

Alocação de Activos

O aumento das correlações entre Acções e Obrigações, dificultou sobremaneira a diversificação das carteiras multi-activos, em 2022.

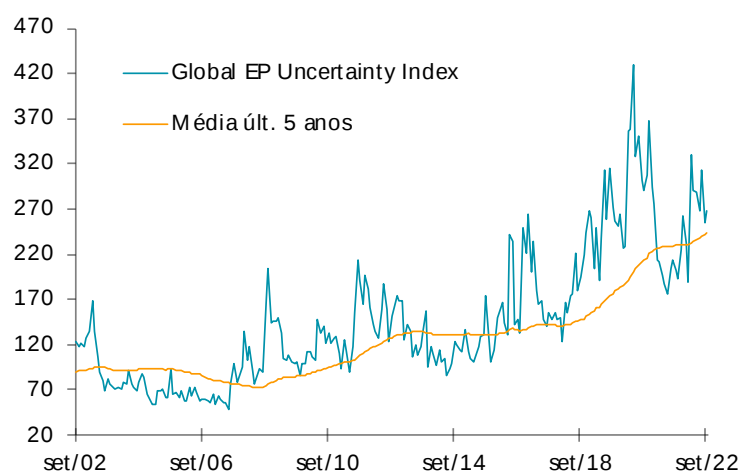
Os períodos de estagflação, marcados por abrandamento do crescimento económico e subida da taxa de inflação, são historicamente períodos difíceis para a Alocação de Activos. O ano de 2022 não foi excepção, com muito poucas alternativas de refúgio para as carteiras multi-activos. As correlações entre as Obrigações e Acções subiram e tornaram-se positivas devido à forte subida da taxa de inflação para níveis não observados há várias décadas. Desta forma, em termos reais, até a Liquidez registou rendibilidades negativas, em 2022.

A pandemia impulsionou a procura por inovação e tecnologia. A combinação desta tendência com condições monetárias extremamente acomodáticas resultou na forte valorização dos mercados accionistas, entre Março de 2020 e o final de 2021. Em 2022, contudo, o 'guião' mudou. Os investidores depararam-se com tensões geopolíticas, disrupções nas cadeias de abastecimento globais, inversão das políticas monetárias dos Bancos Centrais e forte subida da taxa de inflação, e consequente desvalorização dos mercados, não só os accionistas como os obrigacionistas.

A incerteza económica e geopolítica aumentou significativamente, em 2022, medida pelo Índice Global Economic Policy Uncertainty.

A sucessão e variedade de crises a nível global fazem com que uma das palavras de 2022 seja, inevitavelmente, a palavra **incerteza**. Para além da Covid-19, que continua a condicionar a actividade económica, por exemplo, na China, a eclosão de uma guerra na Ucrânia, agravada pelo facto de ser provocada por uma potência nuclear, veio adicionar ainda mais incerteza quanto à evolução da economia (e ordem) mundial. Acrescem as tensões no Estreito de Taiwan, na Península da Coreia e entre a NATO e a Rússia.

Índice Global Economic Policy Uncertainty



Fonte: Bloomberg.

Assim, o ano de 2023 inicia-se envolto numa incerteza elevada. No próximo ano a economia global é esperada desacelerar significativamente, com os Estados Unidos e a Europa a dificilmente evitarem uma recessão. O grau de severidade do declínio da actividade nestes dois blocos económicos determinará o *timing* dos tão ansiados picos na taxa de inflação, nas taxas de juro e no dólar norte-americano (USD). Apesar de já à vista, estes picos têm ainda de ser confirmados. Quando tal acontecer, mesmo num cenário provável de recessão económica nos Estados Unidos e na Europa, os mercados deverão iniciar uma nova fase de valorização.

Na nossa opinião, no curto-prazo, **as Acções permanecem vulneráveis, na medida em que as avaliações descontam um cenário de recessão ligeira. Pelo contrário, as Obrigações, em particular as de Dívida Privada (*Corporate*), presentemente descontam probabilidades de *default* só compatíveis com uma recessão bastante severa** que, apesar da incerteza, não é o nosso cenário central. Ou seja, no final de 2022, identificamos mais valor na dívida *Corporate* do que nas Acções, onde será importante medir o impacto da inflação nas margens e resultados das empresas, nos próximos meses.

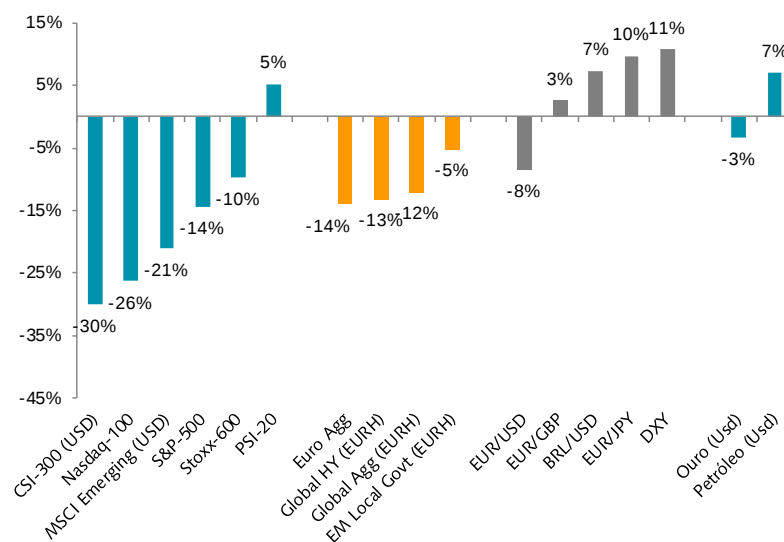
Repricing do risco em 2022

A forte subida das taxas de juro pelos Bancos Centrais, traduziu-se num igualmente abrupto repricing dos activos com risco, nomeadamente das Acções e dos spreads de crédito.

O terceiro trimestre foi de recuperação nos mercados accionistas. Nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 valorizaram 13,8% e 9,7%, respectivamente. Na Europa, o índice alemão (DAX-40) subiu 18,8%, o francês (CAC-40) avançou 16,9% e o inglês (FTSE-100) valorizou 9,9%. Na Ibéria, os índices portugueses (PSI) e espanhol (IBEX-35) valorizaram 10,6% e 13,5%, respectivamente. Por último, os mercados emergentes (MSCI Emerging) recuperaram 11,0%, no trimestre, em USD.

Apesar das subidas das últimas semanas, no total do ano, 2022 encerra com os principais mercados em território negativo. Nos Estados Unidos as perdas foram lideradas pelo sector tecnológico, particularmente penalizado pela subida das taxas de juro (Nasdaq-100, -26,3%). Na Europa, entre os principais mercados, a Itália (FTSE MIB) perdeu -10,0%, a Alemanha perdeu -9,4% e a França caiu -5,8%. Na Ibéria, a Espanha perdeu -4,0% e Portugal destacou-se pela positiva, valorizando 5,3%. Os mercados emergentes, em USD, desvalorizaram -21,1%, com destaque para o fraco desempenho dos mercados chineses (Shanghai Composite -13,4%, CSI-300 -22,0%), pressionados pelo abrandamento económico provocado pelos *lockdowns* relacionados com a Covid-19.

Rendibilidades – 2022 YTD

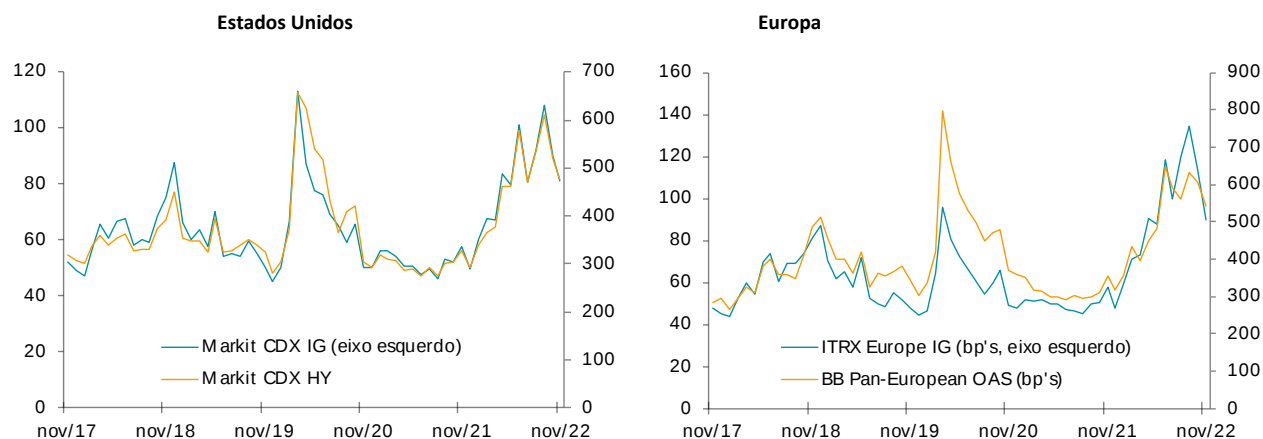


Fonte: Bloomberg. Cotações em 30-Nov-22

Entre as Obrigações, o ano de 2022 foi igualmente de perdas pesadas, pressionadas pela subida das taxas de juro dos Bancos Centrais, como forma de combater o aumento da taxa de inflação, e pela subida dos *spreads* de crédito, face ao aumento da probabilidade de recessão económica nos próximos trimestres.

No segmento de *Investment Grade*, no terceiro trimestre, os *spreads* de crédito diminuíram, em média, -32 bp e -43 bp nos Estados Unidos e Europa, respectivamente. Ainda assim, no total do ano, os *spreads* aumentaram 26 bp e 44 bp. Deste modo, desde o início do ano, conjugado com a subida das *yields* soberanas, as perdas do IG ascendem a -14,6% e -15,6%, respectivamente, em EUR.

Spreads de Crédito (%)



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

Por sua vez, no segmento de *High Yield*, os *spreads* de crédito diminuíram, em média, -157 bp e -105 bp nos Estados Unidos e Europa, no trimestre, respectivamente. Deste modo, no total do ano, os *spreads* aumentaram 159 bp e 208 bp. Assim, o índice Bloomberg Global High Yield Total Return registou uma perda de -13,2%, desde o início do ano, em EUR.

Nos mercados cambiais, em 2022, o grande destaque vai para a forte apreciação do USD contra a generalidade das principais moedas, resultado do aumento da aversão ao risco (incluindo o risco geopolítico), que historicamente tende a beneficiar a moeda norte-americana, e da postura mais agressiva da Reserva Federal (FED) no sentido de travar a subida dos preços no consumidor. Deste modo, desde o início do ano, o USD ganhou 9,3% contra o EUR, 12,2% face à GBP, e 20,0% contra o JPY.

A excepção ao cenário de perdas generalizadas descrito atrás, residiu nas matérias-primas (+10,7%, em USD). Com efeito, a invasão da Ucrânia pela Rússia teve, entre muitas outras consequências, um efeito disruptivo nas cadeias de abastecimento de energia e cereais, sobretudo na Europa. Como tal, desde o início do ano, medidos pelos índices da S&P GSCI, em USD, os preços da Energia registam uma subida de 18,8%, e os produtos agrícolas subiram 4,4%, mesmo corrigindo face aos máximos registados em meados deste ano. Pelo contrário, a perspectiva de abrandamento económico global, e em particular na China, traduziu-se numa correcção de -10,2% nos preços dos metais industriais; e, a forte apreciação do USD tem limitado os ganhos na cotação do Ouro (-3,3%, desde o início do ano).

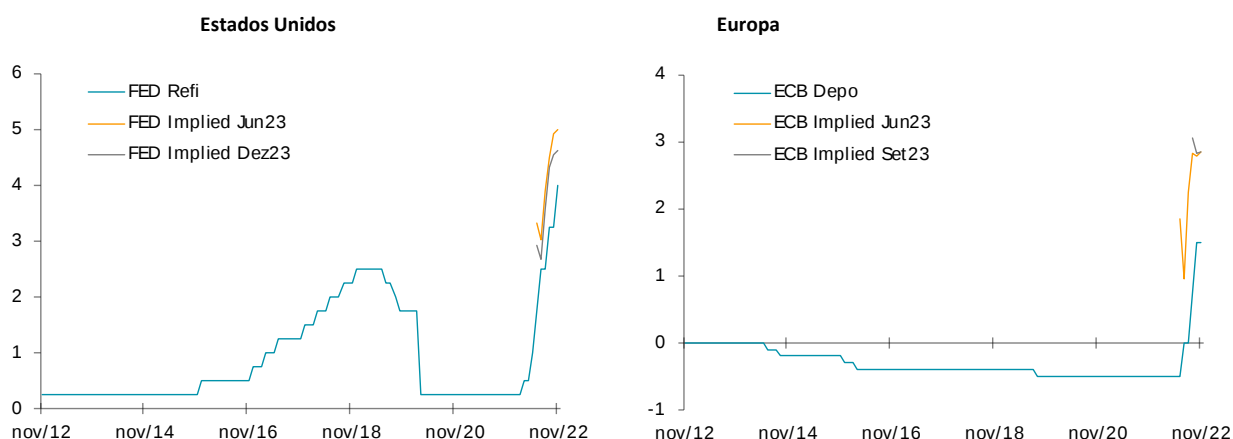
Taxas de Juro e Inflação

Como referido, o desempenho dos mercados financeiros em 2022 foi fortemente condicionado pela evolução da taxa de inflação e pela acção dos principais Bancos Centrais, no sentido de controlar a subida da mesma.

Nos Estados Unidos, a **FED** subiu as taxas de juro para o intervalo 3,75% - 4,00%. Desde o início do ano, a FED subiu por seis ocasiões as taxas de juro, colocando as mesmas no valor mais alto desde 2008. **Em 2023, o mercado desconta uma taxa terminal próxima dos 5,0%.**

No mesmo sentido, na Zona Euro, o Banco Central Europeu (**BCE**) subiu a taxa de juro para depósitos em 200 bp, dos -0,50% para os 1,50%. De acordo com as taxas implícitas nos mercados, **a subida das taxas deverá continuar até perto dos 3,0%**, em meados do próximo ano.

Taxas de juro dos Bancos Centrais



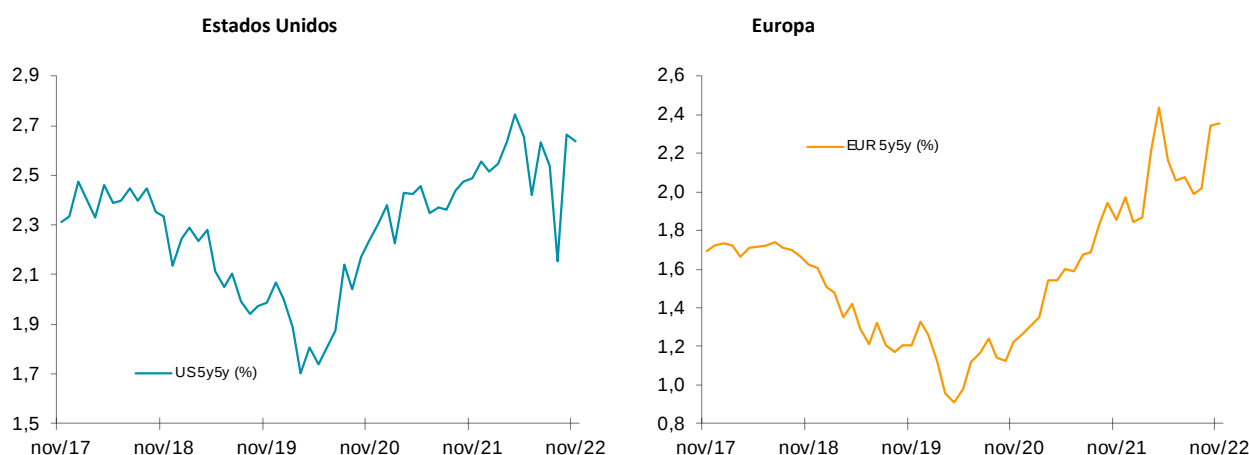
Fonte: Bloomberg.

Contudo, apesar da forte subida da inflação nos últimos meses, **as expectativas implícitas no mercado para a inflação no futuro permanecem relativamente moderadas e ancoradas em valores próximos do objectivo dos Bancos Centrais.**

Nos Estados Unidos, considerando as taxas de juro a 5 anos *forward* 5 anos (5Y5Y), presentemente o mercado desconta uma inflação na ordem dos 2,6%, bem abaixo dos 7,7% registados em Outubro passado. Por sua vez, na Zona Euro o mercado desconta uma inflação futura de 2,4% (10,6% em Outubro).

Ou seja, **ainda que não se antecipando um regresso rápido da inflação para os níveis pré-pandemia, os mercados parecem confiantes quanto ao sucesso dos Bancos Centrais e à gradual normalização da inflação em valores próximos dos 2,0%-3,0%.**

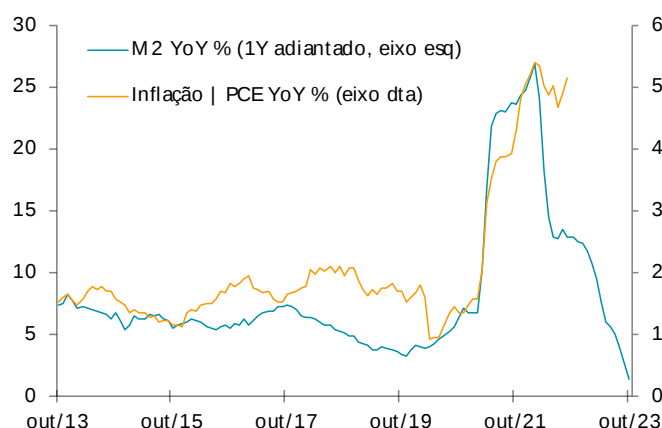
Expectativas para a Inflação



Fonte: Bloomberg.

Por outro lado, a esperada normalização da taxa de inflação é justificável pela **relação histórica entre a liquidez e variação dos preços no consumidor**. Conforme é possível observar pelo exemplo norte-americano, no gráfico abaixo, as actuais políticas monetárias restritivas dos principais Bancos Centrais, ao subir rapidamente as taxas de juro e ao reduzir abruptamente a liquidez, aqui medida pela variação anual do agregado M2, deverão começar a fazer-se sentir na diminuição da taxa de inflação nos próximos meses. O reverso da medalha será o impacto que esta redução da liquidez na economia terá no próprio crescimento económico.

Estados Unidos: M2 vs Inflação



Fonte: Bloomberg.

Outlook 2023

2023, tudo indica, será um ano de fraco crescimento económico e normalização da inflação, ainda que para níveis superiores ao objectivo dos Bancos Centrais, os quais deverão terminar as subidas das taxas de juro em meados do ano.

A conjugação destes três factores – menor crescimento e pico da inflação e das taxas de juro –, na nossa opinião, traduzir-se-ão na *outperformance* das Obrigações, em particular das com melhores *ratings* de crédito (Investment Grade, IG), relativamente às Acções, cujas avaliações permanecem vulneráveis à revisão em baixa das estimativas de crescimento dos resultados das empresas, num contexto macro difícil.

Nos **mercados cambiais**, a diminuição do diferencial entre as taxas de juro dos Estados Unidos e da Zona Euro, bem como a “sobrevivência” ao Inverno sem grandes sobressaltos energéticos, deverão permitir a redução do prémio de risco do EUR face ao USD.

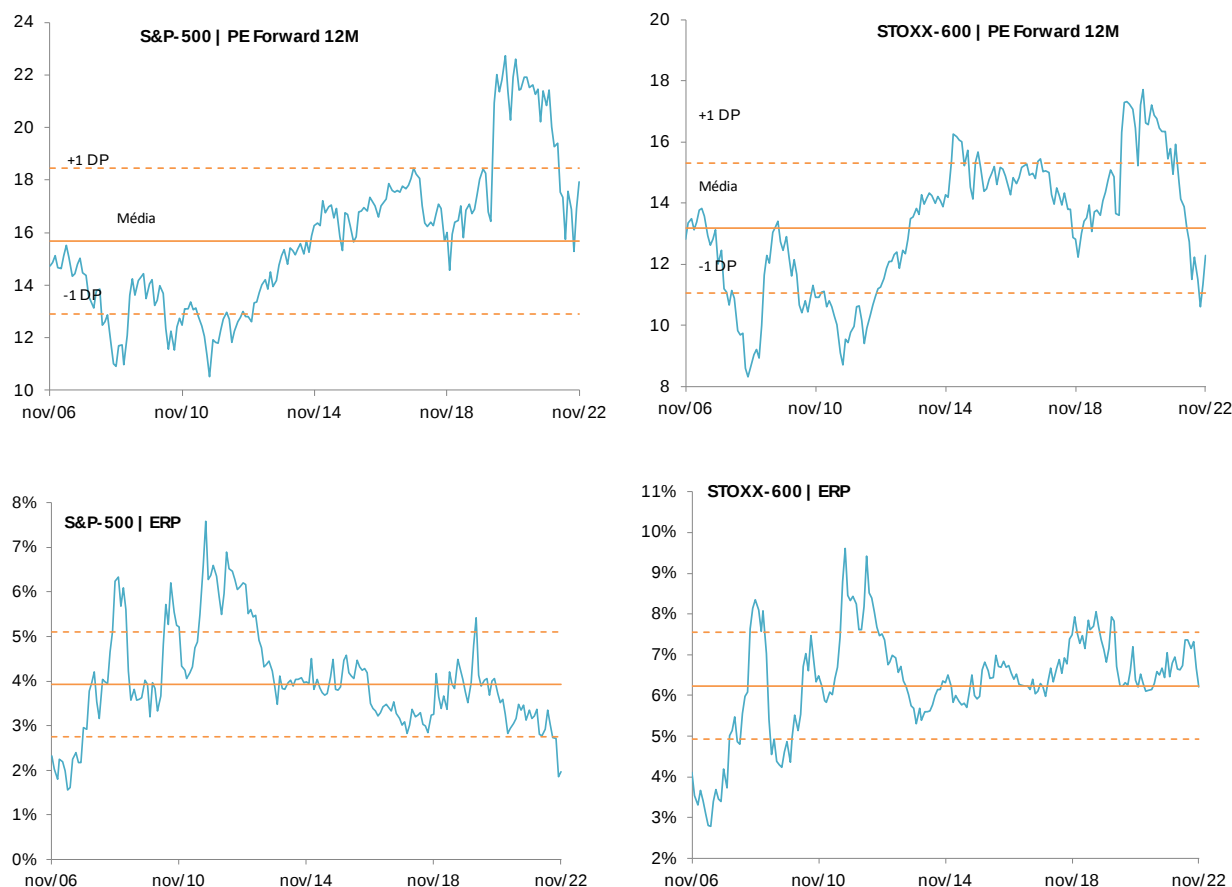
Por sua vez, a depreciação do USD deverá permitir a *outperformance* dos mercados accionistas **emergentes e europeus** relativamente ao congénere norte-americano.

Mercados accionistas

Na nossa opinião, grande parte das quedas registadas ao longo de 2022, nos principais mercados accionistas globais, deveram-se à subida das taxas de juro e das *yields* da dívida soberana *core*. Com efeito, os resultados das empresas continuaram relativamente resilientes ao longo de 2022 e as estimativas de resultados futuros mantiveram-se, em larga medida, inalteradas.

Por outras palavras, a estimativa de crescimento dos resultados das empresas não diminuiu em linha com a revisão em baixa do crescimento do PIB e, neste sentido, nos Estados Unidos, a contração dos múltiplos de resultados (*Price Earnings*) nem sequer acompanhou a subida das *yields* soberanas, pelo que o *Equity Risk Premium* (ERP) caiu abruptamente. Pelo contrário, na Europa, o ERP aumentou, o que se poderá explicar pela eclosão da guerra na Ucrânia e consequente crise energética.

Price Earnings e Risk Premiums

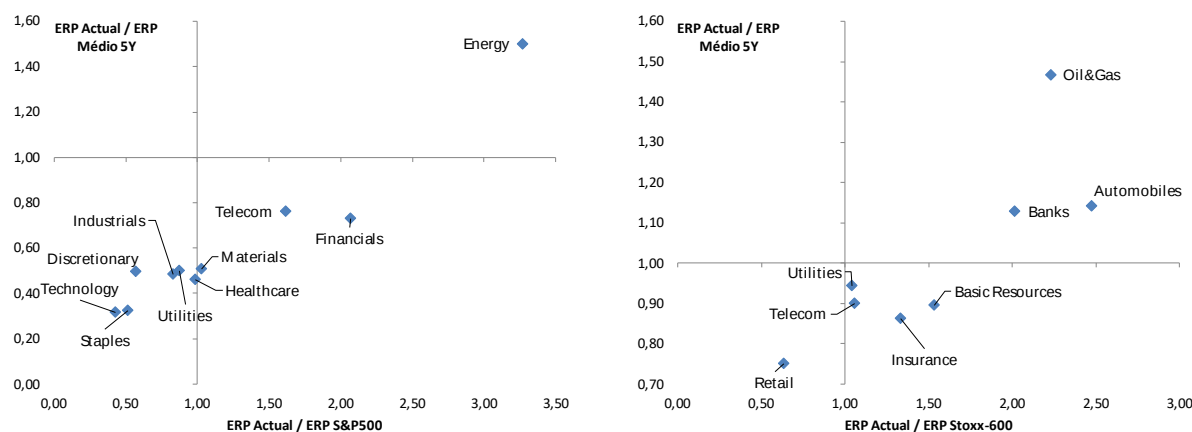


Fonte: Bloomberg, Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Assim, as Acções norte-americanas, medidas pelo *benchmark* S&P-500 iniciam o ano de 2023, na nossa opinião, com avaliações médias ainda pouco atractivas relativamente às congéneres europeias e emergentes. Nos Estados-Unidos, o S&P-500 transaciona com um múltiplo de 17,9x os resultados esperados para os próximos doze meses (*Forward 12M*), o que compara com os 12,3x do índice europeu Stoxx-600. Mais relevante, quando comparado com as respectivas *risk-free yields*, o ERP do S&P-500 situa-se nos 2,0%, bastante abaixo dos 6,2% implícitos no Stoxx-600. Ou seja, mesmo admitindo que, nesta fase, o mercado europeu está mais exposto aos riscos derivados da guerra, o prémio de risco das acções norte-americanas parece demasiado baixo. Por sua vez, o índice MSCI Emerging Markets transaciona com um múltiplo de 11,1x, o que se traduz num prémio de risco de 5,4%, em USD.

Sectorialmente, em 2023 a dispersão de retornos deverá aumentar, favorecendo as empresas menos expostas ao aumento dos custos com salários e das matérias-primas, e com maior *pricing power* para manter as margens de lucro. Deste modo, mantemos a preferência estratégica pelos sectores da **Saúde, Tecnologia e Segurança, Infraestruturas e Transição Energética**. Pelo contrário, os sectores mais intensivos em mão-de-obra e capital, como o sector industrial, e os sectores mais expostos ao consumo discricionário poderão enfrentar dificuldades acrescidas.

Radar sectorial



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

Com efeito, o sector da **Saúde**, na nossa opinião, permanece atractivo considerando a procura relativamente menos inelástica e a quantidade de medicamentos e tratamentos inovadores nas fases finais de aprovação, nas áreas da neurociência, imunologia e genoma humano, por exemplo.

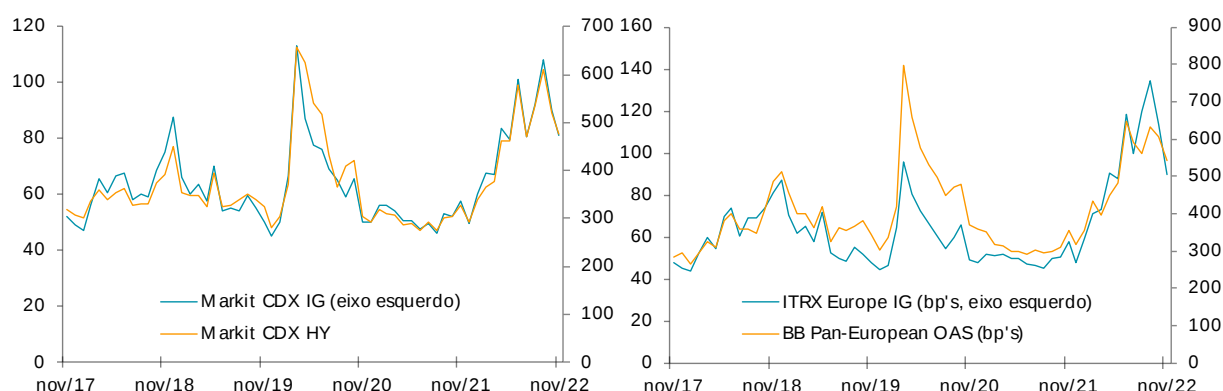
Em termos de **Infraestruturas**, para além das receitas, regra geral, indexadas à inflação, estas empresas deverão beneficiar, nos próximos anos, dos fortes investimentos públicos em infraestruturas relacionadas com a eficiência energética e os veículos eléctricos, por exemplo.

Por fim, no âmbito da **Tecnologia**, ao contrário dos últimos anos – em 2020 e 2021 as valorizações foram transversais e, pelo contrário, em 2022 tudo perdeu mais ou menos por igual –, em 2023 a dispersão deverá aumentar, com os investidores a procurarem sub-áreas menos expostas ao esperado abrandamento económico, como é o caso da **Cibersegurança**.

Mercados obrigacionistas

Tal como exposto, presentemente, as Acções descontam um *softlanding* macroeconómico durante o próximo ano. Pelo contrário, na nossa opinião, as obrigações de **Dívida Privada** antecipam um cenário bem mais pessimista, traduzido pelas taxas de *default* (níveis de incumprimento) actualmente implícitas nos respectivos *spreads* de crédito exigidos pelo mercado, após a forte subida verificada ao longo de 2022.

Spreads de Crédito (bp)



Fonte: Bloomberg.

Com efeito, no segmento de Investment Grade os actuais spreads médios descontam taxas de *default*, cumulativas a 5 anos, de 7,1% e 6,1%, 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 31%, o que compara com uma média histórica de 12,8% e 16,5%, respectivamente.

Ou seja, mesmo num cenário de abrandamento económico, como é admissivelmente o caso do próximo ano, os actuais *spreads* de crédito, na nossa opinião, representam bons níveis para adicionar ou reforçar a exposição a Dívida Privada, em especial no segmento de **Investment**

Grade. Os níveis no High Yield são igualmente interessantes, mas, considerando a incerteza macroeconómica e a maior correlação com os mercados accionistas, o binómio risco-retorno revela-se menos favorável.

Spreads e Defaults implícitos

	Spread Actual (bps)	Breakeven default rate (Cum. 5Y, 40% recovery)	Average historic default rate (%)
Euro IG	89	7,1%	0,40%
Euro Xover	446	31,1%	12,80%
US IG	76	6,1%	1,00%
US HY	452	31,4%	16,50%

Fonte: Bloomberg, Banco Invest e Invesco (valores históricos). Valores e cálculos em 30-Nov-22

Por seu turno, a **Dívida Pública**, cujas *yields* subiram igualmente de forma acentuada em 2022, volta a ser interessante enquanto instrumento com rendibilidade e, sobretudo, enquanto instrumento de **diversificação**, caso a conjuntura macroeconómica se venha a revelar mais severa do que o esperado. De facto, nos Estados Unidos, os Treasuries 2 e 10 anos encerram o ano com *yields* de 4,3% e 3,6%, mais 358 e 210 bp face ao início do ano, respectivamente. Na Zona Euro, as *yields* dos Bunds alemães a 2 e 10 anos subiram 275 e 211 bp, para os actuais 2,1% e 1,9%.

Mercados cambiais

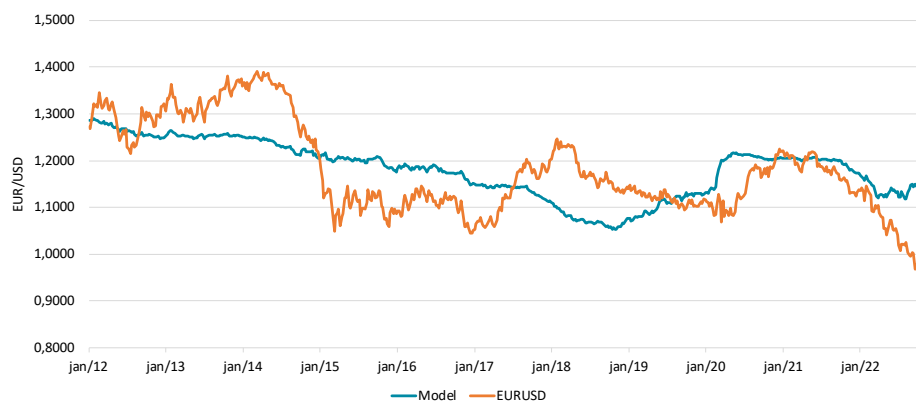
Apesar da recuperação das últimas semanas, a moeda europeia, EUR, encerra o ano com uma perda de cerca 8,5% face ao dólar norte-americano, USD. Na base desta evolução negativa do EUR, estiveram factores como a maior proactividade da FED na subida das taxas de juro e, sobretudo, a incerteza provocada pela guerra na Ucrânia e consequente aumento do prémio de risco face aos Estados Unidos.

Porém, este prémio de risco, na nossa opinião, afastou demasiado a cotação do **EUR/USD** 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. Por outras palavras, mesmo admitindo que as taxas de câmbio podem ser particularmente voláteis e, no curto prazo, influenciadas por inúmeros factores, no final do dia o diferencial entre as taxas de juro das duas moedas constitui âncora, em torno da qual o mercado não poderá afastar-se em demasia.

Desta forma, mantemos uma posição *underweight* no USD, num contexto de progressiva convergência para um valor mais consentâneo com os cenários macro dos dois blocos, e com a esperada diminuição do referido diferencial de taxas de juro.

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 0,38)



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

Ao contrário de 2022, o próximo inicia-se com níveis de avaliações muito mais interessantes e potencial de rentabilidade a médio e longo prazos. Entre as Acções, mantemos uma abordagem temática, em torno de sectores com receitas consideradas menos discricionárias e cíclicas, como as Infraestruturas, a Tecnologia e a Saúde. Por sua vez, entre as Obrigações, o binómio risco-retorno parece-nos agora mais favorável ao Investment Grade, tanto privado como soberano (*core*).

A incerteza continua a ser a tónica dominante nas previsões macroeconómicas e para os mercados financeiros, em 2023. E, neste sentido, a diversificação e uma crescente selectividade no processo de Alocação de Activos serão fundamentais num ano que se espera de recuperação nos mercados financeiros e com os vários riscos em larga medida já descontados.

Paulo Monteiro

Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA

Redigido em 30 de Novembro de 2022

Cotações em 30 de Novembro de 2022

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.