6% e 5,0%, respectivamente. Por sua vez, os mercados emergentes perderam -3,9%, em USD, penalizados, sobretudo, pelo desempenho negativo do mercado chinês (-1,4%), penalizado ao longo do ano pelo aumento da regulação nos sectores tecnológico e da educação, e pelo abrandamento súbito do sector imobiliário, o qual pesa cerca de 30% no PIB chinês (por exemplo, nos Estados-Unidos este valor situa-se nos 18%).

Em termos sectoriais, considerando os índices MSCI World, a liderança nas rendibilidades repartiu-se entre o sector Tecnológico (+29,0%, em USD), associado ao estilo de investimento *Growth*, e os sectores mais cíclicos (*Value*) como o Financeiro (+24,2%, em USD) e o Petrolífero (+37,3%, em USD), este último impulsionado pela forte recuperação da cotação do barril de petróleo (+49,1%, em

¹ Cotações em 8-Dezembro-21

USD). Pelo contrário, os piores desempenhos relativos foram registados pelos sectores de Consumo Básico (+5,8%, em USD) e das *Utilities* (+2,9%, em USD).

Rendibilidades – 2021 YTD

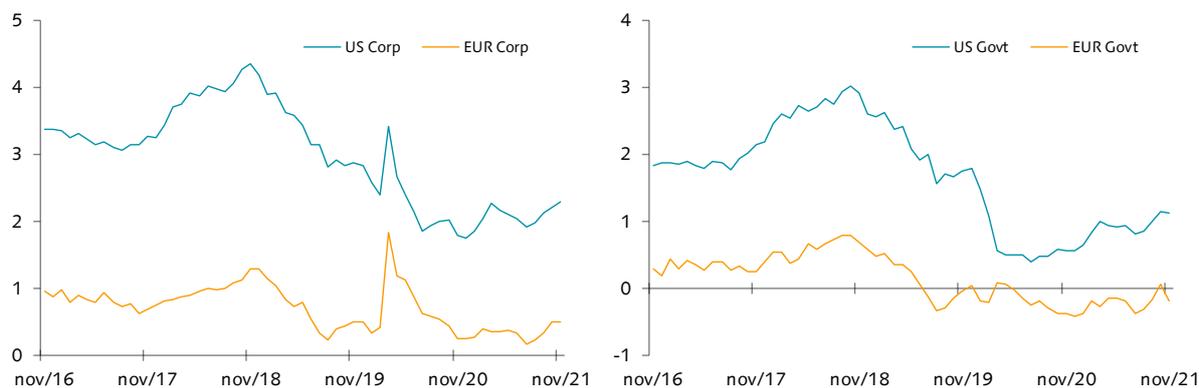


Fonte: Bloomberg.

Entre os mercados obrigacionistas destaque, pela positiva, para o segmento de High Yield, nomeadamente na Europa, com uma rendibilidade de (+3,8%, em EUR). Com efeito, o High Yield continuou suportado pela recuperação económica e dos resultados das empresas, num contexto de taxas de juro muito baixas, procura por *yields* superiores e baixas taxas de *default*.

Entre as obrigações de Dívida Pública os retornos foram globalmente negativos, consequência da subida generalizada das respectivas *yields*. Nos Estados Unidos, os Treasuries a 10 anos terminam o ano nos 1,52% (+61 bp, relativamente ao final do ano passado) e, na Zona Euro as *yields* dos Bunds a 10 anos subiram 26 bp, para os -0,31%. Os países europeus periféricos viram os seus *spreads* alargar face à Alemanha, em particular a Grécia (+50 bp) e a Itália (+23 bp). Por seu turno, o *spread* da dívida portuguesa manteve-se relativamente inalterado, com uma variação na ordem dos +6 bps face às *yields* alemãs a 10 anos.

Yields das Obrigações (%)



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

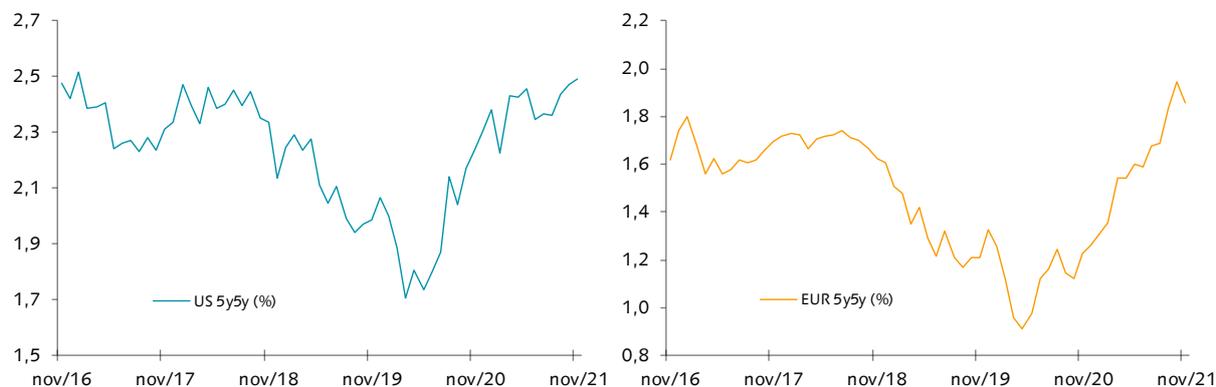
Inflação e Taxas de Juro

Tal como referido atrás, um dos temas dominantes durante 2021, foi a forte **subida da taxa de inflação** ao longo do ano e, em particular, a discussão quanto à sua persistência no futuro. Com efeito, numa das suas últimas intervenções públicas, Jerome Powell, presidente da FED, afirmou que a inflação poderá ser mais persistente do que inicialmente esperado, o que contribuiu para o aumento da volatilidade nos mercados, no início de Dezembro.

De qualquer forma, nos mercados monetários, as taxas *forward 5y5y*, geralmente utilizadas como *proxy* da inflação média esperada no futuro (durante os cinco anos com início daqui a cinco anos), continuam muito próximas do objectivo dos bancos centrais (1,9% na Zona Euro, e 2,5% nos Estados Unidos), sinalizando que o mercado acredita que a subida recente da inflação será transitória.

Da verificação, ou não, desta esperada normalização da inflação dependerá a acção dos bancos centrais, nomeadamente no que diz respeito à subida das taxas de juro. Para já, o mercado espera que a FED termine o *tapering* (processo gradual de redução da compra de títulos) em meados de 2022, começando posteriormente a subir as taxas de juro. Por sua vez, na Zona Euro, o Banco Central Europeu (BCE) deverá manter inalteradas as taxas de juro, mantendo-se a perspectiva de que a subida da inflação começará a esbater-se ao longo do próximo ano.

Expectativas para Inflação



Fonte: Bloomberg.

Outlook 2022

O *Outlook*, deste modo, permanece relativamente benigno para as classes de activos com risco, em particular para as Acções e o High Yield. **A menos que a inflação se revele mais persistente que o esperado, o crescimento económico continuará robusto, as taxas de juro reais continuarão baixas e os bancos centrais agirão de forma muito gradual e sempre condicional à evolução do próprio crescimento económico e do emprego.**

Assim, a Alocação de Activos recomendada mantém-se inalterada relativamente ao trimestre anterior:

- Entre as **Acções**, o movimento de rotação sectorial ainda não está esgotado. Na nossa opinião, as *yields* da Dívida Pública estabilizarão em níveis superiores aos actuais (Treasuries a 10 anos na ordem dos 2%), pelo que se justifica uma combinação de sectores Growth com sectores Value, como, por exemplo, os bancos, numa óptica de protecção contra a subida das *yields*.

- A **inclinação das *yield curves*** deverá voltar a aumentar (diferencial entre as taxas de juro nos prazos mais longos e curtos), reflectindo a estabilização da inflação em níveis superiores aos observados antes da pandemia e a diminuição dos estímulos monetários pelos bancos centrais.

- Apesar de historicamente baixos, os *spreads* de crédito **High Yield** deverão manter-se suportados pelo crescimento económico, pelos bons resultados das empresas e pelas baixas taxas de incumprimento (*default*).

. O **USD** deverá continuar relativamente forte, na medida em que a subida das *yields* dos Treasuries favorece a moeda norte-americana relativamente, por exemplo, ao EUR.

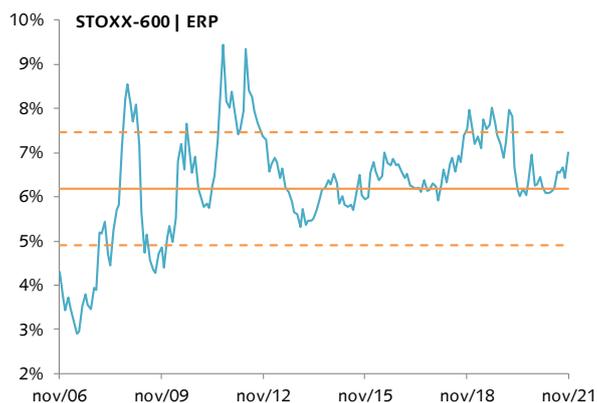
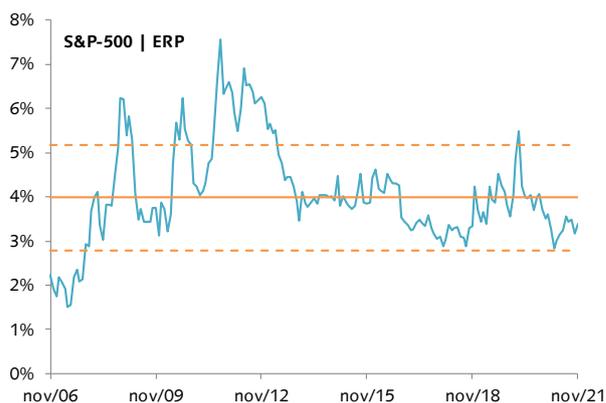
. As incertezas em torno da taxa de inflação e da evolução da pandemia poderão traduzir-se num aumento da **volatilidade** nos mercados, em particular dos accionistas.

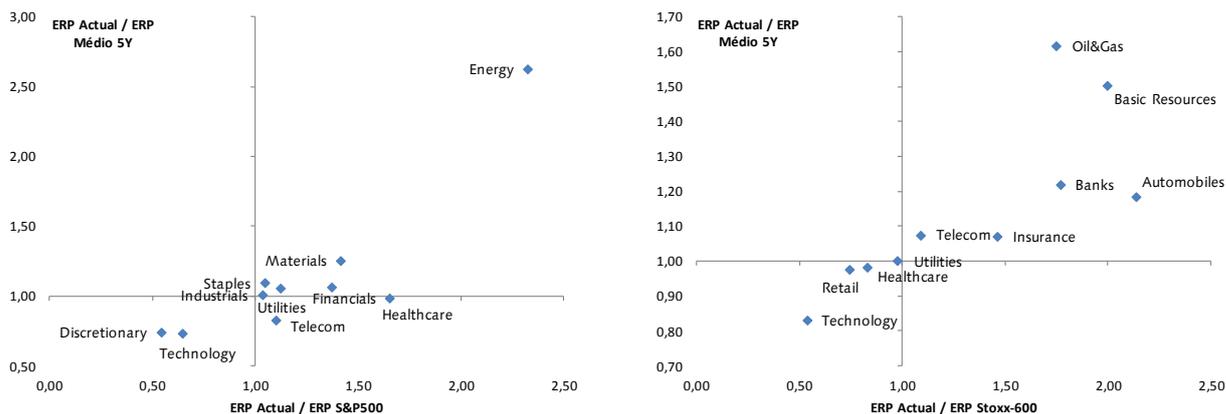
Deste modo, conservamos uma percentagem considerável em **Liquidez**, sobretudo, como alternativa a **Dívida Pública**, onde não se percebe valor, e como forma de possibilitar o reforço de posições em caso de uma correcção nos mercados.

Na componente de Acções, mantemos a exposição a temas, na nossa opinião, considerados estratégicos a médio-longo prazo, como as **Infraestruturas**, a **Segurança**, a **Biotecnologia** e a **Digitalização**, combinados com outros sectores mais cíclicos e táticos, como os bancos e as empresas petrolíferas.

Entre os mercados emergentes, mantém-se a exposição à **China**. Na nossa opinião, para além das avaliações mais atractivas – as acções chinesas transacionam com um *Price-Earnings* de 13,0x (*forward 12M*), contra os 22,0x do índice S&P-500 –, a economia chinesa está num processo de profunda transformação, de produtor de baixo valor acrescentado para potência tecnológica mundial, porventura a única capaz de fazer frente aos Estados-Unidos.

Prémios de Risco (ERP – Equity Risk Premiums)

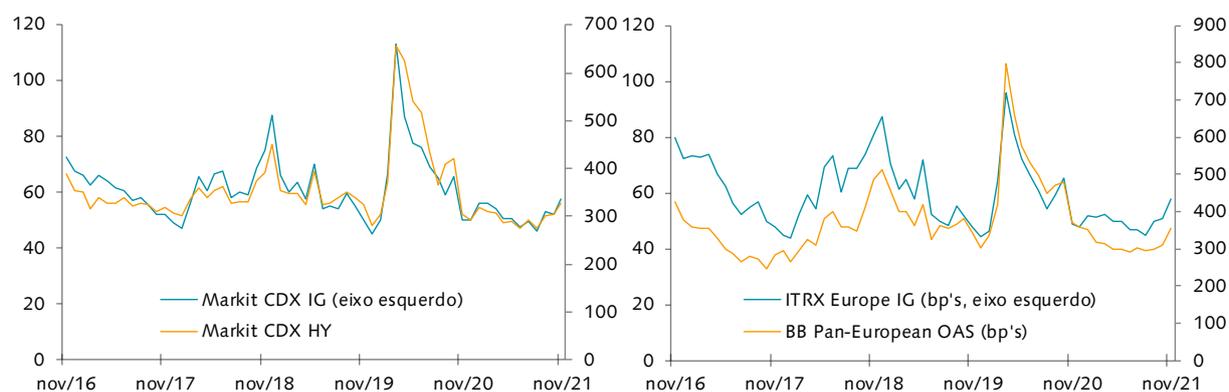




Fonte: Bloomberg, Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prêmios de risco).

Na componente de **Obrigações** mantemos a exposição ao segmento de **High Yield** global. Na nossa opinião, o cenário de retoma económica e baixas taxas de juro continua favorável para estas empresas. Os *spreads* de crédito encontram-se, contudo, historicamente baixos, pelo que a rentabilidade esperada se situa 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).

Spreads de Crédito (bp)



Fonte: Bloomberg.

Por sua vez, no segmento de Investment Grade (IG) mantemos a exposição a Dívida Híbrida (Hybrid Corporate Bonds, *ex-Financials*). Na nossa opinião, a dívida Investment Grade senior encontra-se em níveis pouco atractivos 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 maior 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 acima dos 220 bp, enquanto que nas *senior* se ficam pelos 60 bp, em média.

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.

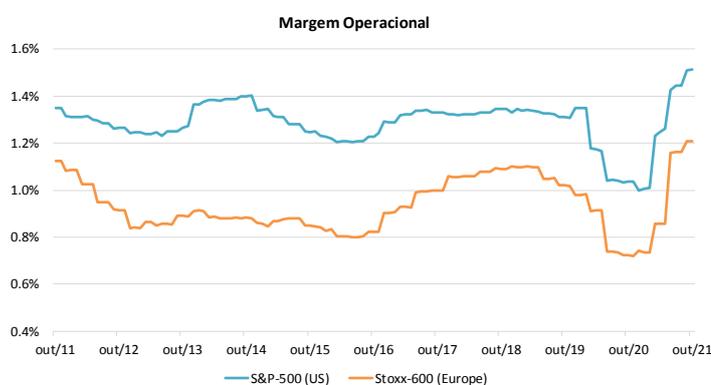
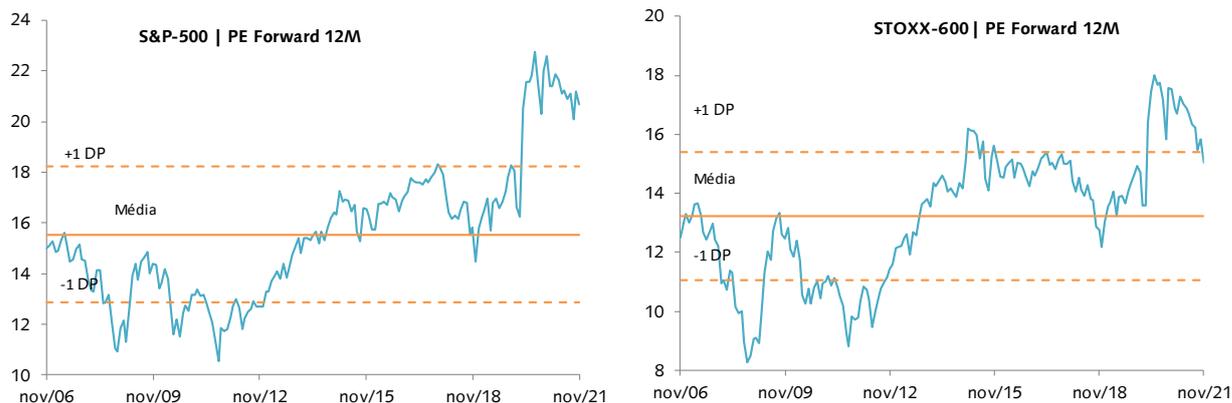
Riscos

O cenário para os próximos meses não é, contudo, isento de riscos. Para além da evolução da inflação e das taxas de juro, persistem outros riscos, entre os quais destacam-se:

Resultados das empresas

Desde o início da pandemia global, nos mercados accionistas assistiu-se uma forte expansão dos múltiplos de avaliação das acções. Por outras palavras, impulsionadas pela liquidez abundante e os estímulos fiscais, as cotações das acções adiantaram-se significativamente em relação aos resultados das respectivas empresas. Por exemplo, antes do início da pandemia o índice S&P-500 transacionava com um *Price-Earnings (forward 12 meses)* de cerca 18x, o que compara com o actual 21x (mais 15%). Na Europa esta diferença é menor, embora a tendência seja semelhante. Ou seja, o ano de 2022 inicia-se com avaliações mais elevadas e com as margens operacionais das empresas em valores máximos históricos. A forma como as empresas conseguirem, ou não, acomodar o aumento dos custos provocado pela subida da inflação será crucial para a manutenção dos actuais *price-earnings*.

Price-Earnings (PE) e Margens Operacionais

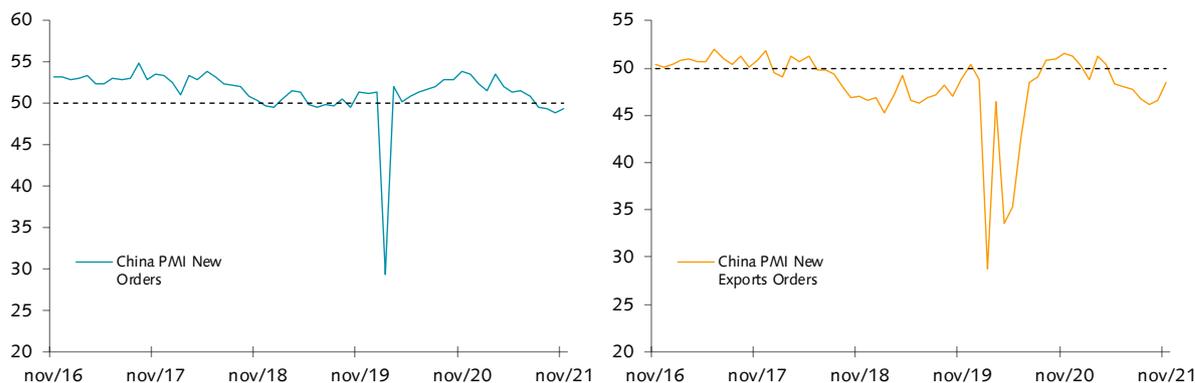


Fonte: Bloomberg.

Economia chinesa

Tal como referido atrás, a economia chinesa encontra-se num processo de transformação, visando objectivos sociais e enfatizando a qualidade do crescimento relativamente à quantidade do crescimento. O aumento da regulação em alguns sectores e o arrefecimento do sector imobiliário assustaram os investidores em 2021, e a economia chinesa mostra sinais claros de abrandamento, como patente na evolução recente dos índices PMI. Deste modo, um abrandamento mais acentuado que o actualmente esperado terá, certamente, efeitos colaterais nas restantes economias, tanto desenvolvidas como emergentes, considerando tratar-se da segunda maior economia mundial.

Índices PMI na China

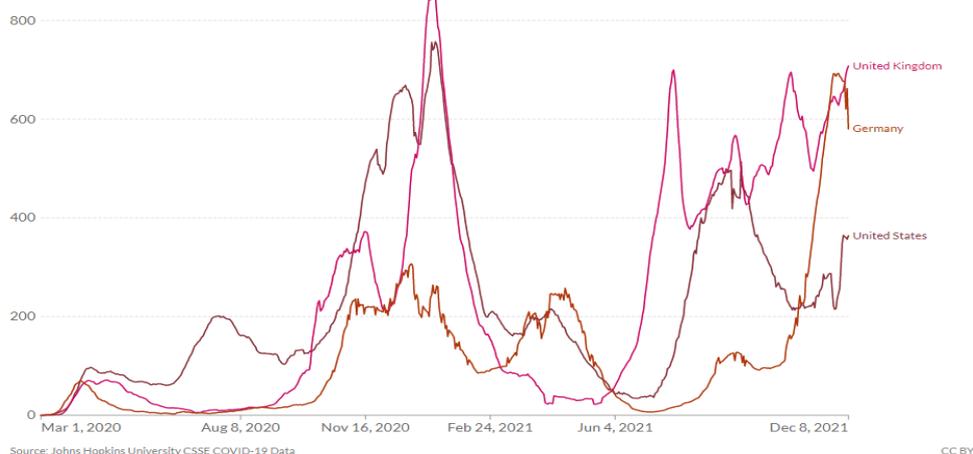


Fonte: Bloomberg.

Pandemia global

A evolução da pandemia permanece um foco de grande incerteza sobre a economia mundial. Mesmo antes do surgimento da variante Ómicron, o número de casos de contágios vinha a aumentar, em especial, na Europa, colocando em causa o cenário de continuação da recuperação em curso da actividade económica. Embora não sendo prováveis novos *lockdowns* como os impostos em 2020, a necessidade de novas restrições de circulação poderá acrescentar incerteza quanto à recuperação do consumo e das cadeias de abastecimento globais.

Novos casos COVID-19 (média-móvel 7 dias)



Fonte: Our World in Data.

Tensões geopolíticas

A volatilidade é uma característica dos mercados accionistas. Correções de 5%-10% são relativamente normais ao longo do tempo e, como referido atrás, existem actualmente factores de incerteza que podem despoletar correcções desta magnitude.

Para ocorrerem quedas superiores (a 10%), na nossa opinião, teria de se verificar uma das seguintes condições: uma recessão económica; um erro de política monetária, com uma subida abrupta das taxas de juro; e/ou um evento geopolítico. Se as duas primeiras nos parecem improváveis nesta fase, o recente recrudescimento das tensões entre a **Rússia** e a **Ucrânia**, para além de colocar em perigo a paz na região, constitui um exemplo de um evento geopolítico com consequências negativas óbvias para o actual cenário económico base.

Conclusão

Concluindo, a incerteza em torno da inflação e da pandemia permanece elevada, e as avaliações de alguns segmentos de mercado encontram-se historicamente altas, pelo que a diversificação continua a ser fundamental, combinando posições com maior risco e rentabilidade 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 a transição digital e energética.

Paulo Monteiro

Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA

Redigido em 9 de Dezembro de 2021

Cotações em 9 de Dezembro de 2021

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.