

Perspetivas Outlook Outuno

4º Trimestre 2024


1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

A economia dos EUA continua a superar as expectativas, mantendo um crescimento resiliente apesar dos sinais de abrandamento durante o 3º trimestre. O ciclo de cortes de taxas de juro foi iniciado com uma redução de 50 pontos base, o que deverá continuar a sustentar a economia. Assim, uma recessão tão antecipada poderá ser evitada, por agora, contrariando os alertas de desaceleração. Sem uma recessão à vista, os mercados acionistas têm-se mantidos fortes, renovando máximos históricos, suportados por perspetivas económicas positivas.

O crescimento económico global mantém-se moderado, com projeções de continuidade para o próximo ano. Este cenário é reflexo de uma média de condições divergentes entre regiões e setores. Nos EUA, o desempenho económico continua robusto, desafiando alterações anteriores de um abrandamento mais acentuado. Em contraste, tanto a Europa como a China apresentam economias mais fragilizadas, embora dentro do próprio continente europeu existam diferenças significativas, com as economias do sul a mostrarem mais vitalidade em comparação com as do centro. A nível global, o setor de serviços tem impulsionado o crescimento, enquanto a indústria, particularmente na Alemanha, tem prejudicado o desempenho geral.

Esta maior divergência tem-se refletido no desempenho do valor dos diferentes ativos financeiros, expostos em diferentes magnitudes a cada dinâmica. A ausência de um abrandamento significativo da maior economia mundial teve um impacto positivo no valor dos ativos financeiros mais expostos ao ciclo económico, pelo que mercado acionista e obrigações com maior risco de crédito têm tido um desempenho positivo e mantêm perspetivas positivas assentes na eventual permanência desse cenário favorável. Os mercados acionistas continuam a negociar com múltiplos algo elevados, justificados pelo desempenho económico mais robusto do que o esperado. Por outro lado, o mercado de obrigações soberanas com baixo risco de crédito já incorporou em grande medida as expectativas de corte de taxas esperadas para os próximos meses, pelo que será expectável que agora apresentem um desempenho mais neutral.

Com a redução gradual das taxas de juro dos bancos centrais, é provável que os investidores realoquem as suas carteiras, movimentando os seus investimentos em liquidez e depósitos a prazo para o mercado obrigacionista com maturidades mais longas, e sucessivamente do mercado obrigacionista para os

mercados acionistas e ativos alternativos, como metais preciosos, imobiliário e infraestruturas.

Apesar do otimismo, ainda persistem riscos de um abrandamento económico mais profundo antes de uma recuperação mais sustentada da economia. Neste contexto, o investimento em obrigações com elevada qualidade de crédito continua a desempenhar uma função de proteção das carteiras. Alternativamente, num cenário de aceleração económica global em 2025 em que as economias globais aceleram de forma sincronizada em 2025, como alguns analistas preveem, há o risco de um sobreaquecimento que pode gerar uma nova vaga de inflação, devendo este enquadramento continuar presente na construção das carteiras de investimento. Os estímulos anunciados recentemente pelas autoridades locais para a economia chinesa podem ser determinantes para uma recuperação sincronizada no próximo ano, na China, Europa e EUA.

Por fim, o ambiente geopolítico permanece incerto, com o potencial de conflitos a escalar e a desestabilizar a economia global. As eleições presidenciais nos EUA, agendadas para 5 de novembro, são outro fator que poderá alterar significativamente o rumo dos acontecimentos.

Neste contexto de incerteza, mas com um cenário central benigno, os investidores devem continuar a tirar partido dos benefícios da diversificação, otimizando a sua exposição e beneficiando de um desempenho favorável dos seus investimentos em termos do binómio de rentabilidade e risco.



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)					
Ações	Europa ex-Reino Unido					
	EUA (EURHdg)					
	Reino Unido (EUR)					
	Emergentes (EUR)					
Outros	Ouro, REITS, Infraestruturas, etc.					

Análise Macroeconómica

A economia da Zona Euro continua a deteriorar-se. Em setembro, o Banco Central Europeu (BCE) reveriu em baixa o crescimento económico para este ano e para 2025 em 0,1 pontos percentuais, para 0,8% e 1,3%, respetivamente, mas manteve as estimativas para a inflação harmonizada em 2,5% para 2024 e 2,2% para o próximo ano. No panorama nacional, a economia alemã deverá entrar no seu segundo ano consecutivo de recessão, depois de o governo germânico ter anunciado que espera uma contração de 0,2% em 2024. A inflação homóloga harmonizada alemã desacelerou para 1,8% em setembro, menos uma décima do que em agosto, facilitando uma descida mais rápida das taxas de juro pelo BCE. No entanto, a inflação anual subjacente da Zona Euro, que exclui energia e alimentos, foi de 2,7% em setembro, enquanto a inflação dos serviços se fixou em 4%, complicando o trabalho do BCE. Além disso, o robusto relatório de emprego americano em setembro e a consequente valorização do dólar representam um obstáculo adicional à redução das taxas de juro da moeda única. Em setembro, o PMI composto da Zona Euro recuou para 49,6, prejudicado principalmente pelo setor industrial, especialmente o alemão.

Nos EUA, apesar da visível desaceleração do mercado de trabalho nos primeiros dois meses do último trimestre, a criação de emprego foi robusta em setembro, adicionando mais 254 mil postos de trabalho. Os números de julho e agosto também foram revistos em alta, e a taxa de desemprego caiu para 4,1%, refletindo uma economia relativamente resiliente. Este cenário



é corroborado pela atual previsão do GDP Now da Reserva Federal de Atlanta, que aponta para um crescimento do PIB real dos EUA de 2,5% no terceiro trimestre. O *Coincident Economic Index* (CEI), publicado pelo Conference Board (CB), mantém a tendência de alta, refletindo as condições económicas atuais, estando altamente correlacionado com o PIB real. No entanto, os indicadores avançados continuam a refletir fragilidades no horizonte. O *Leading Economic Indicator* (LEI) do CB, importante para antecipar as mudanças nos ciclos económicos, está no limiar da recessão económica, sendo composto por dez indicadores *leading*, incluindo pedidos de subsídio de desemprego semanais, confiança do consumidor, licenças de construção de casa, novas encomendas, e sentimento empresarial medido pelo PMI e ISM. O desempenho positivo é quase um exclusivo de apenas dois — o S&P 500 e o índice de evolução do crédito (*Leading Credit Index*) — os quais têm evitado uma queda mais acentuada do LEI.

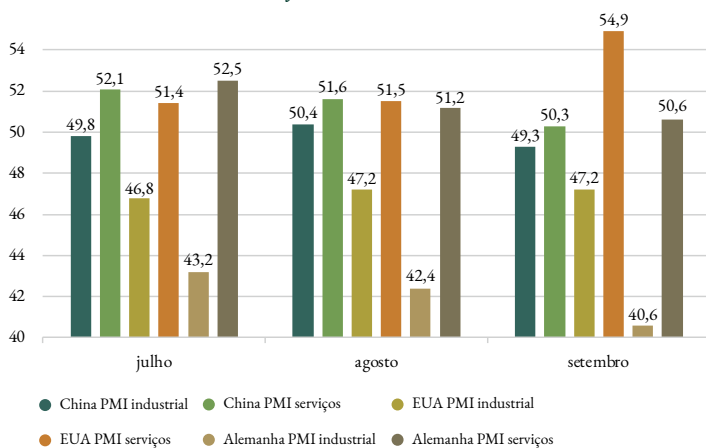
A taxa de desemprego nos EUA também tem vindo a subir desde o mínimo de 3,4% registado em abril de 2023. De acordo com a regra de Sahm, uma recessão é sinalizada quando a média da taxa de desemprego dos últimos três meses se encontra meio ponto percentual acima da taxa mais baixa dos últimos 12 meses. Atualmente, essa diferença já é de meio ponto percentual, situando-se na fronteira da recessão. Nas perspetivas trimestrais publicadas em 18 de setembro, a Reserva Federal dos EUA (Fed) antecipou uma taxa de desemprego de 4,4% em 2024.

Entretanto, a inflação nos EUA continua a abrandar. Todavia, a Fed parece ter abdicado de uma descida mais rápida dos preços no consumidor, facto corroborado pelo enérgico corte de 50 pontos da sua taxa de juro no dia 18 de setembro, adotando uma postura preventiva de suporte à economia, focando-se, no seu duplo mandato, mais no pleno emprego.

Os fracos gastos do consumidor chinês, além de desafios como a fraqueza persistente do mercado imobiliário, o envelhecimento da população e o aumento das tensões globais, penalizam a economia chinesa. Apesar do impulso dos estímulos económicos, o Banco Mundial alertou no dia 8 de outubro que o crescimento deve desacelerar no próximo ano, estimando um abrandamento do PIB para 4,3% em 2025, abaixo dos 4,8% projetados para 2024. Persistem as dúvidas sobre a eficácia no longo prazo das recentes medidas de estímulo adotadas por Pequim. Em setembro, a atividade fabril da China contraiu pelo quinto mês consecutivo, tendo o PMI oficial sido de 49,8. O PMI Caixin foi de 49,3 no mesmo período, a maior contração em 14 meses, afetada pela queda da procura e pelo enfraquecimento do mercado de trabalho.



PMI industrial e serviços



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O setor dos serviços continua a superar a indústria, sustentando a economia dos três principais blocos económicos globais, com o PMI dos serviços do ISM nos EUA a subir para 54,9 em setembro. A atividade manufatureira da China medida pelo PMI de manufatura Caixin caiu para 49,3 em setembro, de 50,4 no mês anterior, a leitura mais baixa desde julho do ano passado, refletindo a gradual queda nas novas encomendas no país e no exterior, afetando a confiança dos industriais chineses. Na Zona Euro, a atividade industrial caiu em setembro ao ritmo mais rápido deste ano, com a procura a diminuir consideravelmente, apesar dos cortes nos preços pelas fábricas. A crise tem sido particularmente intensa na Alemanha, que registou o maior agravamento nas condições do setor nos últimos 12 meses. A indústria dos EUA manteve-se em níveis fracos em setembro, mas as novas encomendas melhoraram e os preços pagos pelos *inputs* caíram para o mínimo de nove meses, o que, juntamente com a descida das taxas de juro, é um presságio favorável para uma possível recuperação da atividade nos próximos meses.

Perspetivas para obrigações

Nos últimos três meses, observaram-se alterações significativas no cenário macroeconómico global. O BCE antecipou-se à Fed com um corte de taxas de juro, seguido de uma ação similar por parte da Fed, que despertou outros bancos centrais para o início de um novo ciclo de mercado.

As *yields* de curto prazo registaram uma descida mais acentuada do que as de longo prazo, refletindo a antecipação do mercado em relação a cortes mais rápidos e profundos nas taxas de juro das economias desenvolvidas. Os últimos indicadores de inflação sugerem que esta se encontra controlada, aproximando-se das metas definidas, permitindo aos bancos centrais concentrarem-se na dinamização da atividade económica.

Os bancos centrais mantêm uma postura proativa para evitar o risco de deflação, o que tem proporcionado uma sensação de maior estabilidade nos mercados. Jerome Powell, presidente da Fed, reiterou que a economia dos EUA se encontra numa posição sólida, e que a política monetária será ajustada gradualmente para garantir o equilíbrio entre o controlo da inflação e o estímulo económico.

Em relação ao BCE, são esperados mais dois cortes de 25 pontos base até ao final do ano, com o mercado a antecipar que este movimento possa continuar até que a taxa de depósito atinja os 2%. No Reino Unido, o Banco de Inglaterra deverá realizar um corte de 25 pontos base, dependendo de novos dados sobre a inflação. Para a Fed, as projeções atuais apontam para um corte de 50 pontos base até dezembro, com o mercado

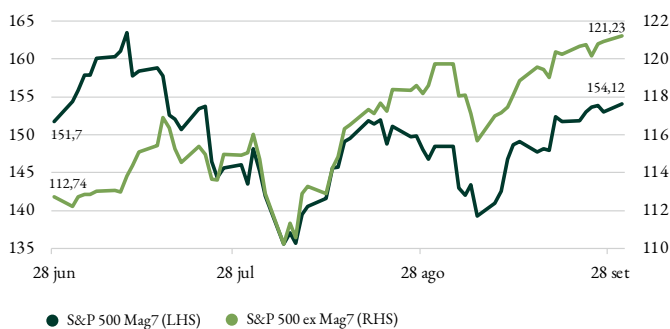
de trabalho a desempenhar um papel crucial na decisão de eventuais ajustamentos adicionais.

Os riscos geopolíticos permanecem uma fonte de incerteza para os investidores. Apesar de não existirem sinais imediatos de uma escalada entre Israel e o Irão, o potencial para um agravamento do conflito continua a ser monitorizado de perto. Em termos globais, prevê-se que a tendência de cortes de taxas prevaleça.

A transição de um ambiente de taxas de juro elevadas para um ciclo de cortes tem sido menos prejudicial do que inicialmente esperado. As empresas de maior alavancagem, em particular as classificadas como *high yield*, têm conseguido refinarçar a sua dívida, apesar dos novos cupões serem significativamente mais elevados. Contudo, as margens operacionais têm vindo a descer em alguns setores, como o automóvel, onde se verificaram alguns *profit warnings*. Apesar disso, as taxas de incumprimento permanecem baixas, embora seja aconselhável precaução em relação a emissões com notação inferior a B, que apresentam maior risco de *default*.

De forma geral, o ambiente mantém-se favorável para o crédito. Tanto a dívida de alta qualidade como a mais especulativa oferecem prémios de risco atrativos. Face ao atual regime de mercado – caracterizado por um *soft landing* e cortes nas taxas de juro – a extensão da duração das posições pode revelar-se uma estratégia vantajosa.

Índices: ‘S&P 500 ex Mag7’ vs ‘S&P 500 Mag7’



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O S&P 500 valorizou 5,4% no terceiro trimestre, mas contrariamente ao que tem sido habitual nos trimestres anteriores, desta vez os ganhos foram impulsionados pela subida de 7,5% do S&P 493 (ou seja, sem contar com as 7 Magníficas: Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Tesla e Nvidia), enquanto essas 7 empresas registaram no último trimestre um ganho de apenas 1,6%. Foi a primeira vez desde o quarto trimestre de 2022 que a tecnologia perdeu a liderança do mercado. De acordo com a LSEG/Refinitiv, o grupo das 7 magníficas representa 31,5% da capitalização de mercado do S&P 500, enquanto os seus lucros e as suas receitas pesam 19,4% e 10,8%, respetivamente. O Mag7 tem um P/E agregado de quatro trimestres de 29,6x, um prémio de 38% para o índice geral. Ao excluir o Mag7, o P/E futuro cai para 19,0x.

Perspetivas para ações

O terceiro trimestre de 2024 foi novamente positivo para a generalidade dos mercados acionistas.

Curiosamente, o início de cada um dos três meses do trimestre foi abalado por movimentos significativos. Em julho, verificou-se uma rotação violenta de estilo – favorecendo *Value vs. Growth* – e de dimensão – favorecendo *Small&Mid Caps vs. Large Caps*, enquanto que os primeiros dias de agosto e de setembro trouxeram fortes quedas, motivadas por receios de uma desaceleração da economia dos EUA mais brusca do que anteriormente antecipado. Qualquer um destes movimentos seria, contudo, atenuado ou até mais do que compensado nas semanas seguintes: a *performance* relativa de diferentes segmentos de mercado estabilizou, enquanto que os índices recuperaram para fecharem positivos em qualquer um dos meses.

Um tema muito relevante que não se alterou é que este trimes-

tre se salientou pela rotação setorial. A *performance* individual de cada um dos setores foi muito mais uniforme do que na primeira metade do ano, tendo inclusivamente Tecnologia perdido a liderança dos retornos. Outro destaque foi para nova *underperformance* da Europa face aos EUA, justificada pela fraqueza de alguns dos setores mais importantes para a Europa, como Automóvel ou Bens de Luxo.

Não se tendo concretizado, pelo menos até agora, os receios de forte desaceleração da economia global, o principal fator determinante da evolução positiva dos mercados acionistas acabou por ser o início da trajetória descendente das taxas de juro tanto nos EUA como na Zona Euro, suportada pela publicação de dados benignos no que toca à evolução da inflação nessas regiões. Nos últimos dias do trimestre, o mercado encontrou nova razão para otimismo no anúncio por parte da China de um pacote alargado de iniciativas de política monetária e

Evolução nos últimos 3 meses

	30-jun	31-jul	31-ago	30-set	Últimos 3 meses	Último mês (set)
Ações						
S&P 500	5 460,48	5 522,30	5 648,40	5 762,48	5,53%	2,02%
Nasdaq 100	19 682,87	19 362,43	19 574,64	20 060,69	1,92%	2,48%
DAX 40	18 235,45	18 508,65	18 906,92	19 324,93	5,97%	2,21%
Stoxx 600	511,42	518,18	525,05	522,89	2,24%	-0,41%
Nikkei 225	39 583,08	39 101,82	38 647,75	37 919,55	-4,20%	-1,88%
Shanghai Composite	2 967,40	2 938,75	2 842,21	3 336,50	12,44%	17,39%
MSCI World	3 511,78	3 571,58	3 661,24	3 723,03	6,02%	1,69%
MSCI Emergentes	1 086,25	1 084,77	1 099,92	1 170,85	7,79%	6,45%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,40%	4,03%	3,90%	3,78%	-61,5 pb	-12,3 pb
Yield Bund 10 yr	2,50%	2,30%	2,30%	2,12%	-37,7 pb	-17,6 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,25%	2,93%	2,91%	2,70%	-54,8 pb	-21,0 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	5,59%	5,50%	5,28%	4,85%	-73,3 pb	-42,5 pb
Libor EUR 3 meses	3,71%	3,65%	3,49%	3,28%	-43,2 pb	-21,1 pb
Cambial						
EUR/USD	1,0713	1,0826	1,1048	1,1135	3,94%	0,79%
EUR/GBP	0,8473	0,8421	0,8415	0,8325	-1,74%	-1,07%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	82,89	79,71	76,24	71,70	-13,50%	-5,95%
WTI (USD barril)	79,00	76,05	72,65	68,17	-13,71%	-6,17%
Ouro (USD onça troy)	2 326,75	2 447,60	2 503,39	2 634,58	13,23%	5,24%

fiscal, com o objetivo de acelerar o ritmo de crescimento da economia local.

Este ambiente económico passou assim a ser coerente com a narrativa de aceleração de crescimento do nível de resultados das empresas, que por exemplo no caso do S&P500 se traduz atualmente em valores esperados (ex-energia) de +11% em 2024 e +15% em 2025 – e consequentemente também na manutenção das cotações a níveis historicamente elevados. No entanto, reiteramos que os múltiplos dos índices continuam a ser distorcidos pelo setor da tecnologia, o qual na verdade é o único do S&P500 que está a cotar a um PER acima da sua mediana dos últimos 10 anos.

Perspetivas para Alternativos

O investimento em ativos alternativos está a tornar-se mais atrativo com os cortes nas taxas de juro pelos principais bancos centrais, mas a habitual dispersão de desempenhos exige uma seleção rigorosa.

O petróleo, após rondar os \$80/barril até agosto, tornou-se mais volátil e espera-se que lateralize nos próximos meses, com a procura a aumentar até 2025 e a oferta dependente da OPEC+.

Os mercados energéticos poderão ser pressionados em baixa devido ao crescimento moderado do PIB global e a oferta robusta, sendo que o risco de uma crise energética na União Europeia (UE) é reduzido graças aos níveis elevados de armazenamento de gás e capacidade de importação de GNL. No entanto, tensões no Médio Oriente poderão impulsionar os preços. O cobre, após uma valorização inicial, caiu no 3º trimestre, recuperando em setembro. A longo prazo, os planos de transição energética favorecem o cobre, mas a incerteza

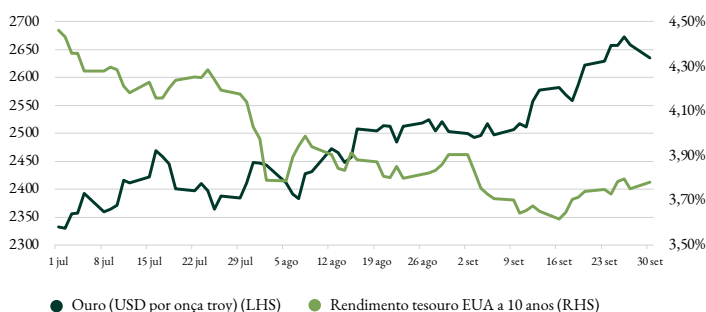
Alguns desconfiar em relação à capacidade de as principais economias do mundo ocidental de evitarem uma recessão tem resultado este ano na *outperformance* de empresas percebidas como sendo de maior qualidade – nomeadamente aquelas que historicamente exibem menor volatilidade de resultados. Pensamos que essa *outperformance* vai subsistir e nessa medida privilegiamos o investimento em empresas expostas a tendências estruturais de crescimento de longo prazo e capazes de gerar *cash-flows* atrativos. No entanto, no contexto económico descrito acima, admitimos o interesse tático em seletivamente escolher empresas com potencial de reativação das suas áreas de negócio mais cíclicas ou que tenham balanços relativamente alavancados.

sobre a procura na China pode impedir uma recuperação consistente antes de 2025.

O ouro atingiu novos máximos, impulsionado pela desvalorização do dólar, cortes esperados nas taxas de juro e tensões geopolíticas. O metal continua atrativo devido às compras pelos bancos centrais, riscos geopolíticos e a perspetiva de redução do custo de oportunidade com a descida das taxas de juro. Numa perspetiva de longo prazo, uma política fiscal expansionista pode pressionar as moedas fiduciárias, o que melhora o apelo ao ouro como reserva de valor.

O setor imobiliário apresenta oportunidades em ativos reais, como infraestruturas, beneficiando de proteção contra a inflação e o crescimento da inteligência artificial (IA). Fundos *macro events*, *relative value* e *long/short* são vistos como promissores, tal como os mercados privados de dívida e *equity*, que lideram inovações em IA e saúde fora dos mercados públicos.

Cotação do ouro e *yield* tesouro a 10 anos dos EUA no 3º trimestre 2024



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Do lado da procura, a cotação do ouro é sobretudo influenciada pelas políticas monetárias dos bancos centrais, taxas de juro, incertezas geopolíticas, evolução da economia, inflação, e cotação do dólar. Do lado da oferta, os custos de produção são essenciais para marcar o preço. O preço do ouro tende a subir com a queda das taxas de juro, recessões económicas e elevada inflação, mas também com uma procura robusta que supere a oferta, tal como acontece atualmente com o crescente interesse, especialmente chinês, impulsionando a cotação para máximos históricos em 2685,49 dólares. As crescentes tensões no Médio Oriente e a descida dos juros, como observado no gráfico, impulsionam igualmente o ouro. Na segunda metade do século XIX, os EUA e a Austrália eram os maiores produtores, mas, no século XX, a África do Sul dominou a mineração. No início do novo milénio, a China tornou-se o maior produtor mundial, alcançando 330 toneladas anuais em 2023. Nos últimos 60 anos a produção triplicou e foi minerado 60% do total do ouro existente. Como metal precioso, o ouro é considerado um ativo especulativo, porque não gera rendimento, vislumbrando-se riscos para o crescimento económico quando o seu valor relativo supera o dos ativos úteis, aqueles que geram rendimento.



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

2024 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.