



EST. 1833

BANCO
CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Verão

3º Trimestre | 2020

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

O primeiro semestre de 2020 fica marcado pelo alastramento da epidemia a praticamente todos os cantos do planeta. As organizações internacionais têm sido prudentes quanto à evolução futura da doença e dos seus impactos na economia.

As estimativas apontam para a maior recessão global desde a Segunda Guerra Mundial. No entanto, os mercados financeiros têm mostrado um otimismo algo desconcertante. Num contexto de elevada incerteza como o atual, a prudência e a diversificação devem ser os nossos aliados.

O segundo semestre trará respostas às questões capitais que nos assolaram na primeira metade de 2020. Nos próximos meses descobriremos mais sobre o vírus que parou o planeta e se teremos que lidar com novas vagas de contágio. No que respeita à evolução da economia, ainda não é possível descartar uma segunda vaga da crise, seja associada a um novo surto desta pandemia, seja pela emergência de danos colaterais provocados pela primeira vaga.

Tem sido desconcertante assistir à dicotomia entre os indicadores económicos e a valorização dos mercados acionistas. Após alguma ponderação sobre o significado desta divergência constata-se que os mercados acionistas não têm que ser sempre um reflexo da economia:

- os mercados devem refletir os lucros das empresas e estas representam apenas uma parte da economia;
- alguns índices acionistas revelam elevada concentração num reduzido número de empresas, que paradoxalmente têm sido beneficiadas pelas tendências pós-covid19;
- o impacto da descida da taxa de juro de longo prazo promove a valorização dos mercados acionistas;
- os estímulos económicos retiraram a incerteza quanto à capacidade de resposta a novas crises, que vinha sendo questionada, devido ao desgaste das ferramentas à disposição dos bancos centrais e aos níveis de endividamento do sector público.

Existe um pequeno número de empresas, com peso nos índices acionistas de referência, que beneficiam com o antecipar da Quarta Revolução Industrial e que têm alimentado algum ânimo no mercado acionista. Porém, a globalidade

das empresas de menor capitalização, um universo mais alargado, com maior diversidade sectorial e maior representatividade da economia real, têm tido um desempenho alinhado com as dificuldades que se vislumbram no horizonte. Contudo, mesmo essas têm sido beneficiadas pelo suporte sem precedentes das políticas monetárias e fiscais.

A incerteza é a única certeza que temos quanto ao futuro, pelo que a diversificação deve ser a nossa aliada e ter em conta o elevado sincronismo do mundo, causado pela exposição a um único fator.

A liquidez e o ouro apresentam um custo de oportunidade reduzido perante taxas de juro baixas e podem oferecer estabilidade aos patrimónios. As obrigações soberanas e empresariais com notações de crédito elevadas deverão continuar a ter o suporte dos bancos centrais e a conferir segurança a uma carteira diversificada, em particular nas maturidades mais curtas. Entre as subclasses de crédito mais arriscadas podem ser encontradas algumas oportunidades de rendimento mais elevado, mas a escolha dos riscos específicos deverá ser criteriosa e oportunista. A exposição acionista deverá orientar-se para empresas resilientes, em particular dos sectores que podem beneficiar das tendências do mundo pós-covid, das intervenções públicas nas economias e das baixas taxas de juro. Os ativos reais, com capacidade de geração de rendimentos ajustáveis num eventual cenário de maior inflação, também podem contribuir para a resiliência das carteiras.

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

Atualmente, o mercado desconta uma recuperação económica em “V”. As medidas de confinamento retardaram e diminuíram a propagação do vírus, reduziram o número de mortes, mas congelaram as atividades comerciais em muitos setores, aumentaram a desigualdade, interromperam a educação e penalizaram a confiança no futuro.

Após o confinamento e com o levantamento gradual das restrições à livre circulação verifica-se que a recuperação económica permanece significativamente incerta e vulnerável a uma segunda vaga de infeções.

Segundo a OCDE, existem dois cenários possíveis. Um cenário de ocorrência única em que uma segunda onda é evitada e um outro em que esta segunda vaga de infeções ocorre antes do final do ano e motiva o regresso aos confinamentos, que poderão ser apenas localizados. Em ambos os casos, há uma perda significativa do PIB mundial e uma lenta recuperação económica, mas será mais acentuada caso ocorra uma segunda vaga, o que poderá implicar uma retoma em “W”.

Em junho, o FMI reviu em baixa as suas perspetivas. Este organismo internacional espera agora uma recessão mais cavada e uma recuperação não tão forte como previa em abril, mas que continua a ser em “V”.

Os PMIs das principais economias do mundo têm recuperado significativamente e em junho estavam já a cerca de 90% dos valores pré-Covid, indiciando também uma recuperação em “V”. No entanto, estes indicadores estão ainda abaixo dos 50, dependentes da ocorrência de uma segunda vaga e de toda a incerteza que envolve a economia mundial depois do confinamento.



Na última metade do mês de junho, a agudização da Covid-19 determinou uma mobilidade reduzida, menos emprego e, eventualmente, um crescimento mais lento da procura e da produção, com riscos significativos no mercado financeiro.

No passado, outras pandemias, nomeadamente a gripe espanhola em 1918/19 e a gripe asiática em 1957/58, não tiveram este efeito tão disruptivo.

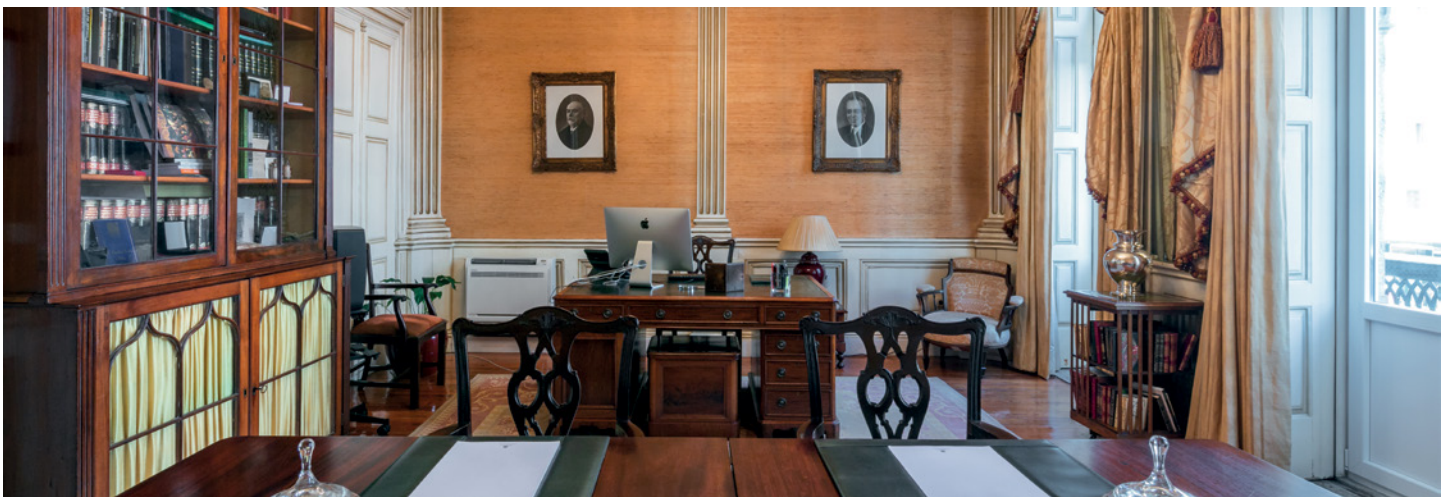
O maior impacto da gripe espanhola ocorreu no outono de 1918 quando a taxa de mortalidade atingiu um máximo de 24 pessoas em cada 1000 por semana. Apesar de serem dois períodos com mais de 100 anos de diferença, durante o que foi uma pandemia ainda mais mortal em 1918, o Dow Jones nunca se aproximou de algo parecido com a queda de março de 2020.

Durante a gripe asiática o PIB nos EUA contraiu-se dois trimestres consecutivos, mas nunca mais de 10%, números que ficam aquém do esperado atualmente.

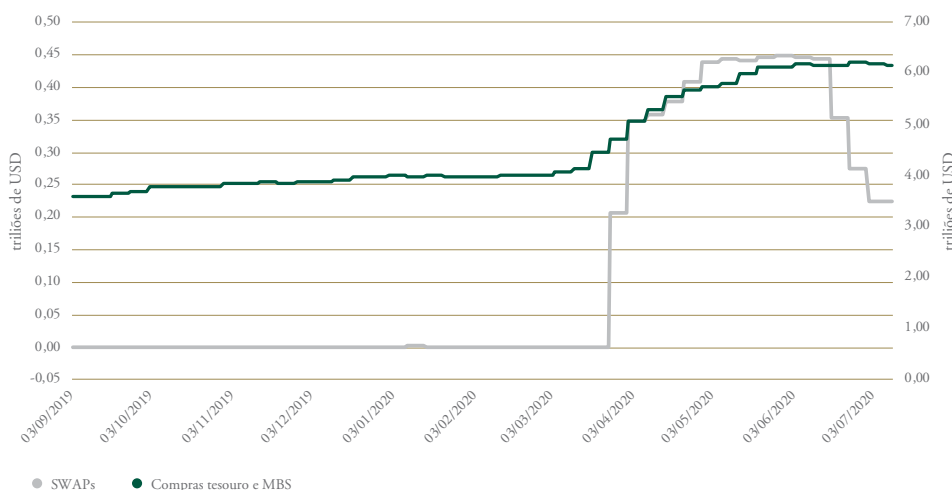
Em suma, o confinamento na atual pandemia teve um impacto substancial na economia.

A atual expansão monetária é mais do dobro da ocorrida durante a grande recessão de 2008-2009. O balanço do Banco do Japão atingiu os 6.1 trilhões de dólares no final de junho, cerca de 120% PIB, o da Reserva Federal norte-americana 7.1 trilhões de dólares, 34% do PIB e o do Banco Central Europeu 6.2 trilhões de dólares, ou seja, 44% do PIB. Os principais bancos centrais criaram cerca de 6 trilhões de dólares, à volta de 10% do PIB mundial.

O recrudescimento de alguns nacionalismos nos últimos anos e as tensões comerciais têm perturbado o nível de globalização. Há um risco latente de desglobalização perante as restrições à circulação de pessoas e o desejo generalizado de reduzir a dependência do fornecimento de bens essenciais provenientes de cadeias de produção globais, que se mostraram mais vulneráveis do que o desejável. Todavia, nem tudo é negativo. Em cada risco há uma oportunidade e este surto viral trouxe a antecipação da Quarta Revolução Industrial, que promete concretizar um manancial de oportunidades para as empresas tecnológicas.



Balanço da Reserva Federal dos EUA



Os *swaps* de liquidez da Reserva Federal dos EUA atingiram os 446 bilhões de dólares em maio, um aumento que representou o esforço do banco central dos EUA para fornecer liquidez aos sistemas financeiros internacionais, nomeadamente dos países emergentes. Nas últimas semanas esta rubrica diminuiu em mais de 200 bilhões de dólares, sendo responsável pela queda do balanço da FED. Há uma procura mundial muito significativa por dólares sempre que acontece uma perturbação na economia.

Por sua vez, as compras de ativos por parte da FED representam quase 90% do balanço, e subiram cerca de 50% desde o início da pandemia e confinamento no ocidente, tendo estabilizado nas últimas semanas.

2. Mercado Obrigacionista

No mercado obrigacionista e por força das várias políticas fiscais e orçamentais, que foram sendo anunciadas ao longo dos últimos meses, assistimos a uma recuperação em “V”.

A liquidez voltou ao mercado e a confiança dos investidores também. Esta recuperação foi sendo feita nas diferentes classes de dívida, sendo que o “*High Yield*”, e por força de um aumento das taxas de *default*, ainda não conseguiu recuperar de toda a queda que teve. Os *spreads* de crédito dos países do sul da Europa *versus* Alemanha estreitaram bastante. Itália por exemplo veio dos 278 pontos base para os 165 e Portugal dos 169 para os 85 pontos base. O mercado primário voltou a funcionar e a procura por taxa também. Portugal emitiu 4 biliões de euros em dívida de longo prazo (15 anos) e teve uma procura de 41 biliões de euros. E todos os primários que têm vindo para o mercado têm tido um comportamento semelhante. Este facto não surpreende, visto que o montante de dívida que os bancos centrais estão dispostos a comprar é superior ao montante de dívida líquida existente.

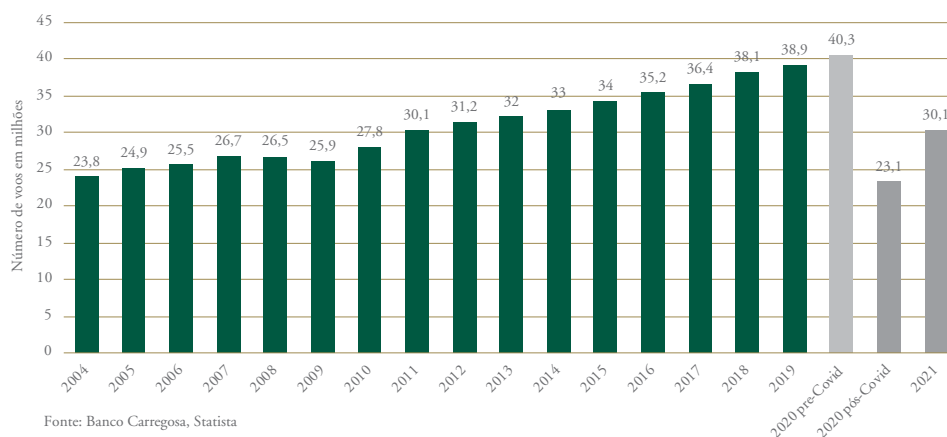
Esta ação dos bancos centrais vem sempre distorcer os níveis reais de prémios de risco que os investidores deveriam receber, quando aceitam tomar risco ao investir numa empresa ou Es-

tado. No entanto a Covid-19 trouxe uma realidade que nunca tínhamos vivenciado: a paragem quase total de alguns setores da economia a nível mundial e que sem a intervenção dos respetivos governos estas empresas muito provavelmente iriam falir. Apesar das intervenções feitas pelos bancos centrais, as taxas de *default* já começaram a subir, e conter a sua propagação é também agora uma preocupação.

Não sendo esta uma crise financeira, os bancos poderão ser aqueles que conseguirão dar uma grande ajuda na recuperação económica. Devido às imposições legais, estão mais capitalizados e no último TLTRO III (que beneficiou de melhores condições oferecidas pelo Banco Central Europeu) os bancos europeus financiaram-se num valor recorde de 1.3 trilhões de euros a uma taxa negativa.

Por força do posicionamento do mercado e tendo em conta as declarações que temos tido por parte de vários líderes, consideramos que existem oportunidades em algumas classes, nomeadamente nos *Green Bonds*, nos *Pandemic Bonds*, bem como nas obrigações consideradas *Fallen Angels* que são alvo de compra por parte dos bancos centrais.

Evolução do número de voos do setor de aviação desde 2004



O número de voos realizados globalmente pelo setor de aviação aumentou constantemente desde o início do século e atingiu 38,9 milhões em 2019, em grande parte atribuído a uma combinação de padrões de vida crescentes e custos de viagens aéreas. Porém, o confinamento e o distanciamento social originados pela pandemia culminaram numa contração dos números de voos de longo curso, com maior impacto no setor de aviação como está espelhado no número de voos durante a pandemia, cerca de 50% do normal. As previsões para 2021 são de um número idêntico a 2010, há 10 anos.

3. Mercado Acionista

O risco mais importante para o mercado acionista continua a ser o de uma recessão a nível global, o que poderá levar a falências e *bailouts*, sobretudo em empresas de setores mais afetados pela pandemia (exemplo da Hertz ou da Lufthansa). O risco de uma segunda vaga de surto de Covid-19 poderá também impactar a evolução dos mercados no 2º semestre. A supremacia das gigantes tecnológicas enaltecida por esta crise, poderá questionar a necessidade de um maior

controlo e regulação por parte das autoridades, o que seria um risco para a *performance* do setor tecnológico como um todo.

No 2º trimestre verificou-se uma rotação de estilo violenta para o *Value*, sobretudo em maio e início de junho, suportada pela recuperação nos PMIs, a nível global, para valores próximos de 50 (embora abaixo), que vinham de uma base

excepcionalmente baixa. Não vemos razão para alterar o nosso *bias* defensivo e em empresas de qualidade sobretudo porque 1) parece-nos que a economia se manterá em fase recessiva no curto prazo, 2) as taxas de desemprego continuarão altas e serão uma restrição à recuperação no Consumo e 3) as *yields* continuam baixas e os elevados níveis de dívida dos governos sugerem que as mesmas assim permanecerão.

Em termos de expectativas de lucros, o *consensus* estima uma quebra de cerca de 29%, em média, nos EPS das empresas que compõem o MSCI Europe para 2020, e um crescimento dos mesmos em cerca de 33% para 2021.

Já para as empresas que compõem o S&P 500, a média do *consensus* é de uma queda de 23% nos EPS em 2020 e um crescimento de 30% em 2021.

Mantemos a nossa postura prudente. Mesmo tendo em conta a magnitude dos estímulos lançados nas diversas

economias mundiais, a recuperação recente do mercado acionista poderá estar, em certos casos, desconectada da economia real. A época de resultados que se segue será crucial para medir esta divergência. Mesmo que o mercado não volte a fazer mínimos de março, vemos com grande probabilidade uma correção dos níveis atuais.

O nosso posicionamento reflete esta visão. Reiteramos a nossa sobreposição nos setores vencedores desta crise que são Tecnologia, Saúde e Alimentação e Bebidas, sobretudo no mercado americano, mas também na Suíça. Temos consciência que há negócios que terão sofrido uma perda permanente de parte da sua procura pelo que estamos pouco expostos ou ausentes de setores ligados ao lazer e turismo, aeronáutico, automóvel, banca e petróleo.

Países como o Reino Unido, Itália ou Emergentes, que espelham a preponderância destes setores, são também alvo de uma subexposição.

Evolução nos últimos 3 meses

	31-Mar	29-Mai	30-Jun	Últimos 3 meses	Último mês (Jun)
Ações					
SP500	2584,59	3044,31	3100,29	19,95%	1,84%
Nasdaq 100	7813,5	9555,52	10156,85	29,99%	6,29%
DAX30	9935,84	11586,85	12310,93	23,90%	6,25%
Stoxx600	320,06	350,36	360,34	12,59%	2,85%
Nikkei225	18917,01	21877,89	22288,14	17,82%	1,88%
Shanghai Composite	2750,296	2852,351	2984,674	8,52%	4,64%
MSCI World	1852,73	2147,88	2201,79	18,84%	2,51%
MSCI Emergentes	848,58	930,35	995,1	17,27%	6,96%
Taxas juro longo prazo					
Yield Treasury 10 yr	0,67%	0,65%	0,66%	-1,3	0,4
Yield Bund 10 yr	-0,47%	-0,45%	-0,45%	1,7	-0,7
Yield OT portuguesa 10 yr	0,87%	0,50%	0,48%	-39,2	-2,8
Taxas de juro curto prazo					
Libor USD 3 meses	1,45%	0,34%	0,30%	-114,9	-4,2
Libor EUR 3 meses	-0,25%	-0,35%	-0,42%	-16,7	-7,5
Libor JPY 3 meses	-0,05%	-0,04%	-0,05%	0,2	-0,6
Cambial					
EUR/USD	1,1031	1,1101	1,1234	1,84%	1,20%
EUR/GBP	0,8882	0,8995	0,9059	1,99%	0,71%
Matérias-Primas					
Brent	34,13	38,17	41,27	20,92%	8,12%
WTI	29,79	35,84	39,27	31,82%	9,57%
Ouro	1577,18	1730,27	1780,96	12,92%	2,93%

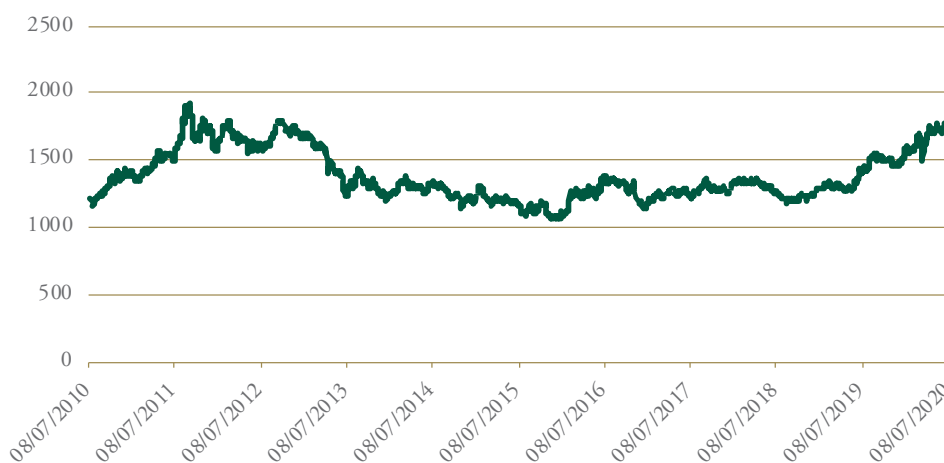
4. Investimentos Alternativos

O surto de Covid-19 teve um impacto a nível global no imobiliário. Todavia, diferentes setores do imobiliário foram afetados de forma assimétrica. Naturalmente que a hotelaria seguida do retalho foram os mais penalizados em contraste com alguns centros logísticos (com o contributo do *e-commerce*), bem como centros de servidores informáticos e antenas de telecomunicações. Já os setores de escritórios e residencial foram medianamente afetados. Ao nível de desenvolvimento, muitos projetos estarão suspensos por falta de visibilidade relativamente às taxas de ocupação. Será de esperar, para o imobiliário em geral, pressão ao nível das rendas, mas o apoio dado pelos bancos centrais ao nível de liquidez deverá ajudar a suportar as avaliações.

Num contexto cada vez mais ancorado a taxas de juro próximas de zero, com valores recorde de dívida com *yield-to-maturity* negativo, a tese para a apreciação do ouro continua sólida. Deve-se ainda considerar que o massivo apoio global ao nível fiscal e monetário deverá ter como consequência a depreciação das moedas. A história tem mostrado que os períodos de impressão de moeda em contexto de moeda fiduciária (isto é, não convertível) promovem uma redução do seu valor face aos ativos reais.



Cotação do ouro (onça/dólares)



A história não pode prever exatamente o resultado da criação sem precedentes de dinheiro, mas é indiscutível a crescente fragilidade do papel-moeda. O ouro pode revelar-se uma reserva de valor, à medida que o balanço da FED aumenta. A cotação do ouro decuplicou nos últimos 20 anos, quando cotava à volta dos 200 dólares por onça, e hoje ronda os 1820 dólares, máximo de 2011. O ouro, que não gera renda, consegue competir com as principais moedas fiduciárias também com taxas de juro próximas de zero.



Mod0587V01_BC_PT_07-20

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.”