

OUTLOOK

2021

i m | g | a |



## DISCLAIMER

O presente documento tem efeitos meramente informativos e indicativos. A IM Gestão de Ativos – SGOIC, S.A. (IMGA) não pode garantir, nem garante, a exatidão, validade, atualidade ou completude da informação disponibilizada.

O presente documento está sujeito a alterações sem aviso prévio. A informação constante do presente documento reveste-se de carácter geral e preliminar, pelo que poderá não ser adequada para as particulares necessidades e finalidades prosseguidas pelos destinatários, sendo recomendável que estes procurem assessoria específica. A IMGA não é responsável pelo uso feito pelos respetivos destinatários das informações que integram o presente documento, nem pelos prejuízos, diretos ou indiretos, que daí possam advir.

A reprodução de parte ou totalidade deste documento é permitida, sujeita a indicação da fonte.

VISÃO GLOBAL	4
ENQUANDRAMENTO MACROECONÓMICO	6
RECUPERAÇÃO DO CRESCIMENTO MUNDIAL	6
PROJEÇÕES ECONÓMICAS	7
POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO	8
TAXAS DE JURO E MERCADOS OBRIGACIONISTAS	9
MERCADOS OBRIGACIONISTAS	12
MERCADOS ACIONISTAS	13
ALTERNATIVOS, CAMBIAIS E MERCADORIAS	15
CONCLUSÃO	16

---

## Retorno à normalidade



- O momento-chave foi o dia 09/11/2020, data do anúncio da primeira vacina para a Covid-19, dotada de uma eficácia superior a 90%. Desde então outras vacinas foram anunciadas, com níveis de eficácia equivalentes.
- A distribuição em massa das vacinas contribuirá para a contenção e potencial extinção da pandemia a partir da 2H2021, designadamente nas economias desenvolvidas.
- A perspectiva de abandono definitivo dos princípios de distanciamento social proporcionará uma importante injeção de confiança aos agentes económicos.
- Prevalece, no entanto, a incerteza relativamente à evolução da pandemia (mutações e capacidade de resposta das vacinas) e quanto ao perfil da nova normalidade.

## Retoma económica



- A recuperação económica dependerá, entre outros fatores, da evolução da situação pandémica e das respetivas restrições à mobilidade.
- Apesar da sua proporção histórica, esta foi uma recessão atípica, com uma destruição de riqueza diminuta. O suporte monetário e orçamental estabilizou as insolvências e o desemprego. Tal servirá de plataforma para a retoma do crescimento global, impulsionado pelo consumo.
- A recuperação face ao nível pré-Covid será ainda assim díspar, com destaque positivo para a China e os EUA, contrastante com recuperações parciais na Área do Euro, no Reino Unido e em algumas economias emergentes.
- A inflação acelerará em 2021, mas permanecerá em média abaixo do objetivo dos bancos centrais. A aceleração dever-se-á às disrupções das cadeias de abastecimento, a efeitos de base e à aceleração do consumo privado.

## Política monetária e orçamental

---



- Estímulos farão a ponte entre o presente e o futuro (próximo) pós-pandemia.
- Os principais bancos centrais deverão manter as respetivas políticas monetárias profundamente expansionistas, perspetivando-se a continuidade das compras de ativos ao longo de 2021. Não se vislumbram subidas de taxas pela Fed e pelo BCE até ao final de 2023.
- As políticas orçamentais nas economias desenvolvidas deverão manter-se expansionistas em 2021, o que significará um importante suporte à atividade económica.
- Destaque para o forte impulso orçamental nos EUA e para a aprovação dos programas correspondentes ao Fundo de Recuperação europeu até ao final do verão, assim como para os estímulos orçamentais no Japão e no Reino Unido.

## Perspetivas mercados

---



- A reabertura das economias e consequente recuperação económica deverá resultar numa subida das taxas de juro na Europa e nos EUA, pese embora o suporte dos bancos centrais.
- Fundamentais como os níveis limitados de nova oferta e a atuação dos bancos centrais suportará os mercados de dívida privada, nomeadamente o segmento de investment grade. A dívida de rating especulativo deverá beneficiar de um nível controlado de incumprimentos e de alguma atratividade, designadamente numa ótica de carry trade.
- No mercado acionista, os resultados empresariais deverão beneficiar das perspetivas mais otimistas de crescimento económico. Os setores de cariz mais cíclico e segmentos com valorizações deprimidas e afetadas pela pandemia poderão sofrer re-rating positivo.

TEMAS CENTRAIS



## CENÁRIO BASE

Crescimento do PIB (%)	2020	2021	2022	2023
Global	-3,8	5,4	4,2	3,6
Economias desenvolvidas	-5,0	4,4	3,7	-
Economias emergentes	-0,6	5,2	5,2	-
EUA	-3,5	5,0	3,7	2,5
Área do Euro	-7,0	4,2	4,1	1,9
Alemanha	-5,3	3,4	3,9	1,9
França	-8,7	5,8	4,0	2,0
Itália	-8,9	4,8	4,0	1,5
Espanha	-11,4	5,9	5,6	2,6
Reino Unido	-10,2	4,6	5,5	2,3
Japão	-5,2	2,7	2,1	-
China	2,3	8,4	5,5	5,5

Taxas Bancos centrais (%)	2020	2021	2022	2023
EUA	0,3	0,3	0,4	-
Área do Euro	0,0	0,0	0,0	-
Reino Unido	0,1	0,1	0,2	-
Japão	-0,1	0,0	0,0	-
China	4,4	4,3	4,3	-

Inflação (vh%)	2020	2021	2022	2023
EUA	1,4	1,8	1,9	2,0
Área do Euro	0,3	0,9	1,2	1,4
Reino Unido	0,9	1,5	1,9	1,7
Japão	0,0	0,1	0,5	-
China	2,5	1,5	2,3	2,4

Fonte: Mediana do consenso dos analistas económicos - Bloomberg

## 1 → TAXAS DE JURO E MERCADOS OBRIGACIONISTAS

## EUROPA

TAXA DE JURO 

O impacto positivo da vacina contra o Covid-19 e a consequente recuperação económica, mesmo a níveis moderados na Europa, irão fazer aumentar as taxas de juro. Ainda assim, a implementação dos programas de estímulos monetários sem precedentes na Europa, deverá limitar o potencial de subida das taxas. Espera-se uma subida da curva de taxas de juro na Europa sobretudo no longo prazo.

Os reembolsos do Fundo de Recuperação Europeu deverão chegar mais tarde que o previsto, apenas com uma pequena distribuição em 2021. O impacto de uma possível mutualização da dívida conjunta da União Europeia e da União fiscal deverá continuar a contribuir para um sentimento positivo no mercado.

O risco de inflação deverá manter-se baixo. O Banco Central Europeu não tem atribuído ênfase nas suas intervenções relativamente a um potencial aumento inflacionista, sendo portanto provável que aceitem uma recuperação mais lenta dos níveis de inflação até ao objetivo definido.

## EUA

TAXA DE JURO 

No outro lado do Atlântico o impacto da vacina irá igualmente provocar um aumento das taxas de juro por via de um maior dinamismo dos agentes económicos.

A potencial subida das taxas de juro deverá ser mais limitada do que na Europa por força de menores estímulos monetários, no entanto poderá assistir-se a um movimento de maior subida no longo prazo.

Um novo pacote de estímulos nos EUA deverá colocar maior pressão na oferta.



## 1 → TAXAS DE JURO E MERCADOS OBRIGACIONISTAS

## Dívida Privada

## EURO



A oferta de obrigações no segmento de *Investment Grade (IG)\** será limitada, sobretudo nos prazos mais curtos e o programa de compras do BCE irá continuar a estreitar os spreads. As empresas IG\* apresentam no seu balanço um nível elevado de liquidez, originando um menor número de emissões. O risco de existirem *fallen angels* (descidas abruptas de risco de crédito) terá um impacto limitado dado que o BCE não necessita de vender as suas posições. As empresas do setor cíclico e/ou rating BBB deverão ser as mais beneficiadas.

O segmento *High Yield (HY)\** europeu apresenta um *carry trade\** interessante e consideramos o risco de insolvência menor no segmento BB. A base de investidores desta classe será resiliente suportada pela procura de taxa de juro. As obrigações HY\* na Europa têm maior importância sistémica (grandes empregadores – ex. setor automóvel) pelo que terá um maior suporte governamental.

## EUA



A recuperação económica mais dinâmica nos EUA deverá melhorar as métricas de crédito das empresas, suportando os níveis atuais. Adicionalmente, um nível mais elevado de procura deverá originar uma diminuição do valor diferencial entre obrigações do estado sobre as empresariais. As empresas do setor cíclico mas também as empresas de rating BBB deverão ser as mais beneficiadas por apresentarem spreads maiores atualmente.

O segmento HY\* americano também apresenta um *carry trade* interessante não obstante o maior risco de insolvência. A diminuição dos spreads neste segmento será mais limitada devido ao elevado risco de insolvências das empresas. A classe de rating BB apresenta melhor perfil de risco/retorno devido à convexidade (valor relativo) face a classe de rating B.



\**Investment Grade (IG)* - menor risco; *High Yield (HY)*- maior risco; *Carry trade* - estratégia de investimento com rentabilidade superior ao custo de financiamento.

## 1 → TAXAS DE JURO E MERCADOS OBRIGACIONISTAS

## Dívida Pública

---

### EURO

As taxas de referência dos 10 anos na Alemanha tenderão a subir marginalmente para os – 40 p.b. por via da expectável recuperação económica e da continuação dos programas de compra de dívida pública do BCE. Em Itália o caminho da convergência dos spreads para a Espanha e Portugal, deverá determinar a diminuição das taxas de juro a longo prazo (10Y) para os 0,45%.

Os spreads de Portugal e Espanha ainda que estáveis deverão conservar os 60 bps atuais face à Alemanha.

### EUA

É expectável a subida de taxas de juro no mercado americano já que a recuperação económica será também mais dinâmica. O risco de inflação deverá permanecer muito contido por via da atuação da FED que deverá manter as suas taxas de juro direcionadas a níveis reduzidos e alargar os programas de compras de forma a manter os custos de financiamento das empresas e dos governos a níveis baixos.

### MERCADOS EMERGENTES

O segmento de mercados emergentes deverá continuar a beneficiar da recuperação económica e da procura de rendimento num contexto de desvalorização do dólar.



# 1 → TAXAS DE JURO E MERCADOS OBRIGACIONISTAS

## OBRIGAÇÕES

### DÍVIDA PÚBLICA

Países Centrais "Core"  
EUROPA



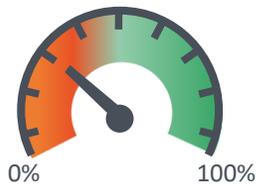
UNDERWEIGHT

Países Periféricos  
EUROPA



OVERWEIGHT

EUA



UNDERWEIGHT

MERCADOS  
EMERGENTES



OVERWEIGHT

### DÍVIDA PRIVADA

Rating Superior (IG)  
EUROPA



UNDERWEIGHT

Rating Inferior (HY)  
EUROPA



OVERWEIGHT

Rating Superior (IG)  
EUA



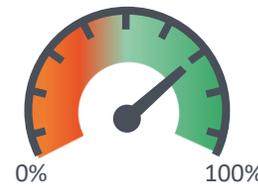
UNDERWEIGHT

Rating Inferior (HY)  
EUA



UNDERWEIGHT

MERCADOS  
EMERGENTES



OVERWEIGHT

## DIVIDA PRIVADA SETORES PREFERENCIAIS



## SAÚDE

- Balanços robustos e *cash flow* positivo apesar da alavancagem ser maior;
- Novas vacinas, tratamentos e medicamentos preventivos para Covid-19;
- Normalização da procura dos serviços médicos e hospitalares em 2021.

MATERIAIS BÁSICOS  
(energia, ouro)

- *Commodities* sustentadas pelo crescimento económico para 2021 e recuperação económica da China;
- Alavancagem normalizada nas empresas com um balanço robusto e crescimento capex suportado;
- Desafio políticas ESG sobretudo nas empresas de mineração;
- Recuperação no setor da Construção.



## CONSUMO CÍCLICO

- Recuperação económica favorece o setor cíclico através do incremento das vendas;
- Utilização das vendas para pagar dívida e reduzir a alavancagem;
- Programa agressivo de corte de custos de reestruturação;
- Gestão otimizada de inventários no setor automóvel;
- Adaptação a políticas ESG pelo setor.

## Perspetiva Global

---

Os mercados acionistas deverão beneficiar do crescimento económico motivado por: (1) políticas fiscais expansionistas alinhadas com postura "dovish" das autoridades monetárias; (2) sucesso da vacinação em curso contra a pandemia. As expectativas de inflação começam a subir, mas não devem causar alterações no posicionamento das autoridades monetárias. O consenso espera crescimentos de EPS nos 2 dígitos na maioria dos mercados desenvolvidos. A preferência continua por ativos com capacidade de geração de cash-flow estável menos sujeitos ao ciclo económico, mas com um viés mais cíclico. Continuamos a preferir *Quality\** sobre *Value* onde no entanto pode haver situações de *re-rating* positivo.

## Regiões

---

*Overweight* em mercados europeus da periferia, que beneficiam das medidas fiscais aprovadas e do estreitamento de spreads.

*Underweight* no Reino Unido tendo em conta o termos do acordo.

*Overweight* EUA via dos temas de crescimento estrutural.

*Overweight* nos mercados Emergentes que podem vir a sofrer uma rotação para mercados mais penalizados pela pandemia, nomeadamente América Latina, após recuperação dos mercados do Leste Asiático.

## Setores

---

Na Europa, preferência por setores com crescimento estrutural - **setores de saúde e de cariz tecnológico**; por setores pouco dependentes do ciclo económico como serviços de saúde, farmacêuticas; e de cariz mais cíclico - automóveis, material. Continuamos a preterir o setor energético, imobiliário e retalho alimentar devido a questões do âmbito estrutural. Nos EUA, continuamos a dar preferência aos setores relacionados com a saúde, farmacêuticas e equipamento, bem como os setores de cariz tecnológico com crescimento secular. Mantemos uma sub ponderação a setores como energia, e *utilities*. A nossa postura em relação á banca passa para mais construtiva fruto do expectável crescimento económico.

\*ações menos dependentes da sensibilidade ao preço dos bens

REGIÕES E SETORES PREFERENCIAIS

EUA

SERVIÇOS DE SAÚDE

BANCA

MEDIA

SERVIÇOS DE SOFTWARE

FARMACÊUTICAS E EQUIPAMENTO

EUROPA

AUTOMÓVEL

SERVIÇOS DE SAÚDE & FARMACÊUTICAS

COMMODITIES (ENERGIA)

ENERGY STORAGE

## 4 → ALTERNATIVOS, CAMBIAIS E MERCADORIAS

## Cambiais

---

USD: Binómio de *outperformance* económica dos EUA em 2021 favorece o dólar versus elevados volumes de emissão de dívida, sentimento pró-risco e enquadramento de retoma económica mundial que exercem pressão para a depreciação do dólar. O dólar mantém inalterado o seu posicionamento como reserva de valor pelo que será sempre um bom diversificador de risco.

JPY: Cumpre o seu papel de ativo de refúgio, deverá continuar suportado pelas políticas fiscais e orçamentais expansionistas e excelente resposta da economia japonesa à situação pandémica. Poderá ainda beneficiar da procura de ações japonesas, num cenário de rotação de *growth* para *value*.

GBP: Brexit com acordo deve contribuir para o início da recuperação da economia inglesa e da libra.

## Mercadorias

---

Num contexto de normalização da atividade económica pós-pandemia, crescimento global acima de 5% e manutenção de políticas monetárias e fiscais extremamente expansionistas é previsível que o segmento de *commodities* obtenha retornos positivos, em especial os que mais sofreram com as quebras de atividade associadas aos efeitos da pandemia, como o petróleo e todo o complexo energético.

Os metais industriais deverão manter-se sustentados embora o excelente comportamento que obtiveram em 2020 em função do setor industrial ter-se mantido resiliente devido à forte recuperação da economia chinesa, possa limitar os ganhos. Num contexto pró-risco e de possível subida das taxas reais, a atratividade do ouro é menos evidente.

## Alternativos

---

Os fundos alternativos continuam a ter uma forte exposição líquida a ações e, como tal, é de esperar que o comportamento dos mercados acionistas venha a condicionar a retorno deste tipo de fundos. Após vários anos de resultados dececionantes, 2021 poderá ser um ano com melhores retornos. Os resgates que ocorreram nestes fundos no último ano levou forçosamente a uma melhoria da qualidade geral dos gestores. Acresce que uma fase de recuperação económica oferece condições mais favoráveis para a generalidade das estratégias. Neste contexto, as estratégias de *Equity Long-Short* deverão estar em particular destaque. Os fundos da estratégia de *Event Driven* têm também condições para registarem retornos acima da média.



LIQUIDEZ



UNDERWEIGHT

Taxas de remuneração negativas dos ativos com baixo risco.

Estímulos monetários significam manutenção de taxas muito baixas ou negativas.



OBRIGAÇÕES

DÍVIDA PÚBLICA

DÍVIDA PRIVADA



UNDERWEIGHT



OVERWEIGHT

Recuperação económica e subida das expectativas inflacionistas pressiona as taxas de juro governamentais. A dívida privada deverá permanecer suportada pelos programas de compras de ativos dos bancos centrais, menores volumes de emissões de dívida e taxas de incumprimento diminutas.

A potencial subida de inflação se acima do expectável será o principal risco a considerar.



AÇÕES



OVERWEIGHT

As perspetivas de forte crescimento económico e dos resultados empresariais, as indicações de sucesso das vacinas e a celeridade do processo de vacinação, os estímulos orçamentais nos EUA e a política monetária extremamente expansionista suportam os ativos de risco.



ALTERNATIVOS



OVERWEIGHT

Estratégias alternativas permitem melhorar o binómio risco retorno dos portfolios.

Exposição tática a matérias-primas energéticas e ouro em função dos riscos percecionados e das valorizações.

Panorama de forte recuperação económica em 2021 deverá suportar todo o complexo pela sua sensibilidade ao ciclo.

\* *Underweight* - subponderação; *overweight* - sobreponderação; *carry* - estratégia de investimento com rentabilidade superior ao custo de financiamento;

# OUTLOOK

# 2021

i | m | g | a |

IM Gestão de Ativos, SGOIC S.A.  
Avenida da República, nº 25 – 5ªA,  
1050-186 Lisboa  
T +351 211 209 100  
[www.imga.pt](http://www.imga.pt)  
Capital Social € 1.000.000, NIPC  
CRC Cascais nº 502 151 889

