



EST. 1833

BANCO
CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Primavera

2º Trimestre | 2021

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Nos próximos meses, todos os eventos terão que continuar a desenrolar-se de forma próxima da perfeição para que o atual ritmo de valorização dos mercados financeiros se sustente. As perspectivas continuam a ser favoráveis, mas a sucessão de boas notícias ao longo dos últimos meses pode ter contribuído para um sentimento de complacência entre os investidores. Os níveis de valorização atuais ainda são razoáveis face a um cenário central de crescimento económico forte, ao qual é possível atribuir uma elevada probabilidade de ocorrência, mas mostram alguma vulnerabilidade face à eventual materialização de algum risco inesperado.

O início do ano decorreu sem grandes sobressaltos. A capacidade de adaptação dos agentes económicos ficou visível na forma como, apesar da necessidade de renovação de fortes níveis de confinamento, estes impactaram de forma muito menos severa a economia do que no ano passado.

Adicionalmente, os investidores, que tendem a focar-se mais no futuro do que no passado ou presente, receberam com otimismo os anúncios dos planos ambiciosos de Joe Biden para relançar a economia norte-americana.

O presidente dos EUA revelou um grande empenho e capacidade executiva na inoculação da população e no estímulo fiscal da economia. A capacidade de execução dos planos continua a ser diferenciadora dos EUA face à Europa.

Na União Europeia, o plano de estímulo fiscal, que depende dos fundos comunitários, ainda não passou do papel e das intenções para ações concretas. O processo de vacinação também tem sido mais tortuoso do que o desejável.

A conjugação das políticas monetárias e fiscais continua a permitir vislumbrar uma recuperação do ciclo económico que não ficará entregue a si próprio, mas que será resultado de um cuidado planeamento. A maior visibilidade e confiança que isso implica tem justificado que os investidores estejam disponíveis para encurtar os prémios de risco exigidos, ao mesmo tempo que exigem taxas de juro reais mais elevadas para abdicarem da assunção de riscos (e consequentemente, da participação nos resultados do *boom* económico).

A subida das *yields* poderá continuar a pressionar o ritmo de valorização dos ativos financeiros. Todavia, se na Europa, o Banco Central Europeu (BCE) teve que intervir para impedir esse movimento, nos EUA, a Reserva Federal (FED) tem permitido que o mercado funcione, pelo menos na

parte mais longa da curva. É expectável que a oportunidade de obtenção de taxas reais não negativas em USD gere um interesse por parte dos investidores que noutras geografias sofrem de maior repressão financeira. Assim, essa procura externa deverá começar a suavizar o aumento das *yields* e a reduzir o seu impacto negativo nos restantes ativos. Caso esse cenário não se verifique e a subida das *yields* ameçar a estabilidade financeira, a FED deverá atuar rapidamente.

Nos próximos meses, poder-se-á observar algum movimento de consolidação dos mercados acionistas, sem colocar em causa a tendência positiva de médio prazo, que tem condições para ser retomada, ainda que a um ritmo inferior ao observado nos últimos 12 meses. Caso contrário, podem estar a reunir-se alguns ingredientes compatíveis com a entrada dos mercados na fase de euforia, a última etapa de um *bull market*, em que os preços descolam do valor fundamental. O regresso dos investidores de retalho, os IPO's, as SPAC's sinalizam essa possibilidade.



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

As perspetivas de retoma e aceleração económica global foram-se materializando no primeiro trimestre. A evolução da cotação das matérias-primas espelha o início de um novo ciclo económico e um dos principais metais industriais, o cobre, registou máximos dos últimos 11 anos. As *commodities* agrícolas, tais como o milho, o trigo e a soja, têm subido consideravelmente e cotam a valores de há 7 anos.

A nível global o emprego recupera consideravelmente da forte queda da primavera do ano passado. A pandemia ditou uma paragem temporária da economia, mas não afetou a sua capacidade instalada, e a maioria dos setores, nomeadamente os industriais, já recuperou os níveis pré-pandémicos, mas os setores que vivem da proximidade social continuam penalizados. A economia reinventa-se, e o novo normal passa por menos viagens de negócios, que o setor espera que sejam compensadas no futuro por um acréscimo de viagens de lazer, capazes de manter o nível de emprego pré-pandemia.

A gradual vacinação da população mundial tem tido ritmos diferentes. Na Europa, o lento processo de inoculação e a renovação dos confinamentos penalizaram a economia. Todavia, nos EUA a recuperação económica é impulsionada pelos programas de estímulo orçamental da nova administração de Joe Biden. A 31 de março a estimativa do modelo do GDPNow da Reserva Federal de Atlanta era de um crescimento real do PIB de 6,2% nos EUA, no primeiro trimestre. A taxa de desemprego norte-americana cai há 11 meses consecutivos, desde 14,8% registado em abril do ano passado, o nível mais elevado desde a grande depressão, até 6% em março. Uma queda acentuada que corrobora a crise económica atípica provocada pela pandemia, onde nem



há alavancagem excessiva, nem destruição da capacidade instalada. Após a grande recessão de 2008-09, a taxa de desemprego nos EUA só recuou para os 6% em setembro de 2014, depois de ter atingido os 10% em outubro de 2009.

Em meados de março e no início de abril, a OCDE e o FMI reviram em alta as suas anteriores projeções para o crescimento do PIB mundial em 2021, que são agora de 5,5% e 6%, respetivamente. O FMI estima que a economia dos EUA expanda 6,4% em 2021, o crescimento mais rápido desde 1984, alicerçado nos estímulos orçamentais, e espera que a China cresça 8,4%, a Zona Euro 4,4% e o Japão 3,3%.

As previsões de aceleração do crescimento económico despertam preocupações inflacionistas nas principais economias e especificamente nos EUA. Atualmente, há uma diminuição da procura de moeda e uma considerável subida

do balanço da FED, ambas situações inflacionistas. Todavia, a oferta de bens e serviços regressa gradualmente aos níveis pré-pandémicos, com exceção do setor do *travel&leisure*, e é esperado um acréscimo transitório da procura com a reabertura da economia. Estas dinâmicas não devem culminar numa inflação persistente, mas apenas temporária de início de ciclo económico, apesar da enérgica política monetária expansionista. A aceleração da Quarta Revolução Industrial impulsiona os avanços tecnológicos e é mais uma variável deflacionista.

Existem pelo menos três variáveis importantes para perceber as perspetivas de inflação futura, tais como os salários, os níveis de preços das *commodities* e os níveis de alavancagem da economia, nomeadamente das famílias, e não se espera que nenhuma delas seja capaz, atualmente, de impulsionar a inflação para níveis indesejáveis.



Spread entre a *yield* da *T-Bond* a 10 anos e a *yield* da *T-Bill* a 3 meses



Fonte: Reserva Federal de St. Louis e Banco Carregosa

No primeiro trimestre, a rentabilidade da obrigação do tesouro norte-americano a 10 anos aumentou quase 0,9 pontos percentuais relativamente ao rendimento do bilhete do tesouro dos EUA a 3 meses. A curva de rendimentos é uma cabal ferramenta de previsão e, atualmente, a sua considerável inclinação nos EUA reflete a perspetiva de um robusto crescimento económico e de uma subida da inflação. A FED utiliza a *yield* a 10 anos e a *yield* a 3 meses para estimar a probabilidade de recessão e à medida que o *spread* entre estas duas taxas se estreita, a probabilidade de recessão aumenta e vice-versa. Atualmente, este indicador aponta para uma probabilidade de recessão a 12 meses de apenas 6%, o valor mais baixo desde março de 2017.

2. Mercado Obrigacionista

O primeiro trimestre de 2021 não foi fácil para os investidores. A subida das taxas de juro resultou em correções em quase todas as classes de obrigações, especialmente nas obrigações com maior *duration* e com cupões mais baixos. Apenas quatro setores resistiram a esta tendência e foram os únicos que apresentaram retornos positivos no ano, nomeadamente as obrigações de *High Yield*, europeias e americanas, as indexadas à inflação e as de dívida emergente em moeda local.

Nos EUA, a aprovação de dois pacotes de ajuda, de 1,9 biliões de dólares (*American Rescue Plan*) e de 2 biliões de dólares (*Biden Infrastructure Plan*), deverão contagiar o resto do mundo. Influenciada pelos diferentes mandatos dos Bancos Centrais, a economia norte-americana deverá atingir este ano níveis pré-crise, enquanto que a Europa só deverá alcançar essa meta em 2022, o que não é negativo para quem quer investir em crédito europeu.

Atualmente, os níveis de poupança estão em máximos históricos e é expectável que o consumo seja superior ao de um ano normal. Estes diferentes fatores acabam por justificar a subida das taxas de juro e deverão gerar mais crescimento e inflação mais elevada.

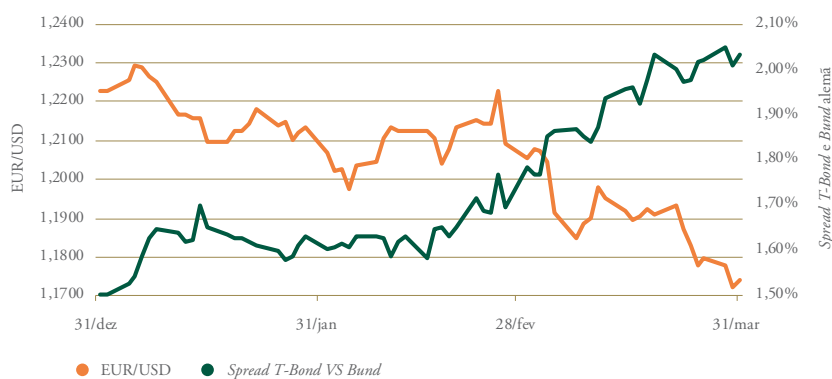
Apesar de tudo, o grande movimento do ano já parece ter sido feito, com várias casas a perspetivarem para o final do ano os *treasury* entre 1,7% e 2%, e o *bund* nos 0%. Atualmente, cotam, respetivamente, a 1,68% e -0,29%.

Estas subidas nas taxas de longo prazo são um verdadeiro teste aos Bancos Centrais, mas estes permanecem e reiteram as políticas acomodaticias. Todavia, a FED observa a *Cash Rates*, a *Risk Free Rates*, a *Equity Markets*, a *Bond Markets* e o USD, para decidir a política monetária. Neste momento, só as taxas sinalizam uma potencial alteração e será necessário analisar os discursos da FED para perceber o próximo movimento. O BCE não deve terminar o programa de compra de ativos em 2022, dadas as fragilidades da economia europeia, o elevado nível de dívida governamental e outras questões estruturais.

A liquidez continua abundante e muitas empresas têm aproveitado para emitir dívida de longo prazo, fator que tem contribuído para que estejamos a assistir a mais *upgrades* do que *downgrades* de *rating*. A banca tem sido um dos setores mais beneficiados com este movimento, o que se reflete na performance dos 'CoCo's' (*Contingent Convertible Bonds*).

A subida repentina nas taxas de juro ou um aumento descontrolado da inflação são os atuais maiores riscos. Continuamos positivos para 'Coco's' e 'Híbridas', de forma seletiva e com *calls* curtas, em *high yield*. As obrigações em dólares, com cobertura cambial, são melhor alternativa do que o mesmo risco em euros, e os *Fallen Angels* poderão beneficiar de uma subida de *rating* com a reabertura da economia.

EUR/USD em relação ao *spread* da *yield* da *T-Bond* vs *yield* da *Bund*



Fonte: Reserva Federal de St.Louis, Investing.com e Banco Carregosa

No primeiro trimestre do ano, o euro depreciou 5% face ao dólar norte-americano. O atraso da vacinação na UE e a renovação dos confinamentos penalizaram a moeda única, enquanto que os estímulos orçamentais nos EUA conduziram a uma revisão em alta do PIB norte-americano. O aumento do *spread* entre a *T-Bond* e a *Bund* contribuiu também para a valorização do dólar face ao euro e reflete a postura distinta do BCE, a controlar as *yields*, face à decisão da FED, que tem deixado o mercado funcionar. Estes fatores conseguiram dissimular o aumento da massa monetária nos EUA, o agravamento dos défices gémeos e do rácio da dívida pública dos EUA, que continuam presentes e haviam penalizado o dólar no segundo semestre de 2020.

3. Perspetivas para Equities

O primeiro trimestre foi excelente para a generalidade dos índices, fruto de uma época de resultados positiva e do *earnings momentum*, com vários *upgrades* quer na Europa, quer nos EUA. Destaque também para os fluxos recorde na classe global *equity funds* com a entrada de 365 mil milhões de dólares no trimestre que compensaram amplamente os *outflows* do ano passado.

De entre os principais riscos para os mercados acionistas em 2021, destacam-se o aumento das *yields* de forma descontrolada e, em termos microeconómicos, os fenómenos específicos relacionados com *hedge funds* que podem tornar-se sistémicos. Adicionalmente, existe o risco das expectativas de aumento de lucros não se concretizarem, sobretudo tendo em conta o recente aumento no preço de várias matérias-primas que poderá

colocar alguma pressão nas margens das empresas. Fatores que possam temperar o otimismo sobre a reabertura da economia, como novos confinamentos e um processo de vacinação mais lento que o suposto, poderão também perturbar o comportamento bolsista.

Os mercados acionistas estão caros em termos absolutos e, olhando para o futuro próximo, esta trajetória será apenas sustentada se o *earnings momentum* perdurar para contrabalançar o efeito do aumento das *yields*. O consensus prevê uma expectativa de crescimento de lucros no S&P 500 de cerca de 23% em 2021 e 15% em 2022, sendo mais forte na Europa, de 32,5% e 15,7%, respetivamente.

Em termos de oportunidades para o segundo trimestre, apesar de alguns constrangimentos de curto prazo, tais como *lock-downs* em várias geografias e plano de vacinação atrasado, não deve haver razões para alterar a perspetiva pró-cíclica apresentada no trimestre anterior. Ao invés de uma exposição aos setores tipicamente cíclicos (banca, energia, matérias-primas), preferimos deter nomes de qualidade expostos à reabertura da economia. Temos uma visão mais construtiva sobre o Reino Unido, vendo uma oportunidade no facto de ser uma das eco-

nomias que mais crescerá na Europa, agora que a questão do Brexit removeu grande parte das incertezas, apresentando um potencial de retorno interessante no curto/médio prazo. Apesar de aspetos pontuais que possam aumentar a volatilidade no mercado, a possibilidade de correções acentuadas e duradouras permanece baixa e qualquer *sell-off* temporário de mercado, será visto como uma oportunidade para comprar.

Em termos setoriais continuamos a preferir a tecnologia, sobretudo ao nível dos semicondutores e *software*, a indústria, devido à maior alavancagem operacional, o setor dos materiais sustentáveis e outros setores cíclicos que poderão beneficiar da reabertura, nomeadamente o turismo e o lazer. Em termos geográficos, mantemos a 'sobreponderação' à Zona Euro e adicionamos o Reino Unido a esta categoria. Continuamos afastados dos setores mais *value* como *Oil&Gas*, banca, setor automóvel e consumo corrente (por ser o mais prejudicado com o aumento das *yields*). A Suíça mantém-se como o mercado menos apeteçível, por ser também mais defensivo. Mantemo-nos neutrais em consumo discricionário e saúde, em EUA e em mercados emergentes.

Evolução nos últimos 3 meses

	31-Dez	28-Fev	31-Mar	Últimos 3 meses	Último mês (Mar)
Ações					
S&P 500	3 756,07	3 811,15	3 972,89	5,77%	4,24%
Nasdaq 100	12 888,28	12 909,44	1 3091,44	1,58%	1,41%
DAX 30	13 718,78	13 786,29	15 008,34	9,40%	8,86%
Stoxx 600	399,03	404,99	429,60	7,66%	6,08%
Nikkei 225	27 444,17	28 966,01	2 9178,80	6,32%	0,73%
Shanghai Composite	3 473,07	3 509,08	3 441,91	-0,90%	-1,91%
MSCI World	2 690,04	2 726,91	2 811,70	4,52%	3,11%
MSCI Emergentes	1 291,26	1 339,26	1 316,43	1,95%	-1,70%
Taxas juro longo prazo					
Yield Treasury 10 yr	0,91%	1,40%	1,74%	82,7 pb	33,5 pb
Yield Bund 10 yr	-0,57%	-0,26%	-0,29%	27,7 pb	-3,2 pb
Yield OT portuguesa 10 yr	0,03%	0,32%	0,23%	19,7 pb	-9 pb
Taxas de juro curto prazo					
Libor USD 3 meses	0,24%	0,19%	0,19%	-4,4 pb	0,6 pb
Libor EUR 3 meses	-0,57%	-0,55%	-0,55%	1,7 pb	0,2 pb
Libor JPY 3 meses	0,03%	0,07%	0,09%	6,2 pb	2,2 pb
Cambial					
EUR/USD	1,2216	1,2075	1,1730	-3,98%	-2,86%
EUR/GBP	0,8937	0,8670	0,8511	-4,78%	-1,84%
Matérias-Primas					
Brent	51,66	63,73	62,74	21,45%	-1,55%
WTI	48,69	61,23	59,16	21,50%	-3,38%
Ouro	1 898,36	1 734,04	1 707,71	-10,04%	-1,52%

4. Perspetivas para Alternativos

No primeiro trimestre de 2021 a inclinação da *yield curve* acelerou devido, principalmente, a uma política fiscal norte-americana bastante expansionista que foi prejudicial para os metais preciosos. Enquanto a inflação for baixa e a sua expectativa elevada, as *yields* das obrigações tenderão a subir e o seu retorno real a aumentar, penalizando o ouro. No entanto, este metal deverá permanecer nos portfólios como proteção. O ouro tende a beneficiar e proteger as carteiras em contextos de aumento da inflação, independentemente de o crescimento económico acelerar ou desacelerar, e ainda quando a inflação diminui, mas com o crescimento a abrandar.

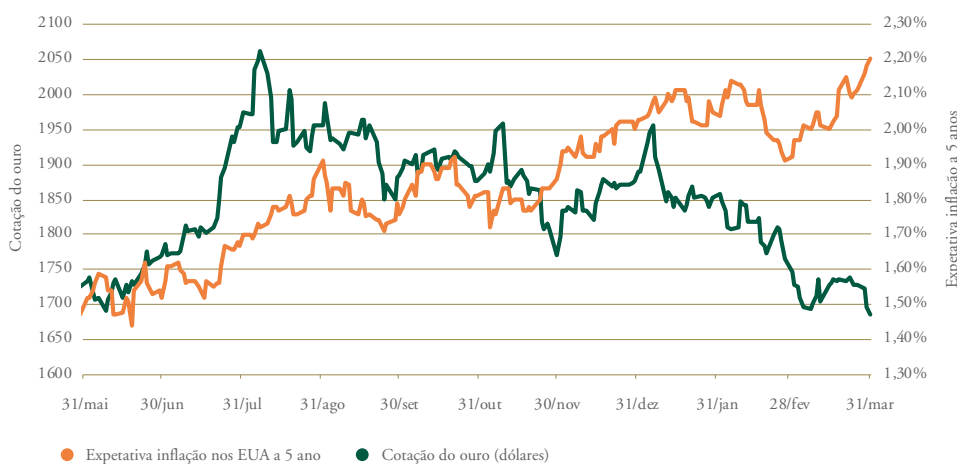
O imobiliário tende a estar correlacionado com o preço das obrigações. No entanto, presenciaram-se duas forças

contrárias. Se, por um lado, a subida das *yields* é prejudicial para um setor considerado como *bond proxy*, por outro, desde que foram anunciadas as notícias positivas relativas às vacinas em novembro passado, este setor tem beneficiado de uma expectativa de regresso à normalidade. O somatório destas duas forças tem sido marginalmente positivo para a valorização do setor, uma vez que o impacto da pandemia, no setor como um todo, foi significativo e este transacionava a preços bastante deprimidos.

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



Correlação ouro e inflação



Fonte: Reserva Federal de St.Louis e Banco Carregosa

A correlação positiva entre o ouro e as expectativas para a inflação norte-americana inverteu-se no início de novembro. À medida que a reabertura e a recuperação económica ganham força, outros ativos tendem a ter um desempenho mais favorável do que o ouro, como ações, metais industriais e *commodities* agrícolas, independentemente do aumento das expectativas de inflação. Como reserva de valor, o ouro não gera rendimento, pelo que o gradual aumento das taxas de juro do tesouro retira a vantagem que este metal precioso tem num ambiente de taxas de juro de zero.



Mod0587V01_BC_PT_04-21

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 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.”