



EST. 1833

BANCO
CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Outono

4º Trimestre | 2020

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Num ano marcado pelo insólito, aguarda-nos um quarto trimestre que promete ser pleno de eventos. Nos próximos 3 meses deveremos assistir à eleição de um novo presidente dos Estados Unidos da América (EUA), à autorização para as primeiras vacinas, à maior capacidade de realização de testes rápidos, à concretização do *Brexit* e à aprovação final do plano de recuperação europeu (PRE). Mas, como sempre, o mais relevante será o tipo de evento com capacidade de surpreender.

Decorridos mais de 6 meses desde que foi decretada a pandemia pela Organização Mundial de Saúde a 11 de março, continuamos a aprender a lidar com a Covid-19. É expectável que a pandemia continuará a moldar os aspetos quotidianos da humanidade, pelo menos ao longo dos próximos meses.

Estima-se que teremos acesso a melhor capacidade de prevenção, deteção e tratamento. Por outro lado, a imunidade de grupo parece mais afastada, à medida que se vão conhecendo casos de reinfeção. Tal como sempre aconteceu ao longo dos séculos, a humanidade terá que se adaptar às circunstâncias e preparar o futuro, onde residem novas ameaças.

No início do ano, o *Global Risk Report* atribuía uma baixa probabilidade de concretização à hipótese de uma pandemia. A realidade veio demonstrar o contrário, pelo que as mentalidades despertaram para outros riscos no horizonte, que merecem maior prevenção, nomeadamente aqueles resultantes das alterações climáticas. O combate a estas ameaças promete revelar interessantes oportunidades de investimento, pelas modificações estruturais que vão impor às economias. Neste âmbito, o PRE promete suportar uma economia mais verde, com a redução das emissões de carbono através da adoção crescente de veículos elétricos, da maior eficiência energética dos parques habitacionais, do apoio ao desenvolvimento das ferrovias e da implantação da rede 5G, com a consequente digitalização da economia.

Os impactos da pandemia não estão a ser transversais a todos os setores. As atividades industriais têm-se mostrado mais resilientes do que as dos serviços, que revelam as dificuldades dos setores relacionados com as atividades fora

de casa. Por outro lado, os estímulos fiscais anunciados não deverão chegar a todas as economias em simultâneo.

Na Europa, enquanto que alguns países dependem do financiamento via orçamento europeu, que só estará disponível em 2021, outros já implementaram medidas no início do segundo semestre de 2020, que deverão gradualmente acelerar a sua tração até à completa implementação do PRE. Nos EUA, as eleições presidenciais podem constituir um entrave à aprovação da extensão integral das medidas inicialmente adotadas, pelo que se poderá assistir neste trimestre a uma disparidade na evolução económica dos dois blocos.

Ao nível global, as economias mais expostas à indústria e tecnologia devem apresentar maior dinamismo. A economia alemã surge bem colocada para beneficiar das dinâmicas atuais. O forte pendor industrial, a procura externa da salutar economia chinesa, o músculo financeiro do seu governo, que tem capacidade de se financiar a taxas negativas, e as iniciativas europeias são fortes catalisadores para enfrentar as dificuldades resultantes da pandemia.

As alterações estruturais em curso estão a criar novos vencedores e perdedores. Será de máxima importância continuar a monitorizar de perto as dinâmicas no mercado, de forma a maximizar as exposições aos temas sobreviventes e vencedores.



Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

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

1. Análise Macroeconómica



A inflação mantém-se persistentemente abaixo das metas dos principais bancos centrais das economias desenvolvidas, apesar de mais de uma década de estímulos para reanimá-la. Em agosto, aquando do simpósio anual em Jackson Hole, Jerome Powell, presidente da Reserva Federal dos EUA (FED), anunciou uma nova abordagem para a inflação que pode manter as taxas mais baixas por mais tempo, e significa que o banco central estará mais inclinado a permitir que a inflação ultrapasse o objetivo dos 2% antes de aumentar as taxas de juros. A FED tem como principais objetivos o pleno emprego e a estabilidade de preços, e Powell alterou, no final de agosto, o seu *bias* para uma política mais focada na recuperação do emprego, descurando temporariamente o objetivo da inflação, através de uma política monetária ainda mais expansionista capaz de reinflacionar a economia e criar mais emprego, numa alusão à curva de Philips.

O nível de globalização, as expectativas para inflação, as metas dos bancos centrais, as alterações demográficas (nomeadamente, o crescente peso da população idosa na população ativa nas economias desenvolvidas), os avanços tecnológicos e as mudanças nas relações laborais têm uma significativa influência no Índice de Preços. Inflação zero já não é apenas apanágio da economia nipónica, mas estende-se a todo o mundo desenvolvido, mais vincadamente na Alemanha, numa fase muito semelhante ao Japão. Um japonês com menos de 40 anos nunca conheceu níveis de inflação acima de 0.5%, o seu “normal” é inexistência de inflação.

Estudos académicos e evidências empíricas, como a equação de Fisher e a hipótese “neo-fisheriana”, o paradoxo de Gibson e a armadilha da liquidez, tentam justificar a baixa inflação persistente.

Os pedidos de emprego semanais nos EUA continuam acima dos 800 mil, significativamente afastados dos 400 mil que, teoricamente, marcam e diferenciam uma economia norte-americana em expansão ou contração. Em setembro, a taxa de desemprego nos EUA quedou-se pelos 7.9%, consideravelmente acima do pleno emprego, justificando a política adotada pela FED.

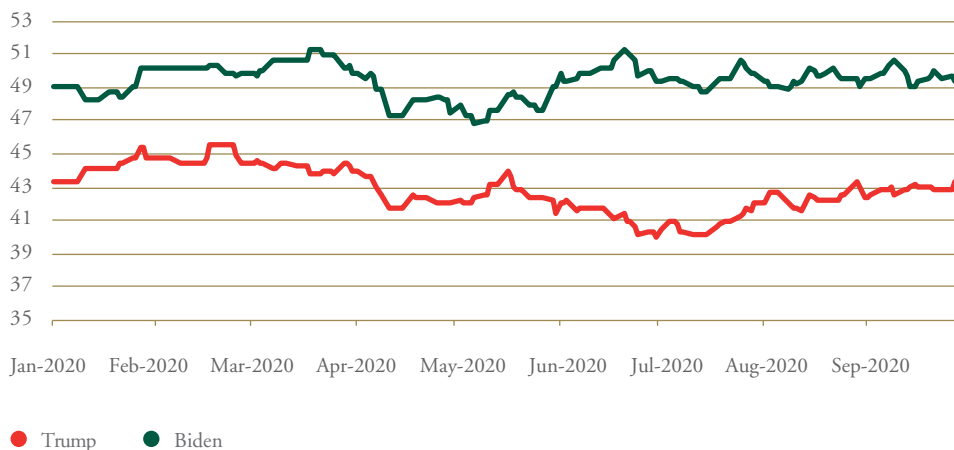
As principais economias europeias, e devido ao agudizar de uma segunda vaga no final do trimestre, espelham um desempenho mais fraco do que seria de esperar. O índice Harmonizado de Preços no Consumidor na Alemanha, em setembro, foi o mais baixo desde 2015, nos -0.4%, refletindo a desaceleração do principal motor da economia europeia.

A Europa e, especialmente, os EUA aguardam, assim, por novos estímulos orçamentais, para mitigarem os danos causados pela pandemia e impulsionarem a economia.

A China, até ao momento, tem conseguido contornar uma segunda vaga, facto que permite uma recuperação em “V”, com a maioria dos setores em níveis pré-covid. A retoma das economias europeias e norte-americana é mais lenta, consequência em parte das restrições ditadas pela continuação da pandemia, e o formato da recuperação poderá ser idêntico ao símbolo da “NIKE”, queda significativa e lento restabelecimento, ou mesmo em “W”, com uma nova queda do crescimento económico. Em boa verdade, a evolução da economia desde o início da pandemia tem sido em “K”, os setores tecnológicos aceleram, em virtude da Quarta Revolução Industrial espelhada no crescente fenómeno do teletrabalho, enquanto outros setores estagnam, nomeadamente o turismo, restauração e viagens, que permanecerão penalizados enquanto não existirem teste rápidos ou uma vacina.



Sondagens Eleições EUA - *Real Politics*



Desde o início do ano, as sondagens mostram que Joe Biden manteve uma vantagem significativa sobre Donald Trump. Biden já tinha uma vantagem considerável sobre o presidente incumbente mesmo quando ainda não era o favorito para ganhar a indicação democrata, em janeiro e fevereiro. A pandemia acabou por penalizar ainda mais Trump em virtude da queda da economia, apenas comparável à contração na Grande Depressão há mais de 80 anos, e significativo aumento do desemprego nos EUA.

2. Mercado Obrigacionista

Vivemos momentos inéditos devido à Covid-19 que têm levado a constantes intervenções por parte dos bancos centrais, tendo como principais objetivos fomentar o crescimento, a inflação e suportar uma economia mundial em abrandamento. Para além dos programas em curso, os próprios países também têm sido chamados a aplicar medidas fiscais e de liquidez para sustentarem a economia. Vários têm correspondido. A França, por exemplo, aprovou empréstimos com garantias no valor de 315 mil milhões de euros, um pacote de estímulos de 225 mil milhões de euros e um adiamento no pagamento de impostos no valor de 35 mil milhões de euros. É certo que iremos ter, este ano, o maior aumento de sempre dos rácios de dívida sobre o PIB, sendo que o FMI estima um aumento em cerca de 21%, estando a dívida perto de superar o PIB mundial pela primeira vez.

O poder dos bancos centrais, e em especial do BCE, é tão grande que estes podem impedir que as taxas subam por um longo período de tempo. O atual Programa de Compra de Emergência Pandémica, no valor de 1,35 biliões de euros, irá terminar em junho de 2021, mas os reinvestimentos do mesmo irão durar até, pelo menos, final de 2022. No entanto, o atual excesso de liquidez não chega todo à economia real. Os bancos

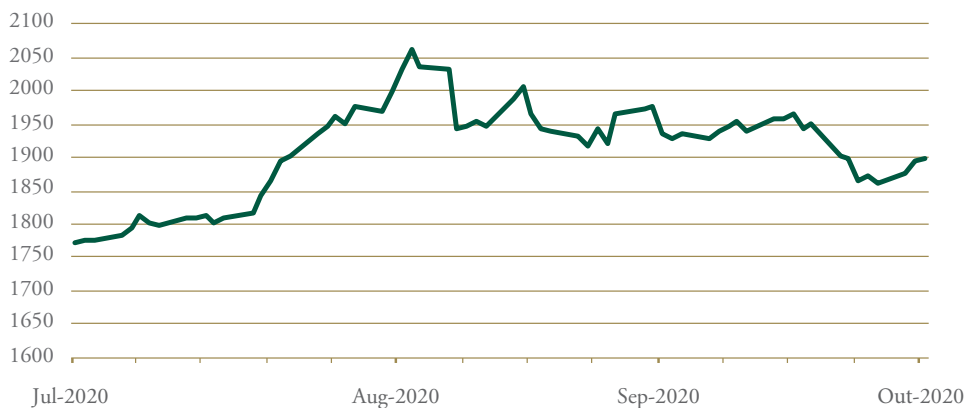
têm alguma relutância em emprestar e permitir que essa liquidez alcance os agentes económicos, sendo que se a mesma não chega à economia real, logo terá de ser reinvestida.

Estes fatores combinados acabam por suportar o mercado de crédito e é algo que vemos espelhado nas emissões de mercado primário, onde a procura tem excedido a oferta. Já o mercado secundário, acaba por ter um movimento semelhante, pelo que não é surpresa estarmos a assistir a novos mínimos nas taxas de financiamento dos países soberanos, em particular na periferia da Europa.

Esta combinação de fatores irá continuar a suportar o mercado de dívida, não sendo, no entanto, impossível evitar *defaults*, especialmente nos setores que estão a ser mais afetados pela pandemia.

O aumento repentino das taxas de juro seria neste momento o maior risco para o mercado de dívida. A nível de posicionamento, existem oportunidades em obrigações *high-yield (HY)* de preferência com *calls* curtas e nos *green bonds*, que também têm tido muita procura, suportados pelos investimentos temáticos e pelas políticas dos bancos centrais que apostam num mundo cada vez mais ecológico.

Cotação do ouro (onça/dólares)



O ouro registou máximos históricos no início de agosto, acima dos 2000 dólares a onça, refletindo a crescente atratividade relativa do metal amarelo, que não gera rendimento, em relação às principais moedas fiduciárias que têm, atualmente, taxas de juro à volta de zero. A cotação do ouro corrigiu na segunda metade do trimestre, em parte resultado de um *profit taking* e da valorização do dólar associada à correção dos mercados acionistas e à consequente preferência por liquidez.

3. Perspetivas para Equities

Os riscos mais importantes para as ações nos próximos 3 meses são, muito provavelmente, o intensificar da segunda vaga de Covid-19 e a incerteza em torno das eleições nos EUA. A crescente incerteza à volta da maior regulação e politização das gigantes tecnológicas, também tem sido um tema pertinente nos mercados.

De facto, não podemos negar que há fortes pressões no setor tecnológico, principalmente vindas das autoridades americanas, mas também da Europa. O recente relatório publicado pelo Subcomité Antitrust nos EUA, concluiu, após meses de investigação, que empresas como a Google, Apple, Amazon e Facebook gozam de um poder monopolístico e recomenda a

separação de algumas plataformas online, com a justificação de que a mesma entidade não deve controlar e concorrer no mesmo negócio. As empresas mais expostas reagiram discordando com as conclusões daquele relatório, alegando que competem justamente, embora admitindo que um escrutínio é necessário.

Acreditamos, contudo, que as consequências materiais de curto prazo sobre as empresas tecnológicas serão poucas. Convém lembrar que estas foram as empresas mais resilientes no contexto recente da crise Covid-19, mostrando serem verdadeiros casos de sucesso, em termos de execução financeira e operacional, sendo os pilares do ‘novo normal’ pós pandemia. Estamos conscientes, no entanto, da necessidade de um maior escrutínio e regulação destes grandes impérios no médio e longo prazo, aspeto que continuaremos a monitorar.

Em termos de performance no 3º trimestre, vários índices bolsistas, sobretudo nos EUA, atingiram máximos históricos no início de setembro, revertendo totalmente esta tendência até ao final do mês. Em termos setoriais, continuamos a verificar uma resiliência do setor tecnológico, embora setores cíclicos como viagens, consumo discricionário, materiais e indústria se tenham comportado muito bem no trimestre. Os principais *lagers* continuaram a ser o setor da energia e o da banca.

As avaliações das empresas no mercado acionista continuam altas em termos absolutos, embora pareçam mais razoáveis se comparadas com as *yields* das obrigações. O *gap* entre *value* e *growth* também nunca foi tão díspar, alimentado pelas baixas taxas de juro.

Os próximos meses serão marcados pela incerteza em torno das eleições americanas, pelo que a volatilidade deverá permanecer elevada. Outra variável a monitorar é o otimismo em torno de uma possível vacina, o que dará um *boost* aos setores mais *value*, que têm estado atrasados em termos de performance (principalmente *Travel/Leisure*).

Mantemos a preferência por empresas de qualidade, embora tenhamos aumentado o apetite por setores um pouco mais cíclicos. O nosso posicionamento é de sobre ponderação nas tecnológicas *midcaps*, consumo discricionário e materiais, passando os setores da saúde e consumo corrente para neutral. Continuamos a preferir mantermo-nos afastados da banca, *oil & gas* e do setor automóvel. Passámos os EUA e a Suíça para neutral, para nos sobrepormos à Europa. Os mercados emergentes (exceto China) continuam a representar um território incerto e preferimos não estar expostos.

Evolução nos últimos 3 meses

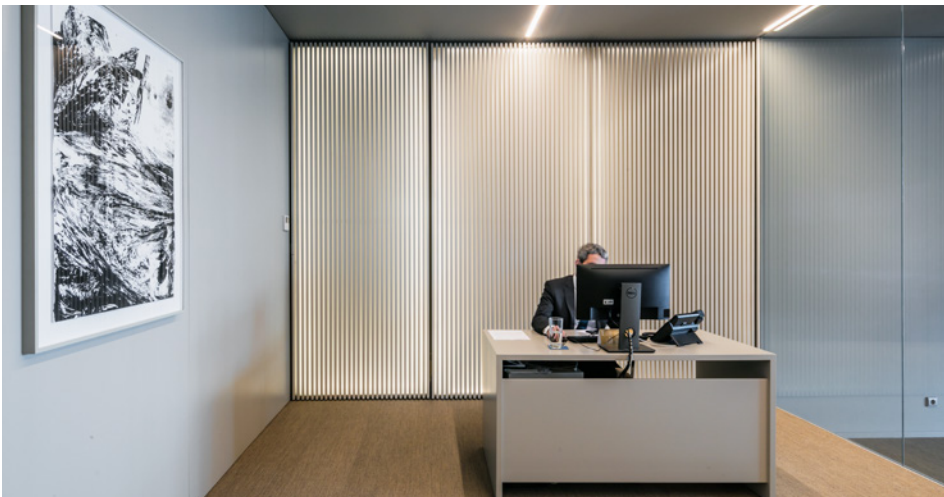
	30-Jun	31-Aug	30-Sep	Últimos 3 meses	Último mês (Set)
Ações					
SP500	3 100,29	3 500,31	3 363,00	8,47%	-3,92%
Nasdaq 100	10 156,85	12 110,70	11 418,06	12,42%	-5,72%
DAX30	12 310,93	12 945,38	12 760,73	3,65%	-1,43%
Stoxx600	360,34	366,51	361,09	0,21%	-1,48%
Nikkei225	22 288,14	23 139,76	23 185,12	4,02%	0,20%
Shanghai Composite	2 984,67	3 395,68	3 218,05	7,82%	-5,23%
MSCI World	2 201,79	2 455,51	2 367,27	7,52%	-3,59%
MSCI Emergentes	995,10	1 101,50	1 082,00	8,73%	-1,77%
Taxas juro longo prazo					
Yield Treasury 10 yr	0,66%	0,70%	0,68%	2,8 pb	-2,1 pb
Yield Bund 10 yr	-0,45%	-0,40%	-0,52%	-6,8 pb	-12,5 pb
Yield OT portuguesa 10 yr	0,48%	0,42%	0,26%	-21,3 pb	-15,9 pb
Taxas de juro curto prazo					
Libor USD 3 meses	0,30%	0,24%	0,23%	-6,8 pb	-0,7 pb
Libor EUR 3 meses	-0,42%	-0,51%	-0,52%	-9,8 pb	-1,1 pb
Libor JPY 3 meses	-0,05%	-0,06%	-0,10%	-5,7 pb	-4,6 pb
Cambial					
EUR/USD	1,1234	1,1936	1,1721	4,34%	-1,80%
EUR/GBP	0,9059	0,8928	0,9072	0,14%	1,60%
Matérias-Primas					
Brent	41,76	45,66	42,30	1,29%	-7,36%
WTI	39,58	42,90	40,22	1,62%	-6,25%
Ouro	1 780,96	1 967,80	1 885,82	5,89%	-4,17%

4. Perspetivas para Alternativos

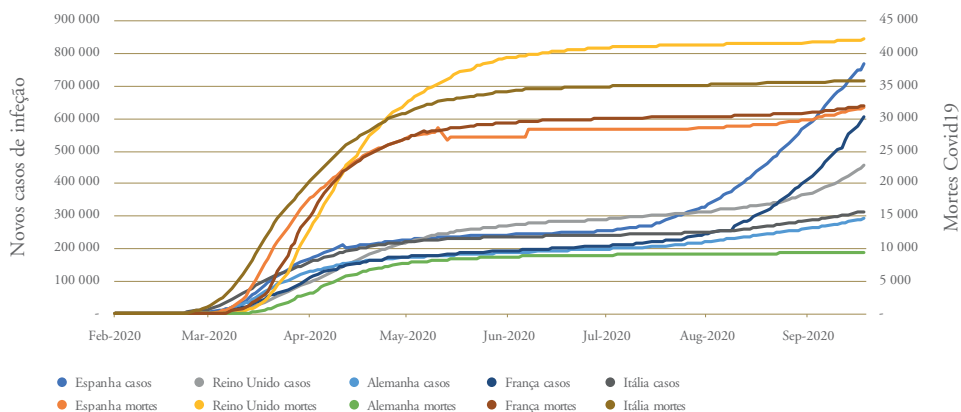
As atuais condições económicas continuam a providenciar um contexto favorável a metais preciosos (nomeadamente ouro). O recente discurso da Reserva Federal dos EUA (FED) ao reinterpretar o seu mandato, mostrou um novo posicionamento em relação ao controlo da inflação. Até então, pretendia-se que a inflação estivesse perto dos 2% anuais, mas preferencialmente abaixo. Agora, assume-se que o objetivo de 2% é uma média. Portanto, poderemos ter períodos em que a FED esteja confortável com a inflação acima de 2%, uma vez que no passado recente a inflação tem estado sistematicamente abaixo do desejado. Sabendo que as *yields* das obrigações de elevada qualidade rondam os 0%, e valores negativos na Zona Euro, estas acabam por ver reduzida a sua capacidade para absorver choques num portfólio de ativos. Desta forma, a comparação do ouro com as obrigações de elevada qualidade torna-o num ativo apetecível: é escasso *versus* moedas fiduciárias,

que têm visto a sua massa monetária aumentar, também não paga cupões e não tem qualquer risco de crédito.

Atualmente, a estratégia que a política fiscal e monetária estão a promover é de criar um cenário reflacionista. O *stock* de dívida global atual é muito elevado e a sua resolução passa por elevar a inflação para valores ligeiramente acima das taxas de juro. Desta forma, o valor da dívida irá depreciar à medida que o tempo passa. Uma vez que o cenário alternativo da austeridade já foi tentado na Europa e criou profundas tensões na sociedade, torna-se necessário experimentar outra via e, deste modo, parecem reunidas as condições, tendo o surto de Covid-19 servido como catalisador, para se fomentar a reflução. Estamos, assim, perante um contexto desfavorável para as obrigações e favorável para o ouro.



Evolução de novos casos e número de mortes na Europa - Covid19



A segunda vaga no final do verão efetivou-se, e está a tornar-se mais penalizadora para a Europa a partir do último mês do terceiro trimestre. O reverter das medidas de alívio das restrições e o regresso de um maior distanciamento social na Europa, ditado pela segunda vaga, está a debilitar a recuperação económica no continente. Todavia, a maioria dos novos casos de infeção têm sido em faixas etárias mais jovens, corroborado pelo número de vítimas mortais significativamente mais baixo do que em março e abril, aquando do pico da primeira vaga.



Mod0587V01_BC_PT_10-20

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

2020 © 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.”