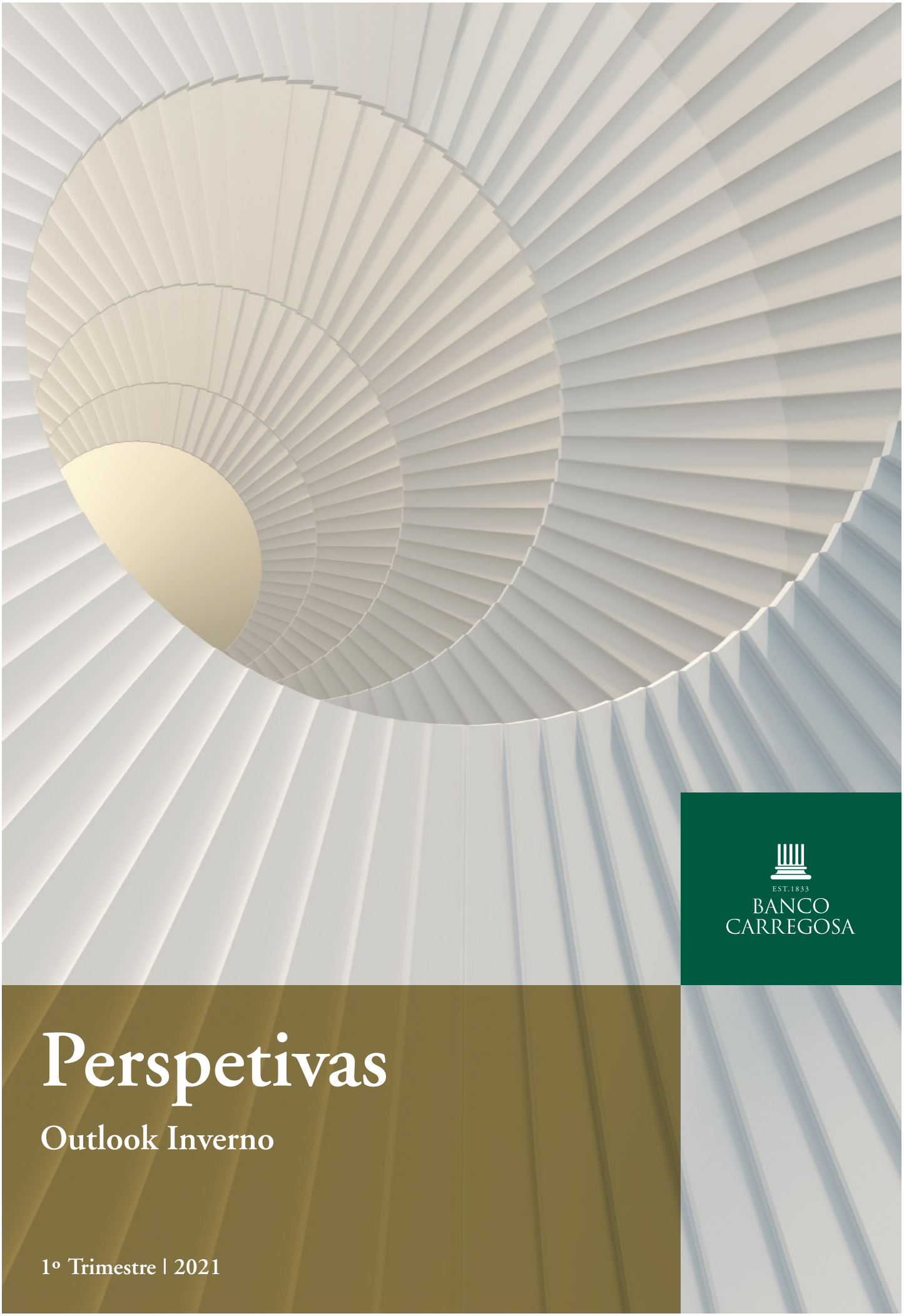


EST.1833
BANCO CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Inverno

1º Trimestre | 2021

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Nos próximos meses, a recuperação económica sincronizada, suportada pelo levantamento gradual do confinamento, pelos menores riscos políticos, pela maior coesão europeia, pelo suporte monetário e fiscal à economia são ingredientes para a sustentação dos níveis de valorização dos mercados acionistas. Neste contexto, o sobreaquecimento será um dos riscos a ter em conta. Os bancos centrais continuam ativos e prometem taxas de juro baixas por um extenso período. Em 2021, essa promessa irá possivelmente ser testada, o que constituiria uma fonte de volatilidade à tendência atual, que deverá perdurar.

O ano terminou com os investidores focados na luz ao fundo do túnel. A visão da meta tem dado alento e resiliência aos mercados perante os percalços no caminho. Com os programas de vacinação em curso, durante o primeiro trimestre será possível inocular grande parte dos grupos mais vulneráveis e reduzir a sobrecarga nos cuidados de saúde. Assim, apesar de se vislumbrar o fim funcional da pandemia e a imunidade de grupo apenas para o final de 2021, nos próximos meses, com a ajuda das condições climatéricas e os grupos de risco protegidos, deverá conseguir-se uma reposição gradual da normalidade e da atividade económica.

Para 2021 podem ser identificadas algumas possíveis ameaças a esse cenário mais otimista. Por exemplo, podemos assistir a um susto de inflação ou a um aumento da preocupação com os níveis de endividamento excessivo dos governos ou empresas. Contudo, as pressões deflacionistas de longo prazo permanecem connosco e prováveis episódios de desconforto com subidas do nível de preços deverão ser transitórios. Por outro lado, o serviço da dívida permanece baixo, pelo que a sustentabilidade da dívida, pública e privada, também deverá prevalecer. Se ao longo dos próximos meses será expectável que a pandemia comece a sair gradualmente do radar de preocupação dos investidores, o discurso e as ações dos bancos centrais irão ocupar rapidamente esse lugar.

A vitória democrata nas eleições para o Senado no estado da Georgia deverá permitir uma implementação mais agressiva da agenda política de Biden, que poderá beneficiar os setores mais cíclicos em detrimento do setor tecnológico. Embora essas políticas possam causar algum atrito adicional no desenrolar da 4ª revolução industrial, o processo em curso não deverá ser interrompido, apenas abrandado.

Após a recente depreciação do dólar norte-americano, a moeda transaciona a níveis que podem indiciar uma inversão da tendência de valorização a que se assistiu ao longo dos últimos anos. A direção da moeda de reserva mundial tem um impacto relevante no desempenho relativo das diferentes classes de ativos e dos mercados das diferentes geografias, pelo que a continuação desta tendência recente poderá acentuar algumas das tendências de rotação a que se assiste atualmente, nomeadamente dos EUA para Europa, Japão e Emergentes.

Adicionalmente, a sociedade está em processo de reformulação, pelo que a renovação do tecido empresarial irá continuar a decorrer de forma acelerada e, nesse processo, teremos vencedores e derrotados. Para os investidores será importante selecionar os intervenientes melhor posicionados para tirar partido das tendências globais, como são a digitalização e a sustentabilidade.

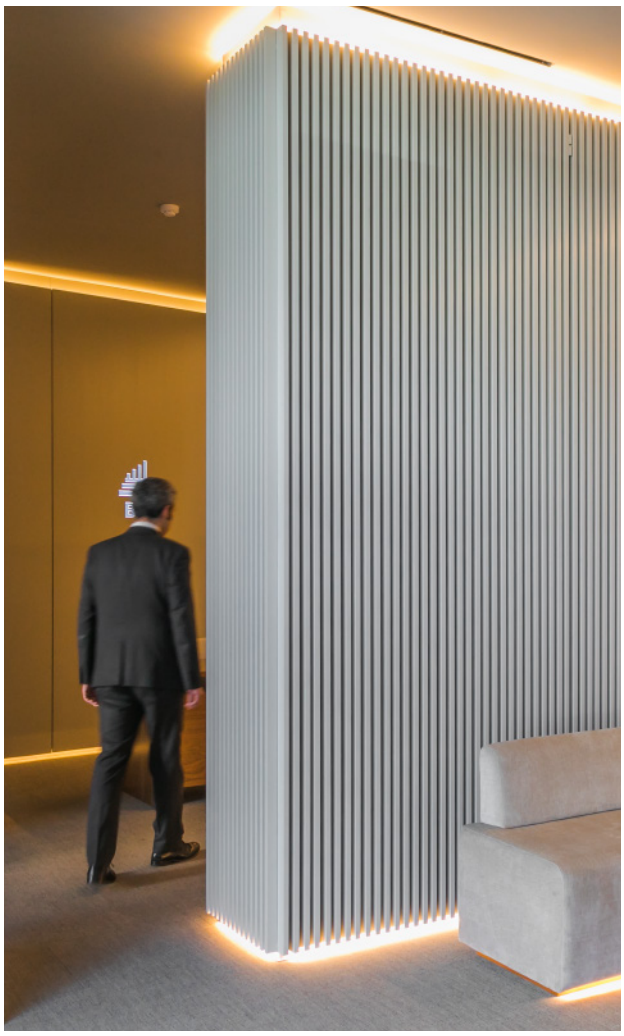
Mário Carvalho Fernandes

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.					

1. Análise Macroeconómica

O ano de 2020 será sempre recordado como o ano da pandemia e do confinamento global. Em junho do ano passado existiam basicamente dois cenários possíveis para a recuperação económica, um em "V" e outro em "W". Todavia, um dos grandes blocos económicos mundiais, a China, desde cedo mostrou capacidade para evitar uma segunda vaga e, apesar da contração de 6.8% no primeiro trimestre, voltou ao crescimento sustentável de 3.2% e 4.9% no segundo e no terceiro trimestre, respetivamente. Contudo, nos países onde há uma segunda vaga de pandemia mais acentuada, caso da Europa, a retoma poderá ser em duplo fundo, ainda que ligeiro, com uma contração esperada do produto no quarto trimestre em países relevantes como a Alemanha e o Reino Unido. Na última reunião a 16 de dezembro, a Reserva Federal norte-americana referiu que a economia dos EUA deverá contrair 2.4% em 2020 e, de acordo com a Reserva de Atlanta a 8 de janeiro, o PIB norte-americano poderá crescer 8.7% anualizado no quarto trimestre. Em suma e segundo a OCDE, a China deverá ser a única economia do G20 a registar um crescimento positivo em 2020 de 1.8%.



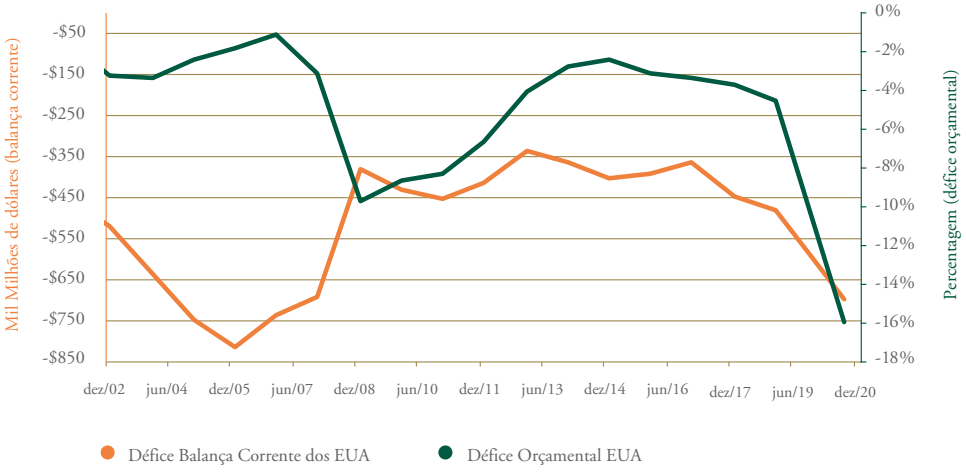
Pela primeira vez, desde o início da pandemia, agora há esperança num futuro melhor. As perspetivas são otimistas, mas a recuperação será gradual. O progresso das vacinas e dos tratamentos, a aprovação das primeiras vacinas e o início da campanha de vacinação nas últimas semanas aumentaram as expetativas dos agentes económicos e diminuíram as incertezas dos investidores. O caminho à frente é mais promissor, mas desafiador. A pandemia permanece resiliente e o novo ano inicia com números recorde de infeções em Portugal, nos EUA, no Reino Unido e um pouco por toda

a Europa. Regressam as regras rígidas de distanciamento social, semelhantes às da primavera passada, ditadas pelo agravamento da pandemia e decretadas por um número crescente de governos para mitigar os danos sanitários, o que poderá redundar em nova contração económica em algumas geografias no primeiro trimestre, e setores mais afetados pelas restrições à circulação como restauração, hotelaria, viagens e lazer, poderão continuar penalizados.

Em Portugal o setor do turismo pesa cerca de 15% do PIB, e a restauração e a hotelaria empregam um considerável número de pessoas. As dificuldades aumentam neste setor e podem agudizar-se com a crescente rigidez das regras do confinamento e culminarem em mais falências, desemprego, imparidades para os bancos e reforço da legislação para as moratórias bancárias.

A economia norte-americana, devido à sua hegemonia, requer sempre uma análise cuidada para perceber o andamento da economia mundial. O défice da balança corrente dos EUA está em máximos de 2006 e o défice orçamental regista valores de 16% do PIB nominal, e poderão impactar negativamente a evolução do dólar, atualmente pressionado pelo considerável crescimento da base monetária da Reserva Federal dos EUA que, todavia, espera que a inflação se mantenha controlada em 1.8%, 1.9% e 2% em 2021, 2022 e 2023, respetivamente. Alguma rotação de geografias poderá aparecer e, historicamente, as economias emergentes beneficiam de um dólar fraco. Joe Biden procurará o pleno emprego e a criação de quase 10 milhões de postos de trabalho nos próximos anos. A economia chinesa continua pujante e uma das matérias-primas mais relevantes para aferir o crescimento económico, o cobre, está em máximos de 2013. A China importa mais de metade da produção mundial deste metal.

Evolução dos défices orçamental e corrente dos EUA



Fonte: Reserva Federal de St. Louis

O défice da balança corrente nos EUA está em máximos de 2006, tendência acelerada com a pandemia. As importações de bens de 252.3 mil milhões de dólares em novembro, nomeadamente para reposição de stocks e já em níveis pré-covid, excedem em muito as exportações de bens, nos 183 mil milhões de dólares em novembro, aquém dos níveis pré-covid.
O défice das contas públicas dos EUA atingiu os 16% do PIB nominal e espelha o esforço governamental. A dívida pública regista valores históricos nos 130% do PIB nominal e ultrapassou o anterior máximo de 110% após a 2ª GG. Os défices gémeos pressionam o dólar já fragilizado pelo aumento significativo do balanço da Reserva Federal dos EUA.

2. Mercado Obrigacionista

O ano de 2020 acabou por ser muito favorável para o crédito e os países da periferia destacaram-se pela positiva, caso da Itália, onde a taxa da dívida baixou durante 8 meses consecutivos, apresentando a maior contração desde 2004. Tal só foi possível devido ao contínuo suporte dado pelos bancos centrais. Esta tendência estendeu-se igualmente ao mercado *corporate* com um movimento de compressão de *spreads*.

Devido aos efeitos da pandemia, a União Europeia mostrou ter aprendido com os erros do passado, ocorridos durante a crise financeira, tendo agora aprovado um pacote de cerca de 1,8 biliões de euros.

A resposta dos bancos centrais tem sido eficaz, evitando que muitas empresas entrem em insolvência. Vários são os países que têm adotado medidas para evitar falências e impedir a subida do desemprego, sendo de destacar a Alemanha. Recentemente, um estudo em 11 países europeus, do pós crise soberana, mostrou que a presença de empresas *Zombies* cria um excesso de capacidade de produção, levando a margens, preços e investimentos mais baixos. Estas empresas não financeiras subiram para 12% entre o final de 1980 e 2016 e os grandes aumentos acontecem em períodos de desaceleração económica e juros mais baixos.

Os títulos diretamente ligados aos setores mais afetados pela pandemia, nomeadamente o turismo, a aviação e os REITs, foram os mais penalizados.

A evolução das taxas de *default* tem sido distinta em ambos os lados do oceano, nos EUA tem subido, atualmente nos 8%, sendo que na Europa tem existido um maior entrave aos *defaults*, expectando-se que este ano a taxa suba dos atuais 4% até 6%.

Contudo, a atual conjuntura ainda é bastante favorável para o crédito, mas o montante de dívida disponível será menor, por força das compras dos bancos centrais. Isto permitirá às empresas continuarem a financiar-se a taxas de juro baixas, como é o caso do *Investment Grade* que se financia atualmente a 10 anos com taxas entre 1,5% e 2%. As *Green Bonds* têm vindo a crescer e a procura nas novas emissões supera várias vezes a oferta, levando a uma compressão das *yields*, tendência que se deve manter.

Atualmente, o maior risco para o mercado de crédito será a subida de taxas ou uma antecipação da saída do BCE do mercado, mas não deverá acontecer nos próximos meses. Em termos de oportunidades, *High Yield*, *Green Bonds* e *Coco's* continuam atrativos.

Evolução da cotação do cobre na LME (London Metal Exchange)

Fonte: Reserva Federal de St. Louis

A cotação do cobre recupera dos mínimos do confinamento geral da primavera e regista os valores mais elevados dos últimos sete anos, a espelhar uma considerável retoma económica mundial. É o metal mais comercializado do mundo e um importante barómetro para aferir a atividade económica. A produção chinesa de cobre representa cerca de 6% da produção mundial e fica muito aquém das necessidades da indústria chinesa e, consequentemente, a segunda maior economia do mundo é também a maior importadora mundial de cobre.

3. Perspetivas para Equities

Vários dos riscos identificados em 2020 como as eleições americanas, o Brexit e a descoberta de uma vacina contra a covid-19 foram dissipados no final do ano. Para 2021, antevemos como principais riscos uma recuperação económica global mais lenta que o esperado e uma diminuição das expectativas de crescimento dos lucros das empresas.

O 4º trimestre ficou marcado pelo bom desempenho no mês de novembro, no mercado acionista europeu (+15%) e global (+13%), liderado pelos setores mais afetados pela pandemia. A classe de ETFs em ações, registou *inflows* globais superiores a 105 mil milhões de dólares (máximo de sempre) em novembro (média dos 3 anos ronda os 40 mil milhões mensais).

Houve uma rotação agressiva em todos os mercados mundiais, para os setores mais *value*, com destaque para a banca e energia, os maiores ganhadores desta rotação. Ainda assim, estes setores permaneceram os maiores perdedores, desde o início do ano.

As avaliações das empresas continuam elevadas em termos absolutos, embora pareçam mais razoáveis se comparadas com as *yields* das obrigações. Apesar da tendência secular, desde a crise de 2008, tenha sido uma *outperformance* do estilo *growth*, houve alguns períodos de rotação forte em prol das empresas cíclicas e *value*, embora estes tenham sido sempre de curta duração e quase sempre coincidiram com períodos de *yields* a subir, sendo que a performance das empresas defensivas está negativamente correlacionada com a evolução das *yields*.
Em termos geográficos, a Europa em geral (sobretudo a Alemanha) e os países emergentes parecem estar particularmente atrativos relativamente às expetativas de lucros futuros.

Apesar de alguns constrangimentos de curto prazo (a possibilidade de uma 3ª vaga de covid e de ser necessário mais tempo até se atingir a imunidade de grupo), o cenário atual é de uma maior visibilidade económica, em que se prevê um aumento de lucros por parte das empresas, existindo espaço para a recuperação dos níveis de remuneração aos acionistas através de dividendos e *sharebuybacks*.

Este enquadramento macro e microeconómico parece suportar uma visão pró-cíclica, mas sem descurar a qualidade das empresas, dado que negócios com problemas estruturais vão sofrer no pós-crise e, especificamente, quando as ajudas estatais terminarem. Mantemos a sobreponderação nas tecnológicas (*software* e semicondutores), nos materiais e no *clean energy*. Aumentamos o peso da indústria, pois beneficiará de alavancagem operacional num cenário de recuperação da economia. Acreditamos que o setor do turismo e lazer vai beneficiar de uma progressiva normalidade. Continuamos a preferir estar longe da banca, *oil & gas* e setor automóvel, por estarem a sofrer fortes disrupções nos seus modelos de negócio. Mantemos a preferência na Alemanha e na Zona Euro, e estamos mais neutros relativamente aos EUA, em que a desvalorização do dólar pode continuar a deteriorar a rentabilidade expressa em euros.

Evolução nos últimos 3 meses

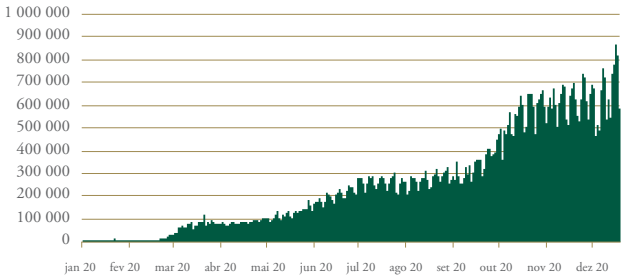
	30-Out	31-Nov	30-Dec	Últimos 3 meses	Último mês (Dec)
Ações					
SP500	3 363,00	3 621,63	3 756,07	11,69%	3,71%
Nasdaq 100	11 418,06	12 268,32	12 888,28	12,88%	5,05%
DAX30	12 760,73	13 291,16	13 718,78	7,51%	3,22%
Stoxx600	361,09	389,36	399,03	10,51%	2,48%
Nikkei225	23 185,12	26 433,62	27 444,17	18,37%	3,82%
Shanghai Composite	3 218,05	3 391,76	3 473,07	7,92%	2,40%
MSCI World	2 367,27	2 583,14	2 690,04	13,63%	4,14%
MSCI Emergentes	1 082,00	1 205,07	1 291,26	19,34%	7,15%
Taxas juro longo prazo					
Yield Treasury 10 yr	0,68%	0,84%	0,91%	22,9 pb	7,4 pb
Yield Bund 10 yr	-0,52%	-0,57%	-0,57%	-4,7 pb	0,2 pb
Yield OT portuguesa 10 yr	0,26%	0,03%	0,03%	-23,3 pb	-0,4 pb
Taxas de juro curto prazo					
Libor USD 3 meses	0,23%	0,23%	0,24%	0,4 pb	1,1 pb
Libor EUR 3 meses	-0,52%	-0,55%	-0,57%	-4,6 pb	-1,5 pb
Libor JPY 3 meses	-0,10%	-0,12%	-0,08%	2,1 pb	3,5 pb
Cambial					
EUR/USD	1,1721	1,1927	1,2216	4,22%	2,42%
EUR/GBP	0,9072	0,8952	0,8937	-1,48%	-0,16%
Matérias-Primas					
Brent	43,46	47,95	51,80	19,19%	8,03%
WTI	41,13	45,51	48,52	17,97%	6,61%
Ouro	1 885,82	1 776,95	1 898,36	0,66%	6,83%

4. Perspetivas para Alternativos

Em concordância com a opinião emanada em "Perspetivas" anteriores, as políticas monetárias e fiscais significativamente agressivas do governo dos EUA acabaram por provocar a desvalorização do dólar americano relativamente a outras moedas. Este movimento de depreciação acabou por se definir na segunda metade de 2020 e revelou-se favorável para o ouro e espera-se que o metal amarelo mantenha a sua apreciação estável — enquanto as políticas monetárias e fiscais se mantiverem tão expansionistas. A aceleração da desvalorização do dólar americano, no último trimestre de 2020, e o crescente sentimento positivo relativamente à eficácia das vacinas têm potencial para favorecer as matérias-primas em 2021, bem como o imobiliário com as suas perspetivas a melhorarem perante as notícias positivas das vacinas. Ainda é incerto como irá evoluir a oferta/procura de espaços de retalho, escritórios e hotelaria. Todavia, à semelhança de outros episódios históricos, as pandemias desaparecem e os seres humanos reaproximam-se.
Por outro lado, os espaços de logística, *data centers*, residencial e infraestruturas tecnológicas (como antenas para a nova tecnologia 5G) saíram beneficiados.

As atuais condições de política monetária e fiscal deverão permanecer expansionistas e reitera-se o interesse em ativos físicos: metais (preciosos e industriais) e imobiliário.

Casos de coronavírus em todo o mundo



Fonte: Statista

A pandemia permanece resiliente e o número diário de novos casos de covid-19 atinge sucessivos máximos que ultrapassaram os 800.000 no início deste ano. O número total de casos superou os 90 milhões e o número de mortes já excede 1.9 milhões. Os confinamentos na primavera passada em todo o mundo ajudaram a desacelerar a propagação de novas infeções.
No entanto, a flexibilização de algumas medidas gerou preocupações em torno de uma nova vaga de infeções. Diante do crescente número de casos, e apesar da vacinação estar já em curso, são cada vez mais os países dispostos a um novo confinamento geral.

EST. 1833
BANCO
CARREGOSA

Mod0587V02_BC_PT_01-21

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

2021 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.

"A presente comunicação não representa qualquer recomendação ou sugestão de investimento sobre instrumentos financeiros, nos termos definidos pelo Regulamento (UE) n.º 596/2014 (Regulamento do Abuso de Mercado). A informação contida neste documento possuir caráter factual e informativo, não podendo o mesmo ser considerado um estudo de investimento (research) ou uma comunicação comercial, tal como definidos pelo Regulamento Delegado (UE) 2017/565. As fontes utilizadas na redação do documento são consideradas credíveis e reputadas, não sendo da responsabilidade do Banco Carregosa a eventual reprodução de gralhas/imprecisões constantes dessas fontes. Finalmente, as análises constantes do presente documento reproduzem o posicionamento do Banco à data da sua produção, podendo as suas estratégias de investimento sofrer ajustes a todo o tempo em função dos níveis de risco, das fichas técnicas e objetivos de cada perfil. Para qualquer tomada de decisão, os destinatários do presente documento deverão procurar aconselhamento especializado relativamente às características e riscos dos serviços e instrumentos financeiros em causa."