EST. 1833
BANCO CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Outono

4º Trimestre | 2021

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

O ano de 2021 tem sido generoso para os investidores dos mercados acionistas, em particular nas economias desenvolvidas. O MSCI *World* valorizou durante 7 meses consecutivos entre fevereiro e agosto, terminando o mês de setembro com uma valorização no ano superior a 11%. Os próximos meses devem revelar um mercado mais bidirecional, com maior volatilidade, mas com uma tendência que se deverá manter positiva.

As fortes medidas fiscais e monetárias implementadas em reação à pandemia permitiram uma recuperação acelerada do ciclo económico e conferiram maior visibilidade face ao futuro mais próximo. Simultaneamente, estas medidas podem ter contribuído para o acumular de efeitos indesejados no que diz respeito ao bom funcionamento do sistema económico, interferindo com a afetação de recursos que poderá ter sido afastada do ponto ótimo. A dimensão e durabilidade desses desequilíbrios são atualmente uma das principais incertezas com a qual os investidores têm que lidar.
Os estrangulamentos na cadeia de produção observados em alguns setores de atividade como o dos semicondutores, automóveis e transporte marítimo por contentor mereciam já alguma atenção. Contudo, um desequilíbrio no mercado energético terá efeitos mais nocivos para a economia, pois terá um impacto mais transversal e possivelmente mais duradouro nas expectativas de inflação.

Os próximos meses serão marcados pela redução dos estímulos dos bancos centrais. Nas economias desenvolvidas, os bancos centrais da Noruega e da Nova Zelândia já iniciaram o movimento de subida nas suas taxas de juro de referência. A Reserva Federal deverá iniciar a redução do ritmo de compras de ativos ainda este ano. Os mercados acionistas devem conseguir suportar estas medidas menos acomodatícias se estas decisões forem justificadas pela recuperação da atividade económica, pelo aumento do emprego e da produtividade. Contudo, caso a motivação resulte da necessidade de controlar algum surto inflacionista mais duradouro, mesmo na ausência de aceleração do crescimento económico, os impactos podem ser mais penalizadores para os níveis de avaliação dos ativos financeiros.

Os indicadores extraídos do mercado, os *surveys* às famílias e o discurso dos principais bancos centrais apontam para que o episódio inflacionista seja transitório e as expetativas de inflação se encontrem ancoradas. Também nos posicionamos nessa perspetiva, mas identificamos a crise energética como um risco que merece ser acompanhado.

Com a redução gradual dos estímulos monetários espera-se um aumento da volatilidade do mercado, sem que seja colocada em causa a tendência positiva. Reforça-se a necessidade de que os investidores tenham uma exposição ao risco adequada ao seu perfil, horizonte temporal e objetivo de investimento para navegar os próximos meses plenamente confortáveis com as oscilações, sem que sejam impelidos a tomar decisões toldadas pelo regresso do mercado bidirecional.

As condições macro podem continuar a ser favoráveis a alguma rotação setorial para setores mais cíclicos e *value*, como matérias-primas e energia. O investimento em ativos reais, como imobiliário e infraestruturas, podem ser uma alternativa para proteger os patrimónios face ao cenário de alguma pressão inflacionista.

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 crescimento económico global abrandou nos últimos meses, mas a inflação permanece ancorada. Apesar da gradual diminuição dos efeitos de base, crescem as dificuldades do lado da oferta que ameaçam tornar a inflação mais persistente do que o previsto. Atualmente, as adversidades que mais impactam a oferta são os crescentes preços da energia, das matérias-primas, e a falta de *chips*. Várias construtoras de automóveis, um dos setores mais penalizados pela falta de semicondutores, referem que a escassez estará colmatada em meados do próximo ano, e a Fitch adianta que em 2023 poderá existir mesmo excesso de *chips*. Os preços das matérias-primas e dos bens agrícolas tenderão a estabilizar à medida que o mercado se reequilibra. A oferta tem aumentado gradualmente com o reforço da capacidade instalada, aumento da área agrícola para cultivo e um crescente incremento na extração de metais, enquanto que a procura tende a desacelerar após o forte ímpeto pós pandemia.

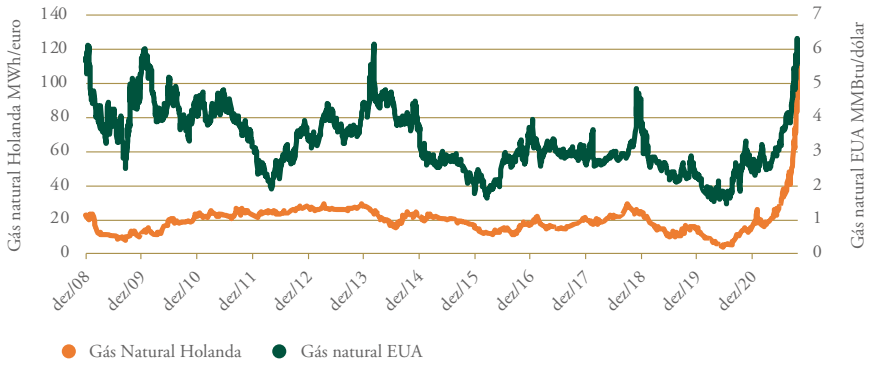
O preço do petróleo cota junto aos 80 dólares por barril, ainda pressionado pela reabertura das economias e pela oferta limitada. Os países da OPEP+ repõem gradualmente os seus cortes realizados na primavera do ano passado, mas ainda faltam no mercado quase 6 milhões de barris diários. Há escassez de gás natural, por vezes um subproduto da extração de petróleo, e no *mix* da produção de energia elétrica, o gás pesa cada vez mais para suprir a redução de carvão por imperativos ambientais e a produção instável das energias renováveis, nomeadamente solar e eólica. Putin reforçará a oferta de gás à Europa, o que aliviará a subida do preço da eletricidade, ainda assim penalizada pelo aumento dos preços das licenças de emissão de carbono. Nos EUA, os preços da eletricidade têm subido menos que na Europa.

Provavelmente, os preços da energia tenderão a abrandar no próximo ano. A escassez de energia é resultado, em parte, da emergência ambiental. Assim, a probabilidade de estagflação no curto prazo é baixa e as economias avançadas têm hoje mais meios para debelá-la, ao contrário da década de 1970. Todavia, apesar de um possível controlo da inflação em 2022, a oferta de dinheiro tenderá a diminuir e a Reserva Federal dos EUA (Fed) poderá iniciar a sua redução de compra de ativos já em novembro. O relatório do emprego dos EUA de setembro revelou uma queda da taxa de desemprego para 4,8%, número idêntico ao estimado pela Fed para 2021, e apesar de os postos de trabalhos criados terem sido apenas de 194 mil, o *cutoff* dos dados é 12 de setembro pelo que a recolha de informação coincidiu com o pico da última vaga pandémica nos EUA.

As dificuldades da promotora imobiliária chinesa Evergrande espelham algumas fragilidades deste setor na segunda maior economia do mundo. Algumas famílias chinesas compraram casa em fase de construção e muitos empreendimentos estão inacabados. Falências em cadeia poderão tomar proporções indesejáveis. Porém, as autoridades chinesas conhecem o problema há anos e dispõem de ferramentas capazes de mitigá-lo. Xi Jinping referiu em 2017 que as casas são para morar e não para especular. A crescente regulamentação das autoridades chinesas resultará em menor liberdade e, talvez, menos crescimento económico e poderá culminar numa desaceleração do crescimento global. Atualmente, a China prefere ter menos PIB, mas mais controlo para corrigir desigualdades sociais.

A controvérsia à volta do teto da dívida norte-americana, aparentemente, é um risco administrável e poderá, em última instância, ser ultrapassado com recurso à reconciliação orçamental. Os democratas conseguem aprovar uma suspensão ou aumento do limite de dívida no Senado com maioria simples de 51 votos. Todavia, esta medida poderá bloquear, em parte, o pacote de 3,5 biliões de dólares do plano Biden para o reforço da segurança social. A mais recente expansão do teto da dívida adiou novamente o prazo limite para um acordo, possivelmente para o início de 2022.

Gás natural Europa e EUA



Fonte: Banco Carregosa

O preço da eletricidade nos mercados grossistas tem subido significativamente nos últimos meses e mais vincadamente na Europa. O gás natural tem vários preços a nível mundial e nos EUA a subida do Henry Hub do Luisiana, principal referência norte-americana, tem sido mais moderada do que o aumento dos preços do gás natural da Holanda, principal referência da Europa. A crescente utilização de gás natural para a produção de energia elétrica, para colmatar as instáveis fontes solar e eólica, tem pressionado mais o preço do gás na Europa, zona geográfica mais dependente de fornecedores externos, nomeadamente da Rússia. As crescentes exigências climáticas e a subida dos preços das licenças de carbono na Europa também impulsionam os preços da eletricidade.

 © Banco Carregosa

2. Mercado Obrigacionista

O terceiro trimestre fica marcado pela intenção da Fed iniciar o *Tapering*. De acordo com a última reunião, deverá acontecer este ano, a não ser que os dados económicos desapontem, e Jerome Powell não quer um novo *taper tantrum*. Ficou também claro que o ciclo de subida de taxas estará completamente descorrelacionado do *Tapering*, dando a flexibilidade necessária para ajustes, se tal for necessário.

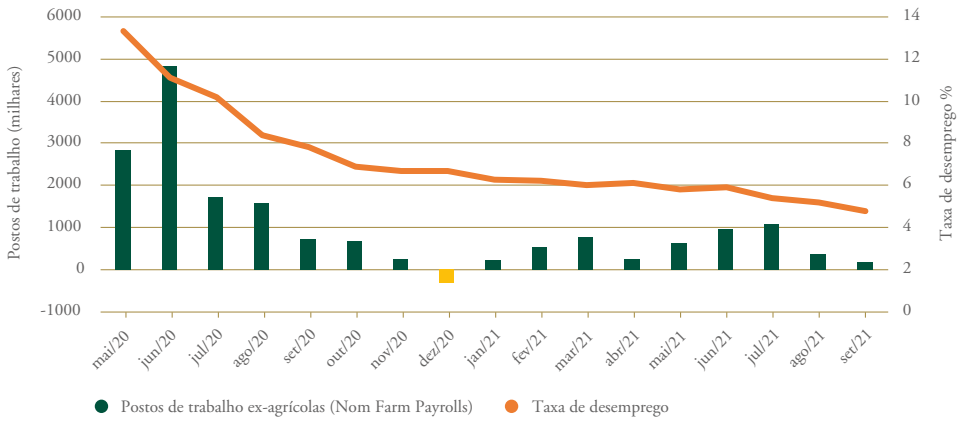
Na Europa, Lagarde anunciou uma ligeira redução das compras ao abrigo do PEPP relativamente aos últimos dois trimestres. O programa tem o fim anunciado para março e o BCE dará, com certeza, informações adicionais na reunião de dezembro. Também é expetável que anunciem outro tipo de apoio ou deixem em aberto um "*open-ended* QE".

Apesar de ambos os bancos centrais reiterarem que as taxas deverão ficar baixas por um período de tempo razoável, nos EUA esperam-se as primeiras subidas no final de 2022 ou início de 2023. Na Europa, esse movimento deverá acontecer mais tarde.

Não obstante os discursos por parte dos banqueiros centrais, os mercados iniciaram um movimento de subida de taxas. A economia está a normalizar, a inflação depois das recentes subidas deverá estabilizar em valores aceitáveis e, na sua generalidade, as empresas apresentam balanços e rácios mais sólidos, pelo que uma subida nos seus prémios de risco não terá um impacto tão negativo como no passado. O número de empresas com rating 'BBB' ou 'BBB-', e com *outlook* negativo, continua a descer e o número de empresas de *high yield* com *outlook* positivo tem aumentado, fatores que permitiram a subida de *rating* em diversas empresas num valor total de 35,6 mil milhões de dólares, movimento que se verificou nos três últimos trimestres e com maior incidência neste último. Alguns bancos centrais iniciaram o processo de aumento de taxas. O Norges Bank subiu a taxa diretora de 0% para 0,25%, seguiu-se o Banco da Nova Zelândia com aumento de 0,25% para 0,50%.

Face ao atual contexto, o maior risco identificado no mercado é o de uma subida inesperada das taxas de juro, espoletada por uma inflação menos transitória e mais persistente, fatores que poderão obrigar os Bancos Centrais a atuarem. Em termos de posicionamento, preferimos o investimento em dívida de curto prazo, maturidades médias de 5 anos em *high yield*, bem como em híbridas e *coco's*, em nomes seletivos. Aproveitar algum tipo de *sell-off* para investir em empresas de *investment grade*.

Mercado de trabalho norte-americano



Fonte: Banco Carregosa

A taxa de desemprego tem caído gradualmente de 14,8%, valor registado na primavera do ano passado, até 4,8% em setembro passado. Todavia, os postos de trabalho criados, excetuando os agrícolas, têm ficado aquém do desejado um milhão de empregos mensais pelo governo dos EUA. A pandemia e os subsídios de desemprego pandémicos têm mantido alguns norte-americanos afastados do mercado de trabalho e os números do último relatório de emprego, divulgado a 8 de outubro, corroboram esse facto. Os dados recolhidos no relatório relativo a setembro respeitam ao período de 12 de agosto a 12 de setembro, coincidiram com o número máximo de infeções da última vaga de covid-19 nos EUA e revelam receios do regresso ao trabalho, mas as ofertas de emprego estão em máximos históricos e refletem a robustez da economia dos EUA.

3. Perspetivas para *Equities*

Uma vez mais, a época de resultados do segundo trimestre surpreendeu os investidores pela positiva, o que é notável, já que as próprias expetativas eram altas, o que acabou por sustentar o comportamento dos mercados acionistas durante o verão. Contudo, o mês de agosto ficou marcado pelo início de uma maior volatilidade e um sentimento mais cauteloso por parte dos investidores, que tiveram de digerir o *sell-off* nas empresas chinesas impactadas pelas mudanças abruptas na sua regulação, o aumento de casos relacionados com a variante Delta e indicadores económicos a desacelerarem em todas as geografias.

A última semana de setembro ficou caracterizada pelo aumento nas *yields* das obrigações, o que prejudicou o desempenho dos setores defensivos, como a tecnologia e a saúde. O aumento contínuo nos preços da energia, nomeadamente do petróleo, impulsionou a subida do setor mais *value* da energia, assim como da banca.

Depois da divulgação de dados sólidos na atividade económica entre abril e agosto, parece que a economia global está agora mais exposta a novos desafios. Preocupações sobre a vaga de infeções ligadas à variante Delta (que vêm recordar que a pandemia de covid não está resolvida, apesar da vacinação), falhas cada vez mais graves no fornecimento de matérias-primas chave em várias indústrias, preços de energia galopantes, potencial de risco de contágio dos problemas imobiliários na China, evidências de uma inflação mais estrutural e incertezas quanto à política fiscal nos EUA, são alguns dos exemplos. Perante este cenário, e após um ótimo desempenho, as ações parecem estar vulneráveis a uma correção antes do final do ano.

Neste sentido, mantemos a posição defensiva adotada no trimestre anterior. Tendo em conta que grande parte destes riscos parecem ser de cariz temporário, e que os fundamentais dos negócios permanecem sólidos, aproveitaremos as quedas para reforçar os investimentos, utilizando a liquidez que temos disponível para o efeito. Continuamos a privilegiar nomes de qualidade, capazes de um desempenho superior em qualquer ambiente macroeconómico (robustez do balanço, crescimento futuro de lucros e excesso de *free cash flow*).

Assim, mantemos a 'sobreponderação' à tecnologia e ao setor da saúde. O consumo discricionário passa de 'subponderado' para neutral, dado que as valorizações nos parecem agora mais atrativas. Permanecemos atentos a oportunidades no setor do turismo e continuamos afastados dos setores mais *value* como energia, banca tradicional e setor automóvel.

Em termos geográficos, mantemos a preferência à Zona Euro face aos EUA. Olhamos com maior prudência para os mercados emergentes e China, em particular, (que passam para 'subponderado'), passando o Reino Unido também para esta categoria, já que estamos menos confortáveis com os atuais problemas de abastecimento nesta geografia.

Evolução nos últimos 3 meses

	30-jun	31-jul	31-ago	30-set	Últimos 3 meses	Último mês (set)
Ações						
SP 500	4 297,50	4 395,26	4 522,68	4 307,54	0,23%	-4,76%
Nasdaq 100	14 554,80	14 959,90	15 582,51	14 689,62	0,93%	-5,73%
DAX 40	15 531,04	15 544,39	15 835,09	15 260,69	-1,74%	-3,63%
Stoxx 600	452,84	461,74	470,88	454,81	0,44%	-3,41%
Nikkei 225	28 791,53	27 283,59	28 089,54	29 452,66	2,30%	4,85%
Shanghai Composite	3 591,20	3 397,36	3 543,94	3 568,17	-0,64%	0,68%
MSCI World	3 017,23	3 069,25	3 141,35	3 006,60	-0,35%	-4,29%
MSCI Emergentes	1 374,64	1 277,80	1 308,67	1 253,10	-8,84%	-4,25%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	1,47%	1,22%	1,31%	1,49%	1,9 pb	17,9 pb
Yield Bund 10 yr	-0,21%	-0,46%	-0,38%	-0,20%	0,8 pb	18,4 pb
Yield OT Portugal 10 yr	0,39%	0,17%	0,21%	0,36%	-3,5 pb	14,4 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	0,15%	0,12%	0,12%	0,13%	-1,6 pb	1,1 pb
Libor EUR 3 meses	-0,55%	-0,55%	-0,56%	-0,56%	-1,2 pb	-0,4 pb
Libor JPY 3 meses	0,08%	0,07%	0,07%	0,08%	0,4 pb	1,4 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1858	1,187	1,1809	1,158	-2,34%	-1,94%
EUR/GBP	0,8572	0,8537	0,8585	0,8593	0,24%	0,09%
Matérias-Primas						
Brent	72,37	73,80	71,00	78,31	8,21%	10,30%
WTI	70,89	72,43	68,26	75,03	5,84%	9,92%
Ouro	1 770,11	1 814,19	1 813,62	1 756,95	-0,74%	-3,12%

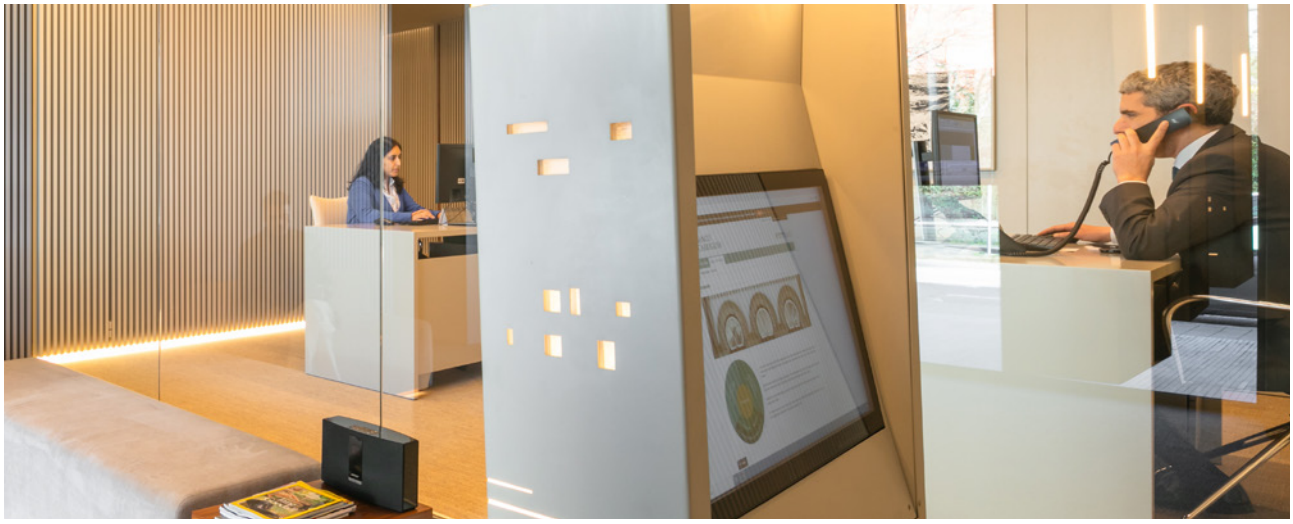
4. Perspetivas para Alternativos

No trimestre anterior, tínhamos afirmado que as matérias-primas manter-se-iam suportadas uma vez que os inventários permaneciam baixos num contexto de uma produção de matérias-primas ainda inferior à retoma da sua procura. De facto, à data de redação, há um desequilíbrio acentuado no mercado de gás natural que tem abalado o norte da Europa provocando uma subida acentuada do preço da energia elétrica.

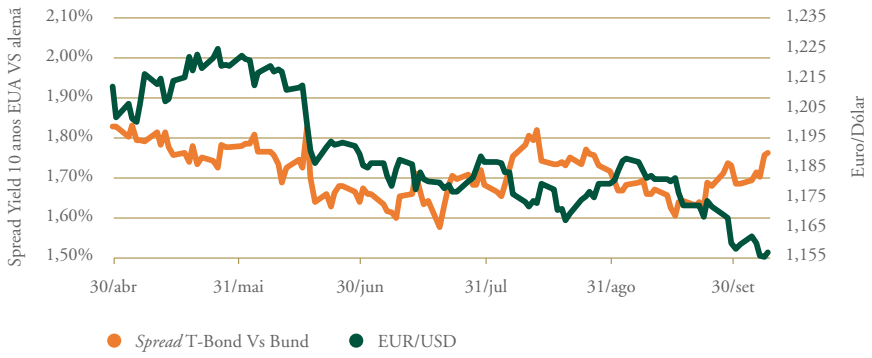
Enquanto o crescimento permanecer sustentado e persistirem disrupções na oferta de algumas matérias-primas é de esperar que o mercado equilibre em preço mais elevados. Atualmente, vemos potenciais desequilíbrios em *oil & gas* e em metais industriais.

O ouro continua a ser uma proteção de inflação, em particular enquanto as taxas reais não aumentam. Todavia, ainda que os atuais níveis de inflação sejam transitórios, há alguns fatores que têm feito com que esta permaneça elevada por um período mais longo do que o esperado no trimestre anterior. Será necessário que as disrupções na oferta sejam corrigidas sem que existam impactos de segunda e terceira ordem ao nível dos salários e preços de outros bens e serviços.

Os REITS (*Real Estate Investment Trust Securities*) e infraestruturas deverão continuar a beneficiar num horizonte de três a cinco anos, devido à maior pressão inflacionista e ao atual contexto de política monetária. Os custos de produção mais elevados tendem a suportar os preços no mercado e, apesar de estar para breve a retirada de alguns estímulos monetários, estamos ainda muito longe de uma postura restritiva ao nível das taxas de juro nos mercados europeu e americano.



Spread juros longo prazo EUA VS Alemanha e euro/dólar



Fonte: Banco Carregosa

O dólar acentuou a subida nas últimas semanas e revela o seu estatuto de principal moeda de refúgio durante períodos de maior volatilidade. Os títulos têm sido penalizados pela incerteza quando ao desfecho das conversações sobre o teto da dívida norte-americana e pela significativa subida dos preços da energia, tais como o petróleo, a eletricidade e o gás natural. O euro/dólar registou o valor mais baixo desde junho do ano passado, em 1,1538. O *spread* entre a taxa de juro do tesouro a 10 anos dos EUA e a Bund alemã alarga-se e atingiu 1,76%, refletindo uma redução dos estímulos monetários mais rápida da Fed relativamente ao BCE, beneficiando o dólar. Além de que os futuros das taxas de juro da Fed (*Fed Funds Rate*) indiciam uma primeira subida de taxas de juro pela Fed a 21 de setembro de 2022. Adicionalmente, a diminuição do excedente comercial alemão tem penalizado o euro.

EST.1833
BANCO
CARREGOSA

Mod0587V01_BC_PT_10-21

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."