

### Alocação de Activos

*O primeiro trimestre ficou marcado pela turbulência no sector financeiro global. Em consequência, os mercados passaram a descontar menores subidas das taxas de juro pelos bancos centrais.*

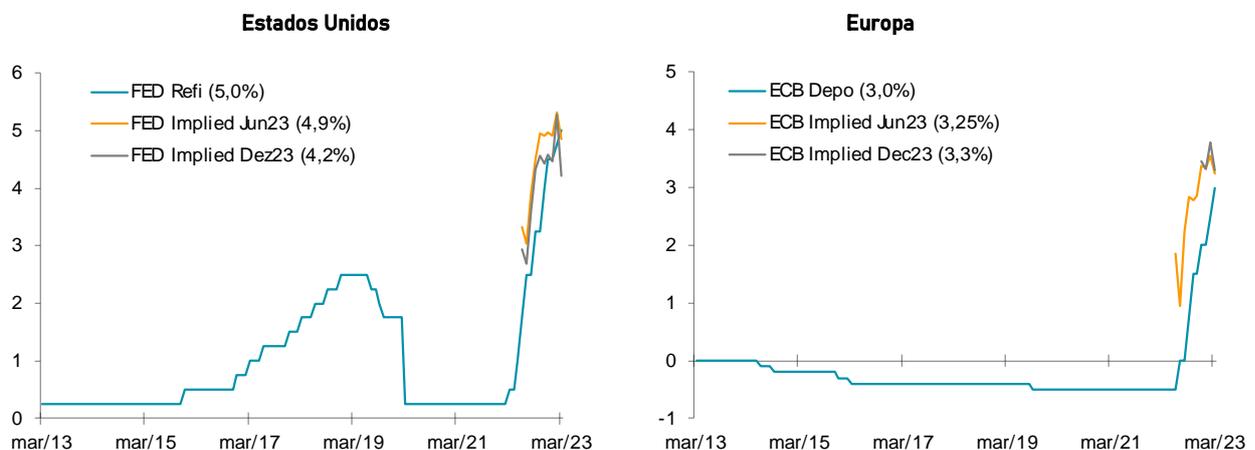
Os bancos centrais deparam-se, presentemente, com um dilema: por um lado, a inflação permanece muito acima do objectivo dos 2% e, por outro, a forte subida das taxas de juro ameaça comprometer a estabilidade dos sistemas financeiros e bancários.

Para já, os problemas parecem confinados aos bancos em causa, o Silicon Valley Bank (SVB) e o Signature Bank, nos Estados Unidos, e o Credit Suisse, na Europa, e sem aparentes riscos de contágio. Os bancos em causa foram, tudo indica, sobretudo vítimas de uma gestão inapropriada dos respectivos balanços (*mismatch* entre activos e passivos) e de falhas de *governance*, e não exactamente de problemas nas carteiras de crédito, os quais poderiam ser extrapolados aos restantes bancos.

Mas a reacção e a turbulência nos mercados verificada nos dias seguintes às notícias do colapso do SVB, com a queda das cotações das acções e subida dos *spreads* de crédito dos bancos, levaram a alterações significativas nas expectativas para as taxas de juro, por parte dos investidores.

Com efeito, nos Estados Unidos, os mercados rapidamente começaram a descontar que a Reserva Federal (FED) irá cortar as taxas de juro ainda este ano, colocando a taxa de referência nos 4,25% no final do ano, menos 75 bp que o nível actual. Por sua vez, na Zona Euro, o Banco Central Europeu (BCE) é antecipado, quanto muito, aumentar apenas mais 25 bp, para os 3,25%, este ano.

#### Taxas de juro dos Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg.

Assim, os bancos centrais deparam-se com a difícil decisão de manter o foco no seu mandato de assegurar a estabilidade de preços, e o objectivo de inflação em torno dos 2%, e dessa forma desiludir os mercados, ou, no mínimo, fazer uma pausa na subida das taxas de juro até aumentar a visibilidade sobre a estabilidade dos sistemas financeiros e à evolução das economias, em geral.

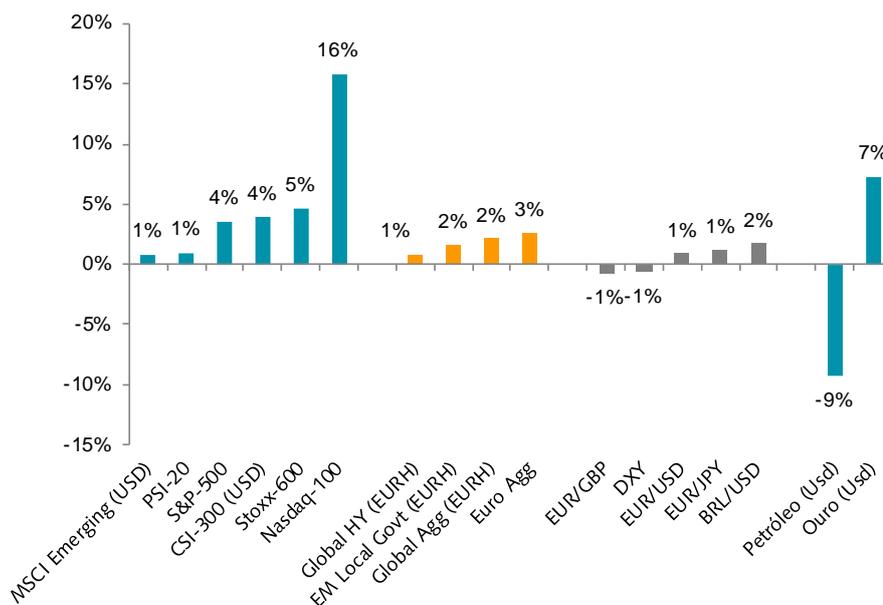
**Mercados no 1º trimestre de 2023**

Neste contexto, e apesar da volatilidade registada nas últimas semanas, os mercados accionistas encerraram com ganhos o primeiro trimestre de 2023.

Nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 terminaram com valorizações de 3,6% e 15,8%, em USD, com o primeiro a ser penalizado pelas perdas nos sectores Farmacêutico (-6,0%), Energia (-9,2%) e Financeiro (-8,2%), e o segundo a ser impulsionado pela perspectiva de diminuição das taxas de juro.

Por sua vez, na Europa, os índices Stoxx-600 e EuroStoxx-50 subiram 4,7% e 9,8%, respectivamente. Destaque, igualmente, para os mercados alemão (DAX) e francês (CAC), com valorizações de 8,6% e 9,3%. Na Ibéria, os índices PSI e IBEX-35 subiram 1,0% e 8,2%, respectivamente. A nível sectorial, na Europa, destacaram-se pela positiva os sectores da Tecnologia, com uma subida de 15,5%, e do Turismo e Lazer, Retalho e Automóvel, todos com valorizações de +15%. Pela negativa, destacaram-se os sectores Farmacêutico (-8,9%), Imobiliário (-9,1%) e Petrolífero (-5,6%). O sector financeiro, apesar da turbulência, encerrou o trimestre com uma valorização de 2,3%.

**Rendibilidades – 2023 YTD**



Fonte: Bloomberg. Cotações em 27-Mar-23

Entre os mercados emergentes (+0,8%, medido pelo índice MSCI Emerging Markets, em USD), os *outperformers* foram os índices chineses (Shangai SE Composite +5,2%; CSI 300 +3,6%) e, os *underperformers* foram os mercados indiano (BSE Sensex - 5,7%), turco (BIST 100 -9,3%) e brasileiro (Ibovespa -9,2%), entre os principais.

Nos mercados obrigacionistas, o trimestre ficou igualmente marcado por uma elevada volatilidade. Após um arranque de ano muito forte, o mês de Fevereiro foi de correção e subida das *yields* soberanas, seguido de uma nova queda abrupta das *yields* em Março, na sequência da instabilidade no sector bancário norte-americano e europeu. Deste modo, nos Estados Unidos, as *yields* dos Treasuries a 2 e 10 anos terminaram o trimestre nos 4,0% e 3,53%, após descidas de 43 e 34 bp, respectivamente. Por seu turno, na Zona Euro, as *yields* dos Bunds alemães a 2 e 10 anos encerram os primeiros três meses do ano nos 2,52% (-24 bp) e nos 2,23% (-34 bp), respectivamente.

Nos segmentos de dívida privada, a volatilidade dos mercados accionistas traduziu-se na subida dos *spreads* de crédito. Com efeito, os *spreads* do High Yield subiram 19 bp e 14 bp, para os 503 bp e 526 bp, nos Estados Unidos e Europa, respectivamente. No segmento de Investment Grade, as subidas foram mais moderadas, tendo os *spreads* encerrado o trimestre nos 83 bp (+1 bp) e 96 bp (+6 bp), respectivamente. Deste modo, os índices globais de High Yield e Investment Grade ganharam 0,8% e 2,1%, em EUR.

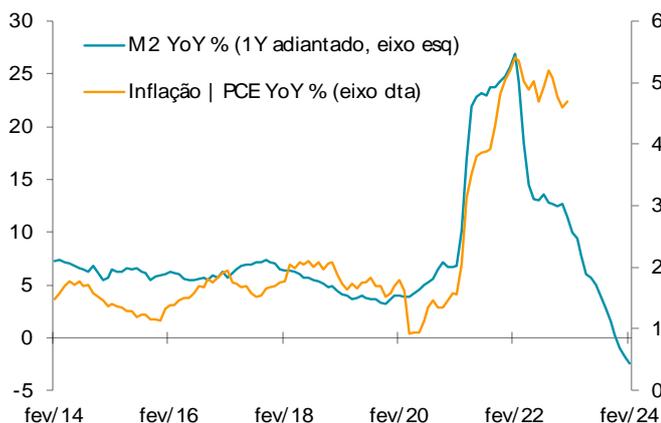
Nos mercados cambiais, o trimestre foi de ganhos para a moeda única europeia. Com efeito, o EUR ganhou 0,9% contra o USD, 1,2% contra o JPY e 7,6% contra a NOK (a excepção foi contra a GBP, com uma depreciação de 0,7%). Pelo contrário, o USD foi penalizado pela perspectiva de menores subidas de taxas de juro do que o previamente descontado, tendo o índice Dollar Spot (DXY) perdido 0,6%, no trimestre.

Por fim, ensombradas pela diminuição das previsões de crescimento económico, as matérias-primas perderam, em média, 7,8%, medido pelo índice S&P GSCI Spot, em USD, no trimestre. Entre a classe de activos, destacaram-se pela negativa os produtos relacionados com Energia (-12,5%, em USD), e pela positiva, os Metais Preciosos (+6,8%, em USD) beneficiaram com a turbulência no sector bancário e consequente procura por activos de refúgio. Os produtos agrícolas e os metais industriais perderam, em média, -4,4% e -0,5%, respectivamente.

Outlook para o 2º trimestre

A recente turbulência no sector bancário veio reforçar, pelas piores razões, o nosso cenário central para 2023. De facto, este ano, tudo indica, será um ano de fraco crescimento económico e normalização da taxa de inflação, em resultado das políticas monetárias restritivas dos Bancos Centrais e, mais recentemente, pela expectável diminuição da concessão de crédito pelos bancos, após o aumento médio do custo de *funding*, na sequência do colapso do SVB e Credit Suisse.

Neste contexto, mantemos 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 das com melhores *ratings* de crédito (**Dívida Pública e Privada Investment Grade**), relativamente às Acções, cujas avaliações permanecem vulneráveis à revisão em baixa das estimativas de crescimento dos resultados das empresas, num contexto macroeconómico difícil.

**M2 vs Inflação (Estados Unidos)**

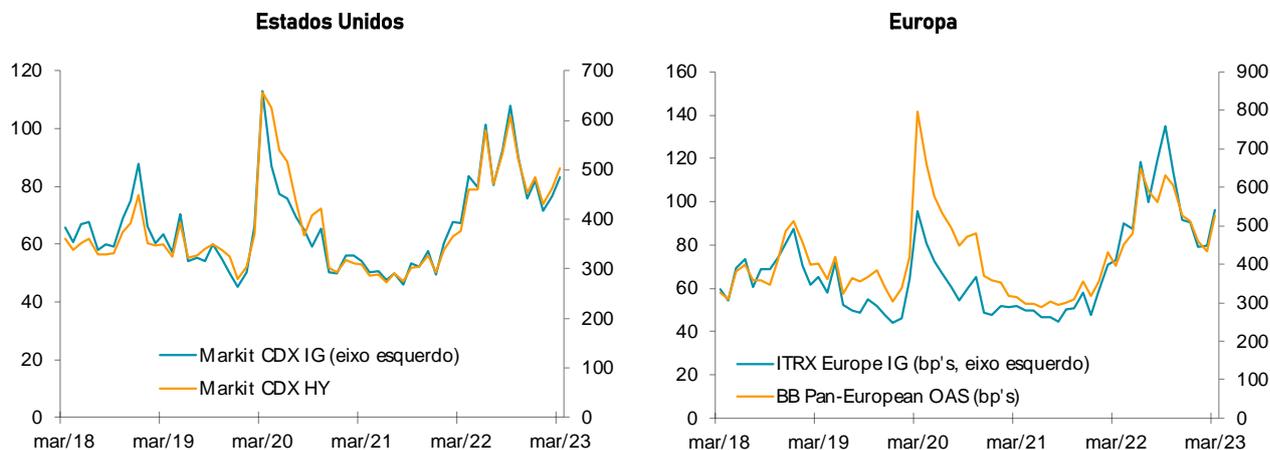
Fonte: Bloomberg.

Com efeito, na nossa opinião, as Acções descontam um cenário de *softlanding* macroeconómico durante 2023, com estimativas de crescimento de resultados, porventura, demasiado optimistas. Pelo contrário, 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.

Ou seja, mesmo num cenário de abrandamento económico, como é admissivelmente o caso este 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** (IG). Os níveis no **High Yield** (HY) são igualmente

interessantes, mas, considerando a incerteza macroeconómica e a maior correlação com os mercados accionistas, o binómio risco-retorno aconselha a maior prudência.

### Spreads de Crédito (%)

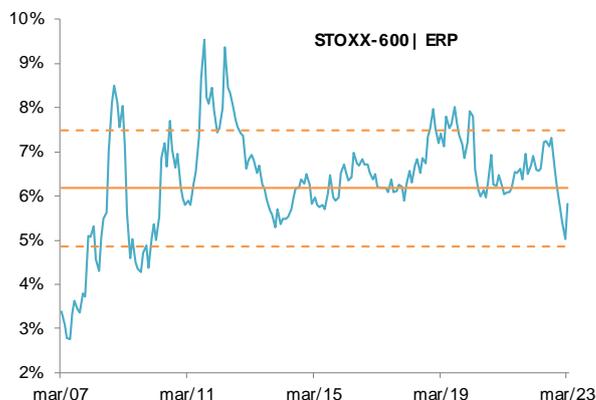
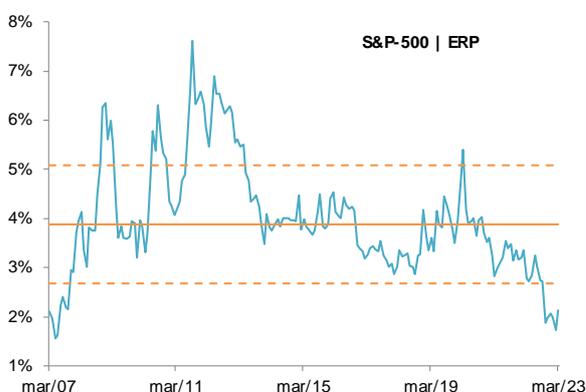
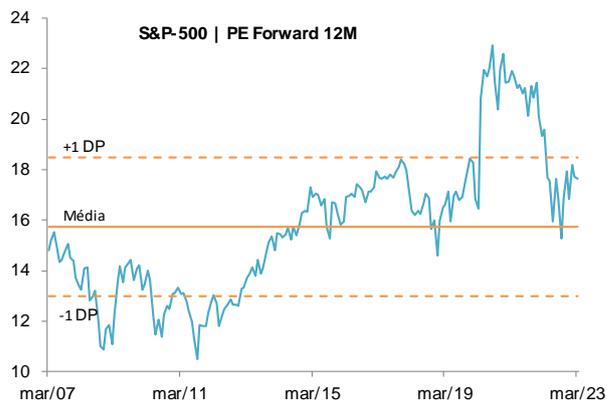


Fonte: Bloomberg. Indices Bloomberg Barclays. Yields Corp Investment Grade

Contudo, relativamente ao trimestre anterior, existe uma alteração importante e que poderá fornecer algum suporte aos **mercados accionistas**. Na nossa opinião, os bancos centrais resistirão em cortar as taxas de juro este ano, mas certamente que não as irão subir tanto como o descontado pelo mercado no final de Fevereiro último. Desta forma, num cenário de menores taxas de juro *terminais*, os sectores mais sensíveis às taxas de juro, como o **Tecnológico**, poderão continuar a ser *outperformers* ao longo deste ano.

Com efeito, mesmo num contexto de menor crescimento económico, sectores como, por exemplo, a **tecnologia, biotecnologia e infraestruturas**, deverão beneficiar com *yields* mais baixas na medida em que aumentam o *present value* dos seus resultados futuros.

Por outro lado, *yields* da dívida pública mais baixas melhoram as avaliações relativas dos mercados accionistas, tudo o resto constante. Este último pressuposto pode, contudo, revelar-se optimista, mas, claramente melhora a atractividade das Acções relativamente à Dívida Pública, assim a inflação continue a diminuir e os bancos centrais façam uma pausa na subida das taxas de juro. Considerando, o actual ponto de partida, continuamos a identificar mais valor nos **mercados europeus e emergentes**, onde os prémios de risco (ERP) permanecem historicamente mais interessantes.

**Price Earnings e Risk Premiums**

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

Sectorialmente, mantemos igualmente a exposição aos temas da **Saúde** e da **Transição Energética**, cujas perspectivas de médio-longo prazo, na nossa opinião mantêm-se positivas.

Pelo contrário, mantemos a subexposição em ações do sector **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 no sector preferencialmente via obrigações, de forma selectiva.

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 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 0,38)



Fonte: Bloomberg, Banco Invest. Modelo de regressão linear entre o diferencial de taxas de juro a 2 anos e a cotação do EUR/USD

Concluindo, a recente turbulência nos sistemas bancários norte-americanos e europeus, provocada pelos colapsos do Silicon Valley Bank e do Credit Suisse, colocou na ordem do dia a possibilidade dos bancos centrais, no mínimo, fazerem uma pausa no ciclo de subida das taxas juro, mesmo num contexto de inflação ainda muito acima dos objectivos.

O aumento da incerteza nos mercados, provocada pela instabilidade dos bancos, veio reforçar, na nossa opinião, o papel das Obrigações, em particular de Dívida Pública e Privada Investment Grade, enquanto importantes instrumentos de diversificação e de cobertura de risco, ao longo de um ano que se espera continuar volátil. Nas Acções, mantemos uma posição relativamente defensiva, privilegiando os mercados europeus e emergentes, e combinando sectores mais *growth*, como a tecnologia e a segurança, com outros mais defensivos, como as infraestruturas e saúde.

Paulo Monteiro  
Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA  
Redigido em 27 de Março de 2023  
Cotações em 27 de Março de 2023

**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.