

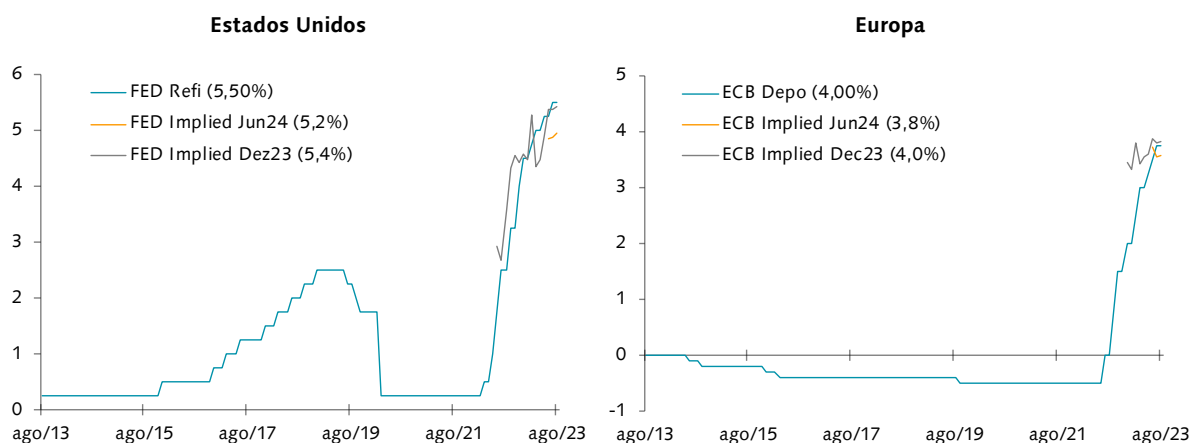
Alocação de Activos

O ciclo de subida das taxas de juro aproxima-se do fim, num contexto de diminuição da inflação e de abrandamento económico. A grande incógnita reside na resiliência dos resultados das empresas, factor crítico para avaliar a atractividade relativa dos mercados accionistas, considerando as actuais yields das obrigações, em particular de Dívida Pública.

Tal como antecipado na última edição, durante o terceiro trimestre os mercados financeiros permaneceram, regra geral, condicionados pela incerteza quanto à evolução das principais economias desenvolvidas, após os novos aumentos das taxas de juro, e pela fraqueza evidenciada por algumas economias emergentes, em particular na China.

Com efeito, nos Estados Unidos, em Julho, a Reserva Federal voltou a subir a taxa directora, para os 5,50%, e na Zona Euro o BCE aumentou a taxa de juro por duas vezes, para os actuais 4,50%. Em ambos os casos, são os valores mais elevados dos últimos 22 anos. Entretanto, os mercados ajustaram as anteriores estimativas, descontando agora que as taxas de juro se mantenham elevadas por um período mais longo, colocando-as nos 5,25% e 3,75% em meados do próximo ano, respectivamente. Por sua vez, a reabertura da economia chinesa, após os *lockdowns* relacionados com a pandemia, não se materializou na aceleração económica esperada, conforme visível na evolução recente dos respectivos índices PMI.

Taxas de juro dos Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg.

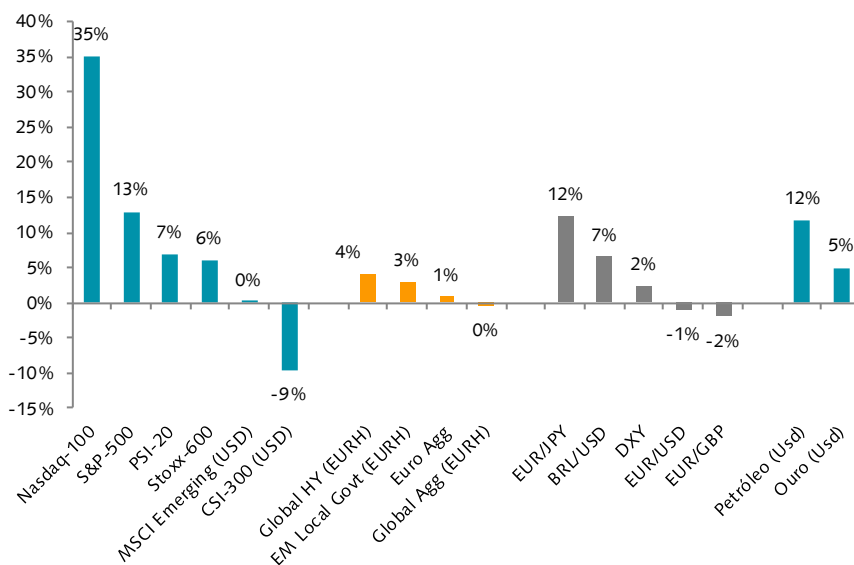
Neste contexto, o terceiro trimestre termina com quedas ligeiras nos principais índices accionistas mundiais, num contexto de novas subidas das *yields* da dívida pública e, conseqüentemente, deterioração das avaliações relativas. Nos mercados de dívida privada, os spreads de crédito registaram pequenos aumentos, acompanhando desvalorizações das acções.

Mercados no 3º trimestre de 2023

Nos Estados Unidos, os índices S&P-500 e Nasdaq-100 encerraram o terceiro trimestre com desvalorizações de -2,5% e -2,7%, em USD, respectivamente. Em termos sectoriais, as perdas foram lideradas pelas empresas tecnológicas (-5,3%), consolidando os fortes ganhos registados no primeiro semestre, seguidas pelos sectores Industrial (-4,7%) e Consumo Básico (-5,0%), penalizados pelos receios de abrandamento económico e manutenção das taxas de juro altas por um período mais longo. Pela positiva, destacou-se o sector Petrolífero (+11,3%), em reacção à forte subida da cotação do barril de petróleo (+27,0%), durante o trimestre.

Por sua vez, na Europa, os índices Stoxx-600 e EuroStoxx-50 perderam -2,5% e -5,3%, respectivamente. Entre os principais mercados, destaque para o índice alemão DAX, com uma desvalorização de -4,6% e para o italiano FTSE MIB, com um ganho de +0,5%, no trimestre. A nível sectorial, destacaram-se pela positiva os sectores Petrolífero (+9,8%), Imobiliário (+7,2%) e o Segurador (+2,6%). Pela negativa, destacaram-se os sectores Tecnológico (-10,5%), Turismo e Lazer (-11,7%) e Consumo Básico (-9,9%). O sector Bancário, reflectindo a subida das taxas de juro, manteve o bom desempenho do trimestre anterior, com uma valorização de +2,4%.

Rendibilidades – 2023 YTD



Fonte: Bloomberg. Cotações em 25-Set-23

Entre os mercados emergentes (-3,2%, medido pelo índice MSCI Emerging Markets, em USD), os *outperformers* foram os mercados russo (MOEX, +8,9%) e indiano (S&P BSE Sensex, +2,0%), em moeda local. Pelo contrário, os *underperformers* foram os mercados chinês (CSI 300, -3,3%) e os sul-americanos (MSCI Latin America, -5,4%), igualmente em moeda local.

Nos mercados obrigacionistas, o terceiro trimestre ficou marcado pela subida das *yields* da dívida soberana. Nos Estados Unidos, a resiliência da economia, apesar da diminuição da inflação, levou a uma reavaliação quanto ao *timing* dos cortes de taxas de juro pela FED e, conseqüentemente à subida das *yields*. Deste modo, os Treasuries a 2 e 10 anos terminaram o trimestre nos 5,12% e nos 4,53%, após as variações de +23 bp e +70 bp, respectivamente. Por seu turno, na Zona Euro, onde o BCE subiu por duas vezes as taxas de juro, as *yields* dos Bunds alemães a 2 e 10 anos subiram +4 bp e +41 bp, para os 3,24% e 2,80%, respectivamente. Em ambos os blocos económicos as *yield curves* continuam invertidas, com os mercados a descontarem um abrandamento económico e a normalização da inflação, a prazo.

Nos segmentos de dívida privada, apesar da volatilidade dos mercados accionistas, os *spreads* de crédito encerram o trimestre com variações ligeiras. Com efeito, os *spreads* do High Yield subiram 17 bp nos Estados Unidos, e diminuiram 17 bp na Europa, para os 446 bp e 439 bp, respectivamente. No segmento de Investment Grade, as subidas foram igualmente moderadas, tendo os *spreads* encerrado o trimestre nos 73 bp (+7 bp) e 78 bp (+4 bp), respectivamente. Deste modo, os índices globais de High Yield e Investment Grade variaram +0,5% e -2,1%, em EUR, no trimestre.

Nos mercados cambiais, o trimestre foi de ganhos para dólar norte-americano (USD). Com efeito, o USD ganhou 3,0% contra o EUR, 4,0% contra a GBP e 3,2% contra o JPY. Deste modo, o índice Dollar Spot (DXY), que mede a performance do USD contra as principais divisas mundiais, subiu 3,0% no trimestre, impulsionado pelo melhor desempenho relativo da economia norte-americana e, por conseguinte, pela expectativa de manutenção do diferencial de taxas de juro face a outras economias presentemente mais frágeis.

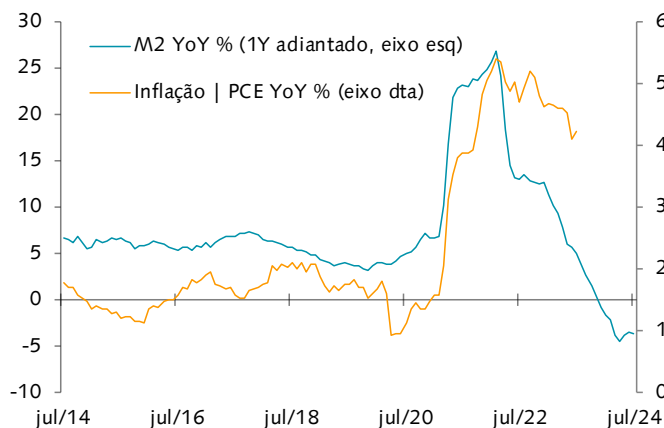
Por fim, apesar do fraco crescimento esperado para a economia mundial, em larga medida devido ao comportamento da Zona Euro e da China, as matérias-primas ganharam, em média, +12,7%, medido pelo índice S&P GSCI Spot, em USD, no trimestre. Entre a classe de activos, destacaram-se pela positiva os produtos relacionados com Energia (+22,5%, em USD), impulsionados por questões geoestratégicas e pela concertação entre os principais produtores, nomeadamente a Arábia Saudita e a Rússia, ao limitarem o aumento da oferta. Pela negativa, destacaram-se os Produtos Agrícolas, que perderam -1,4%, em USD. Os Metais Industriais e os Metais Preciosos avançaram, em média, +0,2% e +0,5%, respectivamente.

Outlook para o 4º trimestre

Tal como referido, apesar da continuação da subida das *yields* da dívida pública, e consequente deterioração das avaliações relativas dos activos com risco, os principais mercados accionistas e os spreads de crédito registaram pequenas variações durante o terceiro trimestre. Por conseguinte, o Outlook para os últimos três meses do ano mantém-se relativamente inalterado.

Com efeito, de acordo com várias previsões oficiais, os próximos 12 a 18 meses serão, tudo indica, de **abrandamento económico** e de continuação da **normalização da taxa de inflação**, em resultado da maior pressão do aumento das taxas de juro sobre o consumo privado e o investimento.

M2 vs Inflação (Estados Unidos)



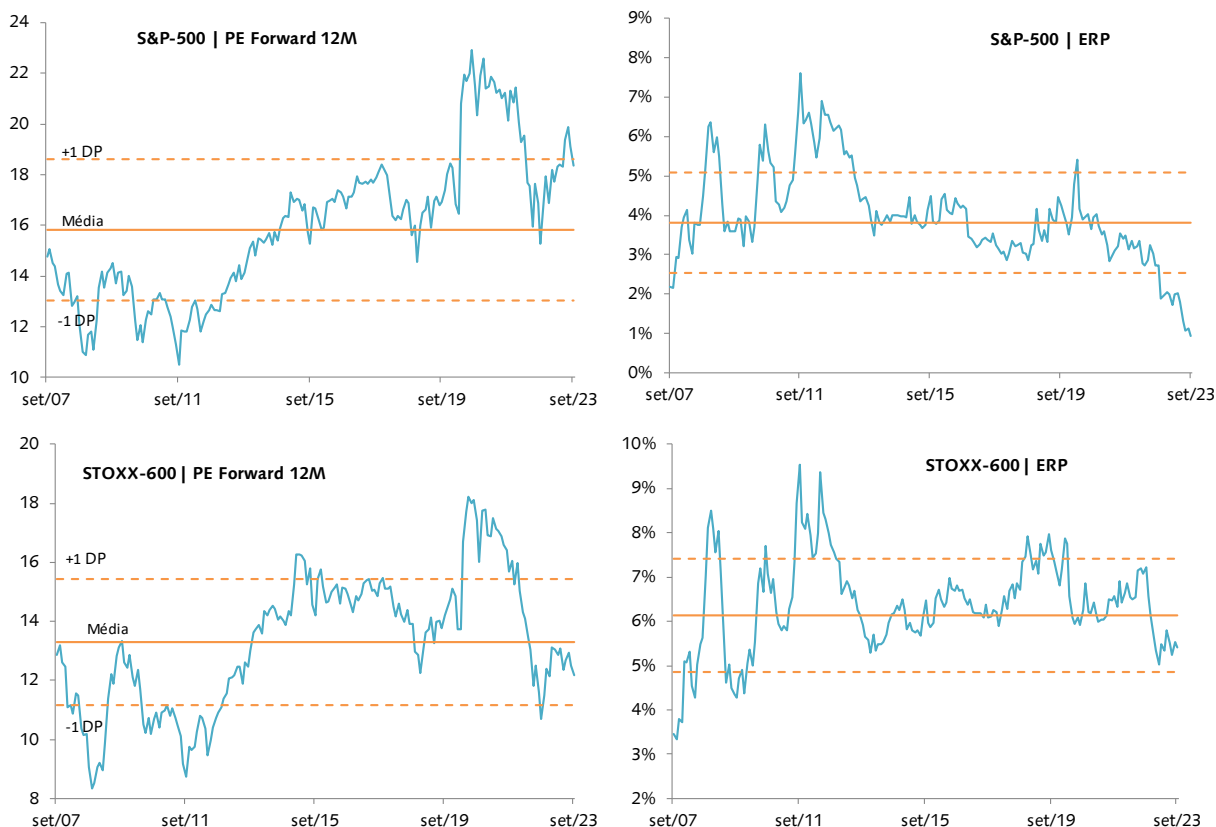
Fonte: Bloomberg.

Por outro lado, a tão antecipada reabertura da economia chinesa tem desiludido, com vários indicadores de actividade a evidenciarem uma desaceleração nos últimos meses. De facto, as recentes medidas do governo, no sentido de estimular a economia, não se têm revelado suficientes para corrigir os desequilíbrios estruturais no mercado imobiliário, considerando que o sector da construção pesa cerca de 20% no PIB.

Neste contexto – taxas de juro mais altas e por mais tempo, subida do preço do petróleo, abrandamento económico, incluindo na China, e manutenção de vários riscos geopolíticos –, mantemos a visão de que os **prémios de risco**, em particular das **Acções**, permanecem muito baixos para justificar, neste momento, um aumento na respectiva alocação.

Na nossa opinião, as Acções descontam um cenário de *softlanding* económico, com estimativas de crescimento de resultados em 2024, potencialmente, muito optimistas. Nos Estados Unidos, este optimismo, traduz-se num múltiplo de resultados (*Price Earnings*) muito acima da média histórica e, conseqüentemente, num prémio de risco muito baixo, considerando as actuais *yields* da Dívida Pública. Pelo contrário, na Europa e nos mercados Emergentes, as avaliações parecem mais interessantes, mas os prémios de risco mais elevados são justificados e, no curto prazo, deverão manter-se elevados, dado os riscos geopolíticos e pior desempenho económico.

Price Earnings e Risk Premiums



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

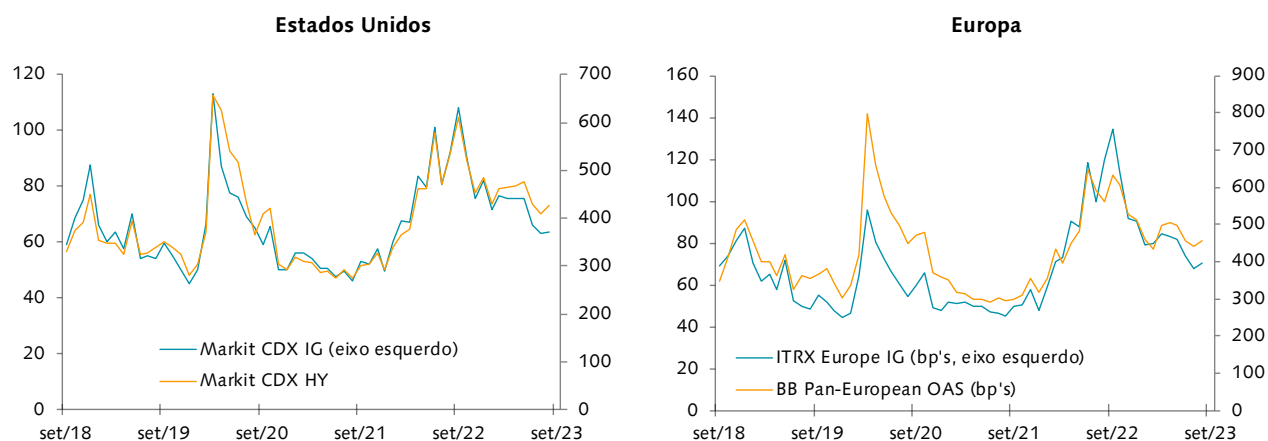
De qualquer forma, numa **nota mais positiva**, existem sinais de progresso na evolução recente da inflação nas principais economias desenvolvidas. Apesar da inflação nos serviços ainda permanecer elevada, a normalização das cadeias de abastecimento deixa antever a continuação da diminuição da inflação no sector dos bens transaccionáveis.

Assim, a conjugação de fraco crescimento económico e diminuição da inflação, deverá permitir aos Bancos Centrais uma pausa na subida das taxas de juro e a adopção de uma postura menos *hawkish* e mais *data dependent*. Neste ambiente, a perspectiva de um pico nas taxas de juro, deverá continuar a suportar o sector **Tecnológico**, ainda para mais animado pelo tema da Inteligência Artificial, e permitir a recuperação das acções das empresas relacionadas com os temas das Infraestruturas e da **Transição Energética**, muito penalizados este ano com a subida das taxas de juro. De igual modo, mantemos a exposição aos temas da **Segurança** e da **Saúde**, cujas perspectivas a médio-longo prazo, na nossa opinião, se mantêm positivas.

Pelo contrário, mantemos a subexposição aos sectores mais cíclicos, incluindo o **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 nestes sectores preferencialmente via Obrigações, de forma selectiva.

Face ao exposto, mantemos igualmente 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 de **Dívida Pública** core, com maturidades mais longas.

Spreads de Crédito (%)



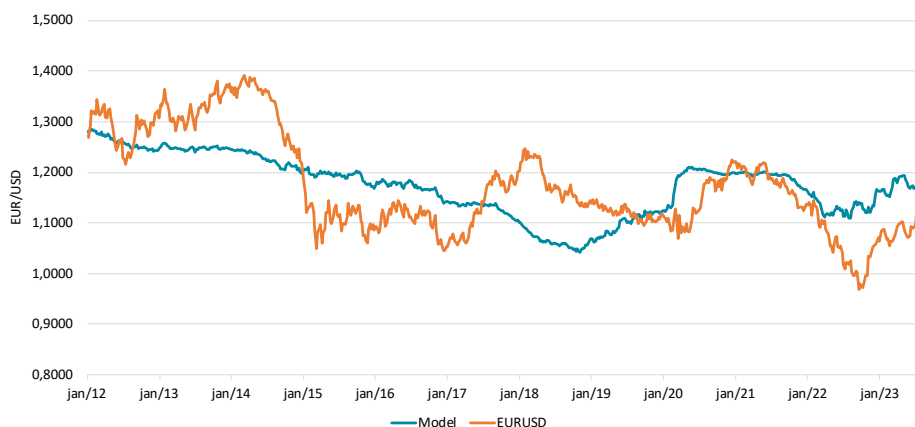
Fonte: Bloomberg. Indices Bloomberg Barclays. Yields Corp Investment Grade

Na **Dívida Privada**, na nossa opinião, os mercados revelam-se algo complacentes face aos riscos de recessão económica, em especial no segmento High Yield. Neste sentido, continuamos a preferir as obrigações de Investment Grade e, de forma selectiva, emissões de dívida híbrida.

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 0,37)



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, na nossa opinião, o ciclo de subida das taxas de juro aproxima-se do fim, num contexto de diminuição da inflação e de abrandamento económico. A grande incógnita reside na resiliência dos resultados das empresas, factor crítico para avaliar a atractividade relativa dos mercados accionistas, considerando as actuais *yields* das obrigações, em particular de Dívida Pública. Como tal, nas Acções, mantemos uma posição relativamente defensiva, combinando sectores mais *growth*, como a tecnologia e a segurança, com outros mais defensivos, como a saúde.

Paulo Monteiro

Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA

Redigido em 26 de Setembro de 2023

Cotações em 25 de Setembro 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.