



sixty^o Weekly Note

Outlook – 2º Semestre 2021

Cenário Base

1 3 variáveis-chave: evolução da pandemia, inflação e tensões geopolíticas

Relativamente à pandemia, começam a surgir sinais de cansaço causados pela manutenção de medidas de confinamento e pela lentidão com que, dado o nível de vacinação, as populações poderão regressar à normalidade.

2 Admite-se a possibilidade da inflação, nos próximos anos, poder vir a situar-se num patamar superior ao das últimas décadas, nomeadamente pós-2008.

As razões por detrás deste aumento têm sido variadas, mas destaca-se a inflação do lado do produtor, numa situação que envolve preços das matérias-primas e energia em alta, estrangulamentos nas cadeias de valor globais e disrupções na logística, a par de uma recuperação da procura global.

3 Em termos geográficos, continuamos a preferir o dinamismo das economias norte-americana e asiática que têm beneficiado com a retoma mais rápida da atividade económica.

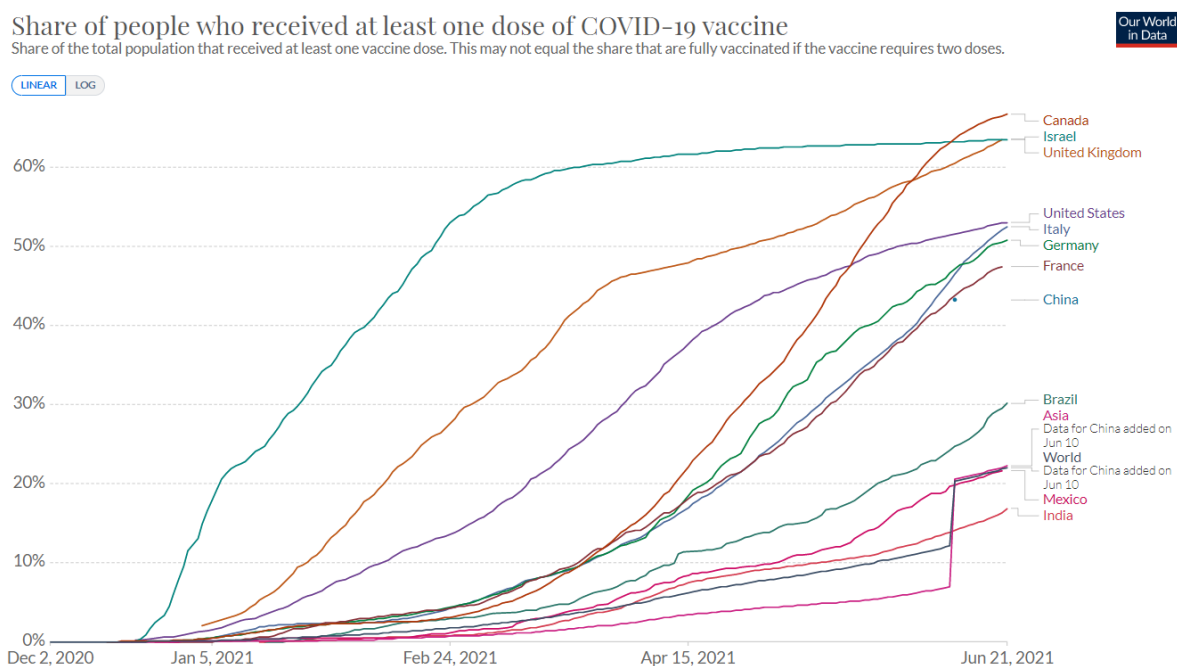
Na Europa, continua pendente o impacto que advirá do final das moratórias de crédito a particulares e empresas, previsto para setembro de 2021, bem como da concretização do plano de revitalização. O aumento substancial das contribuições para o orçamento da EU e os incrementos de impostos que se esperam, também deverão reduzir os efeitos líquidos dos fundos recebidos.

4 No campo geopolítico, temos assistido a um conjunto de manobras que devem ser acompanhadas.

(i) A China está cada vez mais pressionante, quer no desenvolvimento de tecnologia militar, quer na obtenção de posições de força que lhe permitam ter acesso a recursos, desempenhando assim um papel central na região da Ásia-Pacífico; (ii) a maior cooperação entre a Alemanha e a Rússia para a conclusão do gasoduto Nordstream 2; (iii) a escalada de violência no Médio Oriente, com a recente invasão de Gaza por Israel e o ataque encoberto a várias infraestruturas e instalações militares no Iraão.

Enquadramento

A **evolução da pandemia**, os esforços para a sua contenção e os **programas de vacinação** têm estado no centro das preocupações a nível mundial, no decorrer do semestre em curso. Os países do hemisfério Norte, à exceção da China, enfrentaram um final de 2020 e início de 2021 com elevada pressão nos respetivos sistemas de saúde e redes hospitalares, com confinamentos e com atrasos no *rollout* da vacinação, cujo impacto económico continuou a ser significativamente negativo, especialmente na Europa, no decorrer do primeiro trimestre.

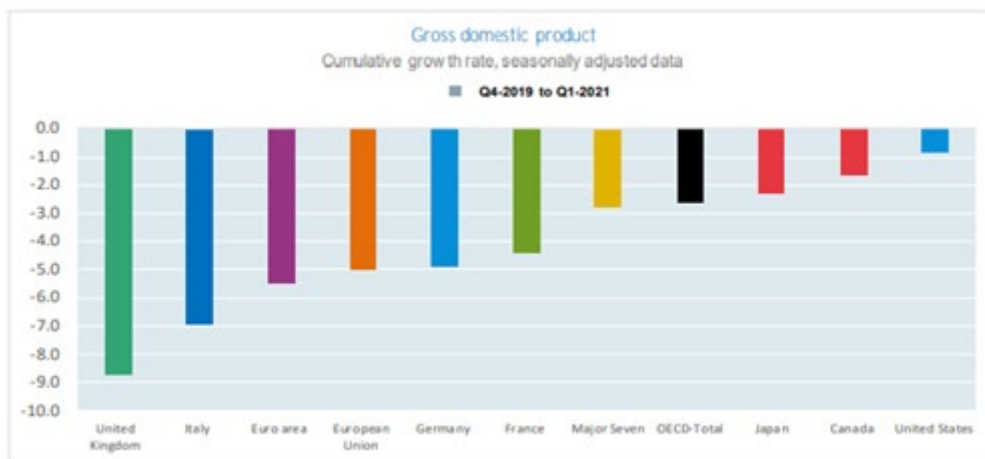
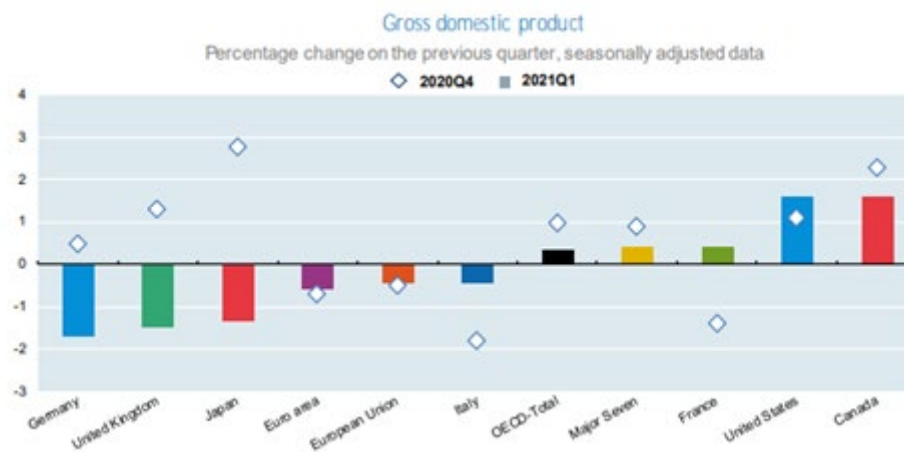


A **atividade económica registou comportamentos diferenciados entre setores de atividade e entre geografias**, levando a que os apoios e subsídios estatais a empresas e cidadãos se mantivessem em vigor, na generalidade dos países, acrescentando ainda maior tensão sobre as respetivas contas públicas. Os apoios aos mercados financeiros, nomeadamente o *Quantitative Easing* da Fed, ao ritmo de 120 mil milhões de dólares mensais, e os vários programas de compras de ativos do BCE, do Banco de Inglaterra e do Banco do Japão, entre outros, também fizeram sentir o seu efeito.

Destaque positivo para a China que, apesar de ter sido o foco inicial da pandemia, conseguiu controlar a sua disseminação, diminuir o número e a duração dos confinamentos e minimizar as restrições ao movimento das populações e bens, registando um crescimento económico em todos os trimestres desde

a quebra sofrida no 1T2020, através de uma atuação rápida e massiva, nomeadamente ao nível da testagem e da vacinação.

Por seu lado, caso o PIB americano, no 2T21, consiga voltar ao seu nível pré-pandemia, isso significará que a recuperação demorou apenas 6 trimestres *versus* os 14 trimestres que enfrentámos no caso da anterior crise financeira global, algo que não deixa de ser assinalável. A mais recente época de resultados foi excepcional, com 85% das empresas do S&P500 a reportar resultados acima das estimativas e com o crescimento dos lucros por ação no primeiro trimestre a situar-se nos 20%.

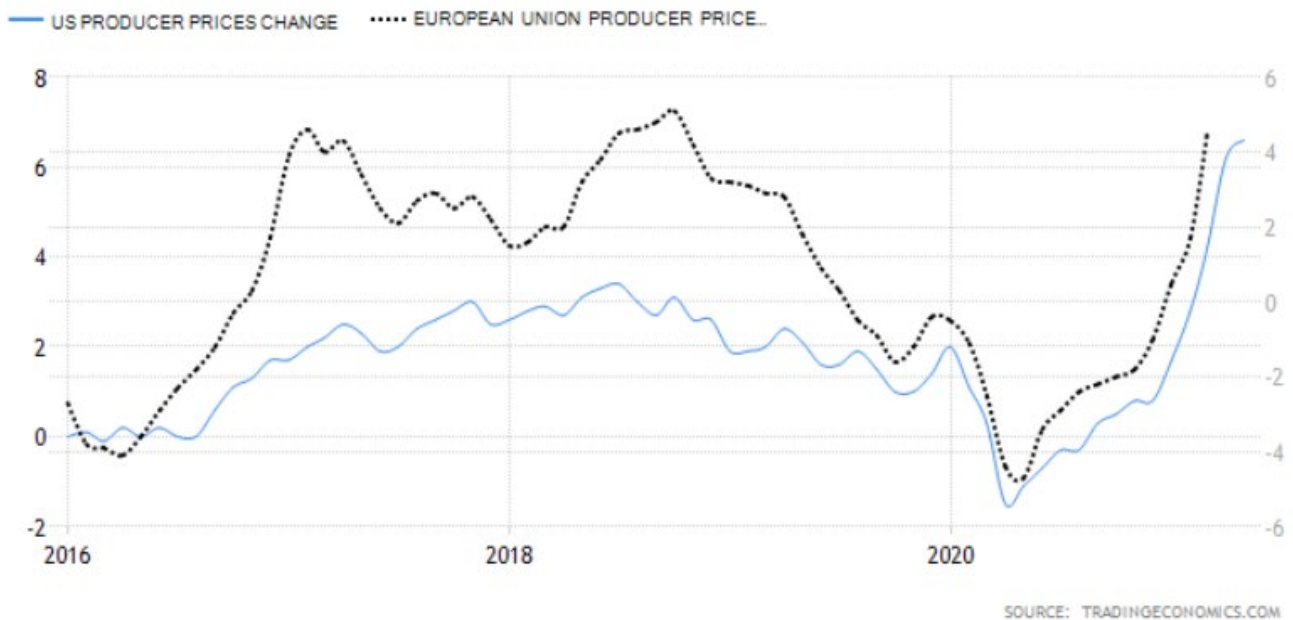


Fonte: [29 \(oecd.org\)](https://www.oecd.org/)

Desde o início do ano, uma nova preocupação tem competido com a pandemia pela atenção dos investidores: **a subida da inflação.**

Em março de 2020, após a intervenção conjunta da Fed e de outros bancos centrais, as matérias-primas têm visto os seus preços subir de forma consistente (Petróleo WTI 250%, Cobre 84%, Madeira 222%, até 18/6). Já no início de 2021, as taxas de juro americanas começaram a subir de forma significativa, em

resposta tanto a estes receios como ao reabrir da atividade económica. Além disso, temos assistido a algumas pressões inflacionistas em segmentos muito específicos, como o preço das rendas, dos automóveis em 2ª mão, da energia e da alimentação. De registar que os índices de preços nos produtores americanos e europeus têm vindo a subir consecutivamente nos últimos 12 meses.



Neste enquadramento, surge uma terceira preocupação, quanto a nós, ainda pouco incorporada no comportamento dos mercados: **a crescente tensão geopolítica**. Neste capítulo, a China está cada vez mais pressionante, quer no desenvolvimento de tecnologia militar, quer na obtenção de posições de força que lhe permitam ter acesso a recursos, desempenhando assim um papel central na região da Ásia-Pacífico, pressionando o Taiwan, a Índia, o Japão ou mesmo a Austrália, fazendo uso do seu poderio económico para moldar a opinião emitida pela Europa sobre si própria e confrontando-se cada vez mais com os Estados Unidos a nível diplomático e comercial.

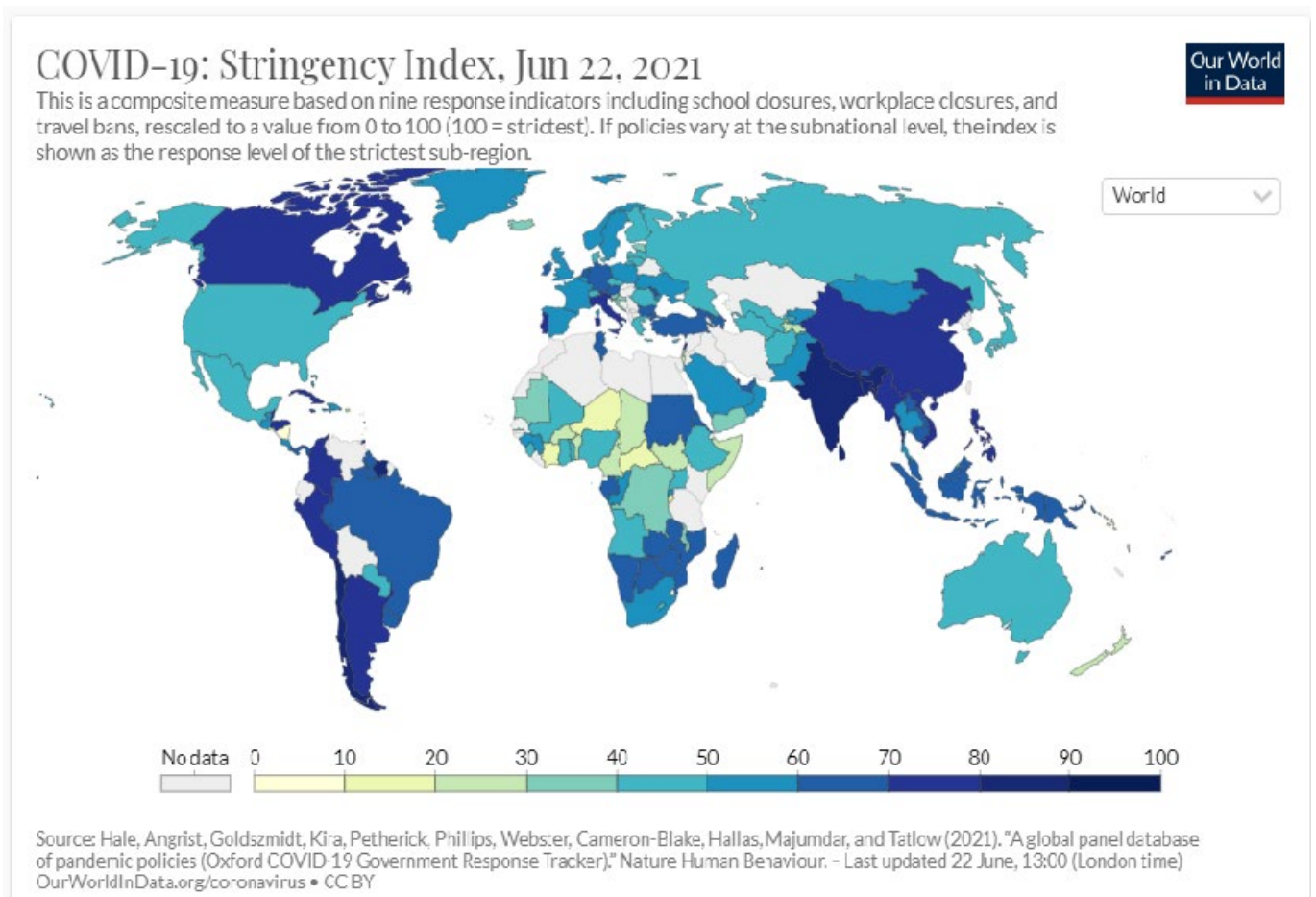
Em particular, é de mencionar o caso do Taiwan, que assumiu uma importância reforçada após a disrupção nas cadeias de oferta de semicondutores na sequência da pandemia. Relembrar que o Taiwan tem o domínio na manufatura de semicondutores, essenciais para os mais variados bens de consumo e, como tal, para a economia global como um todo. Apesar do cenário central afastar a hipótese de um conflito sério entre a China e o Taiwan, a crescente importância geopolítica deste último, enquanto principal *hub* produtor de semicondutores, apela à cautela e à monitorização atenta da situação.

Cenário Central

Para o segundo semestre de 2021, o cenário central da Sixty Degrees desenvolve-se com base no pressuposto de irmos a **presenciar maior volatilidade nas 3 variáveis-chave atrás identificadas: evolução da pandemia, inflação e tensões geopolíticas.**

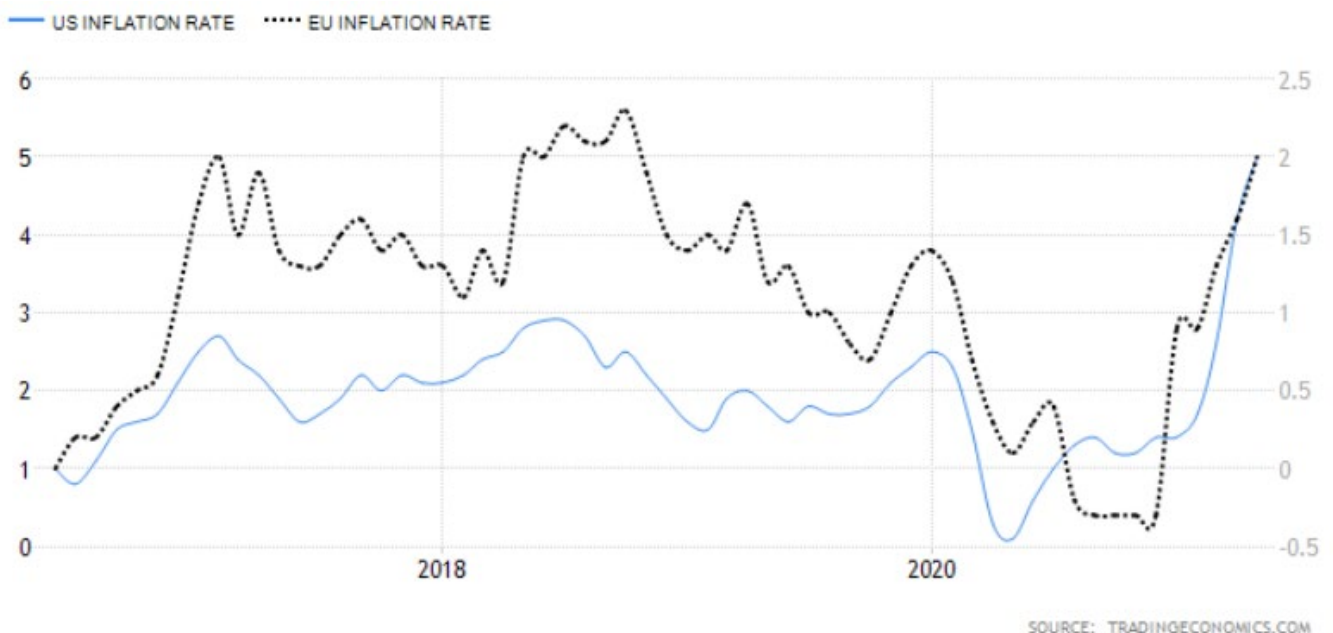
No que respeita à **pandemia**, importa salientar a possibilidade de surgimento de novas variantes, que nesta fase ainda não são efetivamente combatidas em função dos níveis de imunidade alcançados nas principais economias. Apesar de não ser expectável um regresso aos confinamentos estritos, poderemos não conseguir o tão desejado virar de página absoluto da pandemia.

A este propósito, começam a surgir sinais de cansaço causados pela manutenção de medidas de confinamento e pela lentidão com que, dado o nível de vacinação, as populações poderão regressar à sua rotina normal. Por esta razão, não será de estranhar a possibilidade do surgimento de alguma instabilidade social em resposta a novas medidas de confinamento, que resultem, por exemplo, do contágio por uma nova variante do vírus, mesmo que estatisticamente pouco letal, mas à qual as vacinas não respondam.



Relativamente à **inflação**, após uma subida acentuada e praticamente contínua dos preços da maioria das matérias-primas e de muito bens, onde os produtores têm conseguido passar o respetivo aumento para os consumidores, é expectável que o discurso menos expansionista da Reserva Federal norte americana, durante a segunda metade do ano, se venha a acentuar e que dessa forma altere a perceção dos investidores no sentido da maior probabilidade de antecipação do ciclo de subida de taxas (*tightening*). A evolução do preço do petróleo, bem como um movimento adicional de subida das taxas de juro de mercado, serão bons barómetros para perceber o sucesso do discurso de contenção.

De facto, a aceleração significativa da inflação *headline* e *core* nas principais economias tem sido particularmente evidente e a questão que se coloca é se esta subida poderá ser temporária ou assumir um carácter mais permanente. As razões por detrás deste aumento têm sido variadas, mas destaca-se a **inflação do lado do produtor, numa situação que envolve preços das matérias-primas e energia em alta, estrangulamentos nas cadeias de valor globais e disrupções na logística, a par de uma recuperação da procura**. Os inquéritos PMI têm espelhado bem esta situação, com as empresas obrigadas a satisfazer a procura através de *stocks* e com o crescimento do *output* a ser comprometido pelos adiamentos no abastecimento dos *inputs* necessários. Claro que a expansão da oferta de moeda sem precedente nas principais economias e a atribuição de “*helicopter money*” também têm contribuído para a subida da inflação especialmente numa altura em que a oferta sofre restrições.



Nesta fase, parece-nos que é necessário manter uma postura flexível e admitir a possibilidade da inflação, nos próximos anos, poder, de facto, vir a situar-se num patamar superior ao das últimas

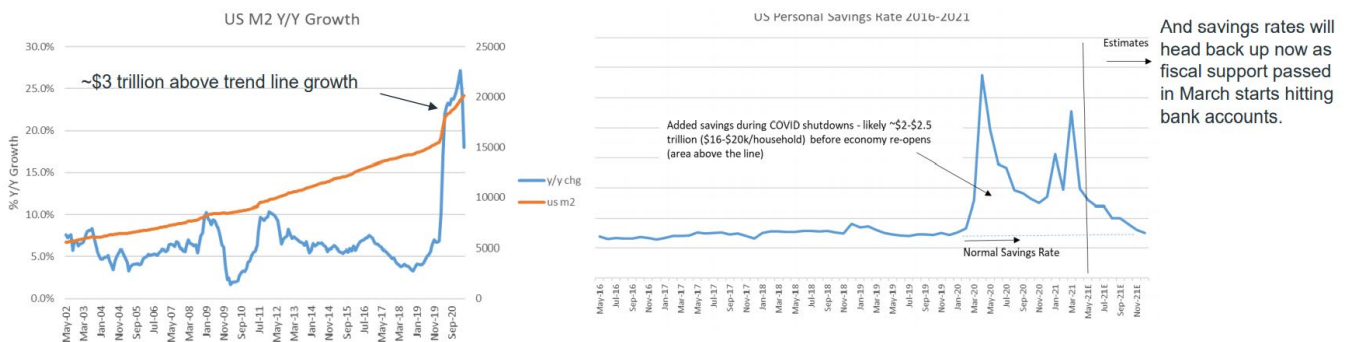
décadas, nomeadamente pós-2008. Ainda assim, para já será de excluir um regresso para os níveis das décadas de 1960 e 1970, tendo em conta a atuação de determinados fatores de contrabalanço como a demografia, o avanço tecnológico/automação e o carácter transitório nalgumas situações, como é o caso de algumas *commodities*, cujo aumento de preços poderá incentivar a expansão de capacidade a prazo.

Até agora os bancos centrais, incluindo a Fed e o BCE, têm encarado a subida da inflação como temporária, mas existem riscos claros quanto à permanência desta postura no futuro. Até à data têm argumentado que o desemprego ainda permanece demasiado elevado (taxa de desemprego nos EUA 5,8% em maio) para que seja receado um aumento permanente na inflação. De qualquer forma, a recuperação económica em curso e a aceleração dos níveis de inflação sugerem que a dada altura a política monetária terá de ser ajustada face aos atuais níveis extremamente acomodaticios. De facto, na última reunião da Fed foram já evidentes as alterações introduzidas, que deram início ao debate sobre a eventual redução do ritmo do programa de compras de ativos. Ainda assim, a Fed parece continuar confiante de que o crescimento dos salários não vai acelerar o suficiente para que a subida inicial da inflação se torne permanente e aguarda pelos dados da evolução da participação no mercado laboral após o Verão. No limite, os bancos centrais encontram-se numa posição difícil, receando que um aperto da sua política monetária possa vir a causar disrupção, tendo em conta o *rally* verificado nos mercados acionistas e a recuperação ainda algo vulnerável da procura agregada. Esta situação é particularmente relevante no caso do BCE, dado que o *output* da Zona Euro ainda se encontra abaixo dos níveis pré-pandemia e os Estados-membros ainda necessitam de *yields* baixas em função do seu elevado nível de endividamento.

Neste contexto, admite-se a possibilidade de alguma subida das *yields* soberanas de longo prazo nos próximos anos, com o mercado a descontar de forma crescente a possibilidade de um aperto da política monetária. Previsivelmente, tal subida poderá vir a assumir contornos mais acentuados nos EUA do que nas restantes economias avançadas. Nesta fase, também não antecipamos uma redução adicional nos *spreads* de crédito, que já atingiram níveis historicamente baixos. De qualquer forma, o cenário deverá ser pouco favorável para a classe de obrigações nos EUA e na Europa.

Em termos geográficos, continuamos a preferir o dinamismo das economias norte-americana e asiática que têm beneficiado com a retoma mais rápida da atividade económica, do respetivo consumo privado e da subida de preços das matérias-primas, associada à eletrificação da economia com vista a um menor impacto ambiental. De facto, a economia norte-americana poderá já estar a entrar num novo *boom*, aproveitando os pujantes pacotes de estímulos fiscais em vigor/anunciados e as boas perspetivas para a

evolução da despesa do consumidor em função do excesso de poupança constituído pelas famílias no último ano.



Source: US Federal Reserve, St. Louis Federal Reserve, Raymond James research

Já na **Europa**, continua pendente o impacto que advirá do final das moratórias de crédito a particulares e empresas, previsto para setembro de 2021, bem como da concretização do plano de revitalização que ainda mal saiu do papel. A economia europeia tem recuperado a um ritmo mais lento que os EUA, com estimativas divergentes quanto ao *timing* de retoma dos níveis pré-pandemia. De qualquer forma, a aceleração da vacinação, no início do segundo trimestre deste ano, permitiu uma melhoria do *outlook* económico para a Zona Euro, devido à possibilidade de reabertura no início do Verão.

A prazo, subsistem dúvidas sobre o nível de crescimento económico que a Europa possa atingir tendo em conta a incerteza sobre a eficácia dos estímulos provenientes do Fundo de Recuperação e os potenciais efeitos estruturais nefastos do elevado nível de desemprego com que se depara. Importa referir que a aferição do potencial impacto sobre o crescimento económico proveniente do Fundo de Recuperação é desde logo dificultada pela incerteza relativa ao *timing* e natureza dos projetos em questão. De facto, são muitas as dúvidas acerca do efeito multiplicador dos estímulos nos vários países, o qual depende da qualidade dos projetos propostos e da capacidade dos governos em executá-los atempadamente. **O aumento substancial das contribuições para o orçamento da EU e os incrementos de impostos que se esperam, também deverão reduzir os efeitos líquidos dos fundos recebidos.** Do lado das empresas, esperamos que, evitando euforias e clientelismo, se apresentem projetos credíveis baseados em cenários realistas e com rentabilidade económica real, que evitem os erros de planos anteriores, como o Plano Juncker, que pouco contribuíram para a criação de riqueza face ao montante total investido.

BIG NUMBERS, BUT CAN GOVERNMENTS DELIVER?		
	Italy	Spain
	€B (% of total)	€B (% of total)
1. Digitalis., innov., competitiv., culture & tourism	40.3 (21.1)	20.4 (29.3)
2. Green revolution & ecological transition	59.5 (31.1)	6.4 (9.2)
3. Infrastructure for sustainable Mobility	25.4 (13.3)	24.8 (35.7)
4. Education and research	30.9 (16.1)	7.3 (10.5)
5. Inclusion and Cohesion	19.8 (10.3)	5.7 (8.2)
6. Health	15.6 (8.2)	4.9 (7.1)
Total	191.5 (100)	69.5 (100)

*Spain spending regrouped by PM into same sub-groupings in Italy. In reality, some reforms span across multiple groupings. Information from Individual National Recovery Plans.

Fonte: Pantheon Macroeconomics

Uma menção à situação no **Reino Unido**, cuja atividade tem estado em linha com o resto da Europa, onde fica claro o baixo impacto relativo causado pelo Brexit. O Reino Unido acabou de adiar a sua última fase de desconfinamento, mas os mais recentes indicadores apontam para uma recuperação sólida da atividade económica e uma redução do desemprego e será interessante perceber as medidas que o país adotará para continuar a minimizar os impactos da saída da União Europeia no pós-pandemia, uma vez que indústrias de serviços, como a banca, sofreram uma forte redução da sua atividade, centrando as suas operações para a Europa em Frankfurt, Paris e Amesterdão, em detrimento de Londres. No Reino Unido será também interessante monitorizar a evolução do consumo à luz do excesso de poupança constituída pelas famílias e aferir a capacidade dessa despesa contribuir efetivamente a nível doméstico, ao invés de ser despendida em bens importados e serviços no exterior.

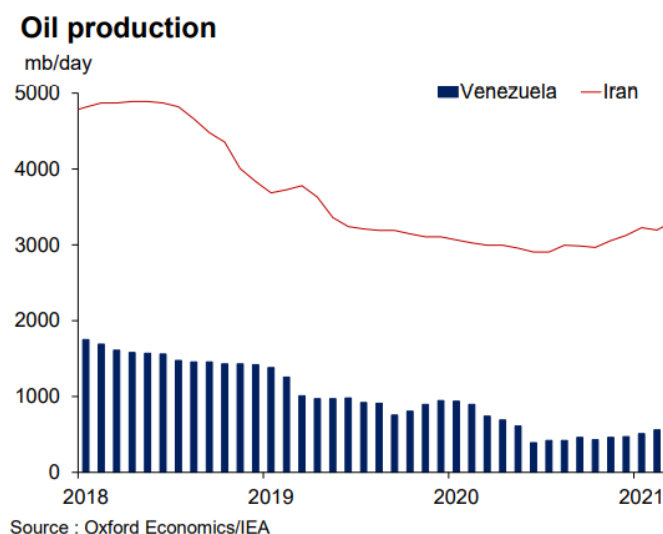
Relativamente às **matérias-primas**, mantemos a nossa leitura quanto à existência de problemas estruturais na produção e nas cadeias de logística, que podem ser confirmados pela escassez de investimento em novos projetos, apesar dos preços das matérias-primas estarem em franca recuperação e pela falta de elasticidade das cadeias de logística, especialmente no transporte marítimo que demora a responder à procura e onde o número de ordens de novos contentores estabeleceu um novo recorde recentemente.

A subida de preço das matérias-primas tem estado de facto associada a um desequilíbrio acentuado entre procura e oferta. A rápida recuperação da economia chinesa aliada ao efeito dos estímulos monetários e

fiscais na aceleração económica nos EUA, provocaram um impulso muito positivo na procura global de *commodities*. Por outro lado, a oferta sofre com a disrupção das cadeias de produção e logística causadas pela pandemia: minas foram obrigadas a encerrar, a extração nos campos de *shale oil* foi interrompida e a falta de trabalhadores afetou negativamente a capacidade de produção agrícola. Num contexto de maiores níveis de inflação, como já mencionado acima, a alocação a *commodities* poderá revelar-se uma boa opção para proteger e potenciar a rentabilidade das carteiras.

No **campo geopolítico**, as manobras desenvolvem-se mais lentamente, mas além da fricção já identificada e centrada no papel da China enquanto superpotência, são ainda de assinalar (i) a maior cooperação entre a Alemanha e a Rússia para a conclusão do gasoduto Nordstream 2, em especial após a decisão dos Estados Unidos em deixar cair as sanções à construção do mesmo e a colocar a Ucrânia numa posição ainda mais frágil, e; (ii) a escalada de violência no Médio Oriente, com a recente invasão de Gaza por Israel e o ataque encoberto a várias infraestruturas e instalações militares no Irão, onde nos últimos meses explodiram desde fábricas de material militar até ao maior navio militar.

No que se refere ao **outlook para o preço do petróleo** valerá a pena mencionar a recente vitória, nas eleições do Irão, do ultraconservador Ebrahim Raisi. É nossa convicção que este resultado eleitoral deverá favorecer a continuação da subida do preço do petróleo. A probabilidade de recuo ou até suspensão das negociações nucleares aumentou e, como tal, é expectável que as sanções dos EUA perdurem, adiando o regresso ao mercado global das exportações de crude iranianas, no valor de 1,5 a 2,0 milhões de barris diários. Adicionalmente, a nova liderança iraniana poderá também significar um recuo nos avanços de modernização preconizados pela anterior presidência, mais moderada, que poderá afetar a indústria petrolífera do país e restringir o crescimento potencial da oferta global de petróleo.



Caso alguma destas situações tenha um desenvolvimento mais acelerado do que o esperado, os mercados de risco deverão sofrer, numa primeira fase, em especial se a mudança de tom pela Fed se materializar e/ou quando o programa de compra de ativos financeiros for reduzido.

Mesmo assim, mantemos a preferência pelo investimento em ações e matérias-primas vs. obrigações. Tendo em conta o aumento esperado da volatilidade, mantém-se a postura de “correr para a saída” ao menor alarme e de voltar ao mercado caso a correção não se manifeste. Nesta fase, as ações mantêm o seu potencial de subida, em função da passagem da subida de preços dos *inputs* aos consumidores, que permite a continuação de margens saudáveis, e de continuarem a servir de refúgio face às *yields* negativas que se verificam numa larga parte do mercado de renda fixa.

Disclaimer:

Copyright © 2021 Sixty Degrees SGOIC SA, Todos os direitos reservados. Esta nota não constitui ou faz parte de qualquer oferta de emissão ou venda, ou solicitação de qualquer oferta de subscrição ou compra de Unidade de Participação (UP's) de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA, nem formará a base, ou será invocada em conjunto com qualquer contrato. Qualquer operação de subscrição de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA só deve ser realizada com base nas informações contidas no respetivo prospeto, no IFI e nos outros documentos comprovativos, que podem ser diferentes da informação contida neste documento. O prospeto, IFI, bem como os Relatórios e Contas anuais e semestrais, podem ser consultados diretamente no sítio da Sixty Degrees em sixty-degrees.com ou no endereço de registo da Sociedade localizada na Avenida João Crisóstomo, 30 6º Esq. 1050-127 Lisboa.

As informações, opiniões e modelos financeiros contidos neste documento (conjuntamente referidos como “os Materiais”) não pretendem ser exaustivos ou completos não constituindo desta forma um aconselhamento de investimento. Os Materiais contém (a) informações derivadas de fontes que se acredita serem precisas, mas que não foram verificadas independentemente e (b) projeções, suposições e previsões que se acredita serem razoáveis, mas que podem diferir de eventos ou resultados reais. Nenhuma responsabilidade pode ser pedida à Sociedade relativamente à exatidão e integridade dos materiais publicados. Nenhuma representação, compromisso de garantia, expresso ou implícito, é dada quanto à exatidão ou integridade dos Materiais por, diretor, executivos ou funcionários, e nenhuma responsabilidade é aceite por tais pessoas pela exatidão ou integridade dos Materiais. Além disso, a Sociedade não assume qualquer obrigação de fornecer ao destinatário acesso a qualquer informação adicional, de atualizar os Materiais ou de corrigir imprecisões. Este documento é confidencial e destina-se exclusivamente aos clientes da Sixty Degrees. Não deve ser reproduzido, distribuído ou publicado no todo ou em parte por qualquer destinatário para qualquer finalidade sem o consentimento prévio da Sixty Degrees.