Perspetivas
Outlook Outono



4º Trimestre 2023

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

O final de 2023 apresenta potenciais desafios e oportunidades singulares para investidores. Acentua-se uma divergência notável no crescimento económico entre diferentes regiões do mundo, com os Estados Unidos a manterem uma trajetória robusta, enquanto a China e a Europa enfrentam dificuldades consideráveis. Contudo, o dinamismo da economia americana deverá começar a dar sinais mais evidentes de abrandamento, em consequência da diminuição da liquidez promovida pelos bancos centrais, sem que se identifique claramente qual a economia a poderá suceder como novo motor da economia global. O capital volta a ser um bem escasso, pelo que a sua remuneração deverá voltar a refletir essa escassez.

Ao longo dos últimos meses, a atenção dos investidores tem estado focada na evolução da inflação. Esta variável continuará a ser determinante no curto prazo, mas importa realçar as dinâmicas estruturais que podem moldar os próximos trimestres.

A China, uma peça crucial no tabuleiro político e económico global, enfrenta um período prolongado de crescimento mais lento devido a problemas internos complexos. O excesso de endividamento das empresas e dos governos locais, um setor da construção sobredimensionado e um excesso de *stock* de casas criaram uma situação frágil. É improvável que a China escape rapidamente deste período de crescimento mais baixo. Resolver esses problemas exigirá reformas estruturais profundas e tempo, e, enquanto isso, os investidores enfrentam incertezas políticas, económicas e sociais consideráveis.

A Europa, bastante interligada com a economia chinesa, sofre com a desaceleração do crescimento na China, revelando dificuldade em encontrar o seu próximo paradigma económico, num mundo cada vez mais fragmentado e autárcico. Além disso, a indústria automóvel europeia enfrenta uma disrupção significativa devido à transição para veículos elétricos e tecnologias autónomas. Essa mudança radical está a criar dificuldades estruturais para o crescimento económico da região. As políticas públicas focadas na indústria climática são uma direção positiva, mas o novo paradigma económico da Europa permanece incerto e ensombrado pelos custos acrescidos com a energia, a segurança e o envelhecimento da população.

Os Estados Unidos, tradicionalmente menos dependentes das exportações para dinamizarem a sua economia, são impulsionados pelo consumo interno, ainda suportado num mercado laboral ativo e vitaminado pela vaga de industrialização por substituição das importações promovida pelas autoridades com o intuito de reduzir a dependência face à China. Nesta economia, as taxas de juro elevadas e a crescente escassez de capital, promovidas pelas autoridades monetárias, oferecem rentabilidades reais atrativas para os investidores. As elevadas necessidades de financiamento do setor público têm contribuído para a deterioração das condições de financiamento de toda a economia, para o aumento das taxas de juro reais e, consequentemente, para a valorização do dólar norte-americano. No entanto, essa escassez de capital também está associada a um aumento da instabilidade nos mercados financeiros, uma tendência que se deverá prolongar durante o próximo trimestre.

Atravessar um período de elevada volatilidade e incerteza como o que se observa no cenário económico global atual requer uma estratégia cuidadosa e flexível. A diversificação continua a ser fundamental para mitigar riscos, enquanto a manutenção de uma reserva adequada de liquidez oferece a capacidade de agir rapidamente quando surgem oportunidades no meio da turbulência. A incerteza persistente nas economias chinesa e europeia, combinada com a instabilidade nos mercados dos Estados Unidos, exige vigilância e adaptabilidade por parte dos investidores. Aqueles que conseguirem equilibrar a cautela com a disposição para aproveitar as oportunidades emergentes, estarão bem posicionados para prosperar no complexo ambiente económico e financeiro dos próximos meses.



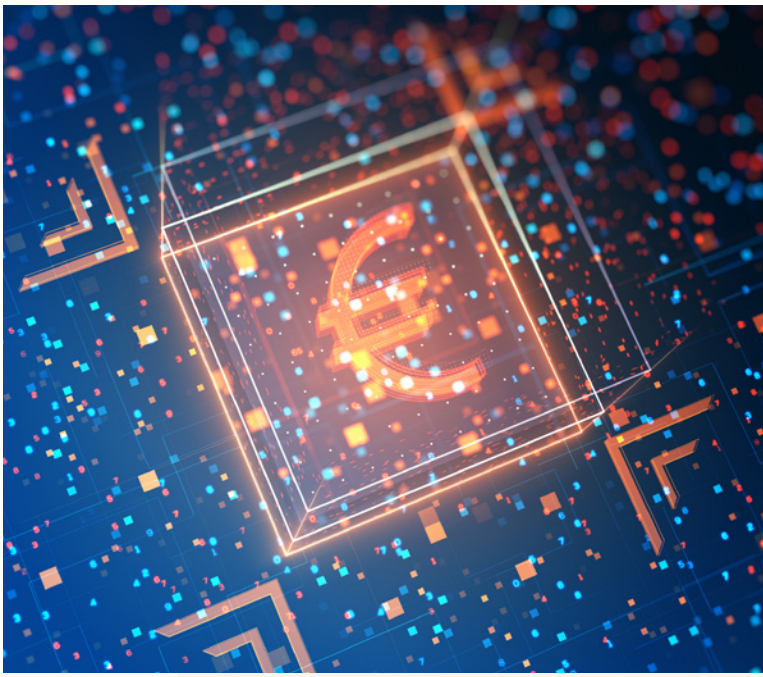
Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

Classes	Subclasses	— —	—	Neutro	+	+ +
Liquidez	Depósitos à Ordem, Depósitos a Prazo					
Obrigações	*Investment Grade* Europa					
	Investment Grade EUA (EURHdg)					
	High Yield Global (EURHdg)					
	Emergentes Global (EURHdg)					
Ações	Europa ex-Reino Unido					
	EUA (EURHdg)					
	Reino Unido (EUR)					
	Emergentes (EUR)					
Outros	Ouro, REITS, Infraestruturas, etc.					

Análise Macroeconómica

A deterioração da economia da Zona Euro manteve-se no terceiro trimestre, justificada sobretudo pelo gradual declínio da economia alemã, após um primeiro semestre de crescimento de apenas 0,1% em ambos os trimestres. Em setembro, o Banco Central Europeu (BCE) reviu em baixa as projeções económicas para a área do euro, antecipando agora um crescimento de 0,7% em 2023, face aos 0,9% projetados em junho. Também os números da inflação se agravaram, estimando o banco central da Zona Euro uma alta dos preços no consumidor de 5,6% em 2023, perante os 5,4% esperados em junho. Representando um quinto do PIB alemão, o setor industrial germânico, dependente das exportações e penalizado pelo contexto de incerteza global, intensificou o seu fraco desempenho. A confiança empresarial do setor industrial germânico medida pelo PMI manufatureiro fixou-se abaixo dos 40 pontos em todos os três meses do terceiro trimestre, julho, agosto e setembro, o que não acontecia desde a primavera de 2020. Se os 50 pontos dividem território de expansão económica do de contração, números abaixo dos 40 pontos são claramente recessivos. O Instituto económico alemão Ifo antecipa uma contração do PIB germânico de 0,4% em 2023, prevendo uma contração de 0,2% no terceiro trimestre, após estagnação no segundo trimestre e recessão técnica nos trimestres anteriores (crescimento negativo de 0,4% no último trimestre de 2022 e contração de 0,1% no primeiro de 2023).

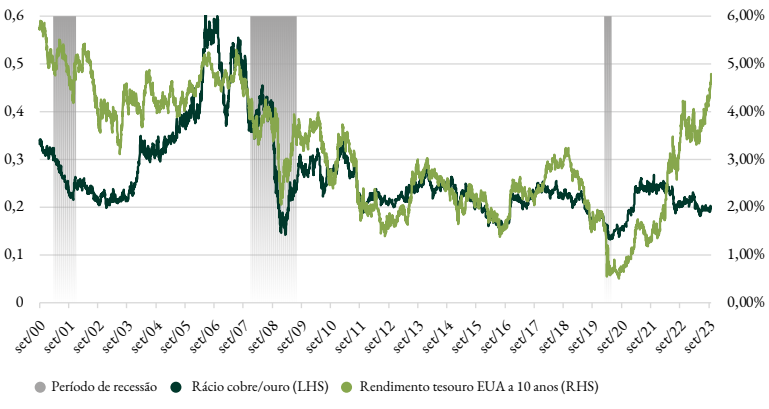


Em contraponto, nos EUA a economia permanece relativamente robusta, suportada pelo ainda resiliente mercado de trabalho. Na sua reunião de política monetária realizada nos dias 19 e 20 de setembro, na qual manteve as taxas de juro inalteradas no intervalo 5,25% a 5,50%, a Reserva Federal dos EUA (Fed) divulgou o seu *outlook* económico trimestral. O banco central norte-americano melhorou as perspetivas económicas, tendo revisto em alta tanto a sua projeção para o crescimento do PIB em 2023 de 1%, na anterior projeção de junho, para 2,1%, bem como para 2024, esperando agora um crescimento económico de 1,5% para o ano, face à estimativa de apenas 1,1% em junho. O GDP *Now*, publicado no site da Reserva Federal de Atlanta, antecipa um crescimento de 4,9% do PIB no terceiro trimestre. A Fed melhorou também as perspetivas do mercado de trabalho, tendo revisto em baixa a previsão para a taxa de desemprego em 2023 de 4,1% em junho para 3,8%, reduzindo também a taxa de desemprego para 2024 de 4,5% para 4,1%. Quanto à inflação em 2023, a Fed melhorou as perspetivas para o PCE *core* (que exclui os itens voláteis energia e alimentação) em duas décimas, tendo descido da anterior estimativa de 3,9% em junho para 3,7%. O índice de preços PCE (*Personal Consumption Expenditure*) é conhecido por capturar a inflação (ou deflação) numa ampla gama de despesas do consumidor e refletir melhor que o Índice de Preços no Consumidor (IPC) as alterações no comportamento do consumidor, sendo, por isso, a métrica de avaliação da inflação adotada pela Fed na prossecução da sua política monetária. No entanto, a Fed apresentou uma postura mais *hawkish*, tendo mantido mais um aumento de 25 pontos base das *Fed Funds Rate* até ao final do ano e revisto em alta as suas taxas de juro de referência para 2024 de 4,6% para 5,1% e para 2025 de 3,4% para 3,9%. O '*higher for longer*', a par do défice orçamental norte-americano, o dobro do ano passado e, surpreendentemente, num momento não emergencial, ameaçam a estabilidade económico-financeira dos EUA, prometendo dificultar também a agenda política norte-americana à medida que as eleições presidenciais se aproximam.

O crescimento económico da China mantém-se aquém do que seria esperado com a reabertura, penalizado sobretudo pelos setores imobiliário e da construção, um quinto do PIB chinês. Também o PMI industrial Caixin chinês permaneceu junto aos 50 pontos no terceiro trimestre, o setor industrial responde por um terço do PIB, e o índice de preços no consumidor foi ligeiramente negativo no trimestre, evidenciando um cenário deflacionista. Entretanto, o Banco Mundial reduziu a sua previsão de crescimento chinês para o próximo ano, numa altura em que a maior economia da Ásia se debate com uma crise imobiliária que ameaça prejudicar as perspetivas da sua economia, arrastando ao longo do caminho outros países, nomeadamente do sudeste asiático. O crescimento do PIB da China está agora fixado em 4,4% para 2024, abaixo dos 4,8% previstos pela instituição em abril.



Mercado de obrigações do tesouro desfasado das *commodities* há dois anos



O cobre é o metal industrial mais utilizado em toda a economia, sendo o seu preço um barómetro da atividade económica. O ouro é um ativo financeiro, tradicionalmente visto como defensivo em momentos de incerteza (uma recessão, por exemplo).
Assim, uma subida dos preços do cobre em relação à cotação do ouro indicia aceleração económica, mas uma descida do preço do cobre em relação à cotação do ouro sugere fragilidade económica. Em 2021, os rendimentos das obrigações do tesouro estavam relativamente baixos, início da recuperação económica, mas, atualmente, o rácio cobre/ouro tem descido, não confirmando a subida das *yields* soberanas. Ou seja, o aumento do rendimento do tesouro a 10 anos não é justificado pela melhoria das perspetivas económicas, mas pela reavaliação em alta das taxas de juro reais, sobretudo devido à gradual fragilidade das contas públicas dos EUA. Além disso, as expectativas de inflação têm descido, depois de terem registado 3,05% em abril de 2022. Em suma, à medida que a inflação cai, a menos que os rendimentos nominais caiam também, a taxa de juro real aumenta, penalizando a atividade económica.

Mercado Obrigacionista

Estando na reta final do ano, os bancos centrais (BC) vão ajustando as suas políticas bem como os respetivos discursos. Continuamos e continuaremos no modo '*data dependent*', mudamos ligeiramente a perspetiva nas taxas de juro para '*higher for longer*'.

Parece certo que iremos ter as taxas num patamar elevado, por um período de tempo superior ao esperado, ou pelo menos até existirem sinais claros de que a inflação está numa tendência consistentemente descendente.

O que não nos podemos esquecer é de que num espaço de três anos, a economia passou por um "covid" e tem em curso uma guerra na Ucrânia, com os impactos e disrupções que estes eventos provocaram e ainda provocam.

As taxas de juro elevadas demoram tempo a produzir o seu efeito na economia. A inflação já deu sinais de reversão. Na Europa reduziu-se dos 8,6% de janeiro para os 5,2% em agosto, e diminuiu nos EUA dos 6,4% para os 3,7%. A inflação *core* continua a mostrar-se mais estável e a preocupar os BC.

O mercado parece estar a chegar a um consenso de que em algumas geografias como EUA e Reino Unido, as taxas de juro possam já estar no nível mais elevado. Já na Europa, a dúvida persiste e as vozes dos vários membros do BCE dão sinal disso mesmo, ao não serem consistentes numa visão.

As perspetivas dos analistas é de que iremos ter uma reversão desta subida no segundo semestre de 2024 e os *spreads* da dívida, tanto de melhor grau como a mais especulativa, deverão baixar *versus* os soberanos.

A taxas de juro mais elevadas, estão associados prémios de risco mais altos. Na Europa, em 2023, assistimos a mais empresas a verem o seu *rating* subir do que descer, nos EUA aconteceu o oposto. No entanto, foi uma geografia afetada por falências nos bancos regionais, impactando a economia. As taxas de *default* na Europa continuam perto dos mínimos, já nos EUA assistimos a uma subida das mesmas.

Globalmente, as empresas não têm tido problemas em refinanciar a dívida. Os BC têm vindo a reduzir o balanço, mas ao mesmo tempo o mercado tem mantido a liquidez necessária e as operações que têm vindo para o mercado têm tido uma procura muito superior à oferta. Os investidores são agora compensados pelo risco que tomam, e podem escolher entre os vários tipos de dívida.

O setor financeiro, tendo um papel fulcral no desenvolvimento económico, goza de uma situação financeira e de rácios de capital como já não tínhamos nos últimos 15 anos. Este fator pode ser determinante se viermos a ter um abrandamento económico num futuro próximo.

Neste momento, o maior risco que identificamos prende-se com o '*higher for longer*'. Releva saber quanto tempo as economias conseguirão suportar o atual nível de taxas de juro. Em termos de oportunidades nos mercados obrigacionistas, o contexto mantém-se atrativo para os investidores. No investimento em dólares a dívida de qualidade ou soberana é a que apresenta melhor retorno relativo. Na dívida em euros, tanto a dívida de qualidade como a mais especulativa estão com prémios de risco muito atrativos, e o incremento de 'duração' já faz sentido, uma vez que já devemos estar muito perto do máximo de taxas de juro em várias geografias.

Rendimentos nominais e reais do tesouro dos EUA a 10 anos e expectativas para a inflação



O aumento dos rendimentos do tesouro norte-americano intensificou-se a partir do dia 28 de julho, impulsionado pela revisão do Banco do Japão (BoJ) da sua banda de flutuação relativa ao rendimento do governo a 10 anos para +1%/-1% (anterior +0,50%/-0,50%), no controle da sua curva de rendimentos.
A esta postura mais flexível do BoJ, seguiu-se a descida da notação de crédito soberano dos EUA pela Fitch no dia 1 de agosto, ditada pelo agravamento do défice orçamental norte-americano e consequente necessidade de aumentar a oferta de obrigações do tesouro (o défice orçamental dos EUA em 2023 deverá fixar-se em dois biliões de dólares, um saldo negativo à volta de 7,5%). O '*higher for longer*' da Fed na sua reunião de 20 setembro reforçou ainda mais esta alta dos rendimentos, mas a inflação esperada tem descido desde meados de abril de 2022, quando registou 3,05%.
A taxa de inflação de equilíbrio (*breakeven inflation rate*) representa uma medida da inflação esperada para a economia dos EUA, e é dada pela diferença entre o rendimento nominal e o rendimento real (*Treasury Inflation Protected Securities*).

Perspetivas para *Equities*

No terceiro trimestre, assistiu-se à queda generalizada nos mercados globais, especialmente em agosto e setembro. O aumento das *yields* e a mensagem da Fed '*higher for longer*', no que concerne às taxas de juro, penalizou os mercados acionistas, sobretudo os títulos de *long duration*, que foram os que mais beneficiaram do *hype* da Inteligência Artificial no trimestre anterior. Assim, em setembro, o *Value* acabou por ter um comportamento melhor do que o *Growth*.

O S&P 500 continua a transacionar a múltiplos de P/E entre 18x e 19x, bastante mais elevados que a sua média histórica e inflacionados pelo comportamento das '*Big 7*', o que poderá evidenciar que o cenário de recessão não está descontado pelo mercado. Todavia, se déssemos um peso equitativo a todos os títulos que compõem o S&P 500 (S&P '*equal weight*'), este índice estaria com uma rentabilidade praticamente nula desde o início do ano.

Por sua vez, a Europa continua a transacionar a múltiplos mais atrativos (entre 12x e 13x), bem abaixo da média de longo prazo. O *spread* de *valuation* do setor tecnológico americano face ao europeu tem alargado, assim como o desconto entre ações europeias e americanas.

Depois de uma época de resultados satisfatória no segundo trimestre, para a generalidade das empresas, o *earnings sentiment* começa a dar sinais de degradação. As estimativas de EPS para este ano e para 2024, não traduzem um cenário de recessão, nem para os EUA (crescimento nulo para 2023 e recuperação em 2024), nem para a Europa (crescimento ténue em 2023 e recuperação em 2024).

Evolução nos últimos 3 meses

	30-jun	31-jul	31-ago	30-set	Últimos 3 meses	Último mês (set)
Ações						
SP 500	4 450,38	4 588,96	4 507,66	4 288,05	-3,65%	-4,87%
Nasdaq 100	15 179,21	15 757,00	15 501,07	14 715,24	-3,06%	-5,07%
DAX 40	16 147,90	16 446,83	15 947,08	15 386,58	-4,71%	-3,51%
Stoxx 600	461,93	471,35	458,19	450,22	-2,54%	-1,74%
Nikkei 225	33 189,04	33 172,22	32 619,34	31 857,62	-4,01%	-2,34%
Shanghai Composite	3 202,06	3 291,04	3 119,88	3 110,48	-2,86%	-0,30%
MSCI World	2 966,72	3 064,30	2 986,02	2 853,24	-3,83%	-4,45%
MSCI Emergentes	989,48	1 046,91	980,33	952,78	-3,71%	-2,81%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	3,84%	3,96%	4,11%	4,57%	73,4 pb	46,3 pb
Yield Bund 10 yr	2,39%	2,49%	2,47%	2,84%	44,7 pb	37,3 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,13%	3,22%	3,19%	3,60%	47,8 pb	40,9 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	5,55%	5,63%	5,66%	5,66%	11,2 pb	-0,6 pb
Libor EUR 3 meses	3,58%	3,72%	3,80%	3,95%	37,5 pb	15,7 pb
Libor JPY 3 meses	5,39%	5,52%	5,58%	5,41%	1,9 pb	-16,9 pb
Cambial						
EUR/USD	1,0909	1,0997	1,0843	1,0573	-3,08%	-2,49%
EUR/GBP	0,8593	0,8568	0,8556	0,8666	0,86%	1,29%
Matérias-Primas						
Brent	74,91	84,46	86,23	92,20	23,08%	6,92%
WTI	70,58	80,84	82,96	90,79	28,63%	9,44%
Ouro	1 919,35	1 965,09	1 940,19	1 848,63	-3,68%	-4,72%

Perspetivas para Alternativos

Os riscos mais latentes – 1) inflação e juros persistentemente elevados, 2) petróleo perto dos 100 dólares/barril, a penalizar o rendimento disponível das famílias e as margens das empresas, 3) China sem dar sinais de retoma e 4) tensões geopolíticas agudizadas pela corrida à liderança tecnológica – tendem a pender mais para um possível *downside* do cenário atual de não haver recessão, que nos parece ser otimista. A correção nos mercados iniciada no verão pode, por isso, estar longe de estar terminada.

Neste contexto, a nossa preferência recai agora sobre os EUA (passa para *overweight*) face à Europa (passa para neutral). Apesar do mercado americano estar mais caro, em termos absolutos e relativos, esta economia parece estar mais imune a uma desaceleração do crescimento económico, sobretudo se tivermos em conta que a Europa depende mais da retoma chinesa que os EUA.

Em termos de seleção, permanecemos cautelosos e a nossa escolha continua a ser por empresas defensivas de qualidade com balanços fortes e margens de lucro elevadas. Setorialmente, mantemos a preferência por setores defensivos como Consumo Corrente e Saúde. A transição energética é um tema que também faz sentido neste contexto de petróleo elevado. Continuamos a apreciar as *megacaps* tecnológicas, mas mantemos, para já, o posicionamento neutral, pela questão das *yields* elevadas. O Consumo Discricionário continua a estar dentro dos setores menos apetecíveis e o Turismo e Lazer também passa para esta categoria, já que ambos os setores são muito sensíveis ao rendimento disponível das famílias.

O atual aumento da volatilidade nos vários mercados deverá favorecer de forma geral o investimento em alternativos.

O mercado petrolífero, após prolongamento do corte na produção por parte da Arábia Saudita, a par da redução das exportações da Rússia, deverá manter uma pressão ascendente no preço do barril de petróleo, dado o défice da oferta face à sua procura, podendo alcançar os 3 milhões de barris diários. Naturalmente que se trata de uma matéria-prima sensível ao ciclo económico, pelo que o seu preço deverá ser volátil num futuro breve. Contudo, num horizonte de 3 a 5 anos, as condições estão criadas para que haja suporte do preço.

O investimento em fundos macro, *long/short* e *hedge funds* é visto como atrativo por possibilitarem tirar partido de deslocações de mercado uma vez que continua a crescer a perceção de que a subida do mercado acionista não está alinhada com a determinação dos bancos centrais em terminar e ancorar a inflação nos 2%.

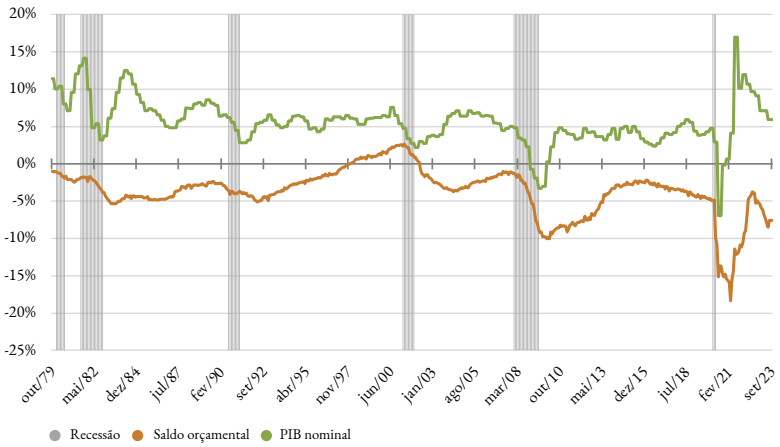
O ouro pode estar numa indefinição dado que há bons argumentos em ambos os lados. A subida das *yields* reais retira suporte. Porém, o crescente aumento do ritmo de compra por parte dos bancos centrais, além dos riscos geopolíticos, atribui suporte.

Relativamente aos metais industriais, como o cobre, estes têm vindo a desvalorizar desde o início do ano – muito é atribuído à falta de vigor económico chinês.

O imobiliário tem demonstrado uma contínua correção na Europa e nos EUA e esperamos que ainda possa continuar – especialmente se as yields de longo prazo continuarem a subir.

Nos mercados privados, observa-se uma rotação do interesse de *private equity* para *private debt*. Após mais de dez anos de taxas de juro muito baixas que favoreceram o *private equity*, a atual forte subida irá provocar tensões nesta classe muito desenvolvida no endividamento (*Leveraged Buyout*). Simultaneamente, essas tensões deverão criar oportunidades em dívida privada.

Saldo orçamental e PIB nominal nos EUA



É esperado que o défice orçamental dos EUA aumente para cerca de 2 biliões de dólares no ano fiscal de 2023, quase o dobro do ano fiscal anterior, de acordo com um grupo de fiscalização do governo, o Comité para um Orçamento Federal Responsável (*Committee for a Responsible Federal Budget*). O aumento resulta em grande parte da queda acentuada das receitas fiscais e do aumento das despesas obrigatórias com a Segurança Social, o Medicare, e o crescimento do serviço da dívida (pagamento de juros). Assim, em 2023, o rácio do défice orçamental dos EUA face ao PIB nominal deverá ser cerca de 7,5%. Então, o que esperar numa situação de eventual recessão e ativação dos estabilizadores automáticos? Habitualmente, o saldo das contas públicas tende a melhorar com o crescimento económico, tal como aconteceu nas décadas de 1980 e 1990 e nos anos que antecederam a Grande Recessão de 2008/09, mas desde meados da década de 2010, o aumento da despesa pública e a diminuição da carga fiscal, têm contribuído para um crescente agravamento do saldo orçamental.

1833
BANCO
CARREGOSA

Siga-nos nas redes sociais

Banco L. J. Carregosa, S.A. | Capital Social € 20.000.000,00
Matriculado na Conservatória do Registo Comercial do Porto sob o número único de matrícula e de identificação fiscal 503 267 015
O Banco Carregosa está registado no Banco de Portugal (BdP) sob o nº 0235 e na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) sob o nº 0169.
Av. da Boavista, 1083 - 4100-129 Porto, Portugal | Tel.: +351 226 086 460 | Fax: +351 226 086 490
info@bancocarregosa.com | www.bancocarregosa.com

2023 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.

Mod0587V01_BC_PT_10-23