



EST. 1833

BANCO  
CARREGOSA

# Perspetivas

Outlook Primavera

2º Trimestre | 2020

## Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

**O primeiro trimestre ficará para sempre associado ao vírus SARS-CoV-2 que atacou a humanidade à escala global. Atualmente, já é seguro constatar que esta pandemia foi o catalisador de uma das mais rápidas correções nos mercados acionistas globais e de uma recessão severa e sincronizada. Devemos concentrar-nos agora na capacidade desta situação ser o catalisador de outros impactos no valor dos investimentos.**

A grande discussão dos intervenientes nos mercados financeiros, em termos de crescimento económico, tem-se focado em torno da forma da recuperação económica: em “V” para uma recessão imediatamente seguida de uma rápida recuperação; em “U” para uma recessão seguida, após um interregno, de uma rápida recuperação; em “L” para uma recessão seguida de uma lenta recuperação; em “W” para uma recessão seguida de uma fase de turbulência que culmina com a recuperação final; entre outras formas de possíveis evoluções da economia.

Para um investidor de longo prazo, as formas de recuperação em “V”, “U” e “W” significam essencialmente o mesmo. Nesses cenários, as quedas recentes dos mercados acionistas constituem uma oportunidade de investimento que beneficiará da recuperação da economia (sobretudo em “V”), não obstante as perdas temporárias que poderão ainda incorrer no curto prazo, no caso dessa recuperação ocorrer mais tarde (“U”) ou de forma mais volátil (“W”).

A maior fonte de preocupação será a probabilidade de uma recuperação lenta (em “L”), em que este catalisador é seguido de um efeito dominó sem sinais de recuperação económica.

Será o baixo preço do petróleo uma ameaça sistémica para o setor financeiro que financiou a sua exploração nos Estados Unidos da América? Haverá capacidade, no mercado de obrigações, para o segmento de baixo crédito, com menor dimensão, absorver a dívida de qualidade de crédito que

inevitavelmente cairá nessa classe? Irão as respostas das instituições europeias desiludir e abrir portas aos políticos extremistas? O endividamento acrescido será sustentável? A política monetária será o remédio para todos os males? Conseguiremos antecipar os efeitos sobre os valores dos ativos? Quanto tempo será necessário prolongar a quarentena? Qual o equilíbrio entre as recomendações dos especialistas de saúde pública e as necessidades económicas das sociedades? Cada uma destas questões representa uma potencial ameaça que preocupa os investidores. Os recentes estímulos dos bancos centrais permitem algum otimismo no imediato, embora suscitem também incertezas quanto ao futuro.

Pensamos que, no limite, dentro de 1 a 2 anos, seja pela vacinação, seja pela imunização da população, a crise de saúde pública será ultrapassada e a recuperação económica seguir-se-á de imediato. A recuperação dos mercados financeiros irá antecipar esse momento. Nos próximos meses, os receios acima enunciados e outros inesperados, devem continuar a gerar volatilidade, pelo que defendemos uma recuperação em “W”. Temos elencadas diversas variáveis que nos podem fazer ficar mais pessimistas (por exemplo, novas vagas de contágio) ou mais otimistas (por exemplo, descoberta de vacina). Mas, atualmente, o investidor de longo prazo encontra uma remuneração atrativa nos mercados acionistas que compensa os riscos inerentes.

# 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 Covid-19 alterou todas as anteriores perspetivas para a evolução da economia em 2020. Para assegurar uma cabal resposta sanitária, foram impostas medidas de isolamento social, com grande impacto nas limitações à circulação de pessoas que redundaram numa significativa penalização da economia, nomeadamente da atividade industrial.

As encomendas diminuiram, a procura enfraqueceu e os *layoff* aumentaram substancialmente.

As autoridades não têm poupado esforços na contenção do contágio à economia. Enérgicas políticas económicas têm sido adotadas por todos os governos e bancos centrais para acomodar o melhor possível a contração do PIB e o aumento do desemprego, através do reforço das políticas orçamentais e monetárias expansionistas.

As principais casas de investimento continuam a prever, para as mais relevantes economias mundiais, uma considerável recessão económica no 1º semestre de 2020, com maior repercussão no 2º trimestre, mas sustentam uma recuperação no 2º semestre do ano. No cômputo anual, as previsões apontam para uma contração económica das economias norte-americana e europeias e um significativo abrandamento da economia chinesa, com um crescimento residual quando comparado com a expansão do PIB nas últimas décadas.

Em termos de medidas orçamentais, os EUA com as medidas já anunciadas de valor global superior a dois biliões de dólares, destinadas a empresas e famílias, correspondendo



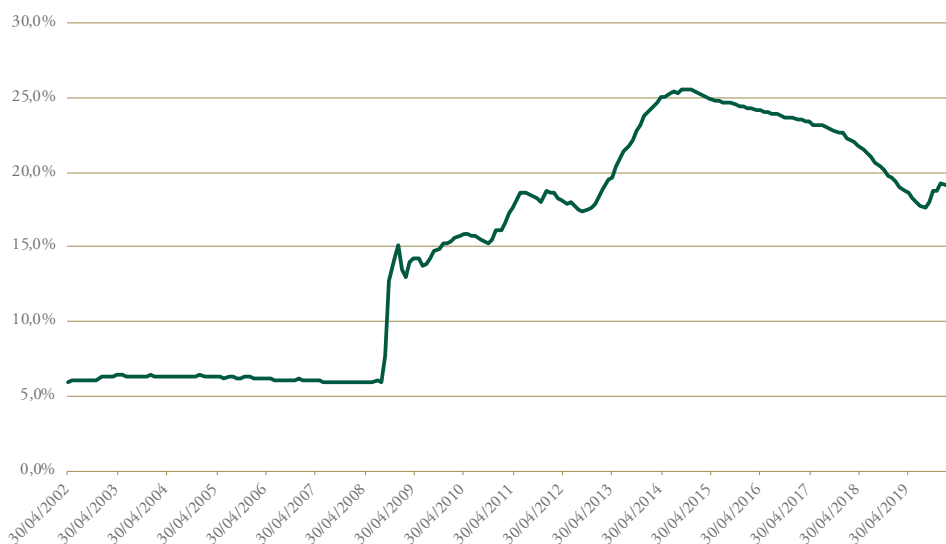
a mais de 10% do PIB norte-americano, é dos países mais empenhados na contenção da preocupante situação sanitária, económica e financeira. Dentro destes pacotes, temos tido medidas de apoio à saúde pública, apoio ao rendimento disponível, programas de apoio às famílias e empresas afetadas, medidas de estímulo à economia e garantias de empréstimos.

Em relação às medidas monetárias, a Reserva Federal americana (FED), com duas atuações extraordinárias, cortou as taxas em 150 pontos base, para o intervalo de 0% a 0,25%, e decidiu implementar um *Quantitative Easing* (QE) sem limites e sem data limite, já espelhado no aumento do balanço da FED em cerca de 40% no mês de março. A 1 de abril este balanço é de 5,8 biliões de dólares, representando 26,7% do PIB, um recorde histórico, demonstrando uma resposta bastante forte da Reserva Federal dos EUA. Na Europa o balanço do BCE também irá continuar a aumentar, fruto do pacote de 750 mil milhões de euros anunciado, estimando-se que venha a atingir os 6 biliões de euros, cerca de 50% do PIB da Zona Euro. O mesmo se passará no Japão, com o balanço de 110% do PIB a ser constituído em grande parte por títulos do governo nipónico, quando em 2010 era de apenas 25% do PIB.

Ressalta, pois, uma nota de preocupação de que os estímulos monetários e orçamentais sincronizados, por oposição a iniciativas isoladas de determinados países, poderão redundar em inflação acima das fasquias estabelecidas pelos bancos centrais, mesmo considerando a assinalável descida da cotação do petróleo que tem um peso considerável na formação do IPC.



## Peso Balanço Fed no PIB



O peso do balanço da Reserva Federal norte-americana no PIB dos EUA encontra-se em máximos, e espelha o significativo empenho das autoridades monetárias em financiar a economia, as famílias e as empresas, para que os danos provocados pelo Covid-19 ao nível do desemprego, da atividade económica e dos mercados financeiros seja o menor possível.



## 2. Mercado Obrigacionista

O Coronavírus passou de uma ameaça ao crescimento mundial para um risco efetivo que instalou o medo no mundo. Todas as classes de ativos sofreram e as obrigações não foram exceção. A falta de liquidez foi tal, que as obrigações dos países mais seguros não conseguiram evitar as quedas. Os índices dos *Credit Default Swaps (CDS)* da classe de *Investment Grade* e de *High Yield*, em 4 dias, revisitaram os níveis de 2011, aquando da crise da dívida soberana, e no espaço de um mês e meio assistimos ao *downgrade* do *rating* de 109 empresas, cerca de metade de todo o ano anterior.

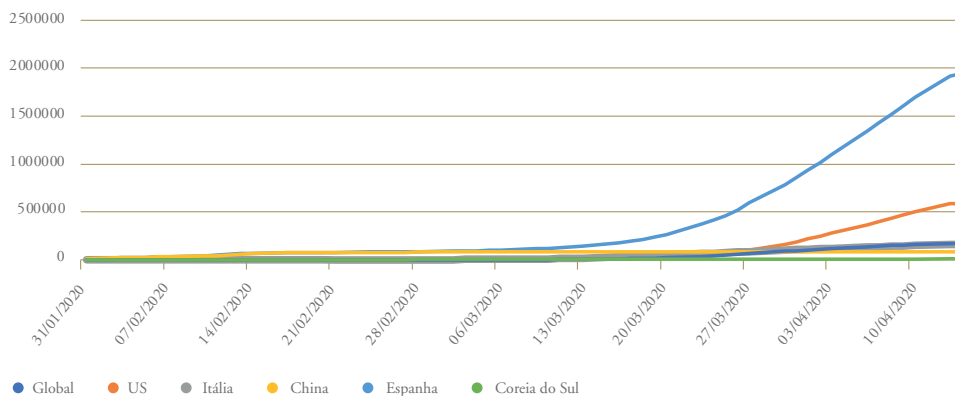
A magnitude das quedas foi tão significativa na classe de *High Yield* que cerca de 17,8% dos títulos do índice *Bloomberg Barclays Euro HY*, composto por 460 obrigações, viram os seus preços descerem abaixo dos 70%. As indústrias mais afetadas acabaram por observar a paragem dos seus negócios, pura e simplesmente de um dia para o outro, tal como nos setores do retalho, viagens, automóvel, construção e jogos. A agência de rating Fitch duplicou o número de empresas integrantes da sua lista de *concern*

*bonds* (obrigações de empresas que podem vir a ter problemas no futuro).

Este movimento agressivo, só começou a ser atenuado à medida que os vários Bancos Centrais mundiais começaram a apresentar medidas de estímulo monetário. No entanto, apesar de existir bastante liquidez disponível, a incerteza permanece elevada quando à magnitude do verdadeiro impacto na economia real.

Toda esta liquidez e medidas fiscais e orçamentais irão suportar o mercado de dívida, sendo que não conseguirão evitar que algumas empresas tenham de reestruturar a sua dívida ou mesmo falir. Contudo a correção que tivemos nos preços, devido à paragem económica mundial, fez com que emergissem novas oportunidades de investimento em diversos setores, desde o puro *Investment Grade* ao *High Yield*. É sim, necessário escolher criteriosamente as empresas que irão dar mostras ao mercado de terem balanços mais resilientes, conseguindo ultrapassar a conjuntura que vivemos atualmente.

### Evolução Casos Coronavírus



O contágio do Coronavírus já teve vários epicentros. Há dois meses era a China. Há um mês a Europa, nomeadamente a Itália e a Espanha. E, atualmente, são os EUA o principal centro. Pelos últimos dados, também os EUA poderão estar perto do pico de contaminação. Depois de levantados os confinamentos, haverá uma segunda vaga? Enquanto não existir imunidade de grupo, cerca de 60% da população infetada, e sem vacina no curto prazo, mais vagas não são de descartar...

## 3. Mercado Acionista

Os riscos mais imediatos para o mercado acionista, e que ganharam maior preponderância desde o surto de Covid-19, são uma recessão económica na Europa e nos EUA e uma deterioração dos resultados das empresas motivada pelo *lockdown* global. O colapso do preço do petróleo e das *commodities* em geral, é outra consequência desta crise, e que também tem acentuado a volatilidade do mercado.

Em março, verificou-se uma forte rotação para setores mais defensivos e menos cíclicos da economia. Os mais afetados foram *Travel & Leisure*, Energia, Banca e Automóvel e os mais resilientes foram Saúde, Bens de Consumo Corrente, Tecnologia e Alimentação.

Analisar o impacto do *lockdown* nos lucros das empresas, é um exercício importante, uma vez que a história mostra que o preço das ações tende a cair na mesma proporção que os lucros, no curto prazo. No entanto, o valor das empresas advém da soma dos seus *cash flows* futuros, pelo que a queda abrupta dos lucros num ano, não reduz o valor da empresa na mesma proporção. No fim de março os principais índices bolsistas refletiam uma descida no lucro das empresas na casa dos 20%-30%.

Embora a visibilidade seja ainda muito reduzida, os ganhos por ação de 2020 já começaram a ser revistos em baixa pelos analistas. Por exemplo, a Goldman Sachs prevê uma queda nos lucros por ação de 33%, em média, para as empresas do S&P e de 45% para as do Stoxx 600 para este ano, seguindo-se uma forte recuperação em 2021 (+55% e 50%, respetivamente).

Neste contexto, o nosso posicionamento para os próximos 3 meses na carteira de ações é prudente. A correção do mercado desde o final de fevereiro e a subsequente recuperação deixam antever uma forte volatilidade para os próximos tempos.

Privilegiamos empresas de qualidade que possam beneficiar de motores de crescimento estruturais. Mesmo que estas possam ser temporariamente afetadas, a sua recuperação será mais rápida quando as condições económico-sociais estabilizarem, especialmente se tiverem *pricing power*. Estamos particularmente atentos à questão do endividamento, procurando estar expostos a empresas pouco alavancadas ou com liquidez suficiente para aguentarem as paragens nas suas atividades. Temos evitado ou reduzido exposição a setores cíclicos como é o caso da banca, as matérias primas ou setor automóvel. Detemos uma reduzida exposição a empresas na área do lazer ou do turismo e estamos a acrescentar exposição aos setores da tecnologia e da saúde, assim como ao da alimentação e bebidas. Identificamos também atratividade no setor dos conteúdos para obter exposição à temática “Ficar em casa”. Em termos de geografia, preferimos Suíça, França e EUA, evitando Mercados Emergentes.

## Evolução nos últimos 3 meses

	31-Dez	28-Feb	31-Mar	Últimos 3 meses	Último mês (Março)
<b>Ações</b>					
SP500	3230,78	2954,22	2584,59	-20,0%	-12,5%
DAX30	13249,01	11890,35	9935,84	-25,0%	-16,4%
Stoxx600	415,84	375,65	320,06	-23,0%	-14,8%
Nikkei225	23656,62	21142,96	18917,01	-20,0%	-10,5%
MSCI World	2358,47	2141,12	1852,73	-21,4%	-13,5%
MSCI Emergentes	1114,66	1005,52	848,58	-23,9%	-15,6%
<b>Taxas juro longo prazo</b>					
Yield Treasury 10 yr	1,9175%	1,1486%	0,6695%	-76,89 bps	-47,91 bps
Yield Bund 10 yr	-0,1850%	-0,6070%	-0,4710%	-42,2 bps	13,6 bps
Yield OT portuguesa 10 yr	0,4420%	0,3530%	0,8680%	-8,9 bps	51,5 bps
<b>Taxas de juro curto prazo</b>					
Libor USD 3 meses	1,9084%	1,4628%	1,4505%	-44,56 bps	-1,23 bps
Libor EUR 3 meses	-0,4143%	-0,4713%	-0,2547%	-5,7 bps	21,66 bps
Libor GBP 3 meses	0,7916%	0,6728%	0,5955%	-11,89 bps	-7,73 bps
Libor CHF 3 meses	-0,6884%	-0,7352%	-0,6554%	-4,68 bps	7,98 bps
Libor JPY 3 meses	-0,0473%	-0,0760%	-0,0488%	-2,87 bps	2,72 bps

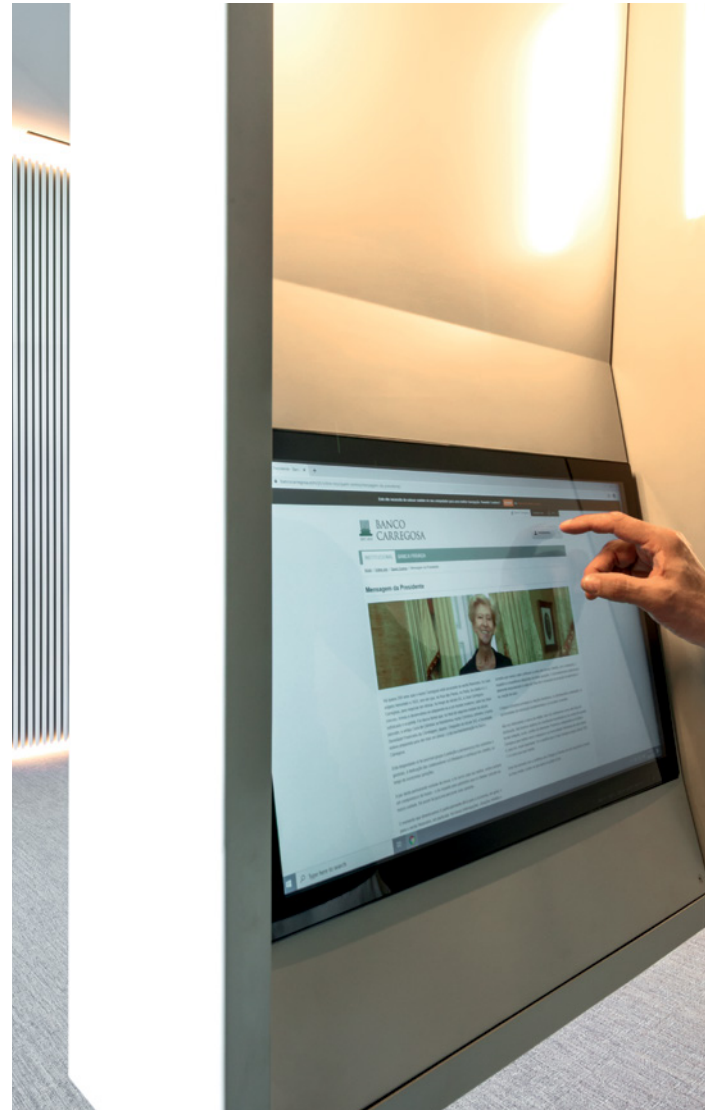
## 4. Investimentos Alternativos

### Commodities

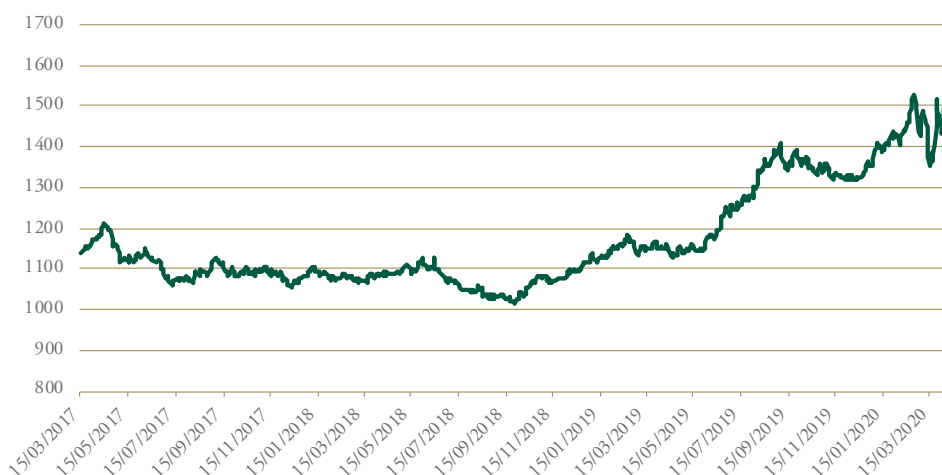
As restrições à circulação de pessoas impactaram negativamente a economia, e culminaram na queda significativa das matérias-primas, em especial o petróleo. A procura por dólares americanos, devido à aversão ao risco, e consequente valorização da moeda norte-americana, agravou a dinâmica do preço das matérias-primas. O preço do petróleo deverá manter-se muito dependente das negociações da OPEC+ e da atuação dos Estados Unidos, agora também um *player*, devido ao interesse em proteger a indústria petrolífera, nomeadamente o *shale oil*. O preço do ouro, em março, teve uma forte desvalorização devido a fatores temporários, como a venda forçada de ativos líquidos e defensivos por forma a libertar liquidez por parte de alguns investidores. Todavia, as perspetivas para o metal amarelo são positivas dado que a atual política monetária extremamente expansionista, que subtrai valor às moedas fiduciárias, e as quedas sucessivas das *yields* favorecem o investimento no ouro.

### REITS

Os *REITS* deverão estar suportados num ambiente de ampla liquidez fornecida pelos Bancos Centrais e nos contratos de longa duração. Todavia, alguns segmentos do setor estarão sob forte pressão devido às limitações de circulação de pessoas causadas pelo surto viral, nomeadamente, centros comerciais e retalho. Outros setores estarão também pressionados, mas em menor magnitude, como escritórios. Todavia, há dois grupos que têm sido beneficiados: antenas de comunicações e armazéns de servidores. Devido à alteração de hábitos, ainda que temporários, os *REITS* associados à crescente proliferação tecnológica têm sido favorecidos.



### Evolução Ouro (em €)



O ouro é um ativo de refúgio de excelência, e perante a incerteza é quase sempre procurado, a não ser que a volatilidade seja muito elevada, como em março, e a preferência por liquidez, para colmatar *margin calls*, é privilegiada. As moedas fiduciárias em tempos de muita incerteza surgem como ativos de refúgio, nomeadamente o dólar como moeda dominante na circulação. Mas como reserva de valor, o ouro recomeça a surgir. Lei de Gresham: Dólar para circulação e ouro para aforro.



Mod0587V01\_BC\_PT\_04-20

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](mailto:info@bancocarregosa.com) | [www.bancocarregosa.com](http://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.”