

### Alocação de Activos

Apesar de o mundo viver com o COVID-19 há mais de seis meses, o *Outlook* permanece tão incerto como no início da pandemia. Uma das principais discussões ao longo do terceiro trimestre foi a aparente divergência entre a evolução dos mercados accionistas e de crédito (High Yield) e a evolução da economia real, cuja recuperação, embora positiva, permanece incompleta e frágil. Entretanto, a correcção dos mercados no final do mês de Setembro poderá significar o *'despertar'* dos investidores para os riscos e desafios que persistem no horizonte.

À presente data, o mundo contabiliza quase 32 milhões de casos de COVID-19, cerca de 7 milhões de casos ainda activos e cerca de 1 milhão de mortes. Nos países do hemisfério norte, o aumento das infecções, o risco de uma segunda vaga e o início do Inverno fazem crescer as perspectivas de novas restrições à circulação de pessoas e ameaçam o ritmo de recuperação da economia mundial.

Neste contexto de elevada incerteza, incluindo política considerando, por exemplo, as eleições presidenciais nos Estados-Unidos no início de Novembro próximo, é fundamental, aliás como sempre, manter as Carteiras correctamente diversificadas e, na nossa opinião, **manter o foco no médio-longo prazo e sistematizar o processo de Alocação de Activos** de acordo com três principais dimensões:

#### i) Contexto macroeconómico

As principais economias mundiais estão a recuperar após as fortes quedas do PIB registadas durante o segundo trimestre deste ano. Por exemplo, nos Estados Unidos, a produção industrial apresenta ganhos mensais consecutivos desde Maio (1% em Maio, 6,1% em Junho, 3,5% em Julho e 0,4% em Agosto), assim como a Zona Euro (12,2% em Maio, 9,5% em Junho e 4,1% em Julho). No Reino Unido, por exemplo, as vendas a retalho subiram 12,1% em Maio, 13,9% em Junho, 3,7% em Julho e 0,8% em Agosto. Ou seja, as principais economias, mesmo as mais afectadas pela pandemia, revelam um elevado grau de resiliência e capacidade de recuperação.

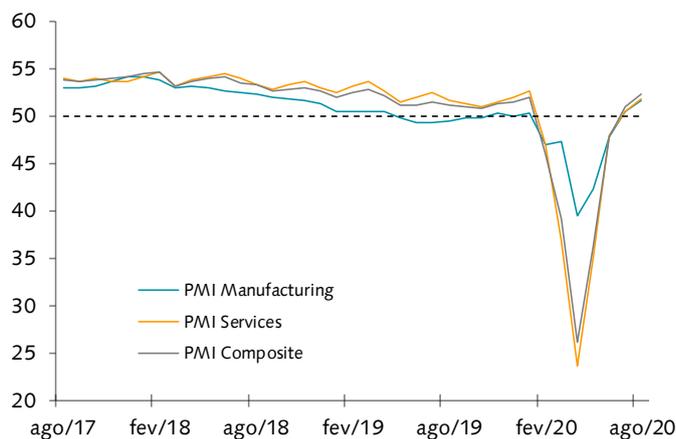
Por outro lado, o rápido e extensivo **suporte fiscal e monetário**, providenciado pelos governos e bancos centrais desde o início da pandemia, revelou-se muito eficaz, evitando um impacto negativo ainda maior. Entretanto, muitos governos têm recentemente anunciado a extensão dos programas de apoio à manutenção dos empregos, assim como novos estímulos para reforço da procura. Por exemplo, na Europa, o Plano de Recuperação Next Generation EU, no montante de 750 mil milhões de euros (cerca de 5,5% do PIB dos 27 países membros), financiado através da emissão de dívida comum, irá potenciar o investimento a partir de 2021.

Por sua vez, os bancos centrais, para além da injeção massiva de liquidez, através de programas de compras de títulos, têm assegurado aos mercados de que as taxas de juro permanecerão a zero (ou negativas, no caso da Zona Euro) nos próximos anos, inclusivamente tolerando níveis de inflação superiores a 2% durante algum tempo. Ou seja, no futuro próximo, teremos **taxas**

**de juro reais negativas**, potenciando igualmente o investimento e, dessa forma, a recuperação económica.

Concluindo, na nossa opinião, os governos e os bancos centrais não deixarão as economias cair a pique, mantendo os estímulos fiscais e monetários, respectivamente, até a recuperação económica se revelar mais robusta e sustentável.

#### Purchasing Managers' Index (PMI) - Global



Fonte: Bloomberg.

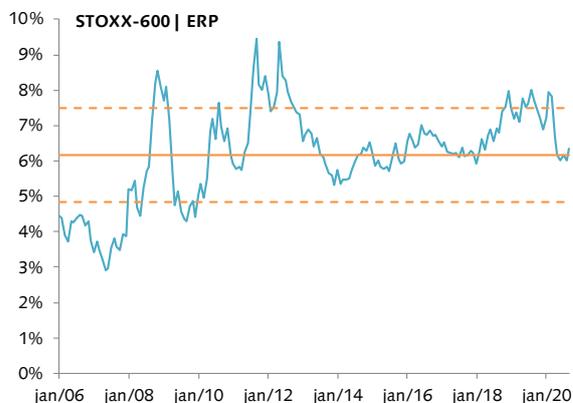
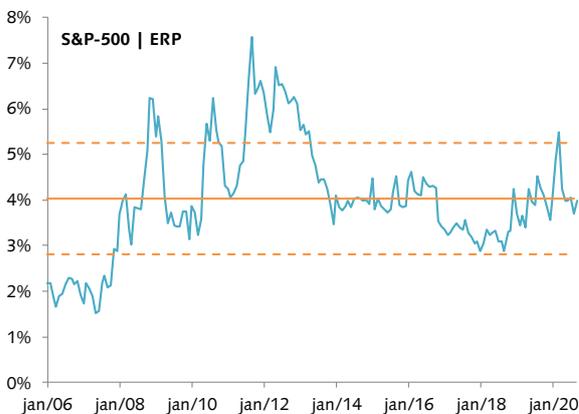
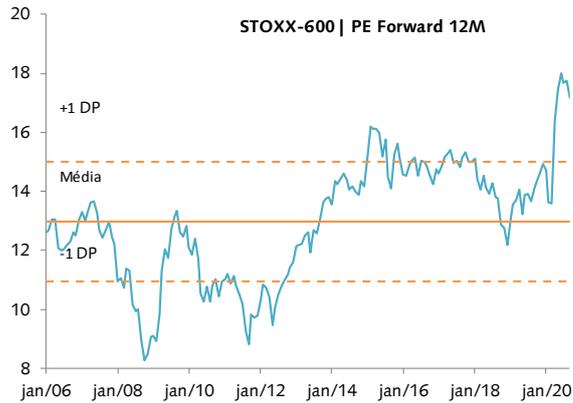
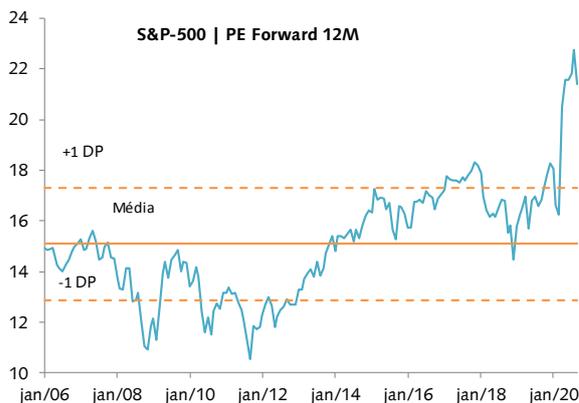
#### ii) Avaliações dos mercados

A dimensão das avaliações dos mercados é mais problemática. Tal como já tivemos oportunidade de referir em outras 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: por um lado, as taxas de juro encontram-se extremamente baixas e, porventura, mais baixas do que estariam se não fosse a acção dos bancos centrais; por outro, o ritmo de recuperação dos resultados e *cash-flows* esperado poderá ser comprometido no caso de uma segunda vaga severa da pandemia COVID-19.

Ou seja, na nossa opinião, tal como referido no trimestre anterior, as avaliações dos principais mercados accionistas, em particular do sector tecnológico norte-americano, encontram-se em níveis historicamente elevados, **apenas justificáveis pelas baixas taxas de juro** (ver abaixo gráficos com o *Equity Risk Premium* (ERP) dos índices S&P-500 e Stoxx-600). Por outro lado, os resultados esperados pelos analistas podem ser demasiado optimistas, no caso de uma recuperação económica mais lenta do que a neste momento descontada.

Neste sentido, a correcção registada nos mercados accionistas, no final de Setembro, deverá ser encarada com normalidade, no sentido em que recolocou estes activos em níveis mais coerentes com os prémios de risco históricos, considerando as várias incertezas existentes.

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



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

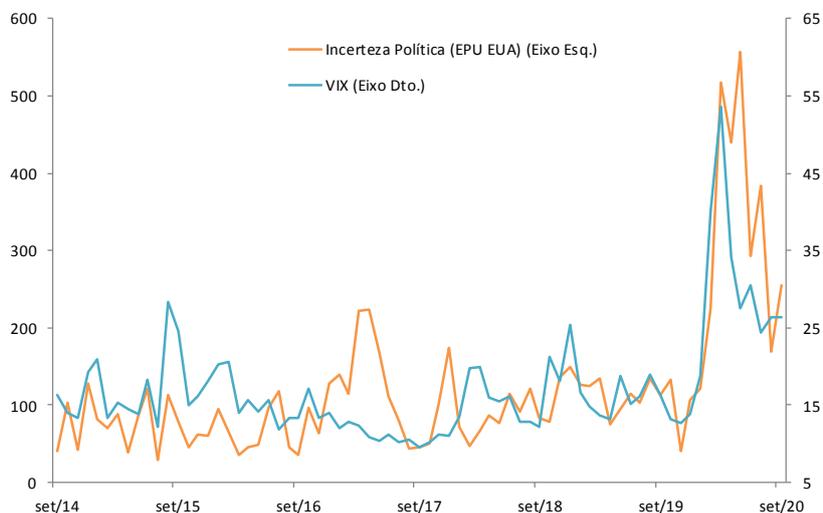
**iii) Sentimento**

Presentemente, em todas as análises e *Outlooks* a palavra dominante é incerteza. Com efeito, a forma de como a economia e os resultados das empresas vão evoluir nos próximos trimestres dependerá, em larga medida, da forma como a pandemia COVID-19 evoluir durante o próximo Inverno e da eficácia das vacinas em desenvolvimento.

Nos mercados financeiros, **a incerteza costuma ser sinónimo de volatilidade**. Entre Junho e Agosto, os investidores foram ganhando confiança na sustentabilidade da recuperação económica em curso, confiança essa que se traduziu na diminuição da necessidade de protecção contra o risco e, consequentemente, da volatilidade implícita nos contratos de opções sobre as acções. Assim, durante o Verão, o índice VIX, índice que mede a volatilidade implícita nas opções sobre o S&P-500, também conhecido por *Fear Index*, caiu dos 40 para perto de 20 pontos. Porém, no final de Setembro essa confiança começou a desvanecer-se e o VIX subiu para os actuais 30 pontos. Ou seja, o aumento dos casos de COVID-19 verificado no final do trimestre e a possibilidade de novas medidas de confinamento, deteriorou o 'sentimento' dos mercados e levou à forte correcção dos mercados, tanto accionistas como de crédito (High Yield).

Porém, e este é o ponto que importa sublinhar, a correlação entre o sentimento (VIX) e os mercados tende a ser negativa. Tal como Warren Buffet disse uma vez: *"be fearful when others are greedy, and greedy when others are fearful"*.

### Incerteza e Volatilidade

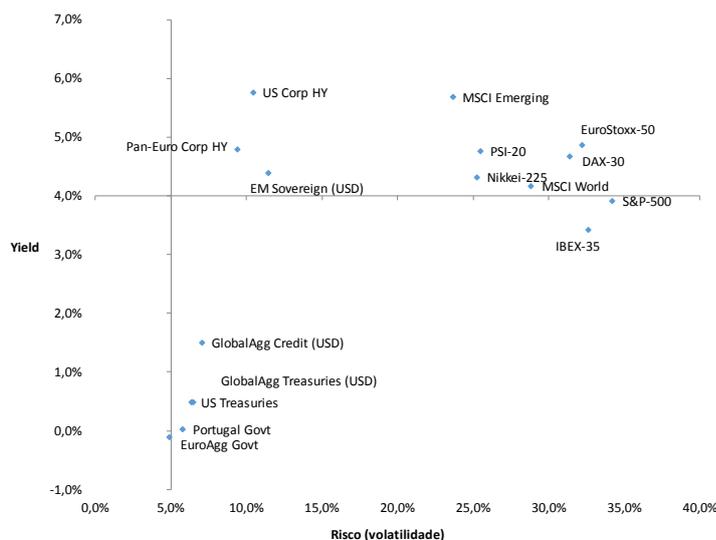


Fonte: Bloomberg

Concluindo, na nossa opinião, num cenário de evolução controlada da pandemia COVID-19, a recuperação económica seguirá o seu curso, suportada por **baixas taxas de juro, liquidez abundante** e aumento do **investimento público**. As avaliações, em especial das Acções, permanecem em níveis historicamente elevadas mas justificáveis pela garantia, fornecida pelos bancos centrais, de taxas de juro reais negativas durante os próximos anos. Por fim, nas últimas semanas, a aversão ao risco aumentou (o sentimento piorou) mas tal poderá significar uma oportunidade de reforçar posições, tanto em Acções como em crédito (High Yield).

Deste modo, em termos sectoriais e de alocação de activos, mantemos as preferências partilhadas anteriormente ao longo deste ano. Na nossa opinião, o mundo pós-COVID será **menos global, mais digital** e, certamente, **mais endividado**. Assim, mantemos a exposição ao **Ouro**, face ao risco de subida da taxa de inflação e perspectiva de taxas de juro reais negativas, e na componente acionista, mantemos em Carteira os temas da **Saúde**, da **Digitalização**, incluindo Serviços de Comunicações, e da **Segurança**. Na componente obrigações, mantemos alguma exposição ao segmento de **High Yield**, cujos *spreads* de crédito nos parecem historicamente atractivos quando comparados com os de Investment Grade. A exposição a Dívida Pública permanece residual, considerando o actual nível de *yields* artificialmente baixas tendo em conta os níveis de endividamento das respectivas economias.

### Risco-Retorno



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro

Redigido em 30 de Setembro de 2020

#### 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 a supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Banco de Portugal.