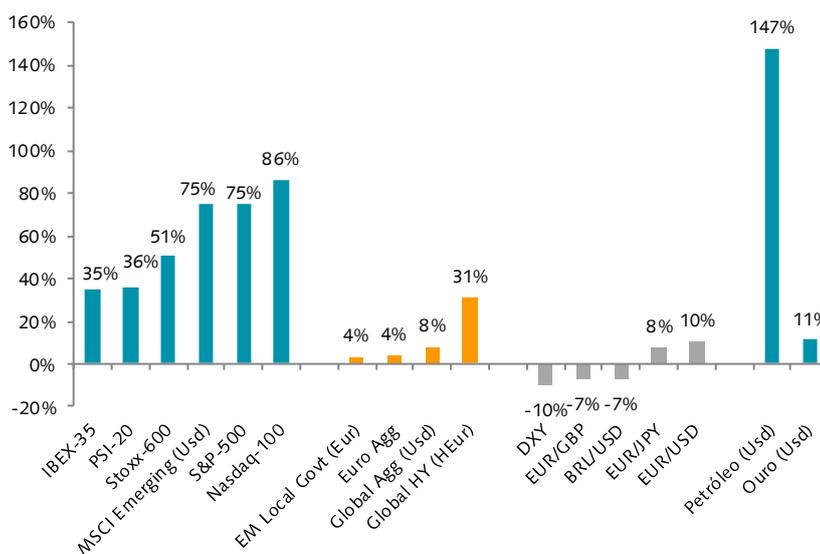


Alocação de Activos

O índice S&P-500, um dos principais *benchmarks* para os mercados accionistas mundiais, acaba de registar a melhor rendibilidade num período de 12 meses (no dia 23-Março-21), com uma valorização superior a 70%, em USD. Passado um ano, contudo, a situação pandémica não está ainda resolvida, apesar dos desenvolvimentos positivos em termos de vacinação, persistindo restrições à circulação das pessoas em vários países. Ou seja, apesar do vírus da COVID-19 ainda não estar totalmente controlado e vários sectores económicos ainda enfrentarem sérias dificuldades, os mercados accionistas (norte-americanos) praticamente duplicaram de valor.

Rendibilidades – Últimos 12 Meses



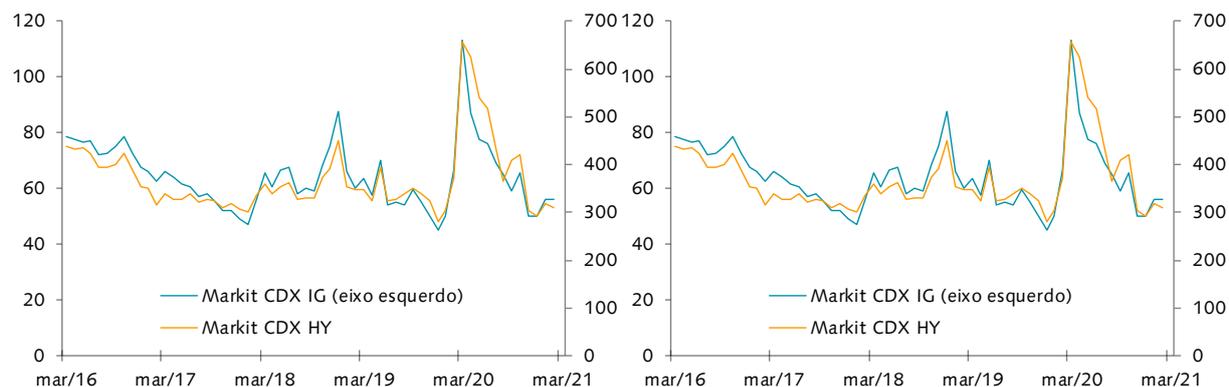
Fonte: Bloomberg.

Esta divergência não deixa de ser extraordinária e ilustra bem o efeito e o poder da liquidez injectada nos mercados pelos bancos centrais e a própria natureza dos mercados enquanto 'factores de desconto'. E, neste sentido, a grande questão que se coloca agora é, precisamente, quanto da esperada recuperação económica já se encontra descontada pelos mercados, nomeadamente accionistas.

Neste contexto de forte recuperação económica em 2021, mantemos a preferência por activos cíclicos, como as **Acções**. Porém, considerando as fortes valorizações dos últimos meses e, sobretudo, a deterioração das avaliações relativas após a recente subida das *yields* da dívida pública, mantemos igualmente uma parcela relevante em

Liquidez, visando reforçar posições em caso de correcção dos mercados. Nas Obrigações, mantemos a preferência pelo **High Yield** e pela dívida **Híbrida**, onde os *spreads* de crédito ainda oferecem algum valor, num mundo de taxas de juro baixas por mais alguns anos. Por seu turno, na nossa opinião, o Investment Grade continua vulnerável até as *yields* estabilizarem em níveis superiores aos actuais.

Spreads de Crédito (bp's)



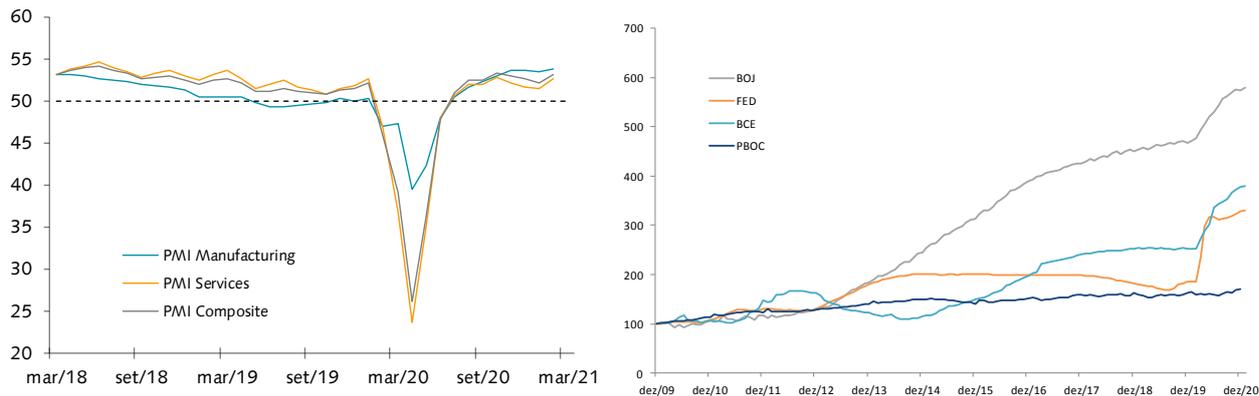
Fonte: Bloomberg.

Cenário Macroeconómico

Tal como exposto atrás, a economia mundial deverá registar uma forte recuperação durante este ano. De acordo com a OCDE (Março-21), a economia mundial deverá crescer 5,5% em 2021, e 4% em 2022, num cenário de sucesso do processo de vacinação contra a COVID-19 nos países desenvolvidos. Em simultâneo, pelo menos até ao final deste ano, os respectivos **bancos centrais** são esperados continuar a providenciar um generoso suporte aos activos com risco, tanto por via da manutenção das taxas de juro como por via dos programas de compra de títulos.

Deste modo, as **Ações** e as obrigações **High Yield** deverão continuar a registar desempenhos positivos, ainda que inferiores aos observados nos últimos anos e, muito provavelmente, num contexto de maior **volatilidade** face aos receios quanto à subida das *yields* da Dívida Pública e ao fim dos estímulos monetários dos bancos centrais.

Purchasing Managers' Index (PMI) | Bancos Centrais

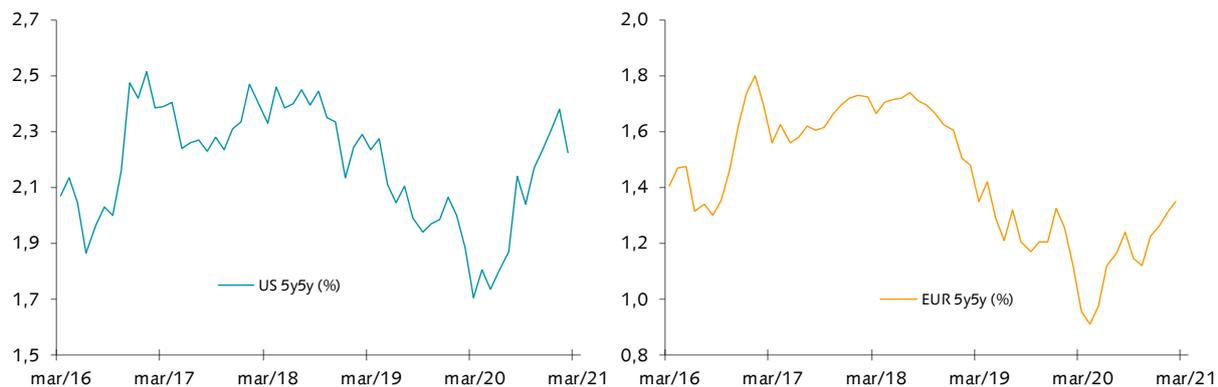


Fonte: Bloomberg.

Com efeito, presentemente o principal risco é a subida da **taxa de inflação**, face à conjugação de elevadas taxas de poupança com a retoma da circulação das pessoas e do consumo. Tal combinação tem aumentado os receios de uma subida na taxa de inflação suficientemente pronunciada e prolongada no tempo para levar os bancos centrais a aumentarem as taxas de juro antes do previsto.

Desta forma, embora não acreditemos numa subida acentuada e persistente da taxa de inflação, mantemos uma posição *underweight* em **Dívida Pública** e aumentámos a alocação a **Metais Preciosos**, como forma de obter alguma protecção em caso de sermos surpreendidos.

Inflação esperada



Fonte: Bloomberg.

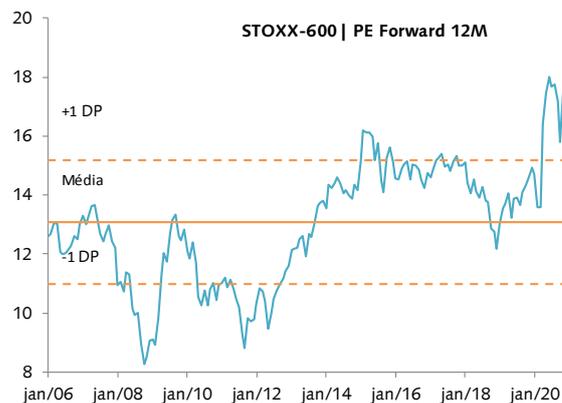
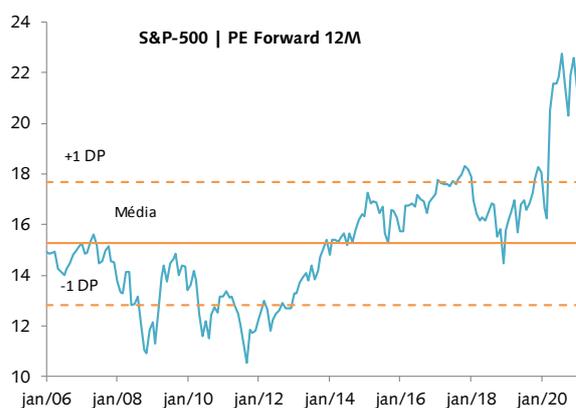
Avaliações dos Mercados

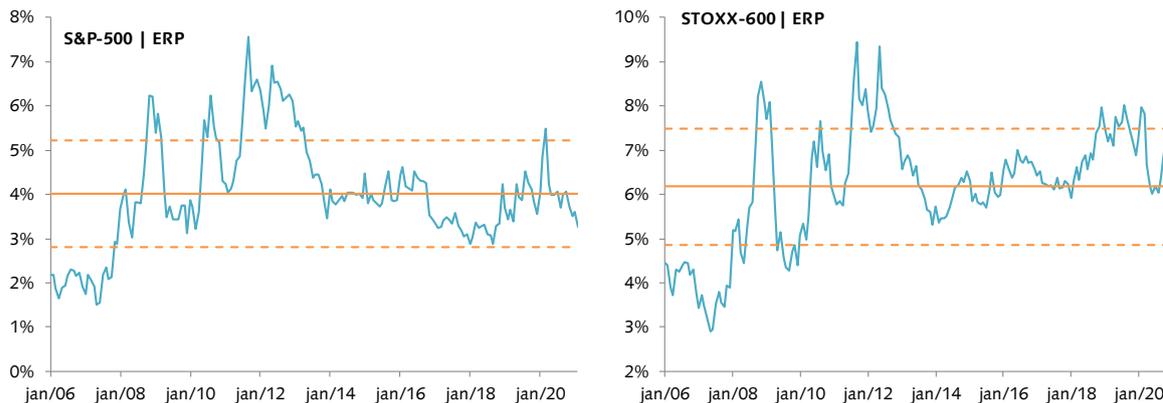
A dimensão das avaliações dos mercados continua a ser a mais problemática. Tal como já tivemos oportunidade de referir por várias ocasiões, os mercados são 'factores de desconto', no sentido em que reflectem a todo o momento o valor actual dos *cash-flows* esperados. No caso das Acções, esta definição encontra presentemente dois desafios principais: por um lado, as taxas de juro encontram-se historicamente baixas e, porventura, mais baixas do que estariam se não fosse a acção dos bancos centrais; e, por outro, as cotações em bolsa poderão ter adiantado-se em demasia face à capacidade das empresas 'entregarem' os resultados esperados pelos mercados.

Desta forma, as avaliações dos principais índices accionistas permanecem historicamente elevadas, deixando antever rendibilidades futuras inferiores às observadas nos últimos anos. A piorar a situação acresce a recente subida das *yields* da Dívida Pública, em particular nos Estados-Unidos, reduzindo a atractividade das Acções relativamente às Obrigações, medida pelo diferencial de *yields* (*Equity Risk Premium, ERP*).

Por esta medida, mantemos a preferência pelos mercados **Europeus** (Alemanha e Espanha) e **Emergentes** (nomeadamente, Asiáticos), onde os prémios de risco (ERP) permanecem mais interessantes relativamente aos Norte-Americanos, assim como mais próximos dos valores médios históricos.

Price-to-Earnings Ratio e Equities Risk Premiums (ERP)





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

Rotação Sectorial

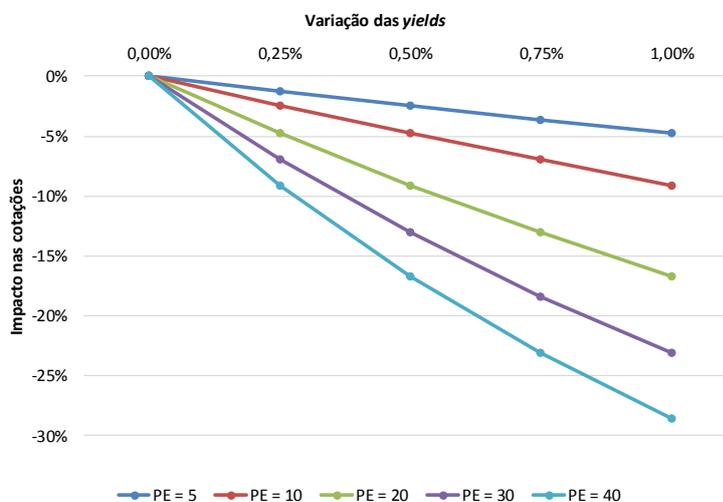
Um dos principais temas do último trimestre foi a *underperformance* do sector **Tecnológico** e a rotação dos investidores para os sectores mais cíclicos, como a **Indústria** e os **Materiais**, e para outros potencialmente beneficiados pela eventual subida das taxas de juro e das *yields* de longo prazo, como os **Bancos**.

Tal como referido no nosso Outlook anual (4-Dezembro-2020), a rotação para os sectores *Value* era esperada, considerando a recuperação da economia e o aumento da inclinação (*steepening*) das *yield curves*.

Na nossa opinião, este movimento não está ainda esgotado (com os Treasuries a 10 anos a caminharem, muito provavelmente, para os 2%), pelo que, durante o primeiro trimestre, realizámos mais-valias nos sectores *Growth* e reforçámos a exposição aos sectores **Value**, potencialmente menos expostos à subida das *yields* da dívida soberana.

Growth vs Value – Impacto da subida das yields

As acções com os *Price-Earnings* mais elevados (*Growth*) são as mais afectadas pela subida das *yields*.



Fonte: Banco Invest. Assumindo um Equity Risk Premium (ERP) constante.

Porém, na nossa opinião, os fundamentais do sector **Tecnológico** mantêm-se positivos e o investimento em tecnologia é transversal a todos os sectores económicos e vai aumentar nos próximos anos, tendo um papel central nos anunciados processos de **transformação digital** e **transição energética** pelos principais governos mundiais. Assim, mantemos a exposição aos temas da **Segurança**, **Serviços de Comunicações** e **Energias Alternativas**, onde as perspectivas de crescimento se mantêm favoráveis, ainda que com alguma volatilidade no curto-prazo, nesta fase de normalização das *yields* e eventual recuo dos bancos centrais.

Paulo Monteiro

Redigido em 23 de Março 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.