

### Alocação de Activos

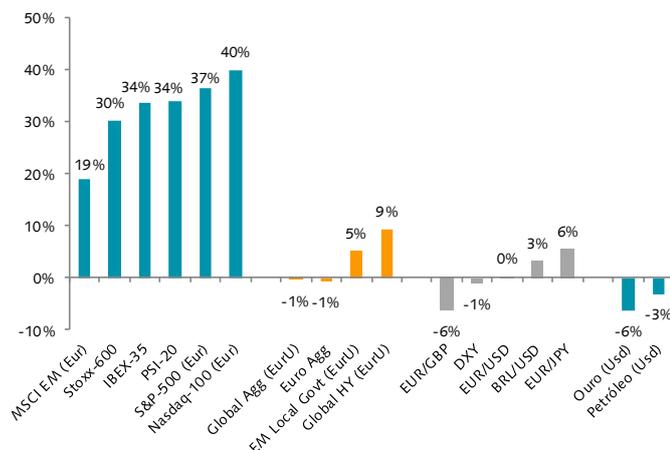
O *consensus* no mercado continua a ser o de que a recente subida da taxa de inflação será um movimento transitório. Porém, a subida da inflação pode tornar-se transitória durante algum tempo – as restrições impostas pela COVID não serão levantadas totalmente no curto prazo e as disrupções nas cadeias de abastecimento globais podem persistir por mais alguns meses.

Tal parece ter sido reconhecido pelos Bancos Centrais, nomeadamente pela FED, pelo BOE e pelo BCE, que se preparam para iniciar a normalização das respectivas políticas monetárias, com a redução dos programas de compras de títulos. As taxas de juro de curto prazo deverão manter-se inalteradas por mais algum tempo, mas as *yields* nos prazos mais longos deverão retomar a subida após a, de certa forma inexplicável, queda durante o Verão.

Neste contexto, o *outlook* permanece relativamente benigno para as classes de activos com risco. A menos que os Bancos Centrais estejam errados e a inflação surpreenda, as taxas de juro continuarão baixas e os Bancos Centrais agirão de forma muito gradual e sempre condicional à evolução do crescimento económico. Mais do que o sentido das taxas de juro, o que poderá assustar os mercados é a alteração do *timing* dos Bancos Centrais e/ou a alteração das expectativas dos mercados, caso a inflação surpreenda e continue a subir.

Dito isto, o cenário para os próximos meses não é, contudo, isento de riscos. Para além da evolução da inflação, persistem outros riscos, como a progressão da pandemia, nomeadamente o surgimento de novas estirpes, e, talvez ainda mais importante, uma mudança súbita do sentimento dos investidores provocada por um episódio específico como o possível *default* da empresa imobiliária chinesa Evergrande. Como descrito pelos analistas da Amundi, "a Evergrande pode não ser um risco sistémico, mas é um alerta do num mundo sobre-endividado".

### Rendibilidades – Últimos 12 Meses



Fonte: Bloomberg.

#### Mercados financeiros no terceiro trimestre<sup>1</sup>

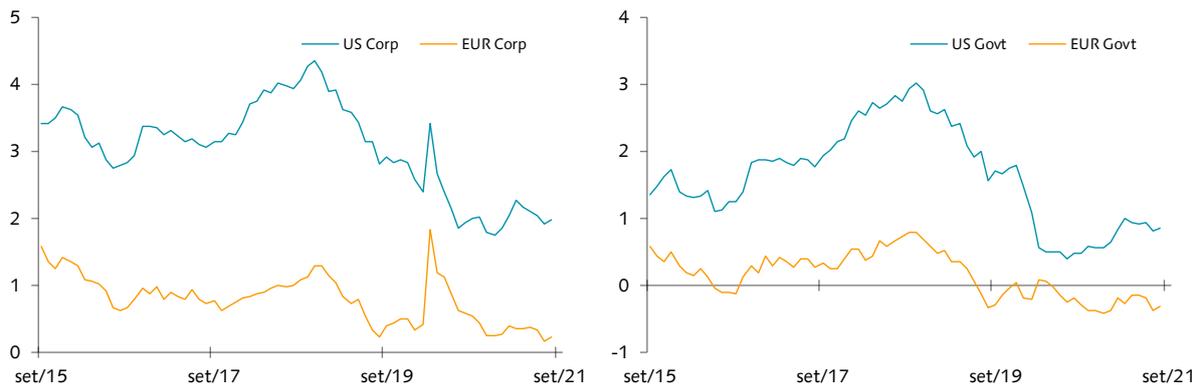
Entre os mercados accionistas, o trimestre ficou marcado pela *underperformance* dos mercados emergentes, com uma desvalorização de 6,9%, em Eur. Entre estes, destaque para as perdas particularmente fortes nos mercados chinês (-18,6%, Shanghai Stock Exchange Composite, em Eur) e brasileiro (-15,3%, Ibovespa, em Eur). Por sua vez, entre os mercados desenvolvidos, nos Estados-Unidos os índices S&P-500 e Nasdaq-100 subiram 4,9% e 6,5%, e na Europa os índices EuroStoxx-50 e FTSE-100 valorizaram 2,3% e 0,5%, respectivamente, em Eur.

Sectorialmente, medido pelos índices MSCI World, em Eur, os melhores registos foram os obtidos pelos sectores Tecnológico (+8,0%), Healthcare (+5,4%), Communications Services (+4,4%) e Financials (+3,9%). Pelo contrário, terminaram o trimestre em terreno negativo os sectores de Materials (-2,9%) e de Energy (-1,3%).

Entre as obrigações, os índices Bloomberg Global Aggregate (Investment Grade) e Bloomberg Global High Yield ganharam 1,2% e 1,5%, respectivamente, ambos em Eur (sem cobertura cambial). Nos Estados-Unidos, a *yield* dos Treasuries a 10 anos encerrou o trimestre nos 1,45% (-2 bp, face a 30 de Junho de 2021) e, na Zona Euro, a *yield* dos Bunds a 10 anos terminou nos -0,23% (-2 bp). Por seu turno, nos mercados de crédito, nos Estados-Unidos os *spreads* de crédito Investment Grade e High terminaram praticamente inalterados, nos 51 e 275 bp, tal como na Europa, onde fecharam o trimestre nos 49 e 288 bp, respectivamente.

<sup>1</sup> Cotações em 24 de Setembro de 2021

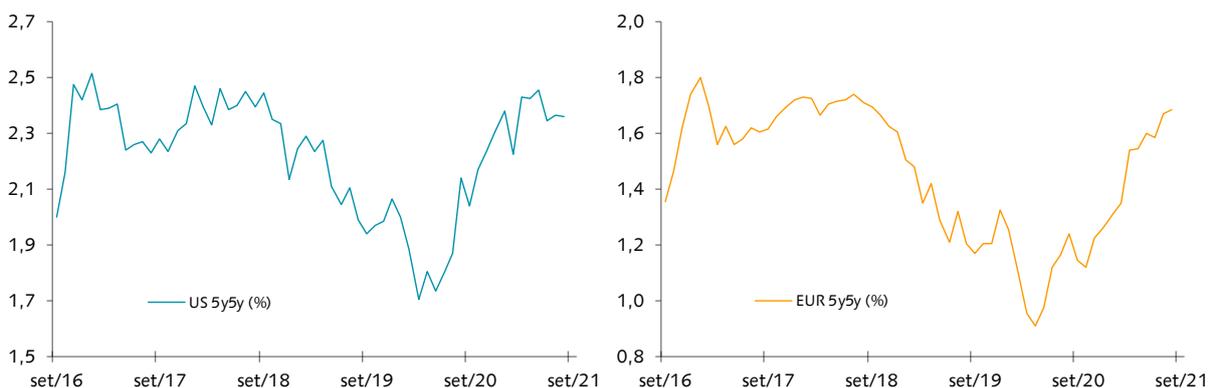
**Yields das Obrigações (%)**



Fonte: Bloomberg. Indices Bloomberg Barclays

Apesar da recente subida da taxa de inflação e dos constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais, os mercados parecem confortáveis com a tese da subida moderada e transitória dos preços, tal como verificável pelos preços de mercado dos *swaps 5-Year Forward*, normalmente usados para aferir as expectativas para a evolução futura da inflação. Nos Estados-Unidos, esta taxa de juro *forward* subiu 3 bp, para os 2,38%, e na Zona Euro subiu 16 bp, para os 1,74%. Em ambos os casos, as expectativas para a taxa de inflação futura permanecem, portanto, muito perto do objectivo dos respectivos Bancos Centrais (2%).

**Inflação esperada**



Fonte: Bloomberg.

Por fim, nos mercados cambiais o euro (EUR) perdeu -1,2% face ao dólar norte-americano (USD) e -1,5% face ao iene japonês (JPY), no terceiro trimestre. No mesmo período, face à libra esterlina (GBP) a variação foi praticamente nula.

*Outlook para o 4º trimestre*

Neste contexto, a Alocação de Activos recomendada mantém-se praticamente inalterada relativamente ao trimestre anterior, assente nos seguintes pilares:

. A inclinação das *yield curves* deverá continuar a aumentar (diferencial entre as taxas de juro nos prazos mais longos e curtos), à medida que os Bancos Centrais se preparam para a diminuição das compras de obrigações nos mercados (*tapering*);

. Apesar de historicamente baixos, os *spreads* de crédito High Yield deverão manter-se suportados pela melhoria das condições económicas, 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 às principais divisas.

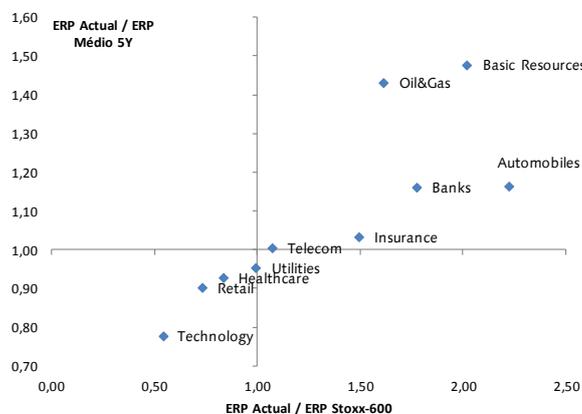
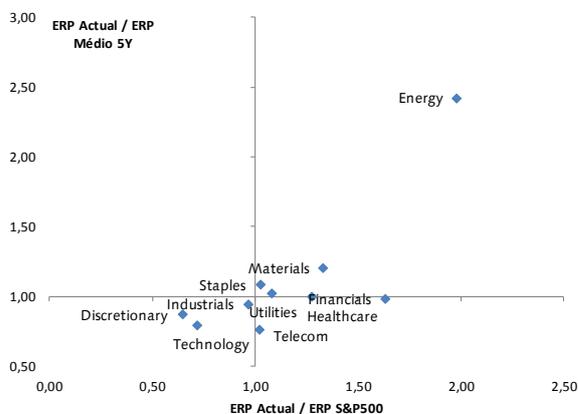
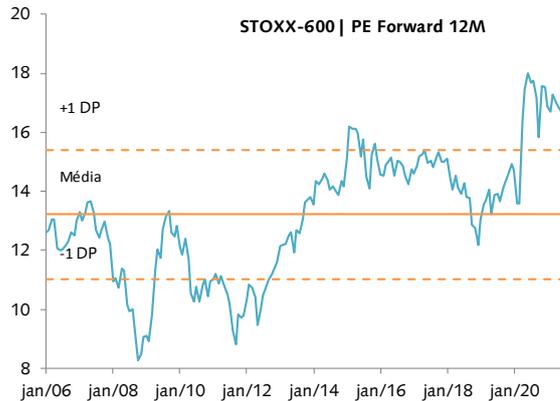
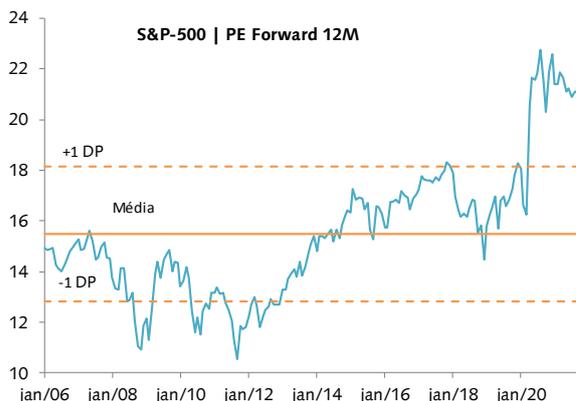
. O movimento de rotação sectorial ainda não está esgotado. Na nossa opinião, as *yields* da Dívida Pública estabilizarão em níveis superiores aos actuais (Treasuries a 10 anos na ordem dos 2%), pelo que se justifica uma combinação de sectores Growth com sectores Value, como os Bancos, numa óptica de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

. A incerteza em torno da taxa de inflação, da evolução da pandemia ou, por exemplo, quanto ao desfecho da situação da empresa chinesa Evergrande, poderá traduzir-se num aumento da volatilidade nos mercados, em particular dos accionistas.

Deste modo, conservamos uma percentagem considerável em Liquidez, como alternativa a Dívida Pública e estabilizador das carteiras face ao antecipado aumento da volatilidade.

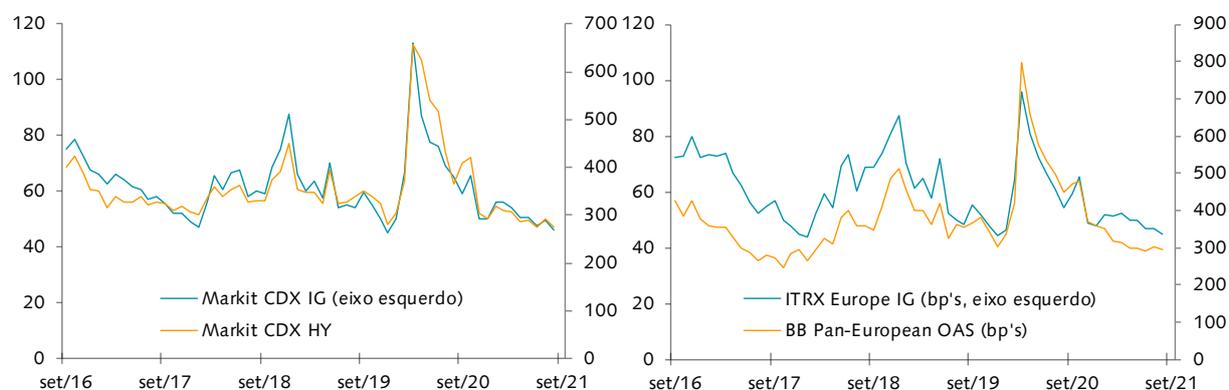
Na componente de Acções, mantemos a exposição a temas, na nossa opinião, considerados estratégicos a médio-longo prazo, como as Infraestruturas, a Segurança, a Biotecnologia e a Transição Digital, combinados com outros sectores mais táticos, como os Bancos europeus, onde as avaliações relativas são mais interessantes. Entre os mercados emergentes, reduziu-se a exposição à América Latina e 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.

Price-to-Earnings Ratio e Radar Sectorial



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

Na componente de Obrigações mantemos a exposição ao segmento de High Yield (HY) global. Na nossa opinião, o cenário de retoma económica e baixas taxas de juro continua favorável para estas empresas, esperando-se uma melhoria das respectivas métricas de risco. 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 rendibilidades 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 200 bp, enquanto que nas *senior* se ficam pelos 49 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.

Concluindo, apesar da conjuntura económica benigna, as avaliações de algumas classes de activos encontram-se historicamente elevadas, pelo que a diversificação continua a ser fundamental, combinando posições com maior risco e rendibilidade 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 27 de Setembro de 2021

Cotações em 24 de Setembro 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.