EST. 1833
BANCO CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Primavera

2º Trimestre | 2022

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

O conflito armado voltou à Europa. Os impactos na economia fazem-se por vários canais e nos diferentes horizontes temporais. No imediato, observam-se riscos de abastecimento de alguns produtos, com o respetivo efeito nos preços e no sentimento dos agentes económicos. A prazo, vislumbra-se a reorganização do equilíbrio geopolítico internacional e um novo argumento a favor da inversão da tendência da globalização dos últimos 30 anos. Neste contexto, é expectável um crescimento mais débil e uma inflação mais reforçada.

As perspetivas para o crescimento económico de 2022 estão a desacelerar. O consumo deverá retrair com a queda do rendimento disponível e a menor confiança dos consumidores. O sentimento dos empresários e os riscos acrescidos vão penalizar o investimento privado. O investimento público poderá ser reforçado, tanto em termos militares, como nas infraestruturas de abastecimento energético e apoio fiscal à população mais prejudicada pela queda do rendimento disponível.

A economia encontrava-se numa fase de expansão económica global. A inércia desse movimento deverá evitar uma recessão em 2022. Contudo, os riscos estão mais elevados, em particular os relacionados com o escalar do conflito.

Do lado da inflação, a guerra veio agravar uma dinâmica que já seguia uma trajetória preocupante. As autoridades monetárias acreditavam que seria possível suavizar a tendência de subida de preços, para níveis mais próximos dos seus mandatos, de forma ordeira. Mas, a escalada dos preços das matérias-primas energéticas, agrícolas e de minérios foi intensificada pelo deflagrar da guerra. Os bancos centrais passaram a sentir-se atrasados na normalização da política monetária. A probabilidade de se conseguir uma aterragem suave reduziu-se consideravelmente. É agora mais verosímil que a próxima recessão possa ocorrer num horizonte temporal de 1 a 3 anos, em consequência da tentativa de controlo da inflação.

Os estímulos económicos que foram implementados em cada bloco económico em resposta à pandemia foram bastante distintos. Adicionalmente, a sazonalidade do vírus tem contribuído para que as regiões sejam afetadas em períodos distintos, consoante a sua latitude. Por último, a forte volatilidade no preço das matérias-primas vem criar novos vencedores e perdedores, em função da estrutura produtiva de cada região. Estes fatores contribuem para que cada economia se encontre numa fase particular.

Todavia, o que se passa na economia dos EUA será sempre determinante para os mercados financeiros globais. Sem grandes dependências, nem interligações às economias russa e ucraniana, com autossuficiência energética e excedentes agrícolas, a economia norte-americana sofrerá um impacto direto reduzido. O sobreaquecimento da economia, já anterior ao conflito, foi agravado, e esse será o maior risco no curto prazo. O mercado acionista, que apresenta uma composição distinta da economia, deverá ser mais imune à economia real do que à subida dos juros ou à redução do balanço do banco central.

Já na Europa, o cenário é distinto. A economia apresenta dependências críticas ao nível da energia e dos metais industriais, relevantes para a indústria automóvel, que podem atrasar a recuperação.

Entre as economias emergentes, tipicamente com níveis de rendimento mais baixos, as mais dependentes de importações serão afetadas pela subida dos preços das matérias-primas, que podem conduzir ao aumento de tensões sociais (Ex.: Turquia, Egito, Índia). Contudo, as economias exportadoras de matérias-primas podem beneficiar dos ganhos nos seus termos de troca (Ex.: Brasil).

Nos próximos meses, a conjuntura económica deverá continuar a induzir volatilidade e correções frequentes nos mercados financeiros. Neste contexto, existem ameaças, mas também oportunidades. A estratégia de investimento deverá ser ainda mais disciplinada, com um foco na gestão do risco. Continuaremos a procurar identificar os ativos com relações retorno/risco mais atrativas e adequados ao perfil e objetivos de investimento de cada investidor.

Mário Carvalho Fernandes

 © Banco Carregosa

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 primeiro trimestre do ano fica marcado pelo antes e pelo depois do dia 24 de fevereiro. A invasão da Ucrânia pela Rússia e as consequentes repercussões económicas globais aceleraram a inflação e abrandaram o crescimento económico, aumentando os receios de uma estagflação. As economias europeias, mais próximas do conflito e mais dependentes das matérias-primas russas, principalmente do gás natural, são das mais penalizadas a nível global.

A economia europeia havia abrandado significativamente no final do ano passado, penalizada pelas restrições impostas pelo ressurgimento da covid-19 e pelos gastos acrescidos em energia, com a aproximação da estação mais fria do ano. Mas a esperada recuperação nos meses seguintes ao inverno foi gorada pelas implicações resultantes do conflito no leste europeu. Nas últimas semanas, as perspetivas económicas alemãs medidas pelo Ifo, a confiança do consumidor germânico evidenciada pelo GfK e o sentimento apresentado pelo 'sentix' da Zona Euro baixaram acentuadamente e regressaram a níveis de há dois anos, aquando do confinamento global ditado pela pandemia na primavera de 2020.

Entretanto, o Banco Central Europeu (BCE) reviu em alta a inflação na Zona Euro para 2022 de 3,2% para 5,1% e em baixa o crescimento económico de 4,2% para 3,7%, e procura, agora, enfrentar decididamente a elevada inflação, finalizando o programa de estímulos e aumentando as taxas de juro. Mas um dilema emerge: conter a inflação sem provocar uma recessão. A tentativa de um *soft landing* poderá redundar numa contração económica.

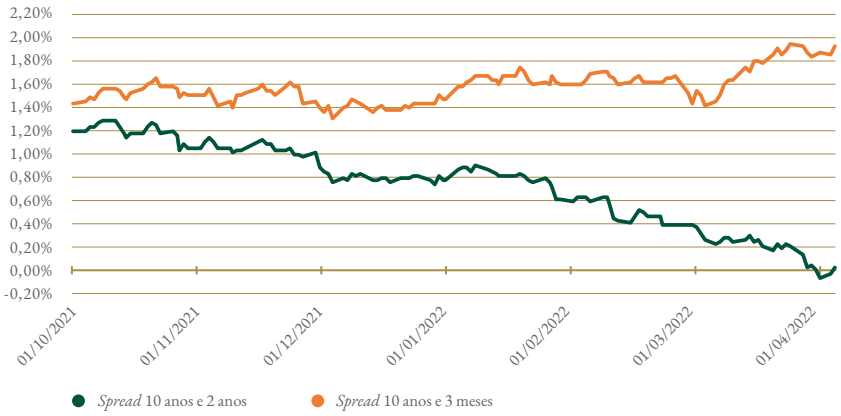
A inflação na Europa tem sido, em grande medida, impulsionada pela alta dos preços dos combustíveis fósseis,

uma variável maioritariamente exógena e que subtrai riqueza ao PIB da Zona Euro, facto que retira eficácia às políticas monetárias contracionistas.

Também a Reserva Federal norte-americana (Fed) reduziu de 4% para 2,8% o crescimento económico dos EUA para 2022, e aumentou as expectativas para inflação, medida pelo PCE, de 2,6% para 4,3%. Talvez os EUA estejam mais bem preparados do que há 50 anos, aquando do choque petrolífero da década de 70, para mitigar, ou mesmo evitar, uma estagflação porque a sua economia é, atualmente, autossuficiente em petróleo e gás natural e apresenta uma menor intensidade energética. Um robusto mercado de trabalho norte-americano mostra uma economia resiliente, mas pressiona os salários. Em março, a taxa de desemprego desceu para 3,6%, o salário-hora aumentou 5,6% e as ofertas de emprego excedem, atualmente, em 1,8 vezes a procura, realidades que pressionam a inflação norte-americana. Nos EUA, além dos valores elevados da energia, os índices de preços são também impulsionados pelas rendas de casas, pelos salários e ainda por alguns, ainda resistentes, desfasamentos nas cadeias de abastecimentos, que podem regressar ou agudizar-se com as repercussões em cascata causadas pela guerra na Ucrânia.

Atualmente, a economia chinesa apresenta também debilidades visíveis. A atividade da indústria e dos serviços da segunda maior economia do mundo contraiu simultaneamente em março pela primeira vez desde o auge do surto de covid-19 no país no início de 2020, aumentando a necessidade de mais intervenções políticas para estabilizar a economia. O Banco Popular da China (PBoC) procura estimular a sua economia através de uma política monetária expansionista, refletindo um desfasamento entre a economia chinesa e outros blocos económicos, tais como EUA, Zona Euro e Reino Unido. No início do ano, o PBoC desceu as suas taxas de juro diretoras, e fê-lo pela primeira vez desde abril de 2020, diminuindo também a taxa de reserva mínima legal ao longo do ano passado, no intuito de estimular a sua economia. A inflação chinesa permite essa postura e a variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor foi de apenas 0,9% em março. O carvão representa 57% do seu *mix* energético primário e a China é quase autossuficiente neste hidrocarboneto. Entretanto, os EUA e a Europa debatem-se com uma elevada inflação e os seus bancos centrais procuram debelá-la com subidas de taxas de juro e uma redução do balanço.

Taxas de juro de longo prazo dos EUA



Fonte: Banco Carregosa

Nos últimos meses, o diferencial entre os rendimentos do tesouro norte-americano a 10 anos e 2 anos tem diminuído e, recentemente, entrou em terreno negativo. Este fenómeno pode indiciar uma recessão económica nos EUA nos próximos 12 a 24 meses. Para o prazo de 12 meses, a Fed prefere monitorizar a diferença entre os 10 anos e os 3 meses, pois tem-se revelado uma previsão de recessão mais precisa. Este *spread* tem aumentado pelo que se infere uma baixa probabilidade de recessão a um ano de vista. A economia dos EUA permanece resiliente, alicerçada num mercado de trabalho robusto. O tempo revelará se a inversão entre os 10 e os 2 anos é um indicador avançado de uma recessão ou se trata de um falso alarme.

 © Banco Carregosa

2. Mercado Obrigacionista

No primeiro trimestre, assistimos à materialização dos maiores riscos que tínhamos sinalizado para o mercado de dívida: taxas a subir rapidamente, inflação persistente e em aceleração, e os bancos centrais a procurarem reagir aos acontecimentos.

A Fed anunciou a retirada dos estímulos e começou o ciclo de subida, com o mercado na expectativa de que suba mais 50 pontos base em cada uma das reuniões do segundo trimestre. O objetivo será elevar as taxas para um nível neutral, em torno de 2,4%, até ao final do ano. O Banco do Canadá, Banco de Inglaterra e o Banco Central da Noruega, também subiram taxas. O BCE tem vindo a dar *inputs* relativamente à redução das políticas acomodatícias e o mercado espera uma subida este ano.

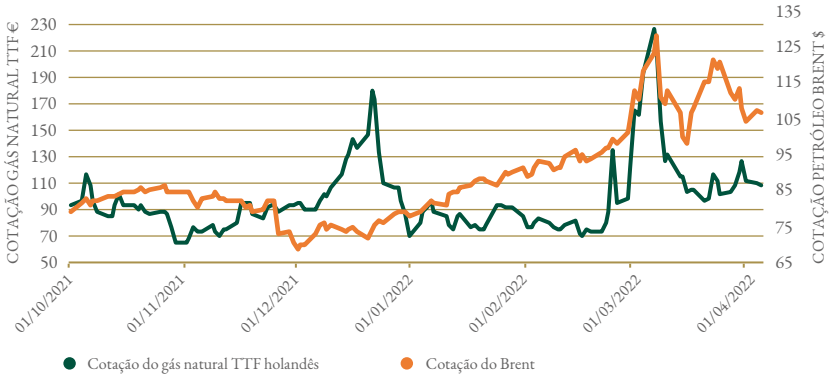
Este movimento de ajuste nos prémios de risco na dívida soberana tem originado correções significativas. No início do ano, havia um *stock* de 10,7 biliões de USD de dívida a transacionar com taxas negativas, mas atualmente este valor é de apenas 2,9 biliões de USD.

Apesar do movimento que ocorreu, a verdade é que as taxas de juros médias nas economias do G20 permanecem baixas pelos padrões históricos. Dada a inflação atual, as taxas de juro reais permanecem em terreno negativo, pelo que os bancos centrais ainda têm um longo caminho para percorrer em termos de política monetária. O consenso atual é de que as taxas irão continuar a subir, ainda que com ritmos diferenciados por geografia.

As empresas de dívida mais especulativa costumam ser mais afetadas nestas fases mais críticas do mercado, no entanto as previsões de *default* para o final do ano estão em valores baixos. O impacto da guerra na Ucrânia foi menor do que se havia assistido na sequência da pandemia. A maior resiliência do mercado pode ser justificada com alguns fatores: as empresas que superaram a pandemia conseguiram fortalecer os seus balanços, o nível atual de liquidez é o mais alto dos últimos anos, o nível de alavancagem é dos mais baixos e não existe pressão para fazer *rollover* de dívida até 2024.

As correções criaram oportunidades de investimento na dívida de *investment grade*, que já transaciona com taxas positivas. A dívida financeira subordinada ficou mais apelativa, após a correção bastante acentuada nesta classe.
A robustez nos balanços das instituições financeiras associada a prémios de risco atrativos permite investimentos com boa relação risco/retorno, através da seleção criteriosa dos emitentes.

Evolução das cotações do petróleo e do gás natural



Fonte: Banco Carregosa

A guerra na Ucrânia e as consequentes sanções à Rússia impulsionaram as cotações dos principais combustíveis fósseis e aceleraram a inflação, factos que têm contribuído para os crescentes receios de um cenário de estagflação. A Rússia é um dos maiores produtores e exportadores mundiais de petróleo e gás natural, e estes dois combustíveis fósseis, a par do carvão, respondem por cerca de 84% da energia primária global. Assim sendo, a continuação da guerra manterá a pressão sobre os preços das energias baseadas nos hidrocarbonetos, pressionará a inflação, acelerará as políticas monetárias contracionistas dos bancos centrais e aumentará a probabilidade de um *soft landing* redundar numa recessão económica. Entretanto, o aumento dos confinamentos localizados na China, no âmbito da política de zero-covid, tem abrandado o ritmo de crescimento económico chinês e desacelerado a procura de petróleo, facto que poderá contribuir para algum abrandamento da cotação desta matéria-prima.

3. Perspetivas para *Equities*

Ainda antes da guerra na Ucrânia, o início do ano já havia sido caracterizado por perdas nos mercados acionistas, sobretudo devido aos receios da inflação e das políticas restritivas dos bancos centrais. As empresas mais caras, foram as que mais sofreram neste contexto, favorecendo uma rotação para o *value*, onde o setor bancário e as matérias-primas se destacaram.

O conflito intensificou os receios de estagflação, provocando um *sell-off* nos mercados, mais acentuado na Europa.
O setor financeiro e o consumo discricionário foram os mais afetados. Desde então, os índices têm vindo a recuperar gradualmente, com as matérias-primas e os setores defensivos a mostrarem uma *outperformance*.

A época de resultados do 4T21 foi forte, quer para as empresas americanas, quer para as empresas europeias. Ainda assim, ao nível dos lucros por ação, as 'surpresas positivas' foram menores do que em trimestres anteriores. Desde o início do ano, há vários setores que têm sido alvo de *upgrades* por parte do *consensus*, com destaque para os transportes e para as matérias-primas. Os semicondutores e a indústria de luxo também foram alvo de *upgrades*, o que contrasta com a sua fraca *performance year to dat*e (YTD) no mercado.

No entanto, este ciclo de subidas de estimativas já começou a dissipar-se. Os analistas estão a incorporar os novos atritos no crescimento e nas margens das empresas, relacionados sobretudo com os preços das matérias mais altos por mais tempo, os salários em aceleração e o prolongamento das disrupções nas cadeias de fornecimento. Esta tendência poderá agravar-se com um prolongamento do conflito, um cenário de estagflação, um escalar das tensões entre EUA e China ou início de um processo de 'desglobalização'.

Neste contexto de elevada incerteza, preferimos voltar a um posicionamento mais defensivo e menos cíclico. O foco em empresas rentáveis, geradoras de *cash flows*, com crescimento, balanços fortes, baixa intensidade laboral e *pricing power* permanece determinante. Os EUA e a Suíça voltam a ser convicções, enquanto a Zona Euro, por ser mais penalizada pelo conflito, passa para neutral.

Em termos setoriais, a preferência recai no consumo corrente e na saúde, tipicamente defensivos, e na tecnologia, sobretudo na área da 'cibersegurança'. Passamos para neutral o turismo e lazer pela sua ciclicidade, apesar de ser um setor que gostamos devido à exposição da reabertura no pós-covid. Neste contexto, os menos preferidos são o consumo discricionário e a indústria, já que são os setores mais afetados pela inflação, e consequente redução do rendimento disponível, assim como pelo aumento de disrupções nas cadeias de fornecimento.

Evolução nos últimos 3 meses

	31-dez	31-jan	28-fev	31-mar	Últimos 3 meses	Último mês (mar)
Ações						
S&P 500	4 766,18	4 515,55	4 373,94	4 530,41	-4,95%	3,58%
Nasdaq 100	16 320,08	14 930,05	14 237,81	14 838,49	-9,08%	4,22%
DAX 40	15 884,86	15 471,20	14 461,02	14 606,05	-8,05%	1,00%
Stoxx 600	487,80	468,88	453,11	455,86	-6,55%	0,61%
Nikkei 225	28 791,71	27 001,98	26 526,82	28 027,25	-2,66%	5,66%
Shanghai Composite	3 639,78	3 361,44	3 462,31	3 252,20	-10,65%	-6,07%
MSCI World	3 231,73	3 059,05	2 977,95	3 053,07	-5,53%	2,52%
MSCI Emergentes	1 232,01	1 208,23	1 171,31	1 141,79	-7,32%	-2,52%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	1,51%	1,78%	1,83%	2,34%	82,79 pb	51,3 pb
Yield Bund 10 yr	-0,18%	0,01%	0,14%	0,55%	72,5 pb	41,3 pb
Yield OT Portugal 10 yr	0,47%	0,67%	1,00%	1,35%	88,7 pb	35,4 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	0,21%	0,31%	0,50%	0,96%	75,2 pb	45,7 pb
Euribor 3 meses	-0,57%	-0,55%	-0,53%	-0,46%	11,4 pb	7,5 pb
Libor GBP 3 meses	0,26%	0,64%	0,88%	1,04%	77,3 pb	15,7 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1370	1,1235	1,1219	1,1067	-2,66%	-1,35%
EUR/GBP	0,8413	0,8353	0,8361	0,8424	0,13%	0,75%
Matérias-Primas						
Brent	76,39	86,64	95,10	104,71	37,07%	10,11%
WTI	73,94	85,11	93,50	100,28	35,62%	7,25%
Ouro	1 829,20	1 797,17	1 908,99	1 937,44	5,92%	1,49%

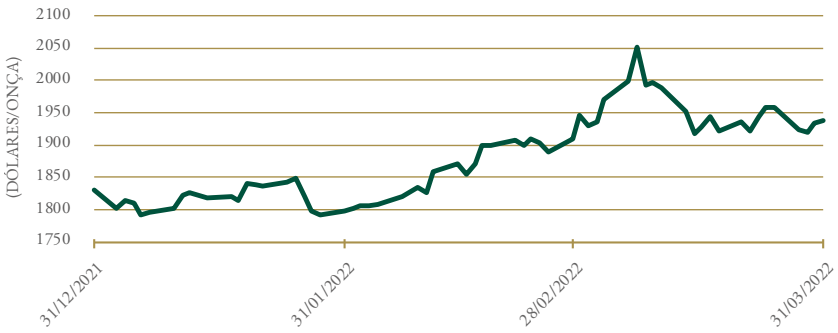
4. Perspetivas para Alternativos

O primeiro trimestre de 2022 mostrou uma aceleração na avaliação de alguns temas que vínhamos a destacar após a crise pandémica: ativos reais como *REITS*, infraestruturas, ouro e, mais recentemente, a energia e metais não-preciosos.

No início do ano, as preocupações com a inflação já eram relevantes, uma vez que ainda se faziam sentir dificuldades na recuperação das cadeias de abastecimento. O conflito na Ucrânia veio reforçar o aumento de incerteza que se reflete na logística de matérias-primas, nas interligações de sanções e na tomada de posição relativamente ao aspeto moral do conflito. Desta forma, os riscos inflacionistas aumentaram em cima de uma base elevada e não tão transitória como inicialmente se esperava.

Atualmente, o nosso interesse tático no ouro não é tão elevado como foi em 2021, tendo sido substituído pelo interesse no dólar americano (USD). O conflito armado é favorável ao preço do ouro, mas acreditamos que a Fed está numa posição em que tem de atuar incisivamente para controlar a inflação. Este contexto não é favorável para este metal *(ceteris paribus)*. Todavia, a exposição ao USD apresenta algumas das vantagens defensivas do ouro, sem as suas desvantagens. Uma Fed mais *hawkish* é favorável ao USD, uma aversão ao risco é favorável à apreciação da moeda de reserva (USD). Num cenário em que o maior risco é uma postura mais agressiva da Fed, o USD tenderá a ser mais protetor de uma carteira do que o ouro, pelo menos enquanto não se perspetivar um regresso do *Quantitative Easing*.

Evolução da cotação do ouro nos últimos 3 meses



Fonte: Banco Carregosa

Nas primeiras semanas de fevereiro, a cotação do ouro foi impulsionada pela incerteza associada às tensões geopolíticas no leste europeu, tendência essa que viria a acelerar com a invasão da Ucrânia pela Rússia no dia 24 de fevereiro. Em 8 de março, o preço do ouro alcançou um máximo 'intradiário', dos últimos 18 meses, de 2070 dólares por onça, o valor mais elevado desde o máximo histórico de 30 de setembro de 2020, em 2075 dólares. Todavia, o abrandamento da intensidade da guerra, com o início das conversações para a paz na Ucrânia, e o significativo aumento das taxas de juro, refletindo uma postura mais restritiva da política monetária da Fed para responder à elevada inflação, diminuíram a atratividade do metal amarelo nas últimas semanas. Em euros, a cotação do ouro atingiu um máximo histórico no trimestre, a espelhar a desvalorização da moeda única relativamente ao dólar norte-americano.

EST. 1833
BANCO
CARREGOSA

Mod0587V01_BC_PT_04-22

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 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."