

ESTRATÉGIA GLOBAL DE ALOCAÇÃO DE ACTIVOS

Nota prévia

A "Estratégia Global de Alocação de Activos" assume a detenção de um portfólio diversificado, quer em termos de classes de activos (contendo títulos de dívida e acções), quer em termos geográficos (Europa, EUA, etc.), adequado ao perfil de risco do investidor. As recomendações de sub-exposição, neutral e sobre-exposição referem-se a desvios recomendados face a um portfólio de referência, que tem em consideração os factores acima elencados.

Enquadramento geral

- Em Novembro, a crise de dívida soberana na Europa atingiu novos patamares, com a instabilidade na dívida a disseminar-se aos países *core*. No início do mês, os mercados financeiros foram surpreendidos pelo anúncio de um possível referendo na Grécia, a que se seguiu um período de instabilidade política em Itália. Perante o agravamento da crise na Europa, aumentou a pressão para uma maior intervenção por parte do BCE e, no início de Dezembro, foram desenvolvidas propostas para uma maior integração fiscal na zona euro. Nos EUA, os indicadores macroeconómicos continuaram a evidenciar uma tendência de melhoria e a surpreender positivamente os mercados financeiros. Porém, o super comité não chegou a acordo em relação às medidas de consolidação orçamental, criando uma maior incerteza em relação à condução da política fiscal nos próximos anos. Neste contexto, os mercados accionistas e de dívida empresarial registaram desvalorizações, com maior expressão nos mercados europeu e asiático, e o euro depreciou. A dívida pública apresentou comportamentos divergentes entre as várias regiões: a dívida pública norte-americana evidenciou retornos positivos, beneficiando do sentimento de aversão ao risco, e a dívida pública europeia teve um retorno negativo, reflectindo a subida generalizada das *yields* dos títulos de dívida pública dos países da zona euro.

- Em 2012, o crescimento económico global deverá abrandar, embora não se espere uma nova recessão. O enquadramento macroeconómico na Europa irá denotar pouco dinamismo devido, em parte, ao processo de desalavacagem e às medidas de austeridade orçamental que estão a ser implementadas. Os mercados financeiros deverão continuar a evidenciar volatilidade, devendo ser influenciados pela evolução da crise de dívida soberana na Europa. Neste contexto de maior incerteza, agravada por riscos políticos acrescidos, a importância de manter uma carteira de activos diversificada deve ser realçada. A manutenção por parte dos bancos centrais de políticas monetárias muito acomodáticas, a manutenção de balanços equilibrados e de crescimento de resultados das empresas, num ambiente de moderação dos preços das matérias-primas e do petróleo, sustentam uma tendência moderadamente favorável para os activos de risco.

Taxa Fixa: Sub-exposição

Dívida Pública <i>Zona Euro</i>	Sub-exposição
Dívida Corporate <i>Zona Euro</i>	Neutral
Dívida Mercados Emergentes	Sobre-exposição

Ações: Sobre-exposição

E.U.A.	Sobre-exposição
Zona Euro	Sub-exposição
Japão	Sobre-exposição
Mercados Emergentes	Neutral
Portugal	Sub-exposição

Estratégia para Taxa Fixa

- A dívida pública dos EUA registou um retorno ligeiramente positivo, beneficiando do seu estatuto de activo de refúgio. Embora em Novembro os indicadores macroeconómicos nos EUA mantivessem a tendência de melhoria, afastando receios de uma recessão, a incerteza e a instabilidade provocadas pela crise de dívida soberana e pelo abrandamento da actividade económica na Europa motivaram a descida das *yields* da dívida pública norte-americana. As *yields* da dívida pública dos EUA situam-se em níveis historicamente baixos, perpetuando-se uma subida ligeira suportada pela manutenção do crescimento económico moderado, bem como pela exigência de um maior prémio de risco por parte dos investidores devido aos elevados défices e dívida orçamentais. A política monetária muito acomodática deverá limitar a subida potencial das *yields*.

- Mantemos uma sub-exposição a esta classe de activos, com sub-exposição na sub-classe de taxa fixa soberana e posição neutral na sub-classe de Dívida Corporate da Zona Euro.

Estratégia para Acções

- O retorno dos mercados accionistas foi negativo. Os desempenhos foram, no entanto, diferenciados entre as várias regiões, com os EUA e o Reino Unido a evidenciarem os melhores desempenhos e os mercados emergentes a registarem desvalorizações mais significativas. O contágio da crise da dívida aos países *core* na Europa, o fracasso das negociações para a definição de poupanças fiscais entre os principais partidos nos EUA e receios de abrandamento do crescimento económico na China motivaram estes desempenhos. O sector financeiro registou o pior desempenho, induzido, parcialmente, por revisões em baixa dos níveis de rating e pela crise de dívida na Europa.

- Mantemos uma posição de sobre-exposição a acções, que deverão registar um desempenho positivo, beneficiando da manutenção do crescimento económico global moderado, de balanços equilibrados das empresas, de níveis atractivos de valorização e de taxas de juro baixas. No entanto, a redução dos défices orçamentais nos países desenvolvidos e a instabilidade associada à crise de dívida soberana e à previsível recessão económica na Europa representam um risco para o crescimento da economia mundial, e poderão continuar a condicionar o desempenho dos mercados accionistas.

Estados Unidos da América

- As acções norte-americanas registaram uma queda muito ligeira, superando, uma vez mais, o retorno da maioria dos mercados accionistas. Este resultado foi motivado, por um lado, pela crise na Europa, que afectou especialmente as acções do sector financeiro, e pela incerteza em relação à política fiscal norte-americana. Por outro lado, os indicadores macroeconómicos continuaram a melhorar, propiciando um melhor desempenho relativo das acções norte-americanas.

- A actividade económica deverá continuar a recuperar a um ritmo lento, suportada por políticas monetárias acomodáticas, embora seja previsível a prossecução de uma política fiscal menos expansionista no futuro. As empresas mantêm balanços equilibrados, os resultados deverão continuar a crescer, mas mais moderadamente, e os níveis de valorizações das acções são atractivos, pelo que mantemos uma posição de sobre-exposição a acções norte americanas.

Zona Euro

- As acções europeias tiveram um retorno negativo, influenciadas pela escalada da crise de dívida soberana, que afectou os países periféricos mas também os países do "centro", bem como por fracos indicadores macroeconómicos. No final do mês, o anúncio de uma acção concertada por parte dos principais bancos centrais mundiais suportou uma recuperação parcial do mercados accionista.

- As acções europeias mantêm valorizações atractivas. No entanto, a deterioração dos indicadores macroeconómicos indicam o risco crescente de uma contração da actividade económica e a zona euro enfrenta riscos políticos acrescidos, mantendo-se a instabilidade em torno da crise de dívida soberana. Mantemos uma posição de sub-exposição a acções europeias.

Japão

- As acções japonesas tiveram um retorno negativo em Novembro, influenciado pela crise na Europa, pela expectativa de menor crescimento económico global, bem como pela divulgação de dados macroeconómicos inferiores ao esperado.

- O abrandamento do crescimento económico mundial deverá ter um impacto desfavorável na evolução da economia japonesa, que depende do desempenho das exportações e que estão também a ser penalizadas por um nível elevado do iéne. Porém, a economia deverá beneficiar do investimento e do esforço de reconstrução e do crescimento económico estrutural das economias asiáticas, o que, em conjunto com valorizações atractivas das acções, continua a justificar uma posição de sobre-exposição.

Mercados Emergentes

- As acções de mercados emergentes tiveram um retorno negativo, influenciado sobretudo pela queda dos mercados asiáticos. Por um lado, a expectativa de abrandamento do crescimento económico global aumentou as preocupações em relação ao impacto adverso no crescimento das exportações dos mercados emergentes, e, por outro lado, a divulgação de indicadores macroeconómicos inferiores ao esperado, nomeadamente na China, suscitaram receios de moderação da actividade económica nos mercados emergentes.

- As valorizações das acções são atractivas e o crescimento das economias emergentes deverá permanecer robusto, perspectivando-se menores pressões inflacionistas, o que deverá possibilitar políticas monetárias mais acomodáticas. Note-se que algumas destas economias mantêm-se numa fase mais avançada do ciclo económico, devendo ser mantida uma estratégia diversificada, e que o menor ritmo de crescimento dos países desenvolvidos, a par da instabilidade na Europa, poderão afectar os mercados emergentes, pelo que mantemos uma posição neutral.

Portugal

- O mercado accionista português teve um retorno negativo em Novembro, penalizado pelas quedas do sector financeiro. Este resultado foi motivado, em parte, pela deterioração das perspectivas de crescimento para a economia portuguesa.

- O abrandamento do crescimento económico mundial, em particular na Europa, representa um risco acrescido para a evolução da economia portuguesa, pois poderá limitar a evolução das exportações. Portugal deverá enfrentar uma recessão económica, tendo que implementar uma política orçamental muito restritiva e um conjunto de medidas muito exigentes associadas ao pedido de assistência financeira à União Europeia / FMI, o que deverá condicionar o comportamento das acções portuguesas. Continuamos a recomendar uma sub-exposição a este mercado.

Dívida Pública (Zona Euro)

- A dívida governamental europeia apresentou um retorno negativo em Novembro, influenciada pela queda dos preços da dívida na generalidade dos países europeus, incluindo a Alemanha, cujas *yields* aumentaram na sequência de um leilão de dívida que não obteve procura suficiente por parte dos investidores. O agravamento da crise soberana, motivado pela continuação de posições divergentes entre os políticos e as instituições europeias e pela possibilidade de descida da notação de rating de vários países da zona euro, provocou o aumento das *yields* da dívida dos países da zona euro, com a subida das *yields* de Itália, de Espanha e também de França a causarem receios acrescidos.

- As *yields* da dívida governamental alemã mantêm-se em níveis historicamente baixos e deverão subir se o sentimento extremo de aversão ao risco se atenuar. No entanto, esta subida deverá ser limitada em resultado da deterioração das perspectivas de crescimento económico na Europa e da persistência da volatilidade em torno da crise de dívida europeia. O comportamento da dívida dos países periféricos, de Itália e de Espanha deverá continuar condicionado pela avaliação do risco individual da dívida e da credibilidade das medidas de consolidação fiscal de cada um dos países, pela intervenção do BCE no mercado de dívida governamental, bem como por riscos políticos resultantes das divergências na Europa e nos países em questão. Mantemos uma sub-exposição a dívida pública da Zona Euro.

Dívida Corporate (Zona Euro)

- A dívida empresarial europeia teve um retorno negativo em Novembro, causado pelo aumento da taxa de juro subjacente e pela subida de *spreads*. O agravamento da crise na Europa, acompanhado pela deterioração das perspectivas de crescimento económico, motivaram este desempenho. O sector financeiro foi especialmente afectado, devido à exposição a dívida soberana e às descidas generalizadas das notações de rating dos bancos. A dívida empresarial italiana e francesa evidenciaram maiores desvalorizações.

- O nível de *spreads* da dívida empresarial europeia é atractivo, face à sua média histórica, considerando a situação financeira equilibrada das empresas. No entanto, perante a perspectiva de abrandamento do crescimento económico mundial, e sobretudo na zona euro, em conjunto com a expectativa de que a crise de dívida soberana na Europa continuará a gerar volatilidade, mantemos uma posição neutral em dívida empresarial europeia, recomendando-se uma subexposição a dívida de menor qualidade creditícia.

Dívida de Mercados Emergentes

- A dívida de mercados emergentes teve retornos ligeiramente negativos em Novembro, influenciados sobretudo pela dívida da Europa emergente e de África. O sentimento de aversão ao risco e a perspectiva de abrandamento do crescimento económico mundial motivaram o alargamento de *spreads* dos países emergentes, que não foi totalmente compensado pela redução da taxa de juro subjacente.

- Os países emergentes deverão sofrer os impactos do abrandamento do crescimento económico global e da incerteza associada à crise europeia, e mantêm riscos políticos acrescidos. No entanto, os países emergentes beneficiam de um maior crescimento económico, da ausência de problemas estruturais dos países desenvolvidos bem como de uma posição financeira confortável dos exportadores. Adicionalmente, o alargamento recente de *spreads* propicia uma oportunidade, pelo que alteramos a recomendação de neutral para uma posição de sobre-exposição a dívida de mercados emergentes.

Moedas

- O euro depreciou-se face ao dólar. A maior aversão ao risco suportou o dólar, que beneficiou do seu estatuto de moeda de refúgio, enquanto o euro foi penalizado pela intensificação da crise de dívida e instabilidade política na Europa.

- O dólar deverá continuar pressionado pela política monetária acomodática da Fed, que anunciou a manutenção de taxas de juro em níveis baixos pelo menos até 2013, bem como pelos elevados défices orçamental e externo norte-americanos. Porém, a manutenção da instabilidade em torno da crise de dívida europeia poderá induzir uma depreciação do euro face ao dólar. Considerando estes factores, perspectiva-se que a taxa de câmbio do euro face ao dólar se situe no intervalo entre 1,30 e 1,40 nos próximos doze meses.