

Perspetivas Outlook Primavera

2º Trimestre 2023



1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo Chief Investment Officer

Um ano decorrido desde o aumento da taxa de juro de referência por parte do banco central norte-americano, começaram a sentir-se os efeitos de uma política monetária restritiva no sistema financeiro. A economia continua a mostrar-se resistente, mas sem sinais de grande fulgor. As autoridades monetárias e fiscais continuam a tomar as medidas necessárias para evitarem crises sistémicas, custe o que custar. Mas será mais provável que os próximos meses continuem a revelar mais vulnerabilidades, menor crédito à economia e, conseqüentemente, menos atividade económica. A boa notícia é que este é um desfecho pretendido e provocado pelas autoridades monetárias, que têm à sua disposição as ferramentas para conter e inverter este ciclo.

Desde a crise financeira de 2008 que as economias desenvolvidas viviam num ténue equilíbrio perante a ameaça da deflação. Nessa conjuntura, em que as economias pareciam incapazes de gerar alguma evolução no nível de preços, apesar de todos os esforços dos bancos centrais, a possibilidade de uma contração do crédito que lançasse a economia numa espiral deflacionista seria o pior dos pesadelos para as autoridades monetárias.

Os anos de pandemia e a guerra na Ucrânia, com o conseqüente agravamento do processo de bipolarização das forças políticas no mundo, a reversão da globalização e a procura da autossuficiência alteraram as regras do jogo. O foco voltou a ser a inflação e não a deflação. Com taxas de juro em níveis historicamente elevados, uma política monetária restritiva e redução dos balanços dos bancos centrais, as autoridades estão bem posicionadas para contrabalançar movimentos de recessão deflacionária.

Neste enquadramento, uma evolução do nível de preços contrária à reversão para os níveis normais e preconizados pelos bancos centrais seria, possivelmente, a pior notícia para o valor da generalidade dos ativos financeiros. No mesmo sentido, um abrandamento da economia, suave a moderado, seria positivo para os ativos com algum risco de *duration*. Já um cenário de uma crise aguda deveria levar a uma reação das autoridades monetárias no sentido de relançarem a economia e mitigarem os danos colaterais que essa recessão possa ter na estabilidade do sistema, que se traduziria num período de instabilidade antes do regresso da bonança.

A economia global está num ponto superior ao que seria expectável há alguns meses atrás. O inverno europeu foi menos rigoroso do que o temido, a reabertura da economia chinesa aconteceu de forma mais rápida do que a antecipada e a economia norte-americana continua em pleno emprego.

Nesta economia, destaca-se a recuperação do sector imobiliário e o regresso de uma franja da população ativa que havia desaparecido desde o período pandémico. Pela negativa, têm-se mantido persistentes os desequilíbrios das contas externas das economias importadoras de energia, apesar da redução dos preços praticados no mercado.

Os próximos meses devem continuar a revelar alguns desequilíbrios no tecido económico e financeiro. A liquidez continua a diminuir, o crédito deverá tornar-se mais inacessível e os agentes que necessitem de se refinarciar deverão ter dificuldades crescentes em fazê-lo. A exposição a ativos financeiros de emitentes com balanços robustos e capacidade de autofinanciamento deverá aportar um binómio retorno e risco mais apelativo.

Num ambiente que deverá ser mais propício à estabilização ou redução do nível de taxas de juro, a exposição a ativos com risco de taxa de juro deverá ser beneficiada, sempre com atenção ao risco de crédito, que deverá permanecer contido e seletivo. As empresas *zombies* e os investimentos mais especulativos com necessidades recorrentes de capital continuam a enfrentar um ambiente menos fértil.

Numa fase do ciclo económico em que se espera alguma incerteza, a segurança de investimentos com garantias de capital e rentabilidade são úteis em carteiras diversificadas, em equilíbrio com investimentos em projetos com elevada probabilidade de sobrevivência e elevados níveis de solvabilidade.



Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

Classes	Subclasses	--	-	Neutro	+	++
Liquidez	Depósitos à Ordem, Depósitos a Prazo					
	<i>Investment Grade</i> Europa (EUR)					
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 economia norte-americana iniciou o primeiro trimestre do ano de forma robusta. Em janeiro, a taxa de desemprego desceu para os 3,4%, a mais baixa desde maio de 1969, tendo a economia dos EUA criado mais de 500 mil postos de trabalho. A taxa de inflação manteve a sua tendência de desaceleração, mas o ritmo abrandou, sobretudo a inflação subjacente homóloga (excluindo energia e alimentação), tendo descido para os 5,5% em fevereiro, de 6,6% em setembro do ano passado, máximo das últimas quatro décadas. A inflação *headline* homóloga caiu do máximo de 9,1% em junho de 2022 para 6% em fevereiro.

A expectativa para o crescimento do PIB norte-americano, nomeadamente o *GDP Now* publicado no *site* da Reserva Federal de Atlanta, tem descido consideravelmente nas últimas semanas, caindo de 3,5% em meados de março para 1,5% no dia 5 de abril. A rubrica de consumo privado tem sido a mais penalizada, corroborando uma deterioração crescente do consumo norte-americano, depois do colapso do Silicon Valley Bank. Ou seja, à medida que os receios de uma crise bancária diminuem, aumentam agora as probabilidades de uma recessão, evidenciadas por um eventual e gradual aperto do crédito nos próximos meses, aliado a uma provável retração do consumidor, habitual após uma crise bancária. Pese embora a procura externa tenha suportado o PIB no terceiro trimestre de 2022 e o investimento tenha alicerçado o



crescimento no quarto, no primeiro trimestre de 2023 tem sido o consumo a principal variável a impulsionar o PIB, mas, provavelmente, tenderá a diminuir o seu contributo nos próximos meses.

Os “Jobless Claims” têm corroborado um mercado de trabalho robusto, devendo permanecer abaixo dos 250 mil enquanto a atividade empresarial mostrar resiliência e os empresários não sentirem uma necessidade acrescida de dispensarem trabalhadores. Todavia, ao antecipar uma alta da taxa de desemprego dos atuais 3,6% para os 4,5% em 2023, a Reserva Federal dos EUA (Fed) espera implicitamente uma deterioração dos pedidos de subsídio de desemprego. O banco central dos EUA, no seu *Outlook* trimestral, no dia 22 de março, reviu em baixa a projeção de crescimento do PIB em 2023 para 0,4%, esperando uma inflação de 3,3% medida pelo PCE *core*.

Na Zona Euro, a economia cresceu 0,3% no último trimestre de 2022, afastando os receios de uma contração económica no início do inverno. Mas à medida que o final do inverno se aproxima e os receios de uma crise energética se dissipam, crescem agora as preocupações quanto à evolução do sentimento do consumidor, tendo a confiança descido no mês de março para -19,2, enquanto a atividade empresarial apresenta comportamentos díspares (o sentimento na indústria continua a deteriorar-se, mas a confiança dos serviços aumentou).

A economia alemã não evitou a forte desaceleração, contraindo 0,4% no último trimestre do ano passado e o PMI industrial em março caiu para o valor mais baixo desde junho de 2020. Porém, o sentimento económico germânico, medido pelo instituto alemão Ifo, melhora consecutivamente desde outubro do ano passado.

Quanto à inflação, os efeitos base refletem uma melhoria, tendo a variação homóloga do índice de preços no consumidor de Espanha, em março, descido para 3,1% (6% no

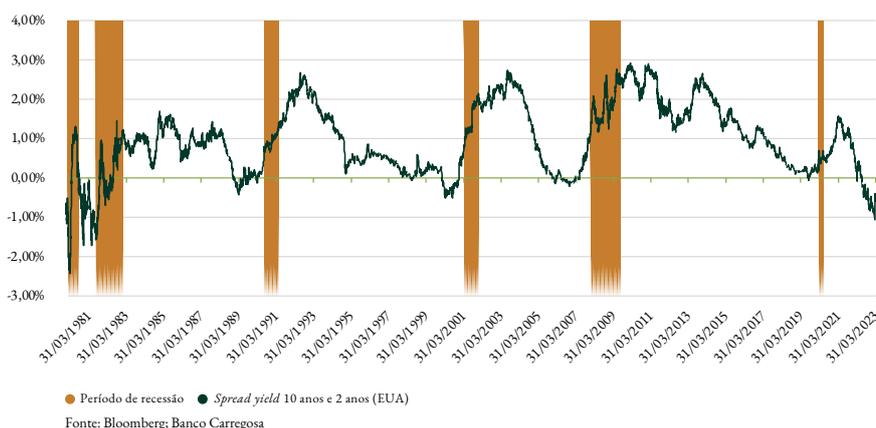
mês anterior), mas a inflação subjacente mantém-se ainda elevada e persistente. Na Alemanha, o índice de preços no consumidor permanece alto (7,4% em março), sendo uma preocupação acrescida para o Banco Central Europeu (BCE), podendo determinar mais uma alta de 25 pontos base na próxima reunião de 4 de maio.

Entretanto, os membros da OPEP+ acordaram no dia de 2 abril um corte na produção de 1,66 milhões de barris diários, prometendo esta decisão dificultar o trabalho da Fed e do BCE na tentativa de ancorarem novamente as expectativas para a inflação junto do objetivo de estabilidade de preços de 2%.

A economia chinesa, apesar da reabertura no início de janeiro, continua vulnerável, confirmando a projeção pouco ambiciosa do governo chinês de um crescimento económico à volta de 5% em 2023. O PMI Industrial Caixin caiu em março para 50 pontos. Mas a inflação baixa permite ao Banco Popular da China (PBoC) estimular a economia, adotando políticas monetárias expansionistas.



Diferença entre os rendimentos do tesouro dos EUA a 10 e 2 anos



O declive da curva de rendimentos norte-americana, dado pela diferença entre os juros das obrigações do tesouro a 10 e a 2 anos, é negativo desde 5 de julho do ano passado, indiciando desde essa altura uma recessão nos próximos 12 a 24 meses. No início do ano o *spread* agravou-se, alargando para mais de -1% no início de março, penalizado pelo robusto mercado do trabalho, inflação persistente e um discurso mais *hawkish* do presidente da Fed, Jerome Powell. Entretanto, a crise bancária em março e a eventual contração do crédito nos próximos meses, aliviou o *spread* para -0,50%, recendo-se uma diminuição do consumo, aumentando as probabilidades de recessão. No gráfico observa-se, em períodos anteriores de recessão, uma habitual reversão do declive negativo da curva de rendimentos para território positivo momentos antes de a recessão se efetivar. O rendimento a 2 anos tende a refletir as perspetivas para as taxas de juro da Fed. Um corte dos juros pelo banco central dos EUA, como resposta à recessão, ditaria provavelmente um juro gradualmente mais baixo a 2 anos relativamente aos 10 anos.

Mercado Obrigacionista

O mercado obrigacionista teve um acréscimo de volatilidade com a falência do SVB e a compra do Credit Suisse por parte da UBS. As autoridades americanas e europeias não demoraram muito tempo a tomarem uma posição firme de forma a trazer de volta a estabilidade que o mercado financeiro necessitava.

A Fed já tinha conseguido reduzir o seu balanço em 7% desde abril de 2022, altura em que alterou o regime de *quantitative easing*, preparando o *quantitative tightening* que teria início em junho. Devido ao SVB, foi “obrigada”, mesmo que temporariamente, a assegurar a liquidez e a tranquilizar o sistema financeiro, aumentando o balanço em 300 mil milhões de dólares.

No caso do Credit Suisse, assistimos a uma posição de força por parte das autoridades, no sentido de que tudo seria feito para evitar uma nova crise bancária. Os titulares de dívida Tier 1 perderam todo o montante investido, e os acionistas ficaram com 3,25 mil milhões de francos suíços. Esta posição da FIMA (Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro Suíço) em ter invertido a posição no caso de um evento como este, em que primeiro deveriam ser os acionistas a sofrer a perda e posteriormente os obrigacionistas (começando pela dívida mais júnior até à sénior) fez com que esta classe (as Tier1) fosse particularmente penalizada pelo mercado, arrastando o resto do mercado, com exceção da dívida soberana que acabou por servir de refúgio aos investidores.

Estes eventos, acabando por criar uma instabilidade mesmo que momentânea, podem vir a ser uma ajuda extra de que os bancos centrais precisavam na luta contra a inflação. Uma vez que levarão a maiores restrições na conceção de

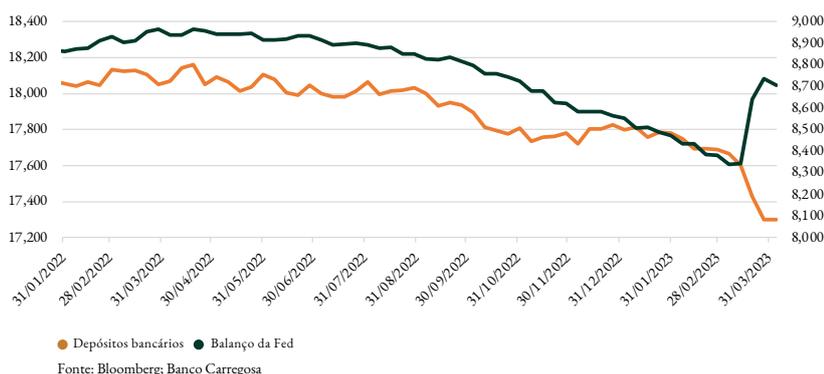
crédito, que terá o seu impacto nas famílias e empresas. Não sendo necessariamente deflacionistas, podem resultar num abrandamento económico.

O mercado começa a descontar este cenário, motivo pelo qual assistimos a uma descida das taxas de curto e longo prazo, apesar de sabermos que os bancos centrais ainda estão num movimento de subida de taxas e que as mesmas poderão atingir o seu pico até ao verão, momento a partir do qual se espera uma estabilização.

Condições mais restritivas deverão fazer subir as taxas de *default* que ainda se encontram em mínimos, nos 2,8%. A Moody’s estima que a taxa global de *default* deva subir para 4,3% no final de 2023 e atinga o pico de 4,7% em fevereiro de 2024, já o Natixis estima para fevereiro de 2024 uma taxa superior nos 5,5%, estimativas bem acima da média histórica que está nos 4,1%.

A volatilidade traz sempre desafios e oportunidades. Os riscos que identificamos que possam ser mais disruptivos são: o mercado tentar encontrar um novo elo mais fraco no setor financeiro, tal como aconteceu recentemente com o Deutsche Bank; a inflação não dar tréguas, tendo em conta que a inflação *core* ainda continua elevada; os bancos centrais serem forçados a subirem taxas acima das estimativas do mercado. Como oportunidades temos a dívida *Investment Grade* tanto em euros como em dólares; a dívida híbrida de algumas empresas que foram penalizadas recentemente; o *high yield* apresenta taxas elevadas pelo que a seleção é um fator importante.

Balanço da Fed e depósitos bancários nos EUA (bilhões USD)



Entre março de 2020 e março do ano passado, os depósitos bancários nos EUA aumentaram de 13,5 bilhões para 18,1 bilhões de dólares, coincidindo esse montante de mais 4,6 bilhões de dólares com o aumento do balanço da Fed nesse mesmo período. Mas desde março de 2022, os depósitos já caíram quase um bilião de dólares, penalizados pela política restritiva da Fed, sobretudo pelo aumento significativo das taxas de juro pelo banco central dos EUA em 450 pontos base em apenas um ano e pelo início do *quantitative tightening* em junho do ano passado. Entretanto, a conjuntura bancária em março acelerou essa diminuição dos depósitos, tendo a Fed aumentado o seu balanço em cerca de 400 mil milhões de dólares para mitigar a crise bancária, mas cerca de metade dessas reservas bancárias criadas reverteram novamente para junto do banco central dos EUA, aumentando a rubrica *reverse repurchase agreements* no passivo do balanço da Fed, um porto seguro que paga atualmente 4,87%, muito utilizado em março pelos fundos do mercado monetário em detrimento dos depósitos bancários.

Perspetivas para *Equities*

As *performances* bastante satisfatórias do primeiro trimestre na grande parte dos índices acionistas, camuflam uma realidade bem mais atribulada nos mercados financeiros. Se os meses de janeiro e fevereiro fizeram transparecer um otimismo por parte dos investidores, alimentado pela crença de que a inflação já teria atingido o seu pico, na segunda metade de março assistiu-se ao aumento súbito da volatilidade, motivado pelos episódios ocorridos no Silicon Valley Bank, Silvergate, Signature e mais tarde no Credit Suisse.

O principal risco latente é se as dificuldades a que assistimos no setor bancário contagiarem outras instituições mais importantes nas economias.

Mesmo que acreditemos que não haja risco de contágio, estes acontecimentos mostraram a vulnerabilidade da Banca face aos aumentos massivos e rápidos nas taxas de juro por parte

dos bancos centrais. As consequências estão à vista: necessidade de custo mais elevado para reter depósitos, perdas potenciais nos portfólios de fixed income e de *real estate* e a inversão da *yield curve* que afeta a rentabilidade dos bancos. Haverá também lugar à diminuição do volume de crédito concedido, acompanhado pelo aumento de juros, que levará à diminuição dos investimentos no setor privado e ao aumento de falências, que poderá conduzir, em última instância, à tão falada recessão.

Depois de um ano de 2022 bastante resiliente em termos de resultados das empresas (+6% para as empresas do S&P 500 e +18% para as do Stoxx 600), o *consensus* espera para este ano, que os lucros apresentem um crescimento nulo nos EUA e que subam apenas 3% na Europa. Esta expectativa está naturalmente baseada a um cenário de *soft landing* em termos de recessão para os EUA, que é o cenário atualmente descontado

Evolução nos últimos 3 meses

	31-dec	31-jan	28-fev	31-mar	Últimos 3 meses	Último mês (mar)
Ações						
SP 500	3 839,50	4 076,60	3 970,15	4 109,31	7,03%	3,51%
Nasdaq 100	10 939,76	12 101,93	12 042,12	13 181,35	20,49%	9,46%
DAX 40	13 923,59	15 128,27	15 365,14	15 628,84	12,25%	1,72%
Stoxx 600	424,89	453,21	461,11	457,84	7,75%	-0,71%
Nikkei 225	26 094,50	27 327,11	27 445,56	28 041,48	7,46%	2,17%
Shanghai Composite	3 089,26	3 255,67	3 279,61	3 272,86	5,94%	-0,21%
MSCI World	2 602,69	2 785,00	2 714,57	2 791,44	7,25%	2,83%
MSCI Emergentes	956,38	1 031,50	964,01	990,28	3,54%	2,73%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	3,87%	3,51%	3,92%	3,47%	-40,7 pb	-45,2 pb
Yield Bund 10 yr	2,57%	2,29%	2,65%	2,29%	-27,9 pb	-35,9 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,59%	3,19%	3,51%	3,12%	-46,2 pb	-38,9 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	4,77%	4,81%	4,97%	5,19%	42,5 pb	22,2 pb
Euribor 3 meses	2,13%	2,51%	2,74%	3,04%	90,6 pb	29,4 pb
Libor GBP 3 meses	3,87%	4,12%	4,32%	4,42%	54,4 pb	9,3 pb
Cambial						
EUR/USD	1,0705	1,0863	1,0576	1,0839	1,25%	2,49%
EUR/GBP	0,8853	0,8816	0,8798	0,8790	-0,71%	-0,09%
Matérias-Primas						
Brent	84,76	84,75	82,83	79,89	-5,75%	-3,55%
WTI	80,45	79,38	77,19	75,67	-5,94%	-1,97%
Ouro	1 824,02	1 928,36	1 826,92	1 969,28	7,96%	7,79%

nas avaliações patentes nos mercados acionistas. Embora os números possam ainda estar ligeiramente otimistas para a Europa (há *brokers* que já esperam uma queda ligeira nos lucros), a principal razão para a pressão nas margens deverá vir do crescimento nos salários, já que a Europa está mais atrasada neste ciclo de subidas face aos EUA. O aumento de juros e a maior dificuldade em obter crédito, será um desafio adicional para algumas empresas, fator que ainda poderá estar a ser subestimado pelo mercado.

No cenário de haver recessão nos EUA e na Europa, a queda dos lucros deverá ser bastante mais expressiva (>10%), dependendo da gravidade da recessão.

Neste contexto, permanecemos defensivos e a nossa escolha continua a ser por empresas com balanços fortes, margens de lucro elevadas e estáveis. Os constrangimentos de liquidez fazem-nos preferir as *large caps* face às *small caps* que, para

além de serem mais endividadas, terão maior dificuldade em financiarem-se com crédito. Continuamos a privilegiar estratégias baseadas em *growth at a reasonable price* e *quality at a reasonable price*. Geograficamente, mantemos a preferência por Europa (ex-Reino Unido) face aos EUA (que permanece em neutral), sendo o Reino Unido o país menos apetecível. Setorialmente, mantemos a preferência pelo Consumo Corrente, Saúde, Tecnologia (*megacaps*). Movemos a Banca para o conjunto dos setores menos preferidos, juntamente com o Consumo Discricionário e Automóvel, onde já se mantinham. Após os dados macro publicados na Europa e nos EUA continuarem a mostrar sinais de recuperação, melhoramos a nossa opinião sobre a Indústria para neutral, em linha com o setor do Turismo e Lazer, sem descurar da seletividade na escolha de empresas nestes dois setores, tipicamente mais cíclicos.

Perspetivas para Alternativos

As matérias-primas energéticas permanecem num plano de fragilidade. Por um lado, o cenário de recessão continua a retirar pressão ao preço, via consumo, por outro, a capacidade de fornecimento limitada, devido às sanções e ao baixo *capex*, bem como o desejo de a OPEC+ em manter o preço acima dos 80 dólares por barril e a reabertura da China, continuam a ser fatores a favor da valorização do preço. O inverno menos rigoroso do que o habitual fez com que o preço do gás natural fechasse o trimestre ao nível dos valores de 2021. A reabertura da economia chinesa é a grande interrogação quanto ao futuro da procura das matérias-primas.

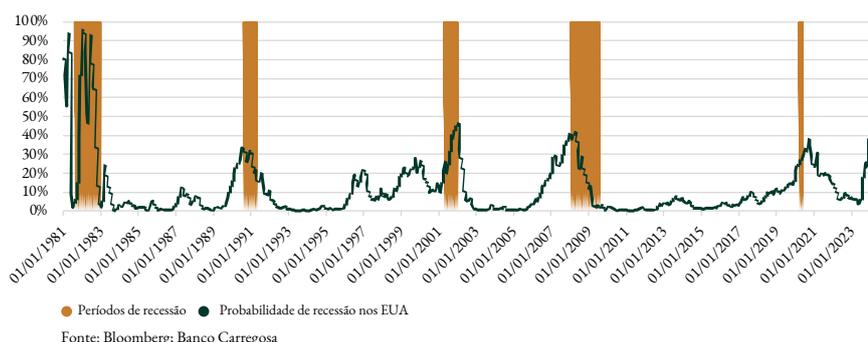
O ouro acabou por evidenciar as suas características defensivas em cenários de súbita aversão ao risco no sistema financeiro, apresentando uma expressiva valorização de quase 10% durante o período de falta de liquidez de alguns bancos. Desta forma, caso os bancos centrais sejam forçados a tornar a sua política

monetária menos restritiva do que o esperado, o ouro deverá continuar a mostrar o seu apelo.

No mercado do cobre, a transição energética continuará a ser o principal *driver* da procura por este metal, contudo, no curto prazo, encontra-se bastante dependente da recuperação do mercado imobiliário chinês (que corresponde a cerca de um quarto da procura mundial) e da incerteza associada às explorações localizadas na América do Sul.

No plano geral, o imobiliário, sendo este um dos mercados mais sensíveis ao custo da dívida, continuará a mostrar uma fragilidade significativa, em especial nos EUA. É de notar que os problemas já eram visíveis na Europa e nos EUA no final de 2022. De facto, vários *hedge funds* têm apostado contra as empresas e setores mais frágeis dos REITS.

Índice de probabilidade de recessão da Fed de Nova Iorque



O índice de probabilidade de recessão da Reserva Federal de Nova Iorque atingiu o nível mais elevado desde 1982, levantando preocupações sobre o futuro da economia dos EUA. Este modelo utiliza a inclinação da curva de rendimentos, nomeadamente a diferença entre os juros do tesouro norte-americano a 10 anos e a 3 meses, para calcular a probabilidade de uma recessão nos EUA nos próximos doze meses. Os efeitos contínuos da pandemia de covid-19 e as interrupções nas cadeias de abastecimento, em 2020 e 2021, respetivamente, e as tensões geopolíticas em 2022, impulsionaram os índices de preços no consumidor para os níveis mais elevados das últimas quatro décadas, forçando os bancos centrais a adotarem uma postura energicamente restritiva, elevando as taxas de juro. A crise bancária em março foi o primeiro sinal de que a política da Fed promete penalizar o consumo, o investimento e o crescimento económico, podendo redundar numa recessão tal como o índice da Fed de NY preconiza.



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

2023 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.