Perspetivas
Outlook Verão

3º Trimestre 2023

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

As perspetivas de crescimento global revelam-se melhores do que o inicialmente esperado. O abrandamento económico ou recessão continuam a ser adiados, apesar de algumas divergências entre os principais blocos económicos e entre setores de atividade. Os Estados Unidos continuam sem abrandamento, a Europa revela alguns sinais de menor fulgor económico e a China apresenta uma retoma da atividade com menor intensidade de consumo de matérias-primas industriais e energéticas do que em retomas anteriores. Globalmente observa-se que o setor dos serviços tem mantido a economia em crescimento, enquanto que a indústria se mantém em contração. O otimismo latente nos mercados acionistas também parece divergente com as expetativas para a economia. Essas divergências não deverão perpetuar-se.

No segundo trimestre as preocupações dos investidores relacionadas com a instabilidade do sector financeiro norte-americano, com as fragilidades de balanços dos bancos regionais e a exposição a setores vulneráveis à forte subida das taxas de juro, como o setor imobiliário comercial, deram lugar ao otimismo impulsionado pela nova vaga de interesse no potencial da aplicação da inteligência artificial a um novo e vasto conjunto de potencialidades.

As inovadoras aplicações permitem admitir uma fase de investimento e de inovação com impacto positivo no potencial de crescimento, ganhos de produtividade e uma fase de *boom* desinflacionista. Esses desenvolvimentos não ocorrem de imediato. Mesmo numa era em que as novas tecnologias são adotadas a um ritmo cada vez mais acelerado é expectável que os verdadeiros impactos materiais na produtividade levem alguns anos. Mais imediato será o impacto do ciclo de investimento que beneficia a indústria que fornece os bens e serviços essenciais para a construção das infraestruturas em que residem o conhecimento e os algoritmos da IA. A forte revisão em alta das projeções da Nvidia, para os seus objetivos, foram o catalisador que despertou os investidores para esta realidade.

O mercado acionista japonês também voltou à ribalta, com os índices a atingirem novos máximos. A fase de inflação global contribui para a mitigação de algumas das forças que têm mantido o Japão num ciclo vicioso deflacionista. Adicionalmente, a depreciação do iene e a manutenção de uma política monetária expansionista podem dar algum alento à economia nipónica, que deverá, contudo, continuar a ser prejudicada pelas fragilidades demográficas estruturais. Os setores exportador e tecnológico podem ser beneficiários deste enquadramento.

Apesar do entusiasmo que contagiou o mercado acionista e do adiamento sucessivo da concretização dos cenários menos otimistas para a economia global, os riscos latentes associados à forte e rápida subida das taxas de juro continuam latentes e a acumular-se. Adicionalmente, acresce o risco de que as taxas possam atingir valores ligeiramente superiores ao esperado e se mantenham num patamar elevado por um período mais longo.

O impacto da política monetária na economia não é imediato nem linear. Os efeitos demoram vários meses a propagarem-se pelos vários agentes económicos, com vários estudos a indicarem que esse desfasamento pode ser superior a um ano.

Adicionalmente, os juros encontravam-se anormalmente baixos, pelo que os impactos das primeiras subidas podem ser menores do que o observado historicamente. O impacto não é linear pois existe um ponto, desconhecido à *priori*, até ao qual o nível dos juros afeta pouco os agentes económicos, mas a partir do qual, qualquer aumento passa a ter um impacto muito significativo num conjunto alargado de intervenientes. Esta elevada incerteza justifica doravante a postura mais cautelosa por parte dos bancos centrais para evitarem que a política monetária seja excessivamente restritiva. Enquanto a economia permanecer em pleno emprego e com a inflação acima do valor objetivo, o enviesamento continuará a ser no sentido de uma preferência das autoridades monetárias em errar por excesso do que por defeito.

Por fim, o mundo continua agitado, com um ambiente geopolítico com eventos que ameaçam alterar o *status quo* com uma frequência alucinante. Neste contexto, os investidores devem privilegiar um equilíbrio entre segurança e rentabilidade, adequado ao seu perfil.

Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

Classes	Subclasses	— —	—	Neutro	+	+ +
Liquidez	Depósitos à Ordem, Depósitos a Prazo					
Obrigações	*Investment Grade* Europa (EUR)					
	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 economia da Zona Euro tem-se deteriorado gradualmente, sobretudo enfraquecida pela economia alemã, à medida que os sucessivos aumentos das taxas de juro penalizam cada vez mais a atividade, tendo o PIB contraído no último trimestre de 2022 e no primeiro deste ano, confirmando a definição de recessão técnica após dois trimestres seguidos de contração. Em junho, o PMI industrial da Zona Euro caiu para os 43,4, o valor mais baixo desde maio de 2020, mas o PMI dos serviços, apesar de ter descido para os 52,4 pontos nos últimos dois meses, o valor mais baixo desde janeiro, ainda permanece em território de expansão. Entretanto, a taxa de inflação desacelera, tendo a taxa homóloga registado 5,5% em junho, quase metade do número mais elevado das últimas décadas de 10,6%, observado em outubro do ano passado. No entanto, a taxa de inflação subjacente (que exclui energia e alimentação) permanece resiliente, tendo em junho subido para 5,4% de 5,3% no mês anterior. Enquanto isso, o índice de preços no produtor tem descido e a taxa de inflação no produtor foi mesmo negativa de 1,3% em junho, marcando um novo ritmo nos preços, nomeadamente deflacionista, indiciando uma maior desaceleração da inflação no segundo semestre.

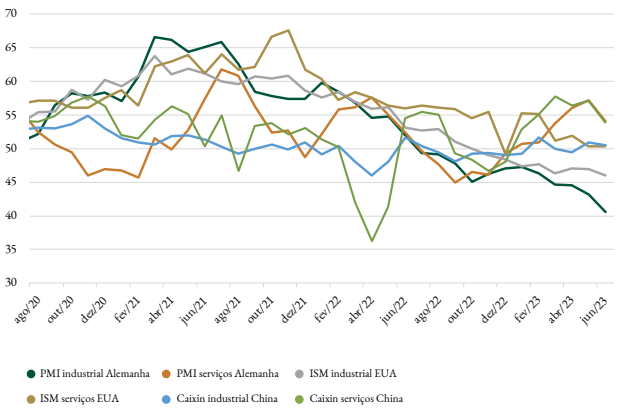
A economia norte-americana cresceu 2% no primeiro trimestre e o GDP Now divulgado no site da Reserva Federal de Atlanta estima atualmente uma alta do PIB de 2,2% no

segundo trimestre. Apesar da melhoria do sentimento do consumidor, a confiança industrial norte-americana tem gradualmente enfraquecido, tendo o ISM industrial atingido em junho o valor mais baixo desde maio de 2020 nos 46 pontos, em território de contração (abaixo dos 50 pontos). No entanto, o PMI dos serviços desceu apenas ligeiramente em junho para 54,1 e o mercado de trabalho nos EUA mantém-se robusto, tendo sido criados, em maio, 339 mil postos de trabalho (excetuando agrícolas), um número marcadamente acima do esperado. Entretanto, a Reserva Federal dos EUA (Fed), no seu *outlook* trimestral de junho, reviu em alta para 1% as suas projeções para o crescimento económico em 2023 [do anterior 0,4% publicado nas perspetivas trimestrais de março], tendo revisto em baixa a taxa de desemprego de 4,5% para 4,1% e em alta a inflação subjacente medida pelo PCE de 3,6% para 3,9%. Perante a resiliência da economia e a antevisão de uma taxa de inflação mais elevada, a Fed reviu também em alta as projeções para a sua taxa de juro de referência no final de 2023 de 5,1% para 5,6%.

A economia chinesa mantém-se aquém do esperado, sendo o PMI industrial de 50,5 pontos e a confiança empresarial no setor dos serviços [medida pelo PMI] desacelera, tendo-se fixado nos 53,9 em junho. É certo de que o governo chinês estabeleceu uma meta modesta de crescimento económico à volta de 5% para este ano, depois de não ter cumprido o objetivo de 2022, mas para atingir esse propósito o Banco Popular da China precisará flexibilizar ainda mais a política monetária este ano, caso a recuperação económica do país continue a perder força.

Apesar das perspetivas de recessão no horizonte há vários trimestres, a economia norte-americana manteve uma relativa robustez no primeiro semestre, sobretudo alicerçada no resiliente mercado de trabalho, e os mercados acionistas registaram um desempenho notável, tendo na primeira metade do ano o S&P 500 subido 15,9% e o Nasdaq 100 valorizado 38,75%, o maior ganho dos últimos 40 anos. Todavia, crescem as interrogações para este segundo semestre. Onde está recessão? Quão rapidamente vai cair a inflação? O rali acionista pode continuar? Quando a inteligência artificial poderá dar frutos económicos? Onde estão os pontos fracos dos mercados acionistas? As atuais *valuations* das ações podem competir com as das obrigações? É certo que os índices acionistas são nominais e o PIB nominal cresceu 9,2% o ano passado nos EUA, mas à medida que a inflação abranda, as margens das empresas tendem também a desacelerar e os lucros a diminuírem. Entretanto, o *spread* das *yields* do tesouro dos EUA a 2 e a 10 anos é o mais elevado desde 1981 e a probabilidade de recessão nos próximos 12 meses é de 71%, segundo a Fed de Nova Iorque, a mais elevada desde 1982. Os investidores focam-se cada vez mais na economia e menos na inflação, isto é, dados macroeconómicos resilientes são vistos como positivos para o mercado acionista e abrandamento da inflação como negativo.

Indicadores de atividade dos EUA, China e Alemanha



Os indicadores de atividade medidos pelos PMI, índices que refletem o sentimento dos empresários, têm descido, sobretudo os industriais. O setor manufatureiro da Alemanha contraiu ao ritmo mais rápido em mais de três anos em junho, com a queda da produção e das novas encomendas, fixando-se nos 40,6 pontos. Também o PMI industrial norte-americano desceu em junho para o valor mais baixo desde maio de 2020, caindo para os 46 pontos, marcando o oitavo mês consecutivo em que o PMI ficou abaixo do limite de 50 (o período mais longo desde a Grande Recessão), valor que separa contração de expansão económica, indiciando uma contração na manufatura dos EUA. Entretanto, os PMI do setor dos serviços, que mostraram alguma resiliência no primeiro trimestre, têm descido nos EUA, na China e na Alemanha nos últimos meses, mas ainda se encontram acima dos 50 pontos, em território de expansão.

Mercado Obrigacionista

As subidas das taxas de juro por parte dos bancos centrais foram agressivas em 2022. Tendo passado metade do ano de 2023, podemos dizer que apesar do ritmo ainda ser lento, o movimento de subida prevalece. O mote que levou a este movimento é o mesmo, controlo da inflação. Os bancos centrais vão continuar a monitorizar os dados económicos e a subir as taxas de juro até sentirem que têm a inflação controlada. É preciso ter presente que o efeito na economia real de uma subida das taxas de juro demora entre um e um ano e meio a produzir os seus efeitos, pelo que ainda é preciso tempo para vermos uma verdadeira inversão. A inflação já começa a dar sinais de queda, no entanto a inflação *core* ainda está junto aos máximos e tem sido a inflação subjacente a maior preocupação.

Recentemente, Christine Lagarde afirmou que o BCE tem que ser tão persistente quanto a inflação tem sido persistente. Na Europa espera-se que o BCE suba mais duas vezes, colocando a taxa terminal nos 4%. Nos EUA, a projeção é de mais uma subida, colocando a taxa nos 5,50%.

O mercado obrigacionista, que teve fortes perdas no ano passado, começa a recompor-se e, atualmente, crescem as oportunidades nesta classe de ativos. Os prémios de risco ajustaram e os investidores têm à sua disposição ofertas em todo o espetro de dívida e maturidade. A título de exemplo, um investimento em dívida de *Investment Grade* na Europa, em janeiro de 2022, para uma duração de 8 anos apresentava uma *yield* de 0,66%, hoje para uma duração de 6,8 anos tem uma *yield* de 3,31%.

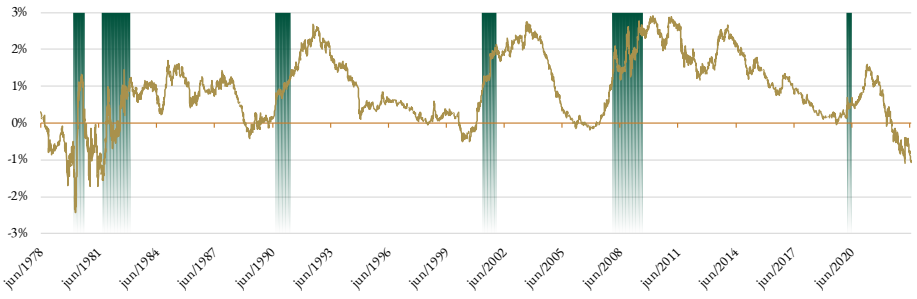
Na dívida de *High Yield*, e por ser a mais arriscada, poder-se-ia assumir que o efeito de subida de taxas faria subir rapidamente as taxas de *default*, no entanto, tal não é o caso. As empresas na Europa que têm necessidade de fazer o *rollover* da sua dívida em 2023 e em 2024 são muito poucas e muitas delas aproveitaram estes anos de bonança, de taxas baixas, para se refinanciarem e ajustarem os seus balanços, pelo que o ponto de partida atual é muito bom. A alavancagem está em níveis historicamente baixos, pelo que os prémios atuais recebidos são dos mais interessantes dos últimos 10 anos.

Sendo que ainda é cedo para falarmos em corte de taxas, cremos que nos próximos meses deveremos atingir as taxas máximas em várias geografias. O tempo que estaremos com taxas de juro elevadas é que poderá criar mais problemas no futuro.

Atualmente, o maior risco é a persistência da inflação *core*, não apresentando qualquer recuo, pressionando os bancos centrais e irem além do que o que o mercado já desconta.

Existem oportunidades em todo o espetro de dívida. Para os clientes mais conservadores, a dívida soberana e de *Investment Grade* é uma excelente alternativa.

Diferença entre *yield* do tesouro dos EUA a 10 anos e a 2 anos



● Período de recessão nos EUA ● Spread entre yield do tesouro dos EUA a 10 e 2 anos

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Os rendimentos do tesouro norte-americano a dois anos tendem a refletir as expetativas da política monetária da Fed. Ou seja, a evolução do rendimento das obrigações do tesouro a 2 anos é talvez uma das melhores ferramentas de previsão da evolução das taxas de juro da Fed, as denominadas taxas de fundos federais (*Fed Funds Rate*). A *yield* a 2 anos é superior ao rendimento do tesouro norte-americano a 10 anos desde julho de 2022, identificando uma curva de rendimentos invertida, indiciando recessão económica. O diferencial entre estas duas taxas de juro é negativo de -1,10%, o *spread* mais elevado desde o início da década de 1980, aquando de uma recessão bastante prolongada, após Paul Volcker, o presidente da Fed na altura, ter aumentado os juros até 20% para travar a elevada inflação.

Perspetivas para *Equities*

Os mercados globais caracterizaram-se por um trimestre novamente sólido, só que desta vez impulsionado sobretudo pelos EUA, já que a Europa valorizou muito timidamente. O problema é que este comportamento foi dominado apenas por uma 'mão cheia' de empresas tecnológicas do S&P 500, as "*Big 7*" (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Tesla e Meta), num *hype* motivado pela temática da Inteligência Artificial (IA).

Tipicamente, quando se observam este género de fenómenos de extremo estreitamento de mercado, que só beneficiam uma pequena franja da economia, o mercado entra em modo mais especulativo (*fear of missing out - FOMO*), com sobrevalorizações excessivas.

O S&P 500 está a transacionar a múltiplos de P/E 19,3x, bastante mais elevados que a sua média histórica, mas sobretudo inflacionados pelas "*Big 7*" que transacionam numa base de 30x P/E. O resto do S&P está a um múltiplo bem mais contido na casa das 17x.

Já a Europa permanece bastante atrativa em termos de P/E, transacionando apenas a 12,7x (mesmo com o *re-rating* do setor tecnológico europeu de 17x para 22x), pelo que o *gap* de avaliações entre Europa e EUA tem vindo a aprofundar-se.

A época de resultados do primeiro trimestre foi melhor do que o esperado nos EUA (*sales* e *earnings surprise*, respetivamente, de +2,6% e +6,6%) e na Europa (respetivamente, de +2,2% e +14%). Mas o *consensus* de mercado não parece estar a considerar o risco de recessão para 2024, para nenhuma destas regiões (estimativas mostram lucros e margens de lucros a subirem).

Acreditamos que o mercado ainda está vulnerável ao conti-

Evolução nos últimos 3 meses

	31-mar	30-abr	31-mai	30-jun	Últimos 3 meses	Último mês (jun)
Ações						
SP 500	4 109,31	4 076,60	4 179,83	4 450,38	8,30%	6,47%
Nasdaq 100	13 181,35	12 101,93	14 254,09	15 179,21	15,16%	6,49%
DAX 40	15 628,84	15 128,27	15 664,02	16 147,90	3,32%	3,09%
Stoxx 600	457,84	453,21	451,76	461,93	0,89%	2,25%
Nikkei 225	28 041,48	27 327,11	30 887,88	33 189,04	18,36%	7,45%
Shanghai Composite	3 272,86	3 255,67	3 204,56	3 202,06	-2,16%	-0,08%
MSCI World	2 791,44	2 785,00	2 800,56	2 966,72	6,28%	5,93%
MSCI Emergentes	990,28	1 031,50	958,53	989,48	-0,08%	3,23%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	3,47%	3,51%	3,64%	3,84%	36,9 pb	19,4 pb
Yield Bund 10 yr	2,29%	2,29%	2,28%	2,39%	10,0 pb	11,0 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,12%	3,19%	3,02%	3,13%	0,10 pb	10,2 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	5,19%	4,81%	5,52%	5,55%	35,3 pb	2,9 pb
Euribor 3 meses	3,04%	2,51%	3,46%	3,58%	53,9 pb	11,4 pb
Libor GBP 3 meses	4,42%	4,12%	4,88%	5,39%	97,2 pb	50,6 pb
Cambial						
EUR/USD	1,0839	1,0863	1,0689	1,0909	0,65%	2,06%
EUR/GBP	0,8790	0,8816	0,8592	0,8593	-2,25%	0,01%
Matérias-Primas						
Brent	79,11	84,75	72,49	75,41	-4,68%	4,03%
WTI	75,44	79,38	68,24	70,64	-6,36%	3,52%
Ouro	1 969,28	1 928,36	1 962,73	1 919,35	-2,54%	-2,21%

nuado aumento de juros por parte dos bancos centrais, caso a inflação permaneça elevada por mais tempo do que o esperado. Este risco pode ser particularmente penalizador para as empresas que estão com avaliações muito elevadas, sobretudo no setor tecnológico. O *hype* motivado pela inteligência artificial, beneficiando apenas uma pequeníssima parte da economia real, assemelha-se a uma bolha, sobretudo se o otimismo dos investidores quanto ao seu potencial for defraudado ou se demorar mais do que o previsto a se materializar.

Adicionalmente, o comportamento acionista excecional desde outubro 2022, com ganhos acima dos 30% para alguns mercados (Nasdaq +38%, DAX +33%) e o fenómeno *there are reasonable alternatives* (*TARA*), podem motivar uma correção durante o verão.

Neste contexto, permanecemos cautelosos e a nossa escolha continua a ser por empresas com balanços fortes, margens de lucro elevadas e estáveis e geradoras de *cash flow*. Continuamos a privilegiar estratégias baseadas em *growth at a reasonable price e quality at a reasonable price*. Geograficamente, mantemos a preferência por Europa (ex-Reino Unido) face aos EUA (que permanece em neutral), sendo o Reino Unido o país menos apetecível. Setorialmente, mantemos a preferência por setores defensivos como Consumo Corrente e Saúde. Aconselhamos a redução de exposição à tecnologia para neutral, tendo beneficiado do tema IA, sobretudo no caso de empresas a transacionar a múltiplos elevados. O Consumo Discricionário permanece nos setores menos apetecíveis, sem o suporte da economia chinesa e com os consumidores americanos a abrandarem o ritmo de gastos. A Banca e o setor automóvel permanecem "sobponderados".

Perspetivas para Alternativos

O investimento em matérias-primas, à exceção dos metais preciosos, é visto como pouco atrativo face à elevada incerteza no curto prazo. Embora existam catalisadores positivos de longo prazo, como o cumprimento das métricas para a transição energética, as perspetivas para esta subclasse de ativos encontram-se pressionadas no curto prazo, tendo em conta as perspetivas de abrandamento económico, uma recuperação pouco expressiva da economia chinesa e pelas preocupações do impacto de uma política monetária restritiva.

O ouro, que iniciou um movimento ascendente em novembro de 2022, pela antecipação de um ponto de inflexão nas *yields* e um enfraquecimento do dólar, encontra-se agora sustentado pelo aumento das reservas dos bancos centrais.

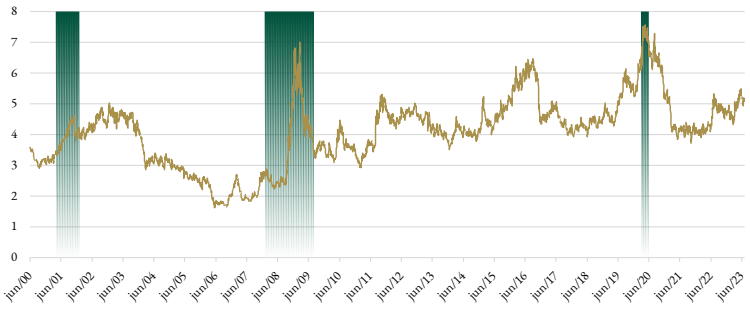
O petróleo tem vindo a desvalorizar de forma significativa desde junho de 2022. Para além, da confluência de fatores que se tem vindo a verificar desde o início do ano, contamos ainda com reposição das reservas e uma intervenção bem mais ativa da OPEC+, esperando-se um aumento da pressão ascendente nos preços.

Quanto às matérias-primas agrícolas, destaca-se o trigo na perspetiva de um barómetro do risco geopolítico na Europa, tendo em conta que o seu desempenho continua a ser pautado pelos desenvolvimentos da guerra na Ucrânia.

Para investidores qualificados, surge a oportunidade de investimento em títulos de dívida privada, devido à escassez de capital gerada pelos bancos que reduziram os empréstimos, por causa dos problemas de liquidez e exposição excessiva a ativos imobiliários comerciais.

Por fim, aponta-se para o investimento em estratégias alternativas pelo facto de se encontrarem descorrelacionadas com o mercado, servindo como fator de diversificação perante um ambiente inflacionista, de enfraquecimento da atividade económica e de subida de taxas de juro.

Rácio Ouro/Cobre



● Período de recessão nos EUA ● Rácio Ouro/Cobre

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O rácio ouro/cobre é mais um indicador interessante para avaliar o nível de atividade económica. O cobre é sensível ao crescimento económico e o ouro à procura por refúgio e à evolução das taxas de juro, sobretudo dos rendimentos do tesouro norte-americano. Em caso de abrandamento económico, o cobre como principal metal industrial será menos procurado e a propensão à compra de ouro será crescente à medida que a incerteza aumenta e as taxas de juro descem para estimular a economia. Como o ouro não gera qualquer rendimento, apenas ganhos de capital, uma descida da taxa de juro torna o metal amarelo mais atrativo em relação às moedas fiduciárias. Este rácio tem subido desde meados do ano passado, refletindo uma maior procura de ouro e menor do cobre, sinalizando desaceleração económica. Quanto mais elevado o rácio mais próximo estará uma recessão e a inflação tende a ser mais baixa no futuro.

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_07-23