

BBVA

Asset Management

Em Busca do Tempo Perdido...

BBVA AM Portugal

Janeiro 2024

Índice

01 Enquadramento Económico

02 Classes de Ativos

03 Riscos

04 Conclusão

BBVA

Asset Management

01

Enquadramento Económico

"A verdadeira viagem do descobrimento não consiste em procurar novas paisagens, mas em ver com novos olhos." - Marcel Proust

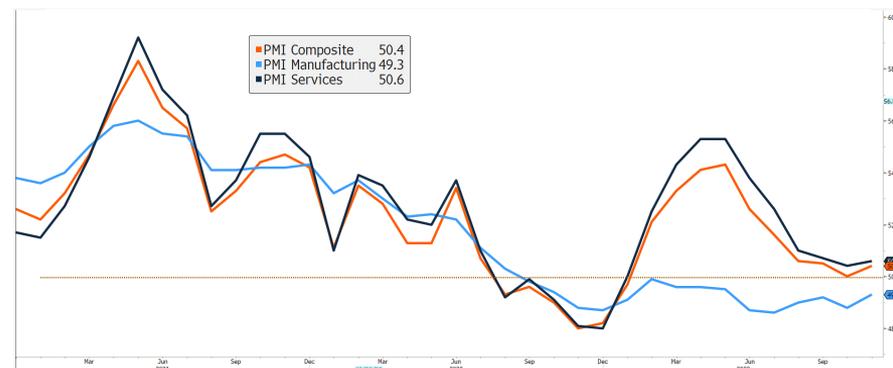
Crescimento Económico



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Em 2024, esperamos que ainda se façam sentir os efeitos retardados da política monetária e um maior aperto fiscal. Contudo, a ausência de desequilíbrios sérios na componente privada nas principais economias a nível global faz-nos antever a manutenção de um cenário de abrandamento económico sem sinais de risco de uma recessão mais pronunciada...

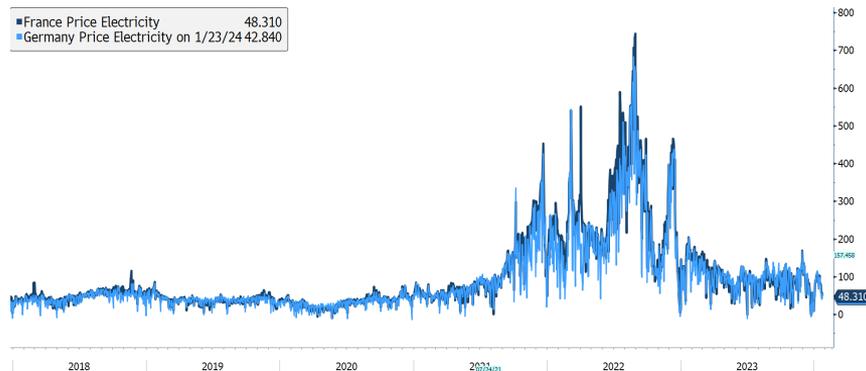
EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES DE ATIVIDADE ECONÓMICA PMI



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Inflação

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DA ELECTRICIDADE



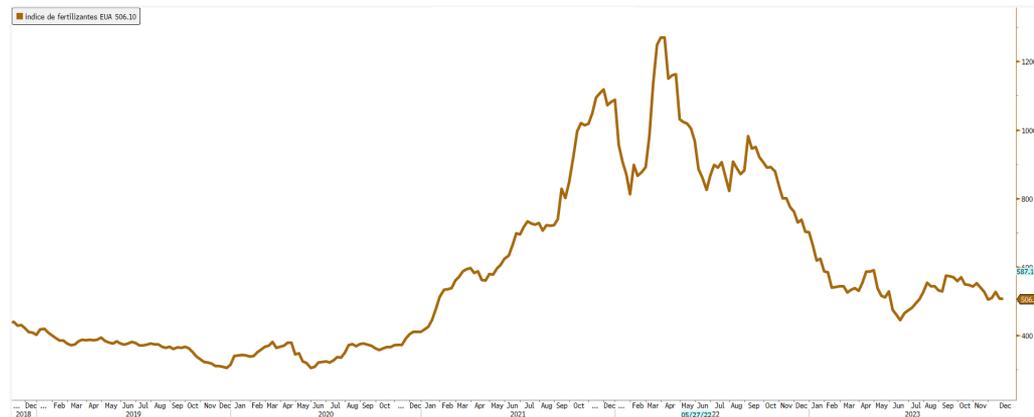
Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Neste período, assistiu-se a um forte ajustamento dos preços de energia, mas também a uma normalização dos preços dos metais industriais, bem como dos bens alimentares. Para além dos preços dos cereais, os preços dos fertilizantes que tinham sido muito afetados pelo conflito na Ucrânia, também se normalizaram...

O risco de uma inflação estrutural foi o grande tema que dominou as expectativas dos agentes económicos entre o final de 2022 até praticamente o final de 2023.

Subestimou-se em demasia os choques temporários que ocorreram do lado da oferta, provocados pela pandemia e pelas guerras, e sobrevalorizou-se excessivamente as dinâmicas do lado da procura...

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DE FERTILIZANTES



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Inflação

INFLAÇÃO 5Y5Y FORWARD: EUA E EUROPA

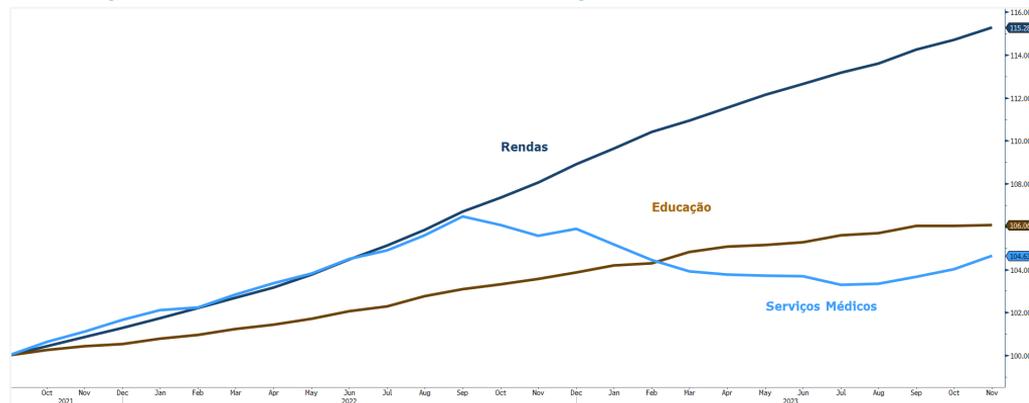


Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Grande parte das dinâmicas persistentes da inflação surgem das fortes dinâmicas do mercado imobiliário na era pós Covid. No entanto, essas dinâmicas são cada vez mais um sinal de debilidade da oferta que não é consentânea com uma política de taxas de juro elevadas...

Atualmente, as expectativas de inflação implícitas nas curvas *forward* de 5y5y, tanto na Europa como nos EUA, encontram-se dentro do intervalo normal, podendo inclusive assistir-se a uma maior desaceleração das dinâmicas de preços em 2024...

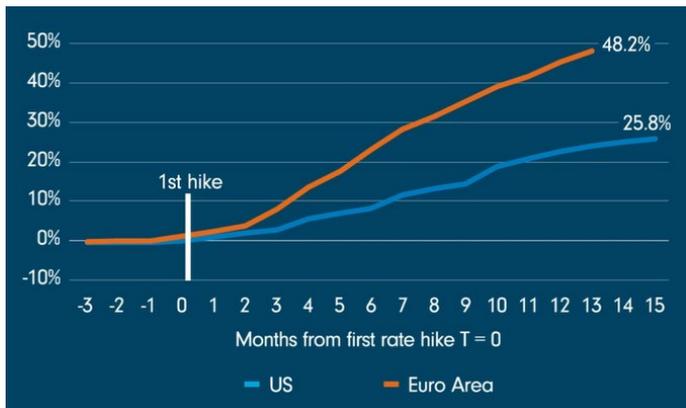
EVOLUÇÃO DAS COMPONENTES DA INFLAÇÃO NOS EUA



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Política Monetária

EVOLUÇÃO DA TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

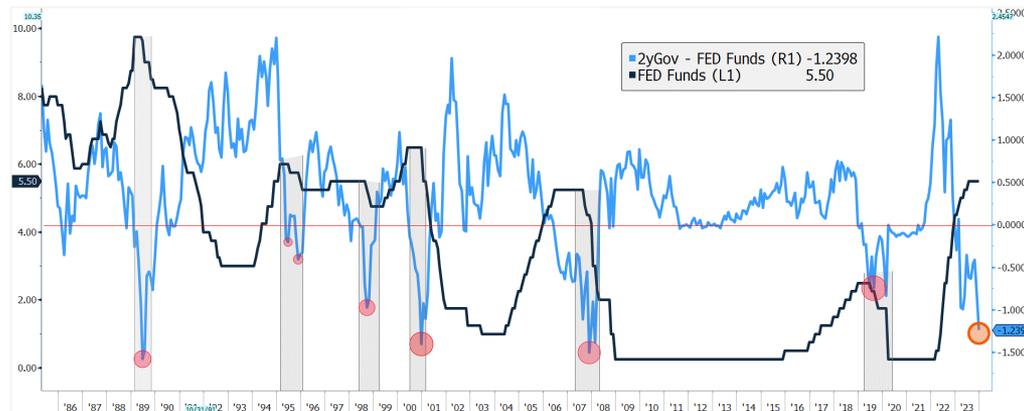


Fonte: Fidelity Europe

A Reserva Federal Americana deverá baixar primeiro que o BCE as suas taxas diretoras, uma vez que já evidenciou o seu propósito de colocar as mesmas a níveis mais baixos. Sempre que o hiato entre as taxas de juro a 2 anos e a taxa diretora se torna negativo, a FED corta a sua taxa de referência...

Dados os efeitos retardados da agressiva política monetária e dada a manutenção de um cenário de descida de inflação e de abrandamento económico, não resta outra alternativa aos Bancos Centrais senão o de ajustar a sua política monetária...

EUA: EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JURO A 2 ANOS vs A TAXA DIRETORA



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Política Fiscal

EVOLUÇÃO DO RÁCIO DA DÍVIDA/PIB: EUA E ZONA EURO



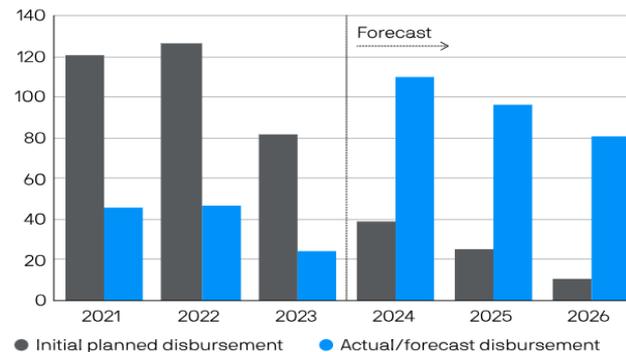
Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Há que registar que o processo de transição energética ganhou um novo ímpeto, não só pela perspectiva de um *funding* mais barato mas também com a normalização dos preços de metais fundamentais para essa transição. Os programas do IRA nos EUA e da agenda verde na União Europeia podem contrabalançar parte do aperto fiscal.

A política fiscal deverá ser mais restritiva para contrabalançar os deficits excessivos herdados com a pandemia que se traduziram em mais dívida. No entanto, há que destacar que as dinâmicas do controlo da dívida e do deficit estão a evoluir muito mais favoravelmente na Europa do que nos EUA.

SUBVENÇÕES DO FUNDO DE RECUPERAÇÃO DA UE

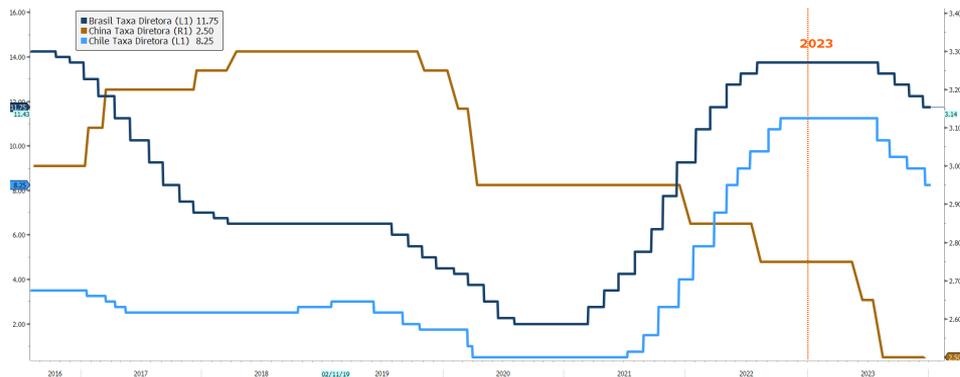
EU Recovery Fund grants
EUR billions



Fonte: Fidelity Europe

Economias Emergentes

POLÍTICA MONETÁRIA

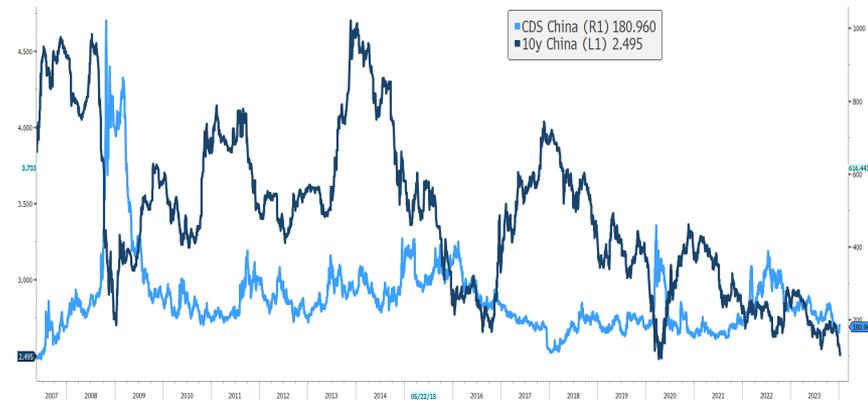


Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

A China continua a manter um foco na sua política fiscal. Em outubro, revelou um plano para emitir 1 bilhão de yuans (\$139 mil milhões) em títulos soberanos até ao final do ano, elevando a meta do défice orçamental de 2023 para 3,8% do PIB dos 3% originais. No entanto, parece que está prestes a ser anunciado um novo pacote de estímulos de \$278 mil milhões. Apesar do maior endividamento, a China tem conseguido manter estáveis os spreads de crédito da sua dívida e baixar o seu custo de financiamento de longo prazo...

O novo ciclo de política monetária já começou nas economias emergentes. O Brasil e o Chile que foram dos países que mais cedo começaram a subir as suas taxas diretores, foram os primeiros países a começar a cortar as suas taxas. Em contrapartida, a China continua a enveredar numa política expansionista com vista a absorver o choque imobiliário e a provocar uma retoma da economia.

POLÍTICA FISCAL: CHINA



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

BBVA

Asset Management

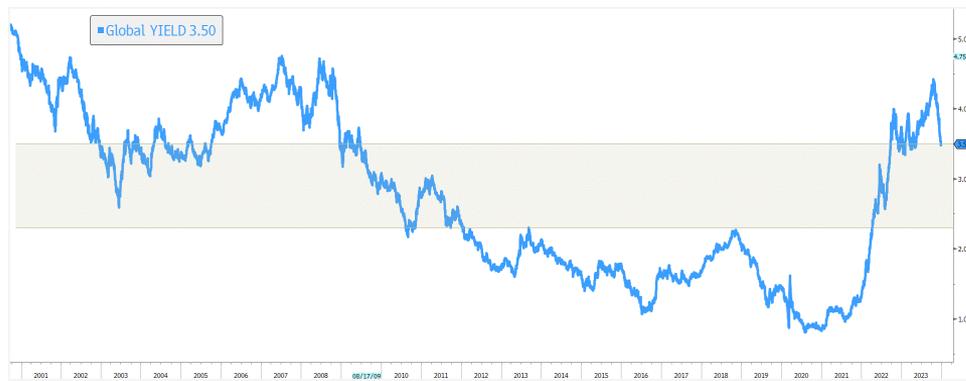
02

Classes de Ativos

“Em nós, de cada ideia, como de uma encruzilhada na floresta, partem tantas estradas diferentes.” - Marcel Proust

Obrigações

EVOLUÇÃO DA YIELD GLOBAL

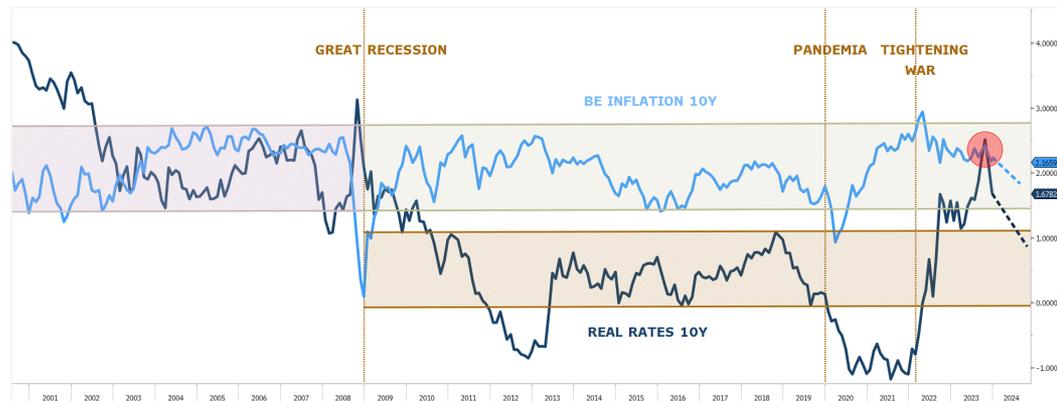


Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

A reversão da inflação e a consequente política monetária menos restritiva em 2024 vai continuar a promover as descidas das rentabilidades implícitas na curva de rendimentos. Deveremos assistir a uma descida da volatilidade dos ativos de taxa de juro de boa qualidade creditícia, o que torna esta classe de ativos bastante atrativa em termos de binómio risco-retorno.

A manutenção da descida da inflação deverá ter um efeito importante na normalização das taxas de juro reais de longo prazo. Parte do movimento já ocorreu no final do ano de 2023, mas ainda falta uma parte significativa desse movimento de ajustamento, com o fim do cenário de taxas de juro diretoras de *Higher for Longer*...

EUA: TAXA DE INFLAÇÃO IMPLÍCITA A 10 ANOS vs TAXAS DE JURO REAIS A 10 ANOS



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Ações

S&P 500, ÍNDICE MSCI EUROPE E ÍNDICE MSCI EMERGENT: PRICE/EARNINGS

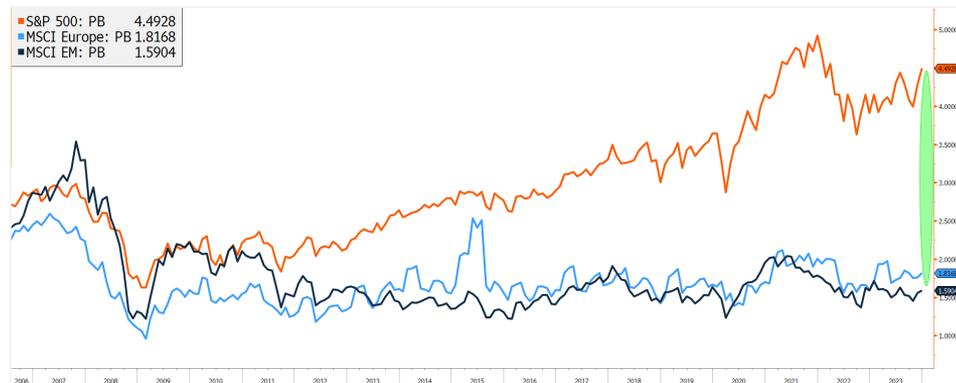


Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

O hiato de valorizações entre os EUA e as restantes geografias, designadamente a Europa e os mercados emergentes, parece-nos desajustado face às expectativas de crescimento de resultados, em termos agregados, similares. No nosso cenário central, de inflação e de taxas de juro mais baixas, assumimos que alguns destes mercados podem voltar a obter rentabilidades de dois dígitos em 2024...

As métricas dos mercados acionistas globais encontram-se relativamente ajustadas com as métricas históricas do mercado. A resiliência dos balanços, a maior flexibilidade e agilidade das empresas e a conseqüente menor volatilidade dos resultados, torna o prémio de risco mais atrativo...

S&P 500, ÍNDICE MSCI EUROPE E ÍNDICE MSCI EMERGENT: PRICE/BOOK



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Matérias-primas

CRUDE: POSIÇÕES COMERCIAIS vs PREÇO DE MERCADO



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Apesar de um contexto geopolítico complexo, o ano de 2023 foi marcado por uma maior normalização dos preços da energia, com maior expressão ao nível do gás do que no petróleo. No entanto, em 2023 a correlação de posições especulativas no mercado petrolífero teve uma enorme correlação com os preços do petróleo, enquanto a curva da procura de posições comerciais se tornou muito mais sensível a subidas e descidas de preços...

Pela primeira vez na história, os investimentos em energia solar em 2023 superam o capex no setor petrolífero. A perspetiva da manutenção de fortes investimentos em energias renováveis, de um maior investimento na mobilidade energética e em infraestruturas, faz com que alguns dos metais industriais se venham a deparar com uma procura sustentada...

EVOLUÇÃO DO PREÇO DE METAIS INDUSTRIAIS vs ENERGIA



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Divisas

ÍNDICE USD VS TAXA DE JURO REAL A 5 ANOS NOS EUA



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

A descida das taxas de juro reais americanas é geralmente um fator de depreciação do dólar face às restantes divisas. Dado a expectativa de uma normalização da taxa de juro americana, existe espaço para uma valorização estrutural das restantes divisas face ao dólar...

As divisas dos mercados emergentes continuaram a evidenciar uma maior debilidade face ao dólar e ao euro ao longo de 2023. No entanto, o facto de muitas destas economias, designadamente a China e o Brasil, já estarem em contraciclo, com políticas monetárias mais expansionistas, é de esperar que ofereçam melhores dinâmicas das suas economias em 2024...

TAXAS DE CÂMBIO: USD/EUR VS ÍNDICE DIVISAS EMERGENTES/USD



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

BBVA

Asset Management

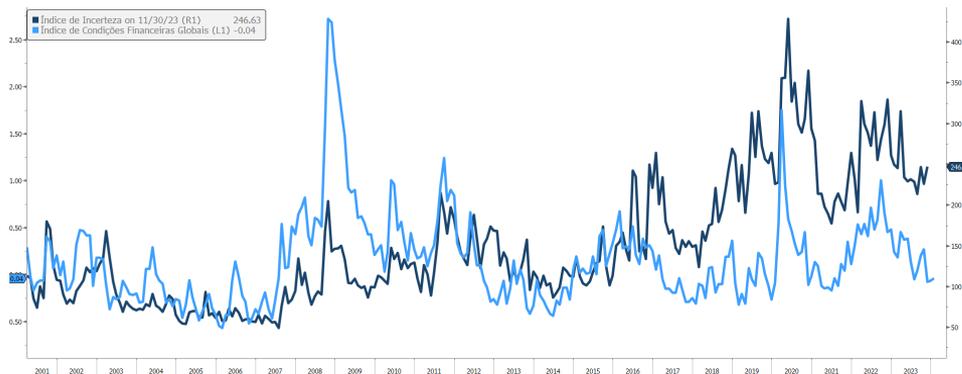
03

Riscos

“A tranquilidade é coisa desconhecida, pois estamos sempre cercados de monstros e deuses” - Marcel Proust

Riscos

ÍNDICES: INCERTEZA ECONÓMICA vs CONDIÇÕES FINANCEIRAS GLOBAIS

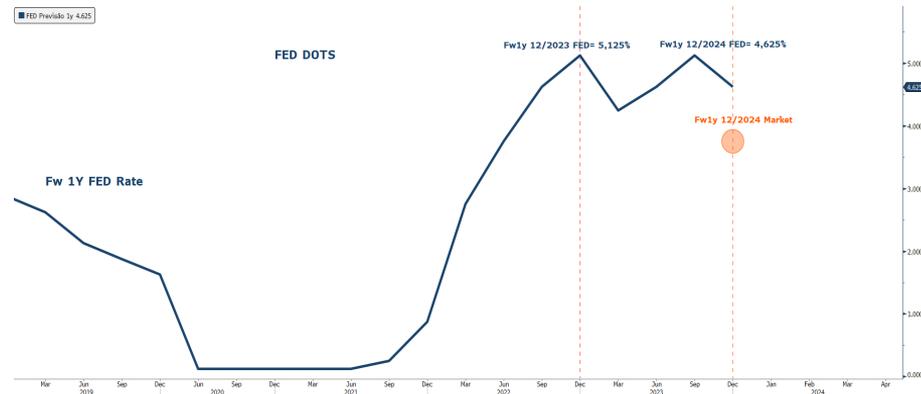


Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

O aumento das tensões geopolíticas associado a guerras e aumentos de medidas protecionistas, podem ter um impacto material nas cadeias de produção e de distribuição, levando os Bancos Centrais a permanecerem com taxas de juro elevadas durante mais tempo...

Para além da incerteza geopolítica provocada pelos conflitos na Europa e no Médio Oriente, existem outros temas. Em 2024, mais de 70 economias, incluindo oito das dez mais populosas, vão ter eleições. Nas economias onde persistem importantes desequilíbrios macroeconómicos há sempre o risco de medidas populistas que podem reverter as dinâmicas de inflação...

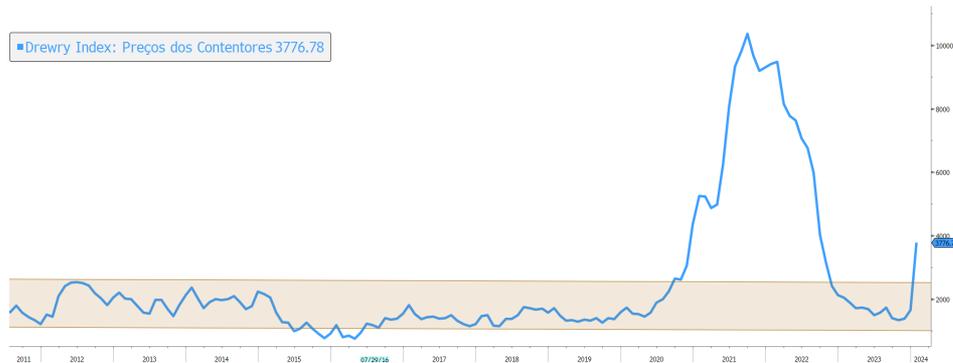
EUA: EXPECTATIVAS DAS TAXAS DE JURO - FED vs MERCADO



Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

Riscos

DOWNSIDE RISK ECONÓMICO: SUBIDA DOS CUSTOS DE TRANSPORTE

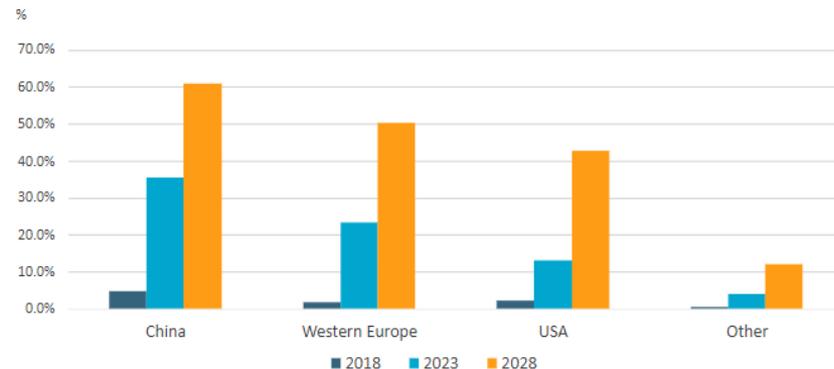


Fonte: BBVA AM Portugal, Bloomberg

As dinâmicas atuais subjacentes à transição energética e à mobilidade urbana chegaram a um ponto de não retorno. Dado que 74% de um barril de petróleo é usado em gasolina, gásóleo e fuel jet (fonte: IEA), as expectativas futuras do consumo de petróleo nos países desenvolvidos podem estar sobrevalorizadas...

O risco geopolítico é um fator determinante nos custos de transporte. O recrudescer das tensões geopolíticas pode provocar novas ondas de choque nos preços de energia, tanto pelo lado da disrupção da oferta como nas dificuldades de abastecimento...

UPSIDE RISK ECONÓMICO: % DE CARROS ELÉCTRICOS REGISTRADOS



Fonte: EUROMONITOR INTERNATIONAL

BBVA

Asset Management

04

Conclusão

" O que está longe nos pode ser mais conhecido do que o que se acha próximo." - Marcel Proust

Conclusão

RENTABILIDADES A 10 ANOS ANUALIZADA

	Rentabilidade Mínima	Rentabilidade Máxima	Rentabilidade Média
50 ACC/50 OBR (*)	1,73%	8,75%	4,71%

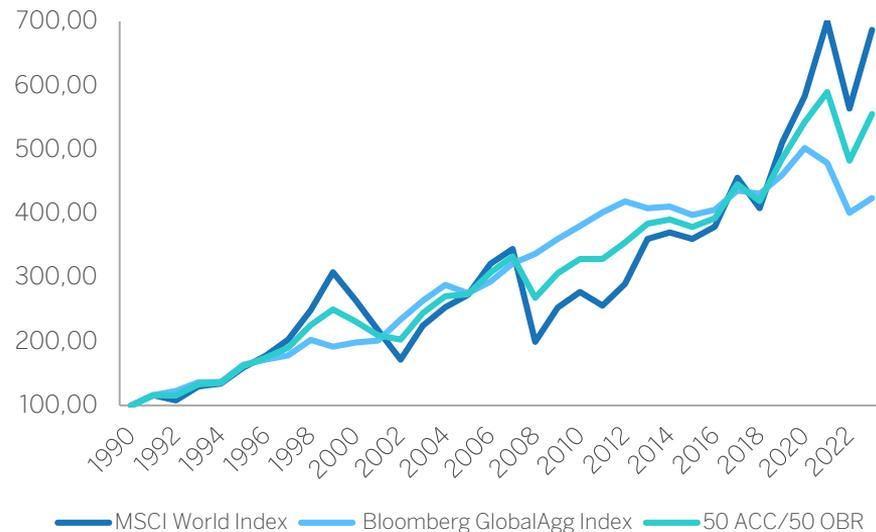
Fonte: BBVA AM Portugal

Tendo em conta as rentabilidades ocorridas nos últimos anos e assumindo a rentabilidade média histórica de 4,71% a 10 anos ao longo das últimas três décadas, poderíamos extrair a seguinte rentabilidade nos próximos anos, consoante os três cenários distintos considerados acima:

	Mínima	Máxima	Média
3 Anos	-5,66%	17,82%	3,87%
5 Anos	-2,15%	11,8%	3,66%

Fonte: BBVA AM Portugal

EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES GLOBAIS DE AÇÕES, DE OBRIGAÇÕES E DE UM PORTFÓLIO DIVERSIFICADO



Fonte: BBVA AM Portugal

(*) Portfólio constituído por 50% de ações (MSCI World Index/ACC) e 50% de obrigações (Bloomberg GlobalAgg Index/OBR) desde 1990 até 2023.

Em Busca do Tempo Perdido...

Em conclusão...

- O **tempo** veio demonstrar que grande parte da inflação que tivemos derivou do conjunto de choques da oferta que ocorreu numa linha curta de tempo, provocados pela pandemia, pela guerra e pela crise energética. A realidade e os dados económicos evidenciam, que afinal nunca houve realmente um problema estrutural de inflação provocado por um excesso de procura de bens e serviços...
- O **tempo** das taxas de juro elevadas terminou abruptamente. Os sinais de desaceleração económica e de descida de inflação mais pronunciada multiplicam-se. Atualmente, são maiores os riscos de uma necessidade acentuada de cortes de taxas mais expressivos, do que a permanência de taxas de juro elevadas durante mais tempo, dados que os efeitos retardados das subidas agressivas de taxas de juro ainda se estão por sentir ao nível da atividade económica...
- O **tempo** também muda com o vento. Num cenário de risco, significa que podemos vir a ter cortes de taxas de juro mais agressivos, porque a economia não fez uma aterragem suave. Nesse cenário, em termos do binómio risco/retorno, apenas funcionam as obrigações de dívida pública e de elevada qualidade creditícia.
- O **tempo** do novo ciclo monetário vai ocorrer mais cedo do que tarde e vai-se estender durante os próximos anos. Desse modo, no nosso cenário central de gradual normalização da política monetária, a atividade económica vai-se manter suportada, o que irá permitir um bom desempenho dos mercados acionistas e obrigacionistas globais em 2024!

“Teoricamente sabe-se que a terra gira, mas de facto não damos por isso, o chão que pisamos parece que não se mexe e vivemos tranquilos. É o que se passa com o Tempo na vida” - Marcel Proust



Asset Management

AVISO LEGAL

Este documento preparado pela BBVA Asset Management (BBVA AM), é disponibilizado para clientes ou potenciais clientes do Grupo Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. em Portugal e tem carácter meramente informativo, tendo por referência a data da sua publicação, podendo, por isso, tais informações sofrer alterações como consequência da flutuação dos mercados. O presente documento não constitui uma proposta, oferta, convite, conselho ou qualquer tipo de sugestão destinada à subscrição, aquisição de instrumentos financeiros ou à celebração de qualquer tipo de operação relativa a produtos ou serviços financeiros, nem o seu conteúdo constituirá a base de qualquer contrato, acordo ou compromisso.

A informação sobre o património ou produtos, que podem ser revelados tanto individualmente como conjuntamente, agrupados numa posição global, é classificada e valorizada com critérios e parâmetros que podem variar de uns produtos para outros.

O conteúdo desta comunicação baseia-se em informações disponíveis e disponibilizadas ao público em geral, consideradas fidedignas. Como tal, esta informação não foi independentemente verificada pelo BBVA e por isso nenhuma garantia, expressa ou implícita, poderá ser dada sobre a sua fiabilidade, integridade ou correção.

A BBVA AM reserva-se o direito de atualizar, modificar ou eliminar a informação contida na presente comunicação sem aviso prévio. Caso a informação contida neste documento resulte da referência a rendibilidades passadas de algum(ns) valor(es) mobiliário(s) ou a resultados históricos de determinados investimentos, tais referências não poderão em caso algum ser entendidas como garantia, indicação ou sugestão de rendibilidades futuras. Qualquer comissão que o BANCO possa receber, paga por entidades gestoras de ativos adquiridos em virtude do exercício da sua atividade de gestão de carteiras, serão revertidas ao CLIENTE.

Ao abrigo e em estrita observância da sua política de conflito de interesses, os seus colaboradores ou alguma entidade pertencente ao Grupo BBVA, poderá ter uma posição em qualquer dos valores objeto direta ou indiretamente deste documento, poderá negociar por conta própria ou alheia com tais valores, prestar serviços de intermediação financeira ou de outro tipo aos emitentes dos valores mencionados ou a empresas a ele vinculadas, bem como ter outros interesses nos ditos valores. Em face do exposto, a BBVA AM não poderá em caso algum ser responsabilizada por decisões de investimento ou de operações sobre instrumentos financeiros que os leitores tomem com base no mesmo.

A BBVA Asset Management é a unidade do Grupo BBVA que agrega as suas entidades gestoras de organismos de investimento coletivo, de fundos de pensões e a atividade de gestão discricionária, sendo cada uma destas entidades ou seus distribuidores responsáveis pelos respetivos serviços e produtos que oferecem aos clientes.

O Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Sucursal em Portugal é a entidade responsável pela comercialização dos Fundos de Investimento geridos pela BBVA Asset Management SGIIC S.A. e pela prestação de serviço de Gestão Discricionária.

A BBVA Mediación, Operador de Banca-Seguros Vinculado, S.A. com o código OV-0060 e registada junto da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões conforme pode comprovar no site da ASF, é a entidade responsável pela comercialização dos fundos de pensões do BBVA geridos pela BBVA Fundos, Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A., na qualidade de mediador de fundos de pensões abertos, utilizando para o efeito a rede de distribuição do Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Sucursal em Portugal'.