



EST. 1833

BANCO
CARREGOSA

Perspetivas

Outlook Verão

3º Trimestre | 2021

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Inicia-se um novo semestre com um sentimento no mercado ainda semelhante ao observado ao longo da primeira metade do ano. O otimismo em relação ao crescimento permanece inabalável e as preocupações em relação à inflação, embora mais refreadas, permanecem como o principal desconhecido conhecido, numa altura em que os investidores preferem ignorar os “desconhecidos desconhecidos”. Os períodos marcados por elevada liquidez e baixa volatilidade tendem a perdurar no tempo, auto alimentando-se, até serem perturbados por eventos que elevem a incerteza, alguns dos quais podem ocorrer nos próximos meses, e promovam novas oportunidades de investimento.

A entrada no segundo semestre do ano faz-se rodeada de um grande otimismo em relação ao ritmo de recuperação da economia, embora sem novos catalisadores no horizonte, capazes de dar novos impulsos ao crescimento. Os riscos de que a realidade se venha a revelar menos perfeita do que o antecipado são proporcionais ao nível das expectativas. Existem razões para o otimismo, pois a humanidade tem conseguido adaptar-se ao novo estado do mundo e vislumbra-se um futuro em que a crise sanitária passe a ter um impacto menor na atividade económica.

Os programas de apoio evitaram os cenários mais negativos no primeiro momento e, nos próximos meses, vão continuar a promover uma reforma estrutural das economias contribuindo para a necessária recuperação da atividade económica, em simultâneo com o desenvolvimento de um mundo mais sustentável. Porém, será incauto pensar-se que todo este processo irá decorrer sem sobressaltos. Nos próximos meses iremos assistir à eleição do novo líder da Alemanha, ao início da discussão e de algumas decisões sobre a diminuição dos estímulos monetários por parte da Reserva Federal dos EUA, à redução – na margem – dos estímulos fiscais, nomeadamente com o fim de algumas medidas extraordinárias de apoio às famílias e empresas. Adicionalmente, as alterações estruturais da economia promovem a existência de oportunidades e novos vencedores, mas em simultâneo, também criam ameaças e novos perdedores. Essa destruição criativa induz volatilidade à economia e, consequentemente, pode afetar os mercados. Por fim, novas variantes continuam a ameaçar a eficácia das vacinas e o regresso das necessidades da reposição de confinamentos mais severos.

A complacência está presente nos principais indicadores de avaliação dos diversos segmentos dos ativos financeiros. Os prémios pelo risco de crédito de empresas, os *spreads* das dívidas soberanas e os elevados múltiplos verificados nos mercados acionistas apontam todos na mesma direção. A história mostra-nos que estes períodos que indiciam alguma irracionalidade dos preços podem perdurar no tempo. E de facto, os resultados das empresas cresceram a um ritmo elevado, o que tem suportado os preços praticados. No entanto, o investidor deve reger-se pelos resultados futuros e esses merecem ser sempre avaliados à luz de alguma incerteza e aleatoriedade que começa a parecer pouco descontada.

O segundo semestre deverá trazer maior volatilidade aos mercados financeiros, sem colocar em causa a tendência positiva de médio prazo, tal como é habitual ocorrer quando as autoridades monetárias começam a reduzir os estímulos. Com o aumento da volatilidade, os prémios de risco exigidos pelos investidores deverão convergir para valores mais coerentes com os riscos que o futuro seguramente nos reservará, ainda que possam não ser evidentes a quem os procura identificar à luz do presente.



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

O segundo trimestre caracterizou-se pela consolidação do crescimento económico global, mas a diferentes velocidades nos três principais blocos económicos mundiais. De acordo com números divulgados pela União Europeia, a atividade económica na Zona Euro deverá crescer 1,3% no segundo trimestre, antes de acelerar para 2,9% no terceiro, impulsionada pela continuidade da flexibilização das restrições e pelo gradual regresso das atividades sociais, após uma contração económica de 0,6% no primeiro trimestre.

Os EUA deverão crescer cerca de 7,8% no segundo trimestre, de acordo com os últimos números do *GDPNow* da Reserva Federal de Atlanta, mas este valor tem sido revisto consecutivamente em baixa desde os 13% no início de maio, a refletir, em parte, os constrangimentos dos *bottlenecks* na produção, nomeadamente a escassez de semicondutores e a falta de mão de obra. Esta desaceleração económica nos EUA foi corroborada pela descida, ainda que ligeira, dos rendimentos do tesouro norte-americano e por uma menor inclinação da *yield curve*. Todavia, o número esperado para o segundo trimestre espelha uma economia robusta e um crescimento acima de 6,4% registado no primeiro trimestre.

Após um crescimento de 18,3% no primeiro trimestre, a economia chinesa deverá abrandar o seu ritmo no trimestre de abril a junho para valores abaixo dos 10%. Os principais organismos e casas financeiras antecipam que o crescimento da China desacelere à medida que o ano avança, em consequência da gradual menor procura de exportações chinesas à medida que a economia mundial recupera da pandemia.



A inflação acelerou no segundo trimestre, em grande parte penalizada pelos efeitos de base. Nos EUA, o Índice de Preços no Consumidor atingiu os 5% no mês de maio, relativamente ao mês homólogo de 2020, o valor mais elevado desde agosto de 2008, impulsionado pelos preços dos combustíveis, pelas restrições do lado da oferta e pelo aumento da procura. Na Zona Euro, a inflação, apesar de ter subido, continua a não ser um problema. Em maio, a inflação medida pelo CPI subiu 1,9% na Zona Euro e na Alemanha alcançou os 2,5%, o nível mais elevado desde setembro de 2011, penalizada pelos preços da energia. Já em julho, e corroborando o discurso de inflação transitória, o BCE flexibilizou o seu objetivo para a inflação que passa de “perto, mas abaixo de 2%” para “meta de 2% que pode implicar períodos transitórios em que a inflação esteja moderadamente acima da meta”.

No segundo trimestre, o emprego nos EUA desacelerou e ficou aquém da criação mensal de 1 milhão de postos de trabalho como esperado pela administração norte-americana.

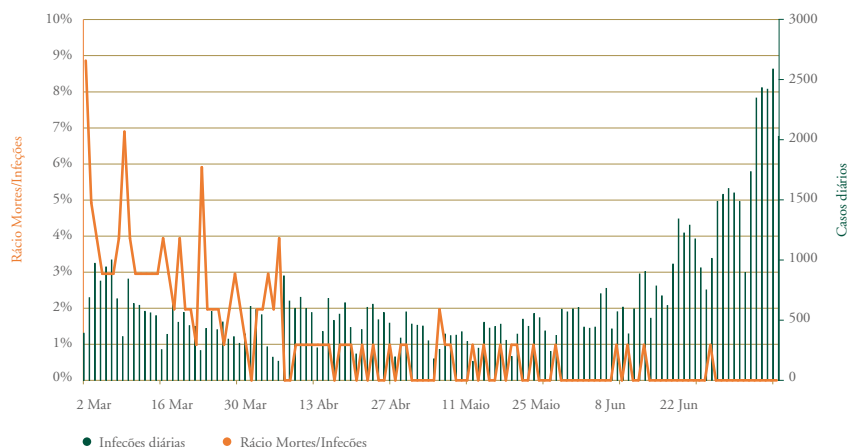
A taxa de desemprego desceu muito ligeiramente para 5,9% em junho e explica a desaceleração da economia. Apesar das vagas de emprego estarem em máximos dos últimos 20 anos, os subsídios de emprego pandémicos, os receios da pandemia e questões de logística de escolas e creches devem manter as pessoas afastadas do trabalho até setembro e penalizar a produção das empresas norte-americanas.

Um potencial fim da pandemia aproxima-se, especialmente para as economias mais avançadas, à medida que as vacinações permitem gradualmente a imunidade de grupo, os casos graves de covid-19 diminuem e as economias reabrem para níveis pré-covid. Todavia, as variantes no próximo inverno serão uma prova cabal à eficácia das vacinas.

À medida que a economia recupera para os níveis de 2019, outro risco cresce e que se prende com a normalização gradual das políticas monetárias energicamente expansionistas dos bancos centrais e com o fim dos suportes governamentais às empresas e famílias mais atingidas pela pandemia.



Evolução da pandemia em Portugal desde março



Fonte: Banco Carregosa

As infeções em Portugal agravaram-se no último mês com um predomínio crescente da variante delta que de acordo com os estudos mais recentes poderá implicar um quadro clínico mais grave. Os níveis elevados de inoculação no Reino Unido e nos EUA não permitem inferir o que poderá vir a ocorrer na Europa continental que gradualmente tem afastado grande parte das restrições. A evolução da variante delta em Portugal poderá indiciar os próximos desenvolvimentos na Europa e revelar se países como a Espanha, França, Alemanha e Itália serão obrigados a um novo retrocesso no desconfinamento.

Apesar do gráfico mostrar uma correlação negativa entre infeções e mortes, espelhada no aumento de infeções e diminuição do rácio de mortes por número de casos, uma maior validação da evolução deverá ser observada apenas nas próximas semanas, uma vez que decorre um lapso temporal entre o aumento do número de casos e as consequentes mortes.

2. Mercado Obrigacionista

No primeiro semestre do ano foram emitidos €176,2 mil milhões em dívida de *Investment Grade*, valor semelhante ao que foi emitido nos anos de 2017 (€183 mil milhões) e 2019 (€183,3 mil milhões), mas abaixo do valor recorde de 2020 (€287,8 mil milhões), ano em que as empresas procuraram o mercado para reforçar a liquidez e enfrentar as dificuldades dadas pela pandemia. Os prémios de risco destas emissões, após terem tido um grande aumento no ano passado, registaram mínimos históricos e é possível que continuem a descer.

A atual fase do ciclo económico deverá continuar a suportar o mercado de dívida e a manter estáveis os *spreads* de crédito da dívida europeia, alicerçado no crescimento económico e na elevada liquidez existente. O mercado de *High Yield* tem testemunhado um período de bonança e as empresas têm conseguido financiar-se facilmente, com os prémios de risco em mínimos históricos e as previsões para as taxas de *default* a serem consecutivamente revistas em baixa por várias casas de investimento.

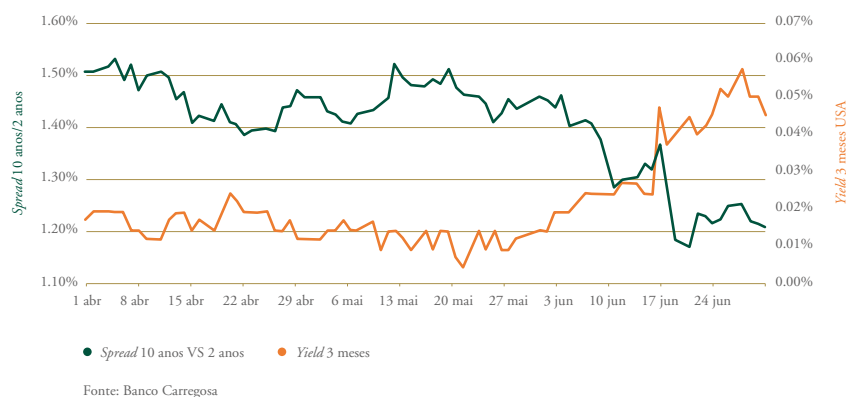
Os bancos centrais procuram uma normalização da política monetária de forma a que o seu impacto seja minimizado. Na Europa, o BCE deverá ser prudente na preparação do fim do programa de compra de ativos pandémicos.

A primeira emissão do “Next Generation EU” (NGEU), que consiste num pacote de recuperação para apoiar os estados membros atingidos pela pandemia, será dotado de um montante de €750 mil milhões, com duração até 2026 e do qual cerca de 20% do financiamento deverá ser em obrigações verdes. Para este ano, o objetivo da Comissão Europeia é financiar-se em €80 mil milhões, dos quais €20 mil milhões já foram emitidos. Esta emissão poderá vir a ser um passo para um maior compromisso a nível europeu.

A subida da taxa de inflação pode não ser necessariamente negativa para o mercado de crédito. Se aliada a taxas de inflação mais elevadas, houver crescimento económico e as empresas conseguirem passar para o consumidor final preços mais altos, tal poderá impulsionar o EBITDA e até permitir uma desalavancagem natural dos balanços das empresas.

Relativamente ao nosso posicionamento, e uma vez que deveremos continuar a ter estabilidade nos *spreads* de crédito, vemos boas oportunidades em obrigações de *High Yield*, convertíveis, híbridas, verdes e *fallen angles*. Contudo, preferimos maturidades até aos 5 anos.

Evolução das taxas de juro nos EUA no 2º trimestre Ligeiro alisamento da curva



No segundo trimestre, o declive da curva de rendimentos norte-americana diminuiu mais acentuadamente após a reunião da Fed no dia 15 e 16 de junho. A antecipação para 2023 da primeira subida de taxas pelo banco central dos EUA, o aumento de membros da Fed que desejam um início do ‘*tapering*’ mais cedo e a gradual reconciliação do mercado com a expectativa da Fed de uma inflação temporária, impulsionaram as taxas de juro de curto prazo, espelhadas na forte recuperação económica e refletem receios de uma desaceleração económica no longo prazo devido à inversão da política monetária.

O *spread* entre a taxa de juro do tesouro dos EUA a 10 e 2 anos estreitou-se em 30 pontos base de 1.53% para 1.21% e a taxa de juro do bilhete do tesouro a 3 meses subiu cerca de 5 pontos base.

3. Perspetivas para Equities

Ao contrário do trimestre anterior, a excelente *performance* do segundo trimestre foi suportada pelos setores mais defensivos e pelas empresas de qualidade. A época de resultados do primeiro trimestre foi das melhores de sempre em termos de surpresas positivas, mas estes *beats* foram pouco recompensados em termos de *performance*, sugerindo que estes resultados já estivessem largamente descontados nos preços dos ativos.

Dados os elevados níveis a que transacionam os mercados acionistas (em termos absolutos), identificamos uma eventual deceção na trajetória de crescimento dos lucros em 2021 (ou mesmo 2022), como sendo o maior risco e potencial acionador de uma correção nos mercados. Apesar do progresso da vacinação em praticamente todo o globo, a propagação das novas variantes de covid-19 poderá igualmente ser um travão ao

crescimento das economias, o que trará repercussões ao nível dos mercados. A inflação, temporária ou persistente, continua a ser uma questão determinante para a evolução das políticas monetárias e, com isso, para o rumo dos mercados acionistas.

Neste sentido, depois de dois trimestres consecutivos com um posicionamento pró-cíclico, adotamos agora uma posição mais defensiva para o trimestre que se inicia, vendo com bons olhos uma eventual correção de mercado entre 5% a 10%, para que o mercado possa, de seguida, retomar a sua trajetória ascendente. Continuamos a privilegiar nomes de qualidade, embora em setores mais defensivos como a saúde e a tecnologia, mantendo, no entanto, alguns nomes expostos à reabertura da economia, de forma a obter uma carteira equilibrada.

Assim, mantemos a sobreponderação à tecnologia, embora com menor exposição aos semicondutores por serem mais cíclicos, e passamos a privilegiar o setor da saúde pela sua resiliência. O consumo corrente, como a alimentação e bebidas, também sobe na ponderação passando agora para neutral.

Por uma questão de prudência, passamos o setor do turismo e lazer, assim como os materiais para neutral, enquanto que a indústria e o consumo discricionário descem de posição passando para sobponderado. 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 e vemos a Suíça como um mercado apetecível neste contexto defensivo. Olhamos com maior prudência para os mercados emergentes (que passam para sobponderado), passando o Reino Unido para neutral, dadas as características mais cíclicas das empresas que compõem esta geografia.

Evolução nos últimos 3 meses

	31-Mar	30-Abr	31-Mai	30-Jun	Últimos 3 meses	Último mês (Jun)
Ações						
SP500	3 972,89	4 181,17	4 204,11	4 297,50	8,17%	2,22%
Nasdaq 100	13 091,44	13 860,76	13 686,51	14 554,80	11,18%	6,34%
DAX30	15 008,34	15 135,91	15 421,13	15 531,04	3,48%	0,71%
Stoxx600	429,60	437,39	446,76	452,84	5,41%	1,36%
Nikkei225	29 178,80	28 812,63	28 860,08	28 791,53	-1,33%	-0,24%
Shanghai Composite	3 441,91	3 446,86	3 615,48	3 591,20	4,34%	-0,67%
MSCI World	2 811,70	2 938,76	2 975,70	3 017,23	7,31%	1,40%
MSCI Emergentes	1 316,43	1 347,61	1 376,21	1 374,64	4,42%	-0,11%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	1,74%	1,63%	1,59%	1,47%	-27,2 pb	-12,6 pb
Yield Bund 10 yr	-0,29%	-0,20%	-0,19%	-0,21%	8,5 pb	-2 pb
Yield OT portuguesa 10 yr	0,23%	0,48%	0,46%	0,39%	16,3 pb	-7 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	0,19%	0,18%	0,13%	0,15%	-4,8 pb	1,4 pb
Libor EUR 3 meses	-0,55%	-0,54%	-0,54%	-0,55%	-0,1 pb	-0,6 pb
Libor JPY 3 meses	0,09%	0,08%	0,08%	0,08%	-0,1 pb	-0,3 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1730	1,2020	1,2227	1,1858	1,09%	-3,02%
EUR/GBP	0,8511	0,8701	0,8604	0,8572	0,72%	-0,37%
Matérias-Primas						
Brent	61,49	65,80	68,95	74,62	21,35%	8,22%
WTI	58,69	63,14	66,10	73,47	25,18%	11,15%
Ouro	1 707,71	1 769,13	1 903,77	1 770,11	3,65%	-7,02%

4. Perspetivas para Alternativos

As matérias-primas deverão manter-se suportadas, uma vez que os inventários permanecem baixos em adição a uma produção ainda inferior à procura, num contexto em que não houve uma total recuperação económica da pandemia. O consenso dos investidores, numa ótica de alocação de ativos, considera que o investimento em matérias-primas (ou exposição ao seu preço) é particularmente interessante numa fase em que se perspetiva que a inflação estabilizará em níveis ligeiramente mais elevados do que na última década.

O ouro também deverá ver o seu preço suportado pelo facto da curva de rendimentos (*yield curve*) ajustada à inflação permanecer negativa. Desta forma o *carry* negativo do ouro é compensado.

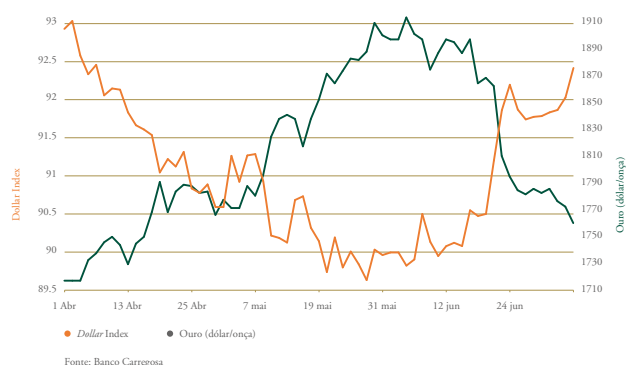
Os bancos centrais têm mantido uma narrativa de conforto sobre a taxa de inflação se estabilizar a níveis ligeiramente

mais elevados do que no passado, o que leva a assumir que serão pacientes mesmo com os atuais e breves *overshoots* inflacionistas. Este posicionamento é também um incentivo a que a economia possa trabalhar com todos os cilindros, acabando por criar pressão no preço das matérias-primas.

Relativamente ao imobiliário, os REITs, nomeadamente, têm tido um bom desempenho desde o início do ano e será expectável que as condições favoráveis se mantenham. Apesar da recuperação do setor ser heterogénea (devido à própria composição do setor), à medida que aqueles que foram mais afetados no ano passado possam regressar à normalidade, deverá haver um impulso para a classe, tendo sido os subsectores de retalho e hotelaria os mais penalizados, e o industrial e telecomunicações os mais beneficiados. Para além disso, é esperado que as baixas taxas de juro continuem a ser um fator de suporte ao investimento em imobiliário.



Evolução do ouro e do dólar no 2º trimestre



As quedas do dólar e das taxas de juro de longo prazo do tesouro norte-americano, nomeadamente o rendimento a 10 anos, foram provavelmente os principais impulsionadores do ouro nos primeiros dois meses do segundo trimestre. Expectativas de inflação também contribuíram para a subida do metal precioso. Como o ouro é cotado em dólares, qualquer depreciação da moeda norte-americana torna o metal amarelo mais atrativo. De salientar também que o ouro não gera qualquer rendimento e uma queda das taxas de juro do dólar tornam este metal precioso mais interessante. Todavia, no último mês do trimestre a evolução inverteu-se e assistimos à valorização do dólar, mais marcada a partir da reunião da Fed que antecipou uma subida de taxas de juro de acordo com o diagrama *'dot plot'*, e ao pior mês do ouro desde novembro de 2016, apesar da contínua queda das taxas de juro nos prazos mais longos.



Mod0587V01_BC_PT_07-21

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.”