

### Alocação de Activos

O índice de acções globais MSCI World regista uma queda de cerca de 24%, em USD, desde meados de Fevereiro último, anulando os ganhos dos últimos três anos em apenas um mês e meio. Nas obrigações, o índice Bloomberg Barclays Global High Yield perdeu 17%, em USD, no mesmo período. Entretanto, o impacto do Covid-19 já se faz sentir nas principais economias mundiais, como é visível no aumento de pedidos de emprego nos Estados Unidos, levando os respectivos Bancos Centrais e Governos a anunciar programas de estímulos monetários e fiscais sem precedentes, tal como descrito atrás.

Aqui chegados, neste momento ainda é apenas possível especular quanto à evolução futura dos mercados e das economias mundiais. No **médio-longo prazo**, é consensual esperar-se uma recuperação, bem como prováveis alterações estruturais nos padrões de consumo e trabalho das pessoas, alterações nas cadeias mundiais de distribuição e um reforço do investimento público nos sistemas nacionais de saúde.

Mas, no **curto prazo** a incerteza permanece muito elevada, excepto quanto à inevitabilidade de uma recessão económica nas principais economias mundiais em 2020. Neste contexto, na nossa opinião, o início de uma recuperação sustentada dos mercados passa por três condições, sendo que as duas primeiras estão observadas, ou em vias de operacionalização:

1. Normalização da liquidez dos mercados, para a qual os Banco Centrais já anunciaram pacotes de estímulos monetários muito consideráveis, visando igualmente manter as taxas de juro baixas e o financiamento às empresas;
2. Medidas de estímulo e apoio fiscal, que os Governos também já anunciaram e necessitam agora de concretizar no terreno;
3. E, por último, serão fundamentais notícias positivas na frente da contenção da propagação da pandemia do Coronavírus. À data deste documento, a situação parece mais calma na Ásia, mas ainda longe do pico na Europa e nos Estados-Unidos.

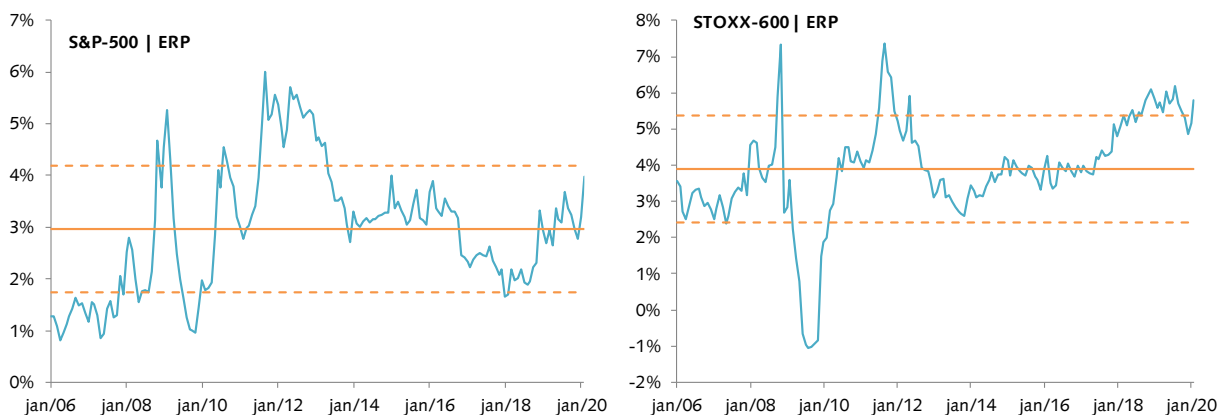
A terceira condição é certamente a mais importante e a duração da presente crise de saúde pública será crucial para avaliar a real extensão do seu impacto na economia mundial e, por conseguinte, nos resultados das empresas.

Do ponto de vista dos investimentos e dos mercados, porém, existem já alguns aspectos positivos, não menosprezando, de todo, a actual pandemia e a ameaça que ainda paira sob a saúde pública.

Em primeiro lugar, presentemente, o foco da **comunidade científica** mundial está na descoberta de uma vacina ou medicamento que ajude a combater o Covid-19. As principais empresas farmacêuticas estão a trabalhar neste sentido, canalizando elevados investimentos para o esforço de encontrar uma arma contra a doença o mais rápido possível.

Em segundo lugar, as **taxas de juro** irão manter-se baixas no futuro próximo. Nos Estados Unidos, a FED cortou as taxas de juro para 0% e, na Zona Euro, as taxas de juro permanecem em terreno negativo. Neste cenário, após as recentes desvalorizações, as avaliações relativas (**prémios de risco**) dos activos com risco estão agora bastante mais interessantes.

**Prémios de Risco (ERP)**

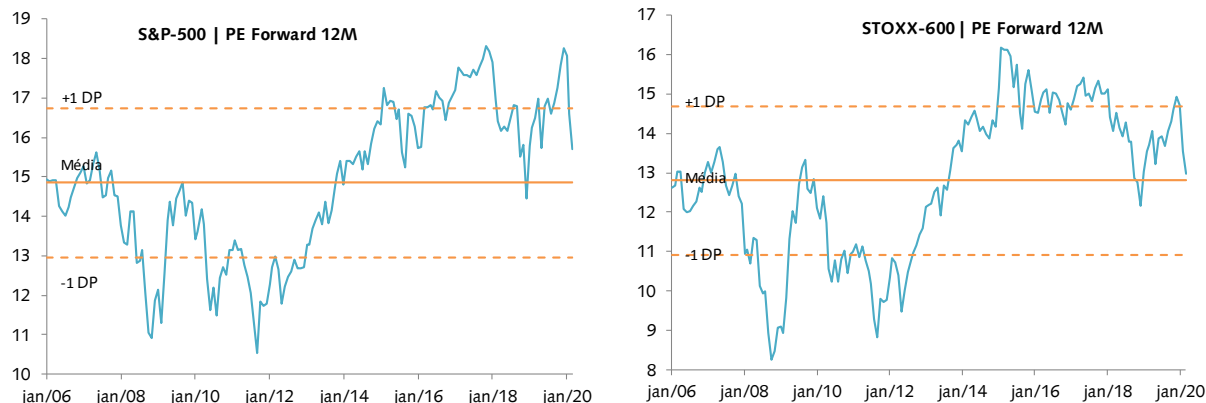


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium.

Por último, as **avaliações** dos activos com risco ficaram igualmente mais interessantes em termos históricos e absolutos. Conforme referido em ocasiões anteriores, em 2019, as fortes subidas dos mercados accionistas foram conseguidas através da expansão dos múltiplos de resultados (*Price-Earnings*), num contexto de crescimento de resultados praticamente nulo. Contudo, após as quedas recentes, os *Price-Earnings* diminuíram significativamente, ficando mais interessantes numa perspectiva histórica. Com efeito, no final do ano passado o índice SP&-500 transacionava com um *Price-Earnings* de 18,3x os resultados (*Forward 12M*), contra os actuais 15,7x, um valor muito mais próximo da média histórica. Por sua vez, o índice Europe Stoxx-600 transaciona agora com um múltiplo de 13,0x, que compara com os 14,9x no final do ano passado.

Obviamente que os resultados das empresas registarão este ano quedas acentuadas, e as estimativas dos analistas começaram já a ser revistas em baixa. De qualquer forma, na nossa opinião, os actuais níveis dos principais índices mundiais já acomodam quedas significativas nos resultados em 2020.

### Price-to-Earnings Ratio

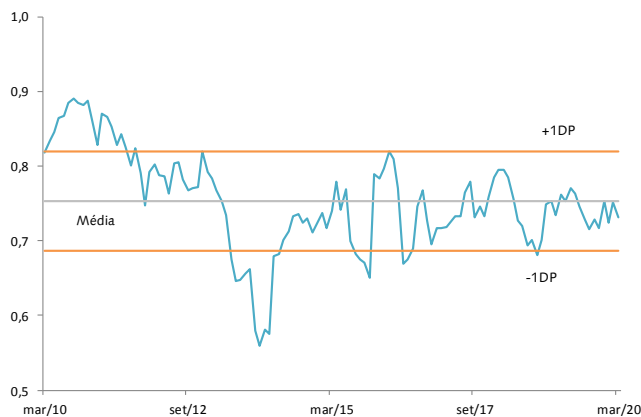


Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Em termos geográficos, as avaliações, em média, são particularmente baixas na **Europa** e nos mercados **Emergentes**. Estes últimos, medidos pelo índice MSCI Emerging, transacionam com um *Price-Earnings* de 11,6x os resultados esperados para 2020, um valor historicamente muito baixo quando comparado com os congéneres avançados. Entre os emergentes, destaque ainda para os mercados asiáticos, que transacionam, em média, com um *Price-Earnings* de 12,5x e um *Price-Book* igual a 1,3x.

### Acções Emergentes vs Desenvolvidas

Rácio entre o *Price-Earnings* dos índices MSCI Emerging e MSCI World



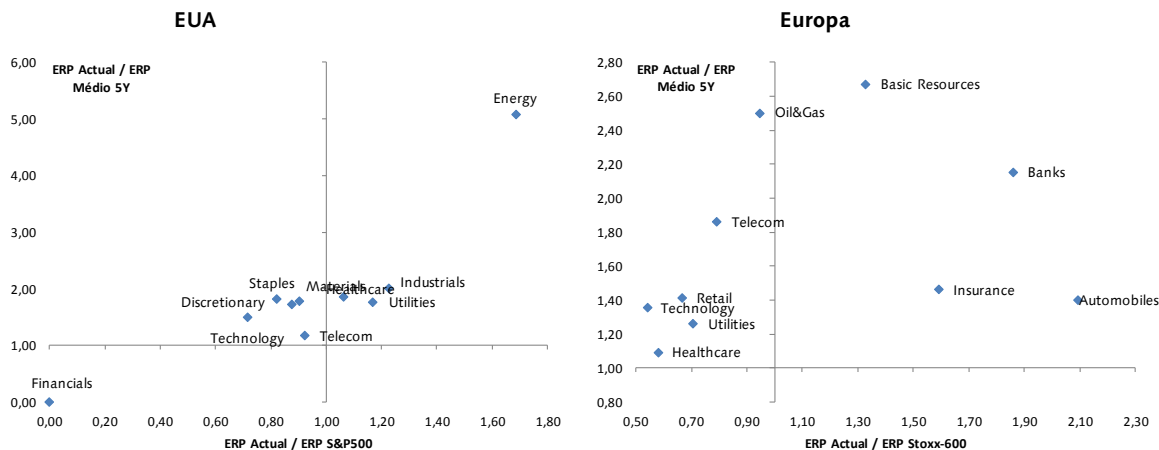
Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Sectorialmente, mantemos os desvíos propostos no início deste ano. Tal como referido ao longo deste documento, dois factores fundamentais para a resolução da presente crise de saúde pública global serão o investimento público e a investigação e desenvolvimento de tratamentos médicos para o Covid-19. Neste sentido, os temas das **Infraestruturas** e da **Saúde** (Farmacêuticas) continuam, na nossa opinião, a fazer sentido. No primeiro trimestre ambos os sectores (Infraestruturas e Healthcare) registaram um comportamento relativo positivo, o que deverá manter-se nos próximos meses.

Por sua vez, os temas da **Segurança**, **Tecnologia** e **Telecomunicações**, continuam actuais, considerando as mudanças previstas nos padrões de consumo e trabalho nos próximos anos. A procura de segurança continuará impulsionada pelo aumento da urbanização, regulação, pela

inovação permanente na tecnologia móvel, pelo comércio eletrónico que necessitam de actualizações constantes no contexto da segurança informática, e pelo aumento do investimento em serviços de segurança, tais como ensaios de alimentos e equipamento de inspeção.

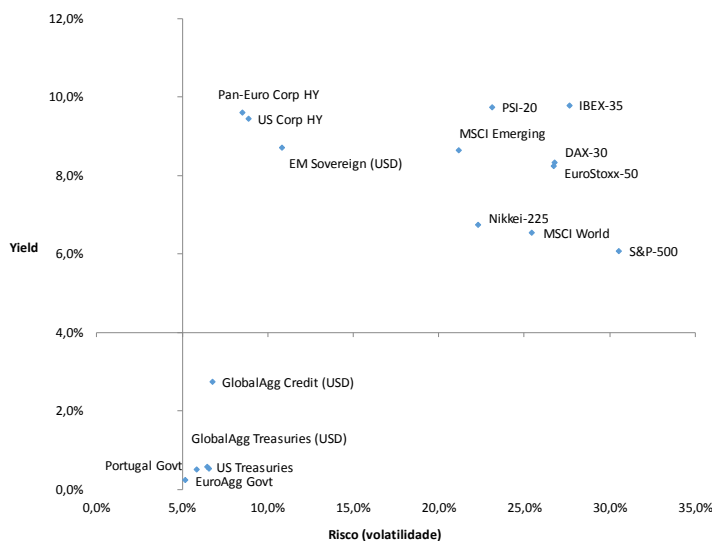
**Radarm sectorial**



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

Na componente de Obrigações, face ao forte aumento dos *spreads* de crédito descrito anteriormente, as avaliações melhoraram igualmente de forma significativa. Como tal, as quedas registadas durante o mês de Março, foram aproveitadas para reforçar posições, sobretudo, no segmento de dívida privada **High Yield**. Pelo contrário, no segmento de dívida pública foi realizada a mais-valia na posição em **Treasuries** norte-americanos, após a queda das respectivas *yields*. Na nossa opinião, a função de *hedging* desta classe de activos pode estar comprometida, aliás como se verificou ao longo do mês de Março, tendo em conta os estímulos fiscais massivos que se perspectivam no futuro próximo para fazer face à emergência provocada pela pandemia do Covid-19, e consequente impacto em termos de aumento das dívidas públicas.

**Yields e Volatilidade**



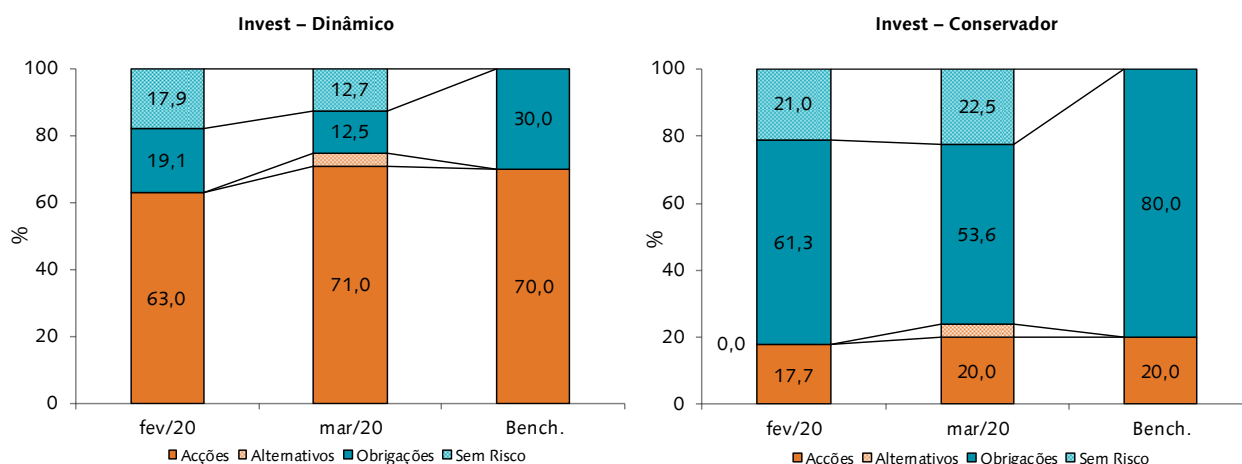
Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Concluindo, vivemos tempos incertos e, neste momento, é muito difícil antecipar o fim da correcção dos mercados. Na nossa opinião, a volatilidade continuará elevada até surgirem notícias positivas na frente do combate ao Covid-19. Pela positiva, os Bancos Centrais e os Governos anunciaram prontamente medidas para suportar a economia mundial, que este ano dificilmente evitará uma recessão. A rapidez da recuperação será, contudo, inversamente proporcional à duração da *lockdown* das economias mundiais: quanto mais tempo as empresas e as pessoas voltarem ao trabalho, mais lenta será depois a recuperação para os níveis pré-crise.

Porém, neste contexto de elevada volatilidade e incerteza, **devem ser evitadas decisões de investimento drásticas**, como sair totalmente do mercado. Pelo contrário, é importante delinear (ou ajustar) um plano de acção para o caso da situação se agravar, que inclua, entre outros, uma avaliação da adequação carteira actual ao respectivo perfil de risco, e uma programação dos reforços em caso de novas quedas nos mercados.

Tal é o que temos realizado nas carteiras sob gestão. Após a redução da exposição em Acções em meados de Fevereiro, quando os mercados voltaram a registar máximos históricos apesar da deterioração dos indicadores económicos, durante o mês de Março aproveitámos as fortes quedas para reforçar posições, num contexto de melhoria das avaliações e numa perspectiva de recuperação a médio-longo prazo.

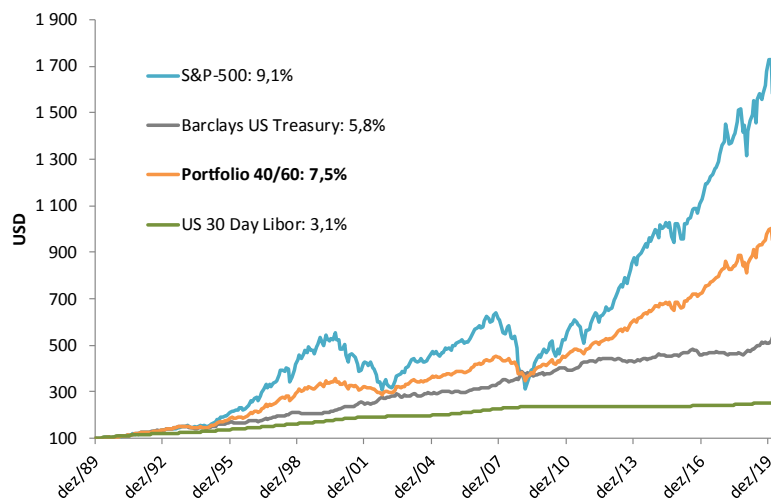
## Alocação de Activos



Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

As rendibilidades das carteiras nos próximos anos dependerão, em larga medida, das decisões tomadas no presente. **A história mostra-nos que períodos como o actual tendem a proporcionar rendibilidades acima da média nos anos seguintes.** Porém, enquanto continuar a aumentar o número de vítimas mortais do Covid-19, poderão ocorrer novas correcções e testes aos mínimos do mês de Março, mas os mercados incorporam já prémios de risco elevados que, historicamente, tendem a ser remunerados a prazo. Como sempre, é fundamental a diversificação das carteiras e uma perspectiva de médio-longo prazo.

**Investir a médio-longo prazo**



Fonte: Bloomberg. Banco Invest. Rendibilidades anualizadas, *total return*.

Paulo Monteiro  
Redigido em 31 de Março 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 à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Banco de Portugal.