



Perspetivas Outlook Inverno

1º Trimestre 2025


1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

As estimativas de crescimento económico global para 2025 mantêm-se alinhadas com o ritmo observado no último ano, em torno de 3%. Este crescimento moderado sustenta a atividade económica próxima do pleno emprego, sem gerar pressões inflacionistas significativas. Contudo, desafios como a concentração nos mercados acionistas e incertezas geopolíticas exigem uma abordagem prudente. Diversificar entre classes de ativos e geografias será essencial para gerir eficazmente o binómio risco-retorno num ano que promete oportunidades, mas também riscos.

À medida que avançamos para o primeiro trimestre de 2025, é fundamental refletir sobre as tendências económicas e de mercado que prometem moldar o ano. As projeções de crescimento global para 2025 e 2026 mantêm-se alinhadas com os resultados de 2024, proporcionando um ritmo moderado, próximo de 3%. Este desempenho, ainda que longe de ser exuberante, é saudável. Ele promove um equilíbrio entre o pleno emprego e uma inflação controlada, essencial para a estabilidade económica global.

Nos EUA, o crescimento económico mostra-se robusto, em contraste com a moderação observada na Europa, China e Japão. O ano inicia-se como um prolongamento do observado no período anterior. As perspetivas para a economia norte-americana são revistas em alta, enquanto o panorama para a Europa permanece pouco interessante. A divergência entre os setores de serviços e manufatura, evidente nos últimos anos, continua a favorecer as economias mais terceirizadas em detrimento das mais industrializadas. Entretanto, ao longo dos próximos meses, essa divergência deverá atenuar-se.

A evolução da economia chinesa permanece uma fonte de incerteza. Embora as autoridades locais prometam frequentemente relançar a economia, essa recuperação, ainda que potencialmente positiva para o crescimento global, pode trazer preocupações adicionais com a inflação. Essa vaga inflacionista resultaria das pressões nas cadeias de produção e eventuais dificuldades no fornecimento de matérias-primas, especialmente nos setores de energia e metais industriais.

Os mercados financeiros, por sua vez, têm apresentado baixa volatilidade, resultado de uma evolução económica em linha com as expectativas. Porém, esta estabilidade contrasta com o ambiente de incerteza política e geopolítica global. Além disso, os mercados acionistas têm beneficiado do desempenho de um número restrito de empresas, em grande

parte associadas ao tema da Inteligência Artificial (IA). Embora este setor apresente fundamentos sólidos, a concentração de risco é uma preocupação crescente e aumenta a vulnerabilidade do mercado a qualquer notícia mais desalentadora sobre esta temática.

Nos EUA, o mercado acionista apresenta múltiplos elevados, similares ao período de taxas de juro nulas ou negativas. Entretanto, o contexto atual é diferente, com alternativas mais atrativas nos mercados de dívida pública. O rendimento esperado dos ativos de crédito de rendimento fixo, por exemplo, oferece uma oportunidade que merece ser considerada na alocação de ativos.

Neste cenário, a gestão cuidadosa do binómio risco-retorno continuará a ser muito relevante. Diversificar investimentos entre classes de ativos, geografias e temas é crucial para construir portfólios resilientes e capazes de aproveitar as oportunidades de mercado, ao mesmo tempo que se mitigam riscos desnecessários. Evitar a concentração em um único tema ou fator será determinante para alcançar os objetivos financeiros. Esse exercício torna-se ainda mais interessante no contexto atual, considerando que existem razoáveis alternativas de investimento capazes de contribuir para uma rentabilidade alinhada com os objetivos dos investidores.

Estamos comprometidos em monitorizar de perto as condições de mercado e adaptar as nossas recomendações conforme necessário. Agradecemos a vossa confiança e desejamos a todos um excelente início de ano.



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 economia da Zona Euro deteriorou-se ainda mais no último trimestre de 2024. O sentimento económico, de acordo com a Comissão Europeia, caiu para 93,7 em dezembro, igualando o valor de setembro de 2023 e atingindo mínimos desde novembro de 2020. A confiança recuou nos setores industrial, retalho, construção e consumo, com melhorias apenas entre os prestadores de serviços. Entre as maiores economias da região, o Indicador de Sentimento Económico caiu acentuadamente na França (93,5) e na Alemanha (86,1). O eixo franco-alemão segue cada vez mais fragilizado: a França enfrenta défices orçamentais acentuados e instabilidade política, enquanto a Alemanha registou, em 2024, o seu segundo ano consecutivo de recessão económica — algo que só havia ocorrido uma vez desde 1950, no início dos anos 2000. Neste contexto, a Alemanha tem eleições marcadas para fevereiro. Por outro lado, Portugal tem apresentado um desempenho positivo desde outubro de 2023, com o sentimento económico a fixar-se em 107, impulsionado pelo aumento da população empregada desde 2013, pelo dinamismo dos serviços — especialmente o turismo — e pela retoma do setor da construção.

Nos EUA, a economia mantém-se resiliente. O GDP *Now*, publicado pela Reserva Federal de Atlanta, prevê um crescimento do PIB de 2,7% no quarto trimestre de 2024. Em dezembro, a taxa de desemprego desceu para 4,1%, tendo sido criados 256 mil novos postos de trabalho — o valor mais elevado desde março de 2024 —, evidenciando um mercado



laboral robusto. Ainda em dezembro, a Reserva Federal dos EUA, no seu relatório trimestral, reviu a previsão de cortes de taxas de juro em 2025 para apenas dois, reduzindo os quatro anteriormente projetados em setembro. Apesar disso, os investidores do mercado monetário estimam agora apenas um corte nas taxas de juro da Fed em 2025, com 66% de probabilidade de ocorrer na reunião de 18 de junho. Há ainda uma hipótese de 15% de não haver cortes de juros ao longo de 2025. Por outro lado, as expectativas de inflação continuam em alta. O indicador da Universidade de Michigan antecipa uma inflação de 3,3% para 2025, acima dos 2,8% estimados em dezembro. Já o índice de preços no consumidor (IPC) subiu para 2,9% em dezembro, acima dos 2,7% registados em novembro, igualando o valor de julho e superando o mínimo de 2,4% observado em setembro, evidenciando uma tendência de alta nos últimos meses. Embora a recente subida do petróleo ainda não tenha impactado o IPC, existe a possibilidade de que venha a pressioná-lo nos próximos meses.

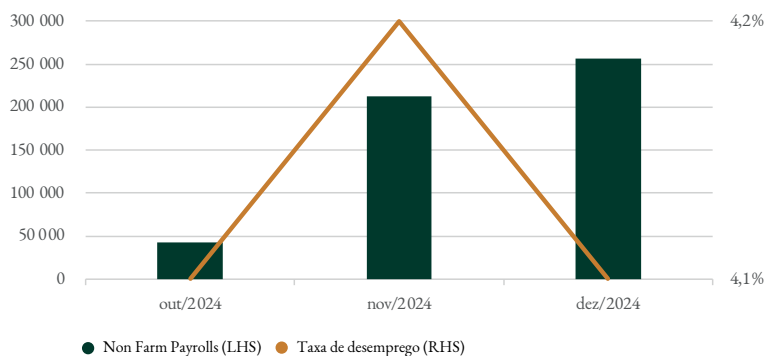
O aumento das taxas de juro de longo prazo tem sido impulsionado pela resiliência da economia norte-americana, sustentada por uma política orçamental expansionista, pelo dinamismo do setor tecnológico — sobretudo da IA — pelas expectativas positivas em relação à nova administração Trump e pelo sólido desempenho dos mercados acionistas. O rendimento do tesouro a 10 anos atingiu 4,80%, refletindo também pressões das contas públicas dos EUA e impulsionando a moeda norte-americana. O fortalecimento do dólar representa um desafio para o BCE, ao dificultar reduções dos juros, além de pressionar a moeda chinesa, em mínimos de 16 meses.

Na China, o crescimento económico desacelera gradualmente, e a ameaça de deflação volta a pairar. Em dezembro, o IPC subiu apenas 0,1% em termos homólogos, reflexo da crise imo-

biliária e da retração no consumo e investimento. O governo chinês tem reforçado a política orçamental expansionista, assumindo um papel mais ativo em detrimento do setor privado — uma dinâmica semelhante à do Japão desde os anos 1990 —, mas os resultados têm sido insuficientes. O Banco Popular da China também adotou medidas adicionais, embora estas não tenham apresentado o impacto desejado. A "Japonização" da economia chinesa parece tornar-se uma realidade cada vez mais provável.



Mercado de trabalho nos EUA



Os dados indicam uma melhoria gradual na criação de postos de trabalho não agrícolas nos EUA entre outubro e dezembro de 2024, com destaque para o último mês do trimestre, quando foram criados 256 mil novos postos. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego recuou para 4,1% em dezembro, refletindo uma melhoria no mercado de trabalho e corroborando o crescimento do PIB de 2,7% da economia norte-americana no quarto trimestre, conforme antecipado pelo GDP Now da Reserva Federal de Atlanta.

Perspetivas para obrigações

O ano de 2024 foi marcado por volatilidade no mercado obrigacionista global, influenciada por uma combinação de fatores económicos, geopolíticos e monetários. Este período desafiador destacou as profundas interligações entre as decisões dos bancos centrais e as dinâmicas do mercado financeiro.

Os bancos centrais, na sua busca por conter a inflação e promover o crescimento económico equilibrado, adotaram uma abordagem adaptativa. Cerca de 65% das principais instituições monetárias globais já começaram a reduzir as taxas de juro, refletindo um movimento cauteloso em direção à normalização monetária.

No âmbito das taxas de curto prazo, houve uma redução tanto na Europa como nos EUA. Na Europa, a Euribor a 12 meses caiu de 3,51% para 2,46%, enquanto nos EUA a taxa de depósito passou de 4,57% para 3,87%. Em contraste, as taxas de longo prazo apresentaram um movimento oposto. Alterações nas perspetivas sobre futuros cortes de juros pelos bancos centrais resultaram num aumento nas taxas. Na Alemanha, os juros dos títulos a 10 anos subiram de 2,02% para 2,36%, enquanto nos EUA os mesmos títulos passaram de 3,87% para 4,57%.

As economias globais apresentam dinâmicas distintas, o que influencia as expectativas sobre a velocidade e a magnitude dos cortes de juros esperados para este ano.

Na Europa e dados os sinais de desaceleração económica, o mercado espera uma redução das taxas de 3% para 2% em 2025. Nos EUA, o cenário é um pouco diferente. A Fed enfrenta uma economia resiliente, caracterizada por um mercado de trabalho robusto e crescimento moderado. As expectativas em relação a futuros cortes de juros têm gerado maior volatilidade. Para o próximo ano,

o mercado espera que as taxas nos EUA diminuam do intervalo [4,25% a 4,5%] para [4% e 4,25%].

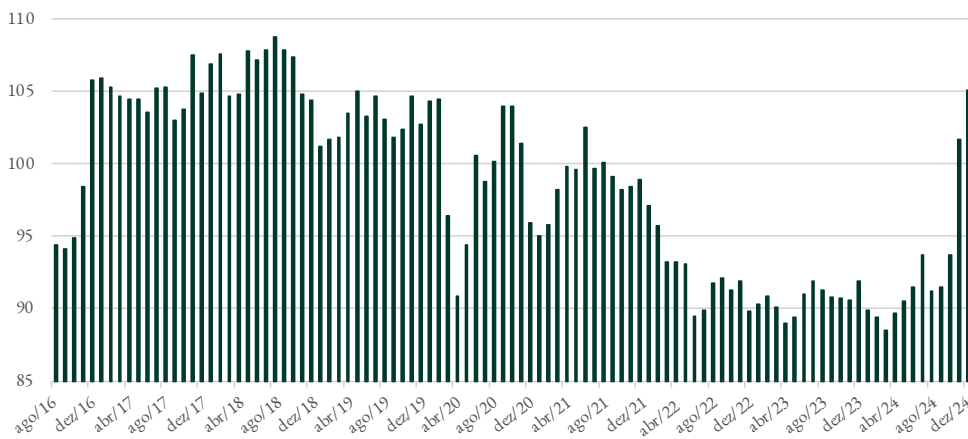
Esses movimentos abrem oportunidades para diversos perfis de investidores. No mercado de dívida em euros, estratégias que aumentem a duração ou assumam maior risco podem ser vantajosas, considerando o atual cenário económico. No mercado de *high yield*, as empresas têm vindo a diminuir a alavancagem e a mostrar níveis de liquidez elevados, o que deve manter as taxas de incumprimento baixas e dentro dos níveis atuais. No setor financeiro, continuamos a verificar uma forte solidez, com os rácios de capital dos bancos em máximos históricos, a escolha de dívida subordinada pode ser uma opção.

No mercado de dívida em dólares, onde as taxas de juro estão elevadas há mais tempo, é possível capturar bons retornos em ativos de alta qualidade, tanto no curto quanto no longo prazo. Para os investidores mais agressivos, ser seletivo é importante para evitar incumprimentos na dívida mais especulativa.

Nos mercados emergentes as empresas encontram-se com a alavancagem líquida em níveis historicamente baixos e com uma contínua melhoria nos índices de endividamento. Os riscos geopolíticos estão mais presentes, bem como vulnerabilidades às políticas de Donald Trump, e o prémio de risco pago por estas empresas pode ser uma alternativa para quem procura mais *yield*.

O ano de 2025 promete trazer uma nova fase para o mercado obrigacionista e os investidores devem manter uma abordagem flexível e informada, aproveitando as oportunidades que surgem nesse ambiente de transição económica global.

Índice de otimismo dos pequenos empresários NFIB dos EUA



Fonte: NFIB/Banco Carregosa

O índice de otimismo das pequenas empresas dos EUA, publicado pela NFIB (National Federation of Independent Business), subiu para 105,1 em dezembro de 2024, o valor mais elevado desde outubro de 2018. Este resultado segue a forte alta para 101,7 registada em novembro. É também o segundo mês consecutivo em que a leitura supera a média de 51 anos, de 98, impulsionada pela perspectiva económica favorável dos pequenos empresários após a eleição de Trump. As empresas afiliadas ao NFIB, que têm em média dez trabalhadores e representam metade do emprego nos EUA, refletem aqui a verdadeira esperança dos pequenos empresários na *Trumponomics 2.0*. A percentagem líquida de empresários que esperam uma melhoria na economia subiu 16 pontos, atingindo 52% – o nível mais alto desde o quarto trimestre de 1983. Além disso, uma percentagem de proprietários de pequenas empresas que consideram este um bom momento para expandir os seus negócios aumentou seis pontos, alcançando 20%.

Perspetivas para ações

O quarto trimestre de 2024 caracterizou-se por uma *performance* menos uniforme dos principais índices acionistas mundiais. A eleição inequívoca de Donald Trump nas Presidenciais dos EUA desencadeou uma forte valorização das ações norte-americanas, especialmente dos setores beneficiados por uma política económica mais protecionista e menos focada na regulação. Este *rally* foi depois interrompido em dezembro, na sequência do anúncio de um posicionamento mais *hawkish* por parte da FED. Por seu lado, o mercado europeu caiu no trimestre, em virtude não só da possível imposição de novas tarifas comerciais por parte da nova administração Trump, como também dos casos de crise política na França e na Alemanha e da contínua fraqueza da economia chinesa. Outro efeito da eleição de Trump foi a forte valorização do USD, o que amplificou ainda mais a divergência de *performance* acionista entre EUA e Europa, quando medida em EUR.

O principal tema a acompanhar durante o primeiro trimestre de 2025 será precisamente o anúncio de decisões políticas e económicas por parte da nova administração Trump, já que subsiste bastante incerteza em relação à sua configuração final. Um ponto de interrogação fundamental prende-se com os efeitos futuros de uma política orçamental persistentemente expansionista e caracterizada por défices crescentes. De qualquer maneira, o mercado ainda espera que em 2025 o ritmo de crescimento económico nos EUA permaneça robusto. Isto conduz neste momento a uma previsão de crescimento de lucros do S&P500 de 13%, suportada por setores como Tecnologia, *Healthcare* ou *Industrials*. Da concretização desta previsão dependerá a capacidade de o mercado continuar a negociar a múltiplos elevados, quando nos encontramos perto dos máximos históricos de valuation, mesmo num ambiente de taxas de juro menos acomodaticio. A *performance*

Evolução nos últimos 3 meses

	30-set	31-out	30-nov	31-dez	Últimos 3 meses	Último mês (dez)
Ações						
S&P 500	5 762,48	5 705,45	6 032,38	5 881,63	2,07%	-2,50%
Nasdaq 100	20 060,69	19 890,42	20 930,37	21 012,17	4,74%	0,39%
DAX 40	19 324,93	19 077,54	19 626,45	19 909,14	3,02%	1,44%
Stoxx 600	522,89	505,39	510,25	507,62	-2,92%	-0,52%
Nikkei 225	37 919,55	39 081,25	38 208,03	39 894,54	5,21%	4,41%
Shanghai Composite	3 336,50	3 279,82	3 326,46	3 351,76	0,46%	0,76%
MSCI World	3 723,03	3 647,14	3 810,14	3 707,84	-0,41%	-2,68%
MSCI Emergentes	1 170,85	1 119,52	1 078,57	1 075,48	-8,15%	-0,29%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	3,78%	4,28%	4,17%	4,57%	78,8 pb	40,1 pb
Yield Bund 10 yr	2,12%	2,39%	2,09%	2,37%	24,4 pb	27,9 pb
Yield OT Portugal 10 yr	2,70%	2,80%	2,54%	2,85%	14,7 pb	30,9 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	4,59%	4,56%	4,47%	4,31%	-28,7 pb	-16,11 pb
Libor EUR 3 meses	3,28%	3,06%	2,93%	2,71%	-56,5 pb	-22,0 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1135	1,0884	1,0577	1,0354	-7,01%	-2,11%
EUR/GBP	0,8325	0,8437	0,8306	0,8275	-0,61%	-0,38%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	71,18	72,20	71,50	74,64	4,86%	4,39%
WTI (USD barril)	67,32	68,45	67,72	71,72	6,54%	5,91%
Ouro (USD onça troy)	2 634,58	2 743,97	2 643,15	2 624,50	-0,38%	-0,71%

do S&P500 nos últimos anos esteve muito concentrada nas Magnificent 7 (63%/55% do retorno do índice em 2023 e 2024, respetivamente), enquanto que as expectativas em relação ao crescimento futuro destas empresas (e na verdade de várias outras) estão alicerçadas em grande medida no tema da IA, pelo que a rentabilidade futura do índice passará muito pela capacidade de estas novas aplicações de IA gerarem melhorias de produtividade para a economia na magnitude expressiva que neste momento é antecipada.

Tendo em consideração os múltiplos riscos e oportunidades do mercado atual, consideramos adequado investir tanto nos EUA, para crescimento e inovação, como na Europa, para valor e reestruturação. Neste ambiente de mercado, deverá ser favorecida a menor volatilidade de resultados e daí ser privilegiado o investimento em empresas de qualidade, caracterizadas pela exposição a tendências estruturais de crescimento de longo prazo e excelente geração de *cash-flow*.

Perspetivas para Alternativos

Os investimentos alternativos apresentam oportunidades e desafios distintos em 2025, destacando-se pelo seu potencial de decorrelação e retorno ajustado ao risco.

No setor imobiliário, a esperada política monetária menos restritiva poderá aliviar as pressões nas avaliações, com destaque para subsectores resilientes como logística e habitação multifamiliar. Contudo, os desafios no segmento de escritórios e as vulnerabilidades económicas, sobretudo na Europa, permanecem preocupantes.

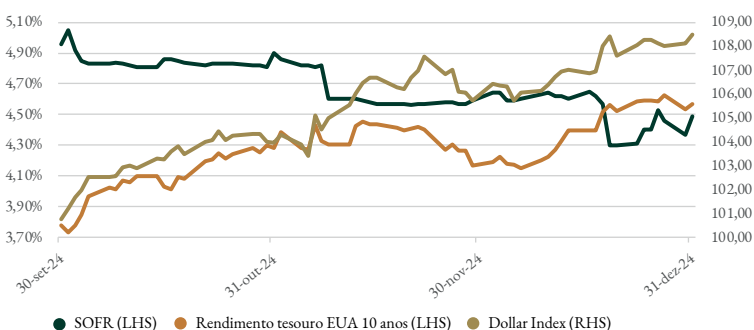
O *private equity* mantém-se atrativo, impulsionado por setores como tecnologia, saúde e sustentabilidade. Os mercados secundários emergem como oportunidades estratégicas, enquanto a normalização das taxas de juro pode revitalizar fusões e aquisições e *leveraged buyouts*. Já no *private debt*, as elevadas *yields* continuam a atrair investidores, com ênfase em soluções personalizadas de crédito e estratégias de “*direct lending*” para infraestrutura e tecnologia.

Os *hedge funds* destacam-se como instrumentos para gestão de risco em mercados voláteis. Estratégias macroeconómicas, arbitragem de valor relativo e alta frequência são as preferidas, sobretudo em resposta à volatilidade cambial e de *commodities*.

Por fim, nas matérias-primas, o ouro permanece como reserva de valor devido à inflação e às tensões geopolíticas, enquanto metais como o cobre e o lítio são críticos para a transição energética. No mercado energético, as expectativas para o petróleo continuam robustas, suportadas pela mobilidade crescente e pela procura dos mercados emergentes.

Apesar das incertezas económicas e geopolíticas, a gestão ativa e a seletividade são indispensáveis para capturar retornos num cenário de transformação estrutural e elevada incerteza.

Mercado monetário, rendimento do tesouro EUA e dólar



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O rendimento das obrigações do tesouro dos EUA a 10 anos aumentou ao longo do último trimestre de 2024, sendo um indicador relevante das expectativas de inflação e da saúde económica, impulsionando o Dollar Index, que reflete a força do dólar em relação a um cabaz de moedas importantes. Por outro lado, a SOFR (Secured Overnight Financing Rate), que é a principal taxa de juro do mercado monetário e serve como referência para o financiamento *overnight* garantido por títulos da dívida pública norte-americana, tem diminuído à medida que a Fed reduz as suas taxas de juro. Essa taxa mantém-se normalmente dentro do intervalo das Fed Funds Rate, refletindo as decisões do banco central dos EUA em relação à sua política monetária. Todavia, o aumento dos rendimentos do tesouro pode limitar a redução das taxas de juro pelo banco central dos EUA.



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

2025 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.