



EST. 1833

BANCO
CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Inverno

1º Trimestre | 2022

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

A mudança de ano civil não implica uma mudança no ciclo de mercado. O ano de 2021 ficou marcado por uma fase de crescimento económico e pressão inflacionista. Em 2022, as projeções antecipam uma continuação do mesmo paradigma, de “boom inflacionário”, com crescimento económico e taxas de inflação acima da média dos últimos anos. A persistência e magnitude do aumento do nível de preços, a resposta das autoridades monetárias e as suas consequências na atividade económica são as incógnitas que vão, possivelmente, determinar a evolução dos mercados financeiros nos próximos meses.

Os bancos centrais temem cenários de deflação. Os mecanismos à disposição das autoridades monetárias têm-se revelado mais eficazes na resolução de pressões inflacionistas do que deflacionistas. Ambos os contextos são prejudiciais ao sentimento económico, aumentam a incerteza dos agentes económicos e tendem a auto alimentar-se em ciclos viciosos. Contudo, a incapacidade de inflacionar a economia japonesa ao longo das últimas décadas criou um receio de que essa situação viesse a propagar-se também à Europa e aos Estados Unidos. Os últimos meses parecem indiciar que nestas economias foi possível evitar a queda no ciclo vicioso da deflação.

A inflação representa a variação anual de preços, pelo que variações de preços num período de alguns meses não representam uma situação típica de inflação e, muitas vezes, decorrem de um fenómeno temporário, pouco mais significativo do que uma mera perturbação estatística. Assim, quando se debate se o atual movimento de preços será inflação transitória ou permanente, importa perceber qual o horizonte temporal destas referências.

Para efeitos dos investimentos em mercados financeiros será primordial perceber se as expectativas dos agentes económicos se mantêm ancoradas perto dos valores objetivos definidos pelos bancos centrais. Caso essas expectativas se mantenham estáveis, a inflação deverá convergir gradualmente para esse nível e a inflação terá sido transitória, pois não terá influenciado as renegociações salariais e restantes contratos de forma material. Neste aspeto, a economia norte-americana tem evidenciado pressão nos salários numa magnitude distinta da observada na Zona Euro, pelo que a inflação nos Estados Unidos pode vir a revelar-se mais duradoura do que na Europa. A Reserva Federal está a

ficar mais pressionada para reagir ao aumento de preços, mas deverá fazê-lo de forma gradual, mantendo a taxa de juro real em níveis baixos, eventualmente negativos, ao longo dos próximos meses, preservando assim o suporte à atividade económica e ao processo de redução gradual do endividamento. Essa flexibilidade foi conquistada quando admitiu que iria ficar propositadamente atrás da curva, deixando a inflação ultrapassar o seu objetivo médio, de forma a afugentar a deflação. Espera-se, contudo, que esse desvio não conduza de imediato à inflação descontrolada, e que ao longo dos próximos meses se possa observar um movimento mais suave dos preços, com o desvanecer de grande parte dos problemas de fornecimento global e dos impactos dos efeitos base das várias fases da pandemia. No médio prazo, o risco de uma inflação crescente está agora mais equilibrado em comparação com a tendência de japonização do mundo desenvolvido que se vinha a observar.

Nos próximos meses, a conjuntura económica deverá continuar a criar uma envolvimento positiva para os mercados acionistas. É expectável maior volatilidade, com correções mais frequentes e de maior magnitude, com alguma rotação setorial para atividades mais cíclicas, mas mantendo a tendência de valorização. Na componente obrigacionista, a exposição seletiva ao risco de crédito deve continuar a ser privilegiada em relação ao risco de taxa de juro.



Mário Carvalho Fernandes

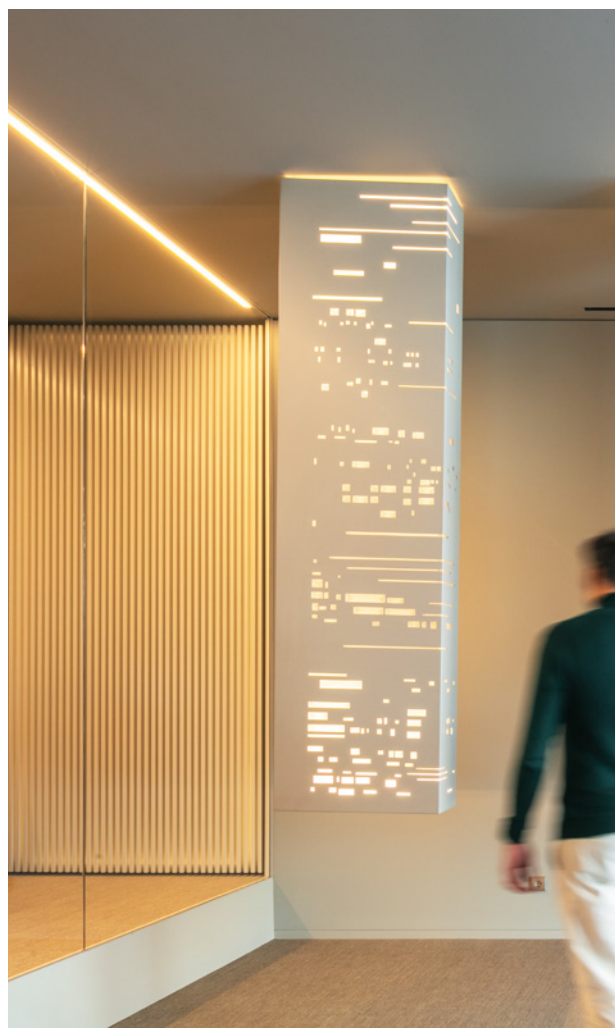
Posicionamento

Classes	Subclasses	---	—	Neutro	+	++
Liquidez	Depósitos à Ordem, Depósitos a Prazo				█	
Obrigações	<i>Investment Grade</i> Europa		█			
	<i>Investment Grade</i> EUA (EURHdg)		█			
	<i>High Yield</i> 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

A par da enérgica recuperação da crise económica de 2020 determinada pelo confinamento, o ano passado fica também marcado pelas elevadas e históricas taxas de inflação. Nos EUA, o índice de preços no consumidor (IPC), em 2021, atingiu os valores mais altos desde 1982, penalizado sobretudo pelas dificuldades nas cadeias de abastecimento e pelos custos salariais mais elevados ditados pela escassez de mão de obra. Na Alemanha, a maior economia da Zona Euro, o IPC alcançou o nível mais elevado desde 1993, impulsionado principalmente pelos consideráveis aumentos dos custos da energia, nomeadamente do gás natural e do petróleo, em grande medida pressionados pela aceleração da transição energética ditada pela política de descarbonização.

Há um consenso generalizado de que 2022 continuará a ser um ano de crescimento económico robusto a nível global, mas a um ritmo mais moderado, em consonância com a fase mais madura do ciclo. Como resultado da crescente inoculação da população, do surgimento de medicamentos inovadores e de métodos de prevenção e combate à pandemia gradualmente mais eficazes, espera-se que a economia global seja cada vez menos afetada por potenciais novos surtos de covid-19. Todavia, existem vários riscos para este cenário central para lá da pandemia, tais como riscos políticos, desde as eleições presidenciais em França às intercalares nos EUA em novembro, problemas nas cadeias de abastecimento, que tenderão a normalizar ao longo do ano, a subidas nos preços e pressões salariais, à turbulência no mercado imobiliário chinês e aos custos da energia. Espera-se que a economia seja alavancada também por planos de gastos plurianuais nas principais economias desenvolvidas, em particular o Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) na



Zona Euro e os programas de infraestruturas do presidente Joe Biden nos EUA.

Traçada pelas autoridades dos EUA como principal prioridade em 2021, a recuperação do mercado de trabalho foi uma realidade e a economia norte-americana aproximou-se do pleno emprego em dezembro, com uma taxa de desemprego de 3,9%. No entanto, o objetivo foi em parte alcançado com um preço elevado, ou seja, uma subida histórica da inflação. A Reserva Federal dos EUA (Fed) procura agora rapidamente reverter a política monetária e são esperadas, atualmente, quatro subidas de juro em 2022, de acordo com os futuros das *Fed Funds Rate* negociados na bolsa de derivados de Chicago. Powell afirmou que poderia mesmo começar a reduzir o balanço em meados do ano para travar a inflação.

A Fed estima para 2022 uma taxa de inflação medida pelo PCE de 2,6%, um crescimento económico de 4% e pleno emprego com uma taxa de desemprego de 3,5%, idêntica ao mês de fevereiro de 2020, antes do confinamento determinado pela pandemia. Em suma, o banco central dos EUA mostra-se otimista e, apesar de alguma desaceleração, ainda espera um crescimento económico robusto, caracterizado por um pleno emprego e uma considerável travagem da inflação. A evolução da política monetária ao longo do

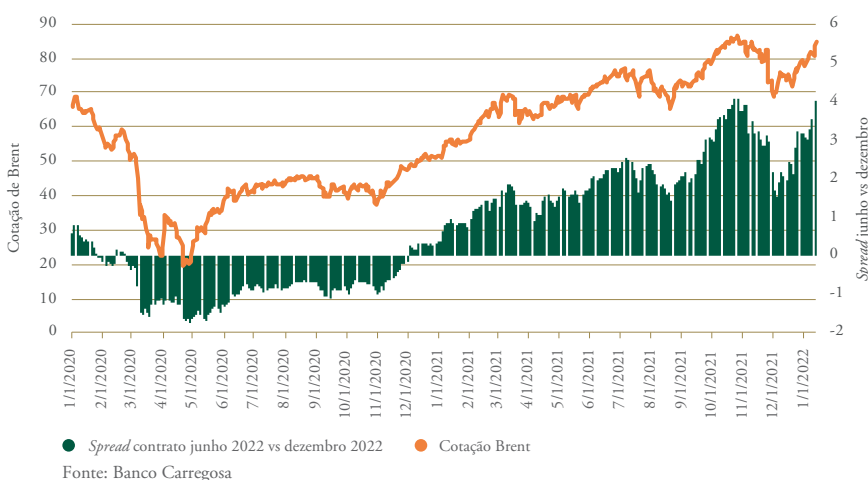
ano tentará materializar este otimismo da Fed, mas existe o risco de um abrandamento económico face a esta postura mais *hawkish*.

A crescente política de descarbonização dita a nova economia no pós-pandemia, apelidada por alguns de *decarbonomics*, e à medida que os receios da inflação continuam, um dos principais dilemas é encontrar a melhor forma de suavizar a volatilidade crescente da transição energética. É crucial resolver as lacunas entre os combustíveis fósseis e a energia limpa, ou a *greenflation* será uma realidade. A agenda global de políticas verdes para 2022 (EUA, UE, Ásia, América Latina) está repleta de eventos importantes definidos para alimentar as tendências de crescimento ESG.

Na Europa, a inflação em 2022 dependerá em grande medida dos custos da energia. A natureza intermitente das energias renováveis, tais como a eólica, a solar e a hídrica, não responde cabalmente às constantes necessidades energéticas da economia, impulsionando os custos da eletricidade e, conseqüentemente, a inflação de preços no consumidor europeu. A Comissão Europeia procura catalogar a nova geração nuclear como energia ‘verde’, mas os resultados desta decisão só serão observados no longo prazo. Quanto ao crescimento económico, o Banco Central Europeu estima um aumento de 4,5% em 2022.



Evolução da cotação e do *spread* do Brent



Na primavera de 2020, a fraca procura de petróleo determinada pelo confinamento resultou num excesso de oferta e, conseqüente, descida significativa da cotação do Brent, mais notória nos contratos para entrega imediata, fenómeno conhecido como *contango*, e que evidencia recessão económica. O corte de produção da OPEP+, as vacinas e a gradual recuperação económica em 2021 impulsionaram novamente a procura de petróleo, mas a oferta ainda limitada e a crescente política de descarbonização agravaram a escassez de petróleo. O *spread* entre os contratos de junho e dezembro, dos mais líquidos, regressaram a terreno positivo no início de 2021, ou seja, os preços mais atuais são mais elevados do que os preços futuros, realidade identificada como *backwardation*. Há dois meses, com a variante Ómicron voltaram os receios de desaceleração económica e o preço do petróleo caiu. Todavia, surge gradualmente um *backwardation* mais indesejável do que salutar, e uma das variáveis que mais tem contribuído para a subida da inflação, a cotação do petróleo, teima em continuar a fazê-lo em 2022.

2. Mercado Obrigacionista

O ano de 2021 revelou ser de transição no mercado de dívida. A inflação, que no início do ano parecia distante, acabou por se tornar elevada e mais persistente. Os dados económicos têm evidenciado sinais de recuperação, embora se perspetive que as taxas de crescimento diminuam em 2022, nomeadamente para valores médios próximos dos que existiam antes da pandemia. Os bancos centrais têm estado pressionados e anunciam a retirada de estímulos. No entanto, as novas variantes de covid-19 trouxeram mais incertezas e confinamentos, fatores que combinados configuraram um aumento da volatilidade. Em 2021, a taxa dos *bunds* subiu de -0,569% para -0,177%, e a dos *treasury* de 0,9132% para 1,51%. Quem procurou segurança, ou investimentos em dívida de *Investment Grade*, acabou por ter um retorno negativo. O nosso posicionamento para o ano de 2021 mostrou ser o mais assertivo, uma vez que privilegiamos o investimento em dívida de *High Yield* e Subordinadas do setor financeiro, que acabaram por ter um retorno positivo no ano.

Relativamente ao ano 2022, perspetivamos grandes desafios, com particular incidência no segundo semestre, altura em que a redução nos programas de compra de ativos por parte dos bancos centrais será mais notória. Espera-se uma subida das taxas de referência nas maiores economias, sendo que estas deverão atingir o seu nível de equilíbrio, resultando numa variação menor do que o que aconteceu em ciclos económicos anteriores.

Acredita-se que a inflação caia no final de 2022, à medida que

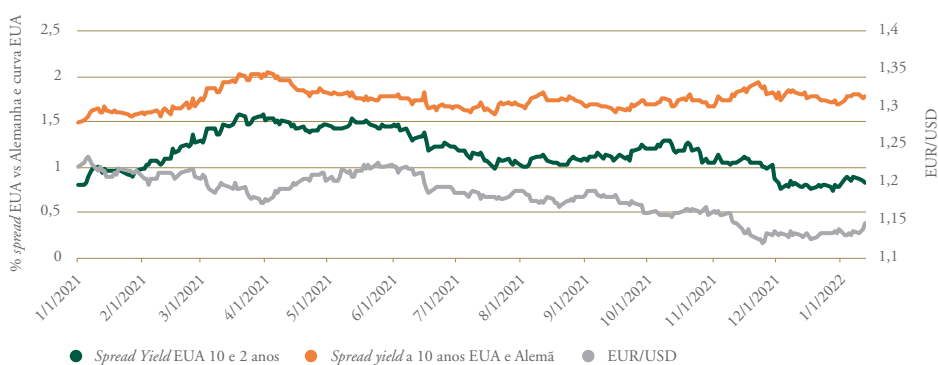
os efeitos do preço da energia e das interrupções nas cadeia de abastecimento se esvaneçam. Os bancos centrais e os governos vão tentar a transição para um crescimento económico sustentado e não inflacionista.

Apesar do movimento verificado nas taxas de juro configurar prémios de risco mais elevados, as empresas conseguiram demonstrar uma grande capacidade de adaptação e resiliência. Os níveis de liquidez acumulada estão muito acima dos valores médios registados no período 2017/2019, tanto na Europa como nos EUA, e as previsões de *default* continuam em mínimos.

A subida nas taxas deverá beneficiar o setor financeiro, melhorando as suas margens por serem os bancos os que têm uma atividade indexada às mesmas. Na dívida financeira, vamos manter o nosso posicionamento, tanto em dívida subordinada, como em *CoCos*, por terem os cupões mais elevados e serem capazes de absorver melhor a volatilidade crescente.

De igual modo, será mantido o posicionamento em *High Yield*, pois as empresas que sobreviveram, apresentam balanços mais resilientes e vão continuar a beneficiar de uma política acomodatória, bem como do contínuo suporte às PME. As agências de *rating* avaliam em 23 mil milhões de euros as empresas com potencial de subirem na escala de *rating*, resultando numa apreciação do preço. Privilegiamos maturidades até 5 anos e a seleção de cada emitente torna-se igualmente importante.

Curva Rendimentos EUA, *Spread* EUA vs Alemanha e EUR/USD



Fonte: Banco Carregosa

A inclinação da curva de rendimentos norte-americana, medida pelo *spread* entre os 10 e os 2 anos, acelerou no primeiro trimestre do ano passado impulsionada pela robusta retoma económica dos EUA. Nesse período, o dólar valorizou 5% face ao euro, refletindo a fase mais madura do ciclo económico nos EUA em relação à Zona Euro, espelhada no aumento do *spread* entre os EUA e a Alemanha. Todavia, desde o início do segundo trimestre de 2021 a inclinação da curva de rendimentos nos EUA tem diminuído gradualmente e a horizontalidade acelerou nos últimos três meses, mais pela subida dos 2 anos, refletindo o encerramento do programa de compras pandémicas da Fed e a expectativa de várias subidas de taxas ao longo de 2022. No entanto, a subida mais lenta da *yield* a 10 anos e a menor inclinação da curva antecipam alguns receios dos investidores de que o aumento dos juros pela Fed penalize o crescimento económico.

3. Perspetivas para *Equities*

O ano de 2021 foi frutuoso para os mercados acionistas, com quase todos os índices a terminarem com rentabilidades positivas *double digit*. As exceções foram os mercados emergentes, nomeadamente a China e o Brasil.

À mudança de discurso da Fed sobre a inflação, ao passar de temporária a persistente, a reação nos mercados foi imediata. Desde o

final de novembro, as empresas *growth* puras tiveram, e continuam a ter, uma *underperformance* face ao mercado, e sobretudo face às empresas de 'qualidade'. As FAAMG obtiveram um retorno conjunto de 37% em 2021 e a sua *performance* foi pouco afetada no último mês, face às outras tecnológicas de cariz mais 'agressivo' - muitas delas ainda sem lucros.

O mercado acionista continua caro em termos absolutos, mas atractivo relativamente a outras classes de ativos, especialmente a Europa face aos EUA. O desconto entre Europa e EUA está ao nível da Grande Recessão de 2009 e é o mais elevado desde os anos 90.

Historicamente, a política monetária tem sido um dos motores para a *performance* dos mercados financeiros, particularmente após a crise de 2008/09. A recessão ditada pela pandemia de covid-19 impulsionou os balanços dos principais bancos centrais em mais de 10 biliões de dólares, permitindo a maior recuperação no mercado acionista dos últimos 45 anos. Com a reversão da política monetária, as ações precisam de um novo motor: a trajetória dos lucros será o principal catalisador a determinar o comportamento nos mercados.

2022 começa com algumas incertezas: disrupções nas cadeias de fornecimento, preocupações relativas à inflação, pressões salariais, adoção de uma postura mais contracionista da política monetária nos EUA e políticas de combate à covid-19.

Apesar destas ‘nuvens’, as condições parecem estar alinhadas para mais um ano de crescimento global, suportado por políticas fiscais (investimentos verdes e em infraestruturas) e o excesso de poupanças das famílias que possa ser convertido em mais consumo. Do lado das empresas, também há excesso de *cash* e *stocks* baixos,

pelo que investimentos mais elevados parecem ser realistas e necessários.

Embora possa haver pressão sobre as margens, sobretudo nas empresas que não conseguirem passar o aumento de custos aos seus consumidores, a expectativa de aumento de lucros *high single digit* parece-nos possível para 2022.

A maior volatilidade, causada pela mudança de política monetária, servirá como oportunidade de compra, embora a seleção seja chave: empresas com bons balanços, geradoras de *cash flows*, rentáveis e com crescimento, baixa intensidade laboral e com *pricing power*, conjugadas com alguns setores cíclicos.

Mantemos a ‘sobreponderação’ à tecnologia, juntando a indústria e os materiais (verdes), assim como o turismo, agora que a gravidade da variante Ómicron parece estar a dissipar-se. Continuamos afastados dos setores mais *value* como energia, banca tradicional e automóvel, e juntamos o consumo corrente a esta categoria (por ser considerado um *bond proxy* e vulnerável a subidas de taxas).

Em termos geográficos, mantemos a preferência à Zona Euro face aos EUA. Continuamos a olhar com prudência para os mercados emergentes e China, em particular, assim como para o Reino Unido, onde subsistem problemas de abastecimento e já houve uma primeira subida de taxa.

Evolução nos últimos 3 meses

	30-set	31-out	30-nov	31-dez	Últimos 3 meses	Último mês (dez)
Ações						
SP 500	4 307,54	4 605,38	4 567,00	4 766,18	10,65%	4,36%
Nasdaq 100	14 689,62	15 850,47	16 135,92	16 320,08	11,10%	1,14%
DAX 40	15 260,69	15 688,77	15 100,13	15 884,86	4,09%	5,20%
Stoxx 600	454,81	475,51	462,96	487,80	7,25%	5,37%
Nikkei 225	29 452,66	28 892,69	27 821,76	28 791,71	-2,24%	3,49%
Shanghai Composite	3 568,17	3 547,34	3 563,89	3 639,78	2,01%	2,13%
MSCI World	3 006,60	3 174,73	3 101,80	3 231,73	7,49%	4,19%
MSCI Emergentes	1 253,10	1 264,75	1 212,42	1 232,01	-1,68%	1,62%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	1,49%	1,55%	1,44%	1,51%	2,3 pb	6,6 pb
Yield Bund 10 yr	-0,20%	-0,11%	-0,35%	-0,18%	2,2 pb	17,2 pb
Yield OT Portugal 10 yr	0,36%	0,52%	0,33%	0,47%	11,0 pb	13,5 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	0,13%	0,13%	0,17%	0,21%	7,9 pb	3,6 pb
Libor EUR 3 meses	-0,56%	-0,56%	-0,60%	-0,58%	-1,7 pb	1,8 pb
Libor JPY 3 meses	0,08%	0,23%	0,09%	0,26%	18,0 pb	16,8 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1580	1,1558	1,1338	1,1370	-1,81%	0,28%
EUR/GBP	0,8593	0,8446	0,8525	0,8413	-2,09%	-1,31%
Matérias-Primas						
Brent	76,06	81,43	68,88	77,78	2,26%	12,92%
WTI	73,59	79,98	65,85	75,21	2,20%	14,21%
Ouro	1 756,95	1 783,38	1 774,52	1 829,20	4,11%	3,08%

4. Perspetivas para Alternativos

A nossa visão positiva sobre as matérias-primas para o trimestre anterior materializou-se e continuamos a ver a manutenção das mesmas condições de suporte para estes ativos. Especificamente na energia, consideramos que o desequilíbrio entre uma oferta inferior à procura irá permanecer. Tal deve-se à ausência de CAPEX das empresas de *oil & gas* nos últimos anos, devido à transição energética, a par da destruição de capital com o *shale oil*. Desta forma, há o risco de o preço da energia continuar a pressionar a inflação num horizonte de curto a médio prazo.

Devido à atual pressão inflacionista, os bancos centrais (em especial a Reserva Federal) têm mudado o seu tom para assumirem uma postura mais restritiva da sua política. Assim, os metais preciosos veem reduzida a sua oportunidade num horizonte mais próximo. Todavia, a longo prazo, acreditamos que a necessidade de depreciar

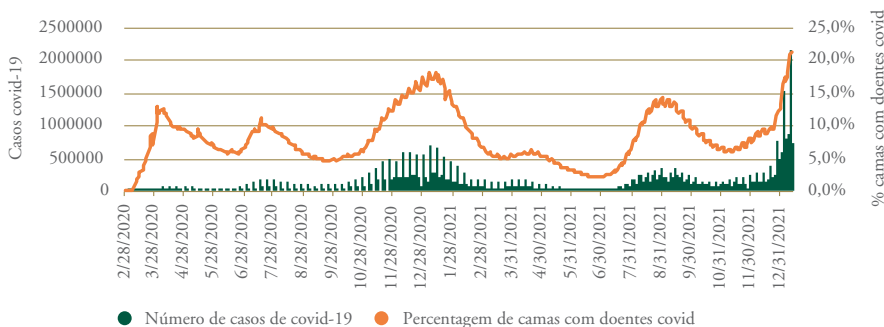
a moeda como forma de reduzir o peso real da dívida nas economias desenvolvidas será benéfica para o ouro.

O atual contexto é rico de correntes e contracorrentes que poderão levar a erros na política monetária e fiscal (tanto em economias desenvolvidas como emergentes), elevando a ansiedade nos mercados (leia-se volatilidade). É um contexto particularmente interessante para estratégias de Retorno Absoluto (nomeadamente *macro, long/short, event driven*). Consideramos que a inclusão/reforço nos portfólios deste tipo de estratégias poderá ser útil para redução de volatilidade, de correlações e, conseqüentemente, menor *drawdown*.

Como conclusão, mantemos interesse em títulos com exposição a ativos reais: REITS (*Real Estate Investment Trust Securities*), infraestruturas e ações de empresas do setor energético (*oil & gas*).



Evolução da covid-19 nos EUA



Fonte: Banco Carregosa

As infeções de covid-19 estão em máximos nos EUA e na Europa e ameaçam a recuperação económica com o agravamento das restrições. Atualmente, nos EUA os casos diários de covid-19 são muito superiores aos do inverno do ano passado, mas cerca de 62% da população norte-americana está inoculada, há um ano os vacinados eram menos de 5%, o que permite reduzir a gravidade da doença. Apesar de 21,5% do número de camas nos hospitais norte-americanos estarem ocupadas por doentes covid-19, máximos de sempre, estes valores são apenas 3 pontos percentuais acima dos valores máximos de há um ano, e permitem acalentar um relativo otimismo e esperança quanto à eficácia das vacinas, aos reforços, aos novos medicamentos e às práticas eficientes na gestão atual e futura da covid-19.



Mod0587V01_BC_PT_01-22

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

2022 © 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 possui carácter 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.”