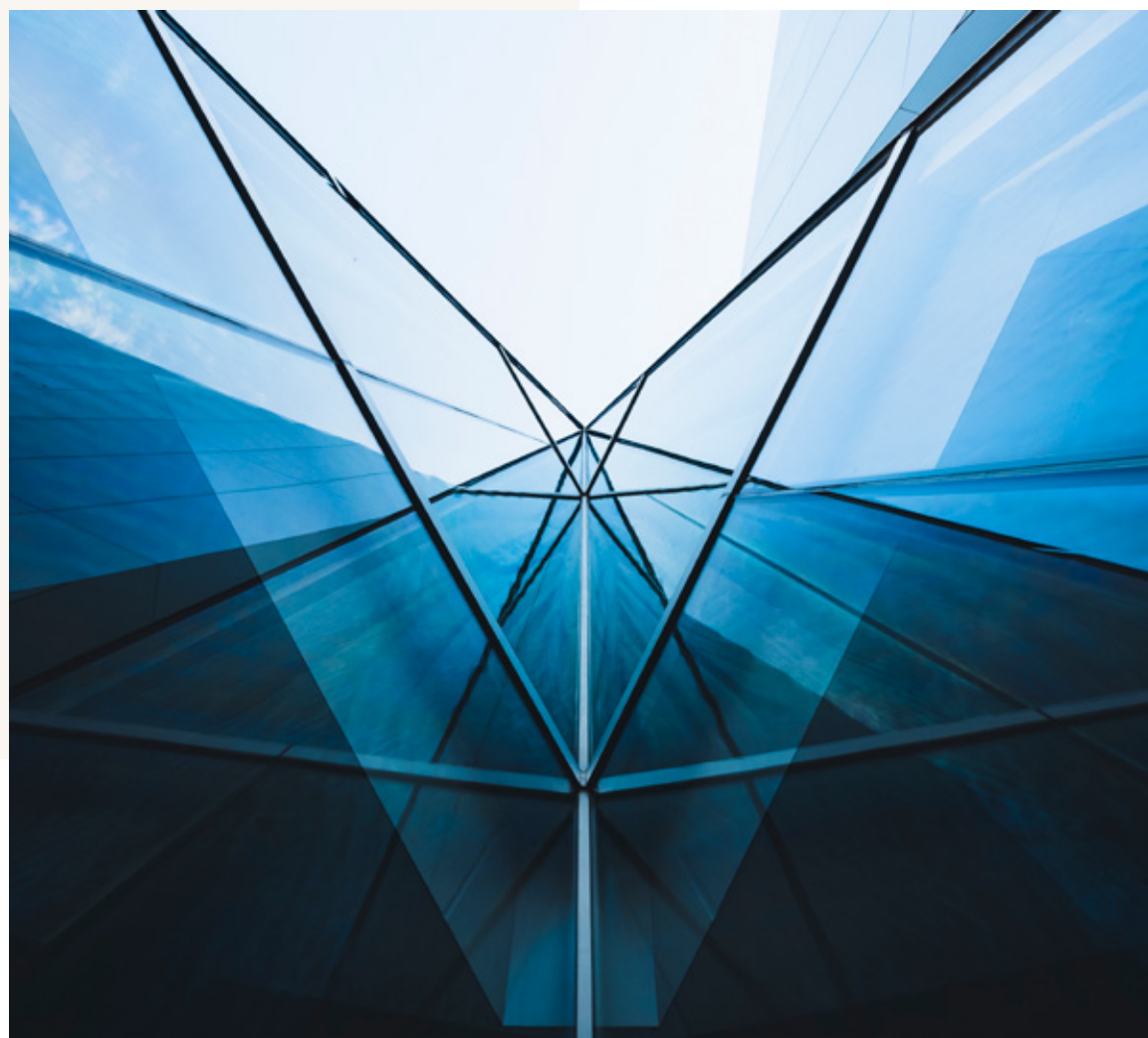


# Perspetivas Outlook Verão



3º Trimestre 2022

## Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

A inflação revelou-se mais persistente, mais global e mais transversal às economias ocidentais. A reação dos bancos centrais (BC's) foi forte, tanto no imediato, como no anúncio de futuras subidas de taxas de juro, entretanto já incorporadas nas expectativas do mercado. Até ao final do ano, a generalidade dos bancos centrais deverá colocar as suas taxas de referência em território neutral ou mesmo restritivo, pelo que os riscos para o crescimento económico se acentuam.

É indiscutível que os bancos centrais conseguem desacelerar ou travar a economia. O impacto do abrandamento económico no controlo da inflação é mais limitado quando, como está a acontecer nos EUA, a origem da inflação decorre também de um choque na oferta. Apesar disso, a política monetária deverá amenizar a inflação, contribuindo para esse objetivo mundial, por via da inversão dos altos preços da energia e de outras matérias-primas cíclicas que resultavam do sobreaquecimento da economia americana. Os sectores mais cíclicos e discricionários devem suportar a maior parte das consequências do pessimismo dos consumidores e da queda do rendimento disponível das famílias.

O BCE enfrenta o desafio de controlar um processo inflacionista que tem origem externa. As subidas das taxas de juro devem ter impactos maiores no crescimento económico do que na inflação. Contudo, é pouco defensável manter uma política acomodatória com a economia em pleno emprego e a inflação muito acima do objetivo. O banco central fará o seu caminho de normalização, que deverá contribuir para uma situação de estagflação na economia. De salientar que a sintonia dos ciclos económicos dos vários estados membros facilita a tarefa do Banco Central.

Em 2021, a China aproveitou o otimismo na generalidade das economias para implementar medidas de correção de alguns excessos. Dessa forma acabou por desfasar o seu ciclo económico com o resto do mundo. Os efeitos negativos de curto prazo de algumas dessas medidas, na economia e no sentimento dos investidores (nacionais e estrangeiros), foram acompanhados de perturbações ao normal funcionamento da economia como a pandemia e o conflito entre a Rússia e a Ucrânia. Se do ponto de vista económico e financeiro os ativos chineses

se revelam atrativos, pelo seu nível de avaliação e descorrelação com o resto do mundo, existe um risco geopolítico binário, não linear, que recomenda alguma prudência na exposição ao país.

Os ajustes nos preços dos ativos no 1º semestre do ano fizeram despontar algumas oportunidades. Os investidores passaram a ter alternativas de investimentos com baixo risco, com garantias de capital e retorno nominal positivo. As dívidas de curto prazo emitidas por governos e empresas de elevada qualidade creditícia são uma âncora que deve constar nas carteiras diversificadas, a par de uma componente de liquidez tática mais elevada.

A exposição acionista não deve ser descartada. No sentido de proteger o poder de compra, o investimento em mercados e empresas de qualidade com balanços fortes e negócios estáveis, com algum poder de mercado e de *pricing power* oferecem uma boa relação rentabilidade e risco. O mercado acionista norte americano deverá proporcionar um refúgio perante as tensões geopolíticas globais e, no médio prazo, tende a salvaguardar o poder de compra dos investidores.

Nos próximos meses, a manutenção de elevada incerteza deverá ser uma das poucas certezas entre os investidores. Num ambiente em que a volatilidade, o risco e a incerteza permanecem em nível muito elevado, é crucial a combinação criteriosa de ativos de qualidade superior e com níveis de descorrelação nos vários cenários.



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.				

## Análise Macroeconómica

A inflação mais elevada das últimas décadas tem penalizado a atividade económica e o sentimento do consumidor. Também a postura cada vez mais ‘agressiva’ dos bancos centrais, para travar a alta dos preços, acelera essa tendência de deterioração do sentimento à medida que as taxas de juro sobem no mercado monetário e no mercado de capitais. Sendo assim, o risco de recessão aumenta e a inflação tende a desacelerar com um abrandamento da procura. Intensifica-se o risco de crédito e desacelera o risco de taxa de juro.

Os investidores tentam quantificar a desaceleração da inflação e até que ponto algum alívio na subida dos juros poderá compensar os eventuais *profit warnings* ditados por uma hipotética recessão. A queda da confiança empresarial e do sentimento do consumidor, a potencial recessão e a contração monetária são variáveis deflacionistas. O abrandamento do ritmo de globalização não é inflacionista, mas um eventual recuo da mesma já será. Por outro lado, os preços elevados dos combustíveis fósseis, penalizados pela transição e segurança energética e pela guerra, são variáveis inflacionistas.

Na Zona Euro, o contexto macroeconómico tem-se deteriorado e o sentimento do consumidor em junho caiu para níveis de 2013. Na Alemanha, o sentimento do consumidor, medido pelo GfK, registou um novo mínimo histórico em julho, refletindo uma diminuição da propensão para consu-



mir e um alívio na pressão inflacionista do lado da procura. Em junho, o índice harmonizado de preços no consumidor na Alemanha desceu pela primeira vez desde outubro de 2020, queda justificada, em parte, pela redução do imposto sobre os combustíveis, mas também pela diminuição da procura. A balança comercial alemã em maio apresentou o primeiro défice desde 1991. Também as perspetivas para a atividade empresarial têm abrandado e o PMI alemão apontou, em junho, para o crescimento mais lento desde julho de 2020.

Nos EUA, a confiança do consumidor medida pela Universidade de Michigan regista níveis de 2008 e a do Conference Board assinala mínimos desde fevereiro de 2021. O PMI caiu em junho para 52,7, o nível mais baixo desde julho de 2020.

O indicador GDP Now da Reserva Federal de Atlanta antecipa uma contração de 2,1% do PIB norte-americano no segundo

trimestre. Os pedidos de subsídio de desemprego semanais subiram ligeiramente para os níveis mais elevados do início do ano, mas o mercado de trabalho permanece resiliente.

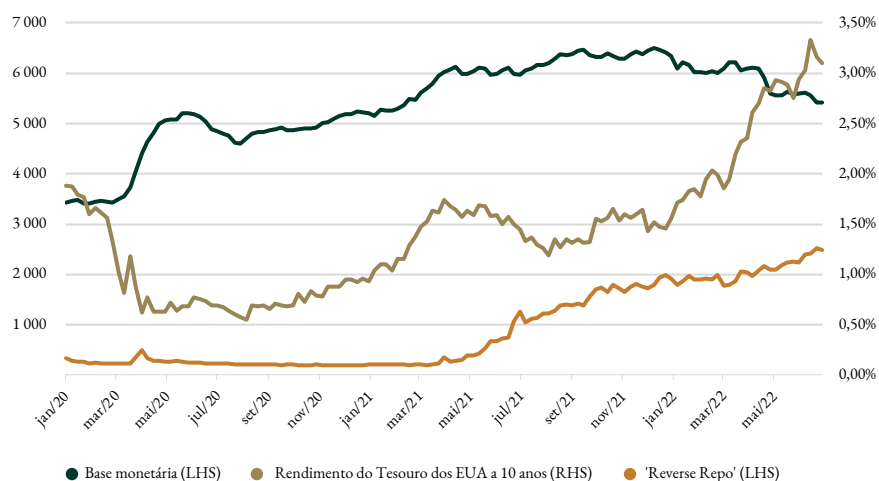
A política expansionista da Reserva Federal dos EUA (Fed) aumentou a base monetária em 90%, desde a primavera de 2020 até dezembro do ano passado, permitindo a recuperação da economia norte-americana e o regresso ao pleno emprego. Contudo, a reversão da política da Fed, espelhada na queda de 13% da base monetária desde dezembro do ano passado, promete intensificar o risco de liquidez. Dificuldades que podem acentuar-se à medida que o *quantitative tightening* da Fed, iniciado há apenas um mês, avança e retira mais liquidez ao mercado. A TED Spread regista máximos desde a primavera de 2020, de 0,6%. Este indicador é comumente usado como medida de risco de crédito e representa a diferença entre a LIBOR do dólar a 3 meses e a taxa de juro dos títulos do tesouro dos EUA a 3 meses.

No segundo trimestre, a economia chinesa foi penalizada pelos confinamentos, nomeadamente das principais grandes cidades como Xangai, ditados pela política *zero-covid*. Todavia, os últimos dados mostram uma recuperação da economia chinesa, sobretudo refletida pelos PMI industriais e dos serviços, mas o futuro promete ser de incerteza dada a atual postura das autoridades no que concerne à covid-19.

Certo é que os avanços e recuos da guerra na Ucrânia, nos próximos meses, influenciarão a evolução da economia global.



### Base monetária e rubrica 'Reverse Repo' do passivo da Fed (milhares de milhões de USD) e *yield* a 10 anos dos EUA



A postura mais 'agressiva' da Fed, na tentativa de travar a elevada inflação, tem impulsionado os rendimentos dos títulos do tesouro e reduzido a base monetária (moeda em circulação acrescida das reservas bancárias). Desde os máximos históricos em dezembro do ano passado, a base monetária desceu 13% e a rubrica reservas bancárias no passivo da Fed diminuiu 32%. No entanto, os depósitos junto da Fed, refletidos pela rubrica 'reverse repo' no passivo, registam sucessivos recordes semanais e representam atualmente mais de 25% do balanço do banco central dos EUA. Há elevada liquidez, mas esta está cada vez mais centralizada no 'porto seguro' da Fed e cada vez menos disponível para emprestar. Diante deste cenário, o risco de liquidez tende a aumentar, mas o mercado de 'repo', talvez um dos melhores barómetros para aferir as dificuldades de liquidez, não apresenta atualmente nenhuma perturbação.

## Mercado Obrigacionista

A inflação permanece elevada e a superar as expectativas, justificada, em boa parte, por uma série de choques do lado da oferta (guerra na Ucrânia, confinamentos na China e cadeias de abastecimento por normalizar) e do lado da procura (mercado de trabalho forte, balanços das famílias saudáveis e um aumento da procura no sector dos serviços à medida que acabam os confinamentos). Estes fatores continuam a criar uma grande pressão no mercado obrigacionista e apesar das perspetivas que existiam para 2022 serem de taxas de juro mais elevadas, a aceleração do movimento tem superado todas as expectativas. No início de junho a Euribor a 12 meses estava nos 0,39%, mas terminou o mês nos 1,037%. A queda do preço das obrigações tem sido transversal a todo o espectro de crédito. Mesmo os portfólios mais conservadores apresentam desvalorizações significativas e a proteção que esta classe costuma oferecer, especialmente na dívida soberana de melhor qualidade, não aconteceu.

Os bancos centrais aceleram a sua postura mais restritiva, e ao contrário do que haviam dito anteriormente, tentam agora recuperar o atraso na implementação de uma política monetária contracionista que trave a elevada inflação. A elevada volatilidade que temos vivenciado, tem demonstrado a incerteza que vivemos e muitas vezes tende a levar a movimentos extremos e de exagero. Nesta fase do ciclo económico está a ser particularmente difícil encontrar o ponto de inflexão nas taxas, quando ainda não sabemos se a inflação já terá atingido o seu pico. As expectativas que o mercado cria relativamente às possíveis subidas de taxas por parte dos Bancos Centrais varia semanalmente, fruto de todas as incertezas que estes ajustes rápidos irão provocar na economia real.

Não obstante, as empresas iniciaram esta fase do ciclo económico em muito melhor estado do que aconteceu no passado. Apesar de ser possível virmos a assistir a revisões em baixa dos resultados, e cumulativamente custos de refinanciamento mais elevados, a verdade é que temos assistido a mais *upgrades* que *downgrades*. Adicionalmente, tanto a dívida de melhor qualidade como a de qualidade inferior, apresentam os níveis de rácios de liquidez mais elevados dos últimos 19 anos, as taxas de *default* situam-se em mínimos históricos e a dívida com risco de crédito superior apresenta montantes mais elevados de refinanciamento apenas a partir de 2024.

No passado havia um desfasamento entre risco e retorno e o fator *TINA (There Is No Alternative)* era uma realidade, mas que atualmente desapareceu. O *Investment Grade* tem uma *yield* de pelo menos 3,5% e o *High Yield* de 7,5%. Historicamente, os investimentos com taxas nestes níveis e depois de fortes correções, têm sido premiados com retornos elevados no período de 1 ano.

Os maiores riscos no imediato são a escalada dos *spreads* da dívida da periferia com uma eventual desilusão na implementação da nova ferramenta anti fragmentação do BCE, bem como as taxas de inflação continuarem desancoradas.

Vemos oportunidades no *Investment Grade* tanto em dólares como em euros, na dívida de híbrida e *coco's (Contingent Convertible)*, bem como no investimento em soberanos de curto prazo, e eventualmente, maturidades mais longas caso os 10 anos alemães superem os 2%.

### Cotação do algodão e Rácio cobre/ouro



Os preços do algodão registam mínimos desde finais de setembro do ano passado e aceleraram as perdas nas últimas semanas, pressionados pelas perspetivas mais fracas de consumo devido às crescentes preocupações sobre uma possível recessão. Um dos primeiros impactos, perante uma recessão, é a redução do consumo de algodão. No relatório de junho, o Departamento de Agricultura dos EUA diminuiu as projeções para a procura de algodão, devido ao menor consumo dos maiores produtores globais de vestuário. Quando os tempos são mais difíceis, as roupas revelam-se bens discricionários.

A relação entre o cobre e o ouro é talvez um dos principais barómetros para monitorizar as etapas do ciclo de negócios, e este rácio apresenta os primeiros sinais de desaceleração económica. O cobre é um metal cíclico com diversas aplicações industriais, que tende a valorizar durante o 'boom' económico. Em contraste, o ouro é visto como um ativo clássico de refúgio durante períodos de recessão.

## Perspetivas para *Equities*

Os principais índices bolsistas entraram oficialmente em território de *bear market*. Este comportamento reflete uma mudança no custo de capital que é agora mais elevado (afetando ainda mais os títulos com maior *duration*), assim como riscos de recessão (atestado por vários setores cíclicos que apresentam uma *underperformance* em relação aos defensivos).

As avaliações já ajustaram consideravelmente, com as quedas verificadas nas ações até ao momento. O mercado europeu está a cerca de 11,5x PER fw 12m, ie, 4 pontos abaixo da sua média histórica (os mínimos recentes foram de 11x na pandemia, 8,3x na crise da Zona Euro e 7,2x na crise financeira de 2009). O P/E do S&P também contraiu de 21x para 16x. Este *derating* nas valorizações parece ter acompanhado de forma efetiva o aumento das taxas de juro, ou seja, não parece ter absorvido,

na íntegra, a queda esperada nos *cash-flows*/lucros futuros das empresas.

Esta é a fase que ainda está por verificar, já que as quedas nos lucros por ação ainda não estão a ser antecipadas pelo *consensus*, embora o sentimento tenha sido já claramente mais moderado por parte dos analistas. As estimativas do *consensus* em termos de margens e lucros sugerem grande otimismo: crescimento dos lucros em 10% e 8%, em 2022 e 2023, respetivamente para as empresas do S&P 500, e de 13% e 5% para as empresas do Stoxx 600. Por sua vez, os investidores estão céticos e provavelmente não acreditam que os lucros por ação, neste e no próximo ano, possam crescer nestas magnitudes. Quanto maior for o risco de recessão, maior será o risco de *downside* de lucros e estimativas para as empresas.

### Evolução nos últimos 3 meses

	31-mar	30-abr	31-mai	30-jun	Últimos 3 meses	Último mês (jun)
<b>Ações</b>						
SP 500	4 530,41	4 131,93	4 132,15	3 785,38	-16,45%	-8,39%
Nasdaq 100	14 838,49	12 854,80	12 642,10	11 503,72	-22,47%	-9,00%
DAX 40	14 414,75	14 097,88	14 388,35	12 783,77	-11,31%	-11,15%
Stoxx 600	455,86	450,39	443,35	407,20	-10,67%	-8,15%
Nikkei 225	27 821,43	26 847,90	27 279,80	26 393,04	-5,13%	-3,25%
Shanghai Composite	3 252,20	3 047,06	3 186,43	3 398,62	4,50%	6,66%
MSCI World	3 053,07	2 795,62	2 791,01	2 546,19	-16,60%	-8,77%
MSCI Emergentes	1 141,79	1 076,19	1 077,67	1 000,67	-12,36%	-7,15%
<b>Taxas juro longo prazo</b>						
Yield Treasury 10 yr	2,34%	2,93%	2,84%	3,01%	67,5 pb	16,9 pb
Yield Bund 10 yr	0,55%	0,94%	1,12%	1,34%	78,8 pb	21,4 pb
Yield OT Portugal 10 yr	1,35%	2,02%	2,26%	2,42%	106,3 pb	15,6 pb
<b>Taxas de juro curto prazo</b>						
Libor USD 3 meses	0,96%	1,33%	1,61%	2,29%	132,4 pb	67,4 pb
Libor EUR 3 meses	-0,46%	-0,43%	-0,34%	-0,20%	26,3 pb	14,3 pb
Libor JPY 3 meses	1,04%	1,23%	1,42%	1,67%	63,4 pb	24,5 pb
<b>Cambial</b>						
EUR/USD	1,1067	1,0545	1,0734	1,0484	-5,27%	-2,33%
EUR/GBP	0,8424	0,8388	0,8518	0,8609	2,20%	1,07%
<b>Matérias-Primas</b>						
Brent	100,34	103,08	113,34	109,20	8,83%	-3,65%
WTI	96,15	100,42	112,53	106,01	10,25%	-5,79%
Ouro	1 944,45	1 896,93	1 845,97	1 809,95	-6,92%	-1,95%

## Perspetivas para Alternativos

Os investidores estão a avaliar dois pontos críticos: quanto mais poderão os mercados desvalorizar até que haja uma inflexão de tendência e quais serão as características do novo ciclo que agora se desenha. Tipicamente, o bottom de mercado chega 6 a 9 meses antes do mínimo observado nos lucros por ação. O ponto de viragem é muitas vezes coincidente com expectativas de taxas de juro mais moderadas.

Neste contexto de vulnerabilidade e incerteza geopolítica, continuamos a privilegiar um posicionamento mais defensivo (e menos cíclico) onde a seleção permanece crítica: empresas saudáveis com bons balanços, geradoras de *cash flows*, rentáveis e com crescimento, baixa intensidade laboral e com *pricing power*, continuam a ser as nossas apostas. Os EUA e a Suíça permanecem como as geografias preferidas e passamos a ser mais construtivos relativamente à China. O Reino Unido passa para *underweight* por estar muito exposto ao ciclo das matérias-primas que parece estar a esgotar-se.

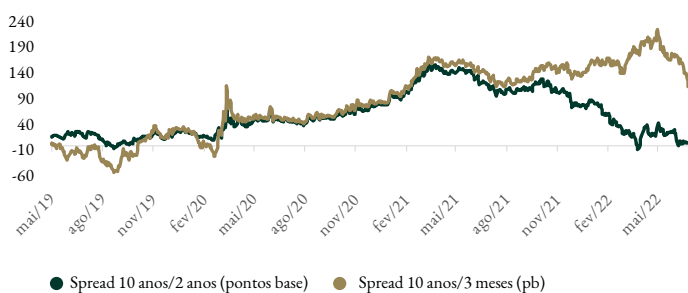
Em termos setoriais, a nossa preferência permanece em consumo corrente e saúde, tipicamente defensivos, e na tecnologia, privilegiamos as *mega/big caps*. O turismo e lazer permanecem em neutral, por estarem muito correlacionados com o ciclo económico que se está a deteriorar. Neste contexto, os menos preferidos continuam a ser 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.

A contínua pressão inflacionista no trimestre passado propiciou um suporte a alguns investimentos alternativos que vínhamos a referir: REITS, infraestruturas, empresas do setor de energia. No entanto, na fase final do trimestre, a maior e crescente fragilidade económica, começou a refletir-se nas empresas de metais não-preciosos e mais recentemente também nas empresas do setor energético.

Dado que se espera uma crescente debilidade económica, a exposição a empresas do setor de matérias-primas não deverá representar uma oportunidade. O imobiliário poderá continuar a representar um refúgio adequado ao contexto macroeconómico devido às suas características: *hedge* de inflação, aumento das rendas e dividendos. As estratégias de retorno absoluto (nomeadamente os fundos *macro*) veem o atual contexto como ideal, pois a elevada volatilidade e correntes cruzadas entre (de)crescimento e inflação são geradoras de oportunidades. Muitos fundos macro fecharam na última década devido à baixa inflação, reduzida volatilidade, políticas monetárias similares entre diferentes blocos económicos e um mercado unidirecional. Os fundos sobreviventes parecem ter encontrado, no ano de 2022, uma boia de salvação.

Ao longo dos próximos meses poder-se-ão reunir condições para o regresso da atratividade do ouro e este metal precioso possa constituir um ativo de refúgio interessante numa carteira diversificada, pois admite-se que as expectativas de subidas de taxas de juro possa ter atingido um ponto demasiado extremado, caso o abrandamento económico se transforme numa recessão, mais cedo e mais forte do que o esperado pelos Bancos Centrais.

### Spread dos rendimentos do tesouro dos EUA a 10 anos/2 anos e spread 10 anos/3 meses



Fonte: Banco Carregosa/Reserva Federal de St. Louis

O diferencial entre os rendimentos do tesouro norte-americano a 10 anos e 2 anos regressou novamente a terreno negativo, depois da inversão momentânea no início do mês de abril, indiciando, de novo, uma recessão económica nos EUA nos próximos 12 a 24 meses. Para o prazo a 12 meses, a Fed prefere monitorizar a diferença entre os 10 anos e os 3 meses. No entanto, este último rácio tende a ser mais *'lag'* porque os juros a 3 meses dos bilhetes do tesouro norte-americano procuram replicar a evolução das taxas de juro da Fed, e estas iniciaram o seu processo de alta apenas em março, com uma subida de 25 pontos base. Mas, aceleraram em maio, com um aumento de 50 pontos, e em junho com uma subida de 75 pontos.



1833

**BANCO  
CARREGOSA**

Siga-nos nas redes sociais



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.