Perspetivas
Outlook Primavera



2º Trimestre 2024

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Enquanto o crescimento económico nos EUA permanece robusto, o crescimento global mantém-se suficientemente dinâmico para não ser uma ameaça imediata aos lucros das empresas. Assim, os investidores mantêm-se mais vigilantes quanto à evolução da inflação e quanto aos possíveis catalisadores de uma nova vaga inflacionista. Ainda que esse seja um risco no horizonte, no imediato o cenário mais provável continua a ser de um processo de desinflação mais lento e errático, que implicará um período mais longo de taxas elevadas, em especial na economia americana.

Nos últimos meses de 2023, os investidores apostaram cada vez mais numa mudança na política monetária, atingindo o ponto máximo no virar do ano, quando o mercado já antecipava de 6 a 7 cortes nas taxas de juro, praticamente um por cada reunião dos bancos centrais europeu e americano em 2024. Este otimismo impulsionou a valorização da maioria dos ativos financeiros.

No entanto, o primeiro trimestre de 2024 trouxe uma realidade diferente. Atualmente, esperam-se apenas cerca de 2 cortes nas taxas, havendo, contudo, algumas vozes discordantes que até defendem taxas ligeiramente mais altas. No entanto, esta mudança nas expectativas não se refletiu numa reversão na valorização dos ativos financeiros do trimestre anterior.

Na verdade, a defesa de taxas mais altas por um período mais prolongado reflete uma economia com crescimento mais sólido, o que favorece ativos expostos ao ciclo económico, como ações e obrigações de maior risco de crédito. Por outro lado, títulos mais sensíveis às taxas de juro enfrentaram alguma pressão, embora moderada em comparação com 2022.

Apesar da incerteza em torno da política monetária, espera-se que qualquer movimento seja mais limitado do que o incomum ciclo de aumento de taxas em 2022. Uma economia moderadamente aquecida continuará a favorecer ações e crédito de alto rendimento, enquanto um abrandamento económico beneficiará títulos sensíveis às taxas de juro. No entanto, um cenário de reflação representaria um desafio para essas classes de ativos, deixando a liquidez como um refúgio potencial.

Os preços das matérias-primas estão a recuperar, mas ainda não contribuem significativamente para a inflação em comparação com o observado há um ano. Os salários estão a ser revistos em níveis que sugerem uma inflação mais persistente, embora não haja sinais de que sejam catalisadores de uma segunda vaga de inflação.

A aproximação das eleições presidenciais nos EUA, no dia 5 de novembro, deverá contribuir para um aumento da incerteza política. Esta indefinição surge num contexto de forte instabilidade geopolítica global e de necessidade de maior visibilidade sobre a política fiscal dos EUA e da estratégia de financiamento dos défices públicos de Washington.

Ainda que o Ocidente esteja a enfrentar desafios, os investidores locais permanecem otimistas quanto ao futuro, justificado pelo progresso tecnológico assente em elevadas expectativas nas externalidades positivas associadas à adoção da Inteligência Artificial nos mais diversos campos da sociedade. Esse otimismo é refletido no interesse acrescido da população nos mercados acionistas e contrasta com o maior pessimismo dos investidores chineses que têm estado associados ao maior interesse no ouro em detrimento do investimento no mercado acionista local.

Diante destes cenários, carteiras bem diversificadas entre liquidez, obrigações e alguma exposição ao mercado de ações devem continuar a beneficiar os investidores. Os investidores podem equacionar alargar os prazos dos seus investimentos expostos a taxa de juro fixa de forma a protegerem-se da próxima fase da política monetária, que mais provavelmente será de redução dessas taxas.



Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

Classes	Subclasses	— —	—	Neutro	+	+ +
Liquidez	Depósitos à Ordem, Depósitos a Prazo					
Obrigações	*Investment Grade* Europa					
	Investment Grade EUA (EURHdg)					
	High Yield Global (EURHdg)					
	Emergentes Global (EURHdg)					
Ações	Europa ex-Reino Unido					
	EUA (EURHdg)					
	Reino Unido (EUR)					
	Emergentes (EUR)					
Outros	Ouro, REITS, Infraestruturas, etc.					

Análise Macroeconómica

O crescimento económico global no primeiro trimestre de 2024 continuou a ser suportado principalmente pela economia americana, tendo também sido relativamente apoiado por uma ligeira recuperação da economia chinesa, mas dificilmente a segunda maior economia mundial deverá regressar aos robustos crescimentos de há 10 anos. Entretanto, a economia da Zona Euro continua apática, em boa verdade a marcar passo, sobretudo penalizada pela economia alemã.



No passado dia 20 de março, a Reserva Federal dos EUA (Fed) reviu em alta o crescimento económico americano para 2,1% em 2024, acima da estimativa de 1,4% no anterior *Outlook* de 13 de dezembro, suportado também por uma revisão em baixa da taxa de desemprego de 4,1% para 4%. Todavia, as projeções para a taxa de inflação subjacente, que exclui energia e alimentação, medida pelo PCE (*Personal Consumption Expenditures Price Index*), subiram de 2,4% para 2,6%. Quanto ao *dot plot*, a Fed manteve inalterada a projeção de três cortes nas taxas de juro em 2024 antecipados em dezembro. Entretanto, a ligeira reaceleração da inflação desde o início do ano, suportada pelo preço da gasolina mais elevado, pela manutenção dos custos das rendas com a habitação (*shelter*) e pelo resiliente mercado de trabalho americano, agravaram as perspetivas quanto ao início do corte das taxas de juro. A inflação nos EUA medida pelo IPC em março subiu para 3,5% de 3,2% em fevereiro, tendo

sido de 3,1% em janeiro. O regresso a uma política monetária expansionista é gradualmente ameaçado por um relativo ressurgimento da inflação. Quanto à evolução das *Fed Funds Rate*, atualmente o mercado monetário antecipa apenas um ou dois cortes de 25 pontos base cada em 2024. A probabilidade de apenas um corte é de 43% e de dois cortes das taxas de juro é de 57%. No início do ano, o mercado estimava seis a sete cortes.

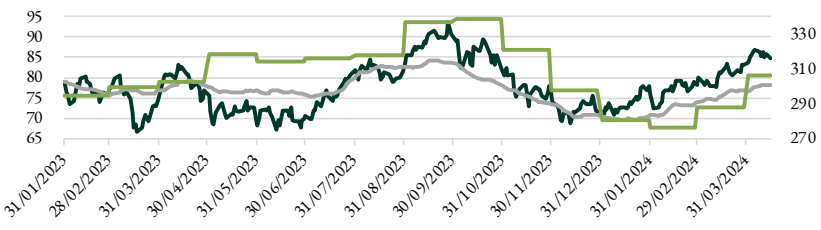
A economia da Zona Euro provavelmente já sofreu os piores efeitos da política monetária restritiva do Banco Central Europeu (BCE) nos últimos dois anos. O FMI espera que o crescimento da Zona Euro recupere para 0,8% em 2024, dos 0,4% verificados em 2023. A desaceleração da inflação da Zona Euro permite ao BCE encetar um novo ciclo de corte das taxas de juro, mas as tensões no Médio Oriente ameaçam agravar os preços do petróleo e os custos de transporte, penalizando uma economia europeia dependente energeticamente do exterior, podendo prejudicar as atuais perspetivas económicas. A economia alemã continua anémica, tendo o PMI manufatureiro germânico regressado à tendência de queda no primeiro trimestre, descendo de 45,5 pontos em janeiro para 41,9 pontos em março, muito aquém dos valores de 50 que separam o território de expansão do de contração. Entretanto, o sentimento empresarial alemão medido pelo Instituto Ifo melhorou em março, superando as expectativas, embora provavelmente não o suficiente para evitar que a maior economia da Europa entre novamente em recessão em 2024.

A economia portuguesa mantém-se resiliente, suportada pelo turismo e pelo aumento da população empregada, e a tendência da inflação converge favoravelmente para o objetivo do BCE de 2%. O FMI reviu em alta a projeção para o crescimento do PIB português este ano de 1,5% para 1,7%, mas cortou a estimativa para o próximo ano para 2,1% de 2,2%.

O FMI manteve inalterada a sua previsão de crescimento da China em 4,6% em 2024, uma queda face aos 5,2% em 2023, antecipando um declínio adicional para 4,1% em 2025, alertando que o setor imobiliário do país poderia prolongar uma recessão na procura interna e piorar as perspetivas para a segunda maior economia global. Apesar de as estimativas preliminares terem mostrado um crescimento da economia chinesa de 5,3% no primeiro trimestre, acima das previsões, a produção industrial e as vendas a retalho desacelerarem consideravelmente em março.



Preços combustíveis (em dólares) e peso da gasolina na inflação dos EUA (em pontos)



- Cotação do barril petróleo WTI de Nova Iorque em dólares (LHS)
- Preço galão gasolina (base=78,87, 31/1/2023) (LHS)
- Peso dos preços da gasolina no IPC em pontos (RHS)

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Desde outubro que a inflação subjacente nos EUA medida pelo IPC, que exclui os itens voláteis, energia e alimentação, tem-se mantido muito estável à volta dos 4%, corroborando as perspetivas de há um ou dois anos de que seria relativamente fácil à Fed conseguir uma descida da inflação dos 8% para os 4%, mas seria mais difícil ter sucesso num abrandamento da mesma para os 2%. No entanto, esta desaceleração da inflação parece claramente muito pouco perante uma subida das taxas de juro da Fed de 0,25% para 5,50%, em apenas 16 meses, e um *quantitative tightening* iniciado em junho de 2022, a par de uma descida da cotação do barril de petróleo para os 70 dólares no final de 2023.
A relativa robustez da economia dos EUA ameaça manter a inflação relativamente elevada, um entrave à estabilidade do ritmo de crescimento dos preços nos 2%. A subida do preço do barril de petróleo desde o início de fevereiro, de 70 dólares para 85 dólares, promete suportar a inflação bem acima do objetivo da Fed.

Mercado Obrigacionista

2024 deverá ser marcado pelo início de descida de taxas em várias geografias. As expectativas e o ritmo da descida das mesmas vai sendo ajustado, à medida que os dados económicos vão sendo divulgados. No entanto, o bom desempenho económico que certos países vão demonstrando, acabam por tornar mais difícil o trabalho aos bancos centrais, que não querendo perder credibilidade, vão ajustando os discursos e as expectativas que criam nos mercados.

Jerome Powel espera que a inflação venha para o *target* dos 2%, no entanto, a trajetória não será linear. As previsões para a taxa de desemprego nos EUA foram revistas em baixa de 4,1% para 4%, salientando que a procura e a oferta de trabalho estão a ficar mais equilibradas, o que terá um impacto positivo na inflação. Para Powel, as taxas estão no ponto mais alto do atual ciclo e deverá ser apropriado reduzir as mesmas algures este ano.

O bom desempenho da economia americana tem vindo a adiar a data do respetivo corte. No entanto, o mercado espera que o mesmo aconteça depois do verão.

Do lado do BCE está praticamente confirmada uma descida para junho, dando início ao processo descendente antes dos EUA. Christine Lagarde referiu mesmo que não irá estar sujeita a movimentos da Fed, demarcando-se por completo do ciclo que os EUA venham a seguir, mas só o futuro dirá se será efetivamente assim. O BCE irá manter a sua forma de atuação, *data-dependent*, pelo que futuros ajustes serão avaliados reunião a reunião.

Isabel Schnabel (membro executivo do BCE) referiu que a taxa de juro neutral pode estar a aumentar devido a fatores de longo prazo, incluindo a transição climática e as mudanças geopolíticas. Este aumento da taxa de juro neutral pode ser o novo normal.

O Banco Nacional Suíço surpreendeu o mercado ao baixar as taxas em 25 pontos base, vindo dos 1,75% para os 1,50%. É a primeira descida em 9 anos, referindo que a luta contra a inflação tem sido eficaz, salientando também que este movimento não representa o início de uma política de flexibilização agressiva.

Esperando-se que 2024 seja o ano de um novo ciclo de baixa das taxas de juro pelos bancos centrais, as empresas têm tido abordagens diferentes na altura de emitir dívida. Do lado americano as emissões de *investment grade* registaram o segundo valor trimestral mais elevado de sempre, o *high yield* apesar de não ter tantas emissões, está acima da média histórica.

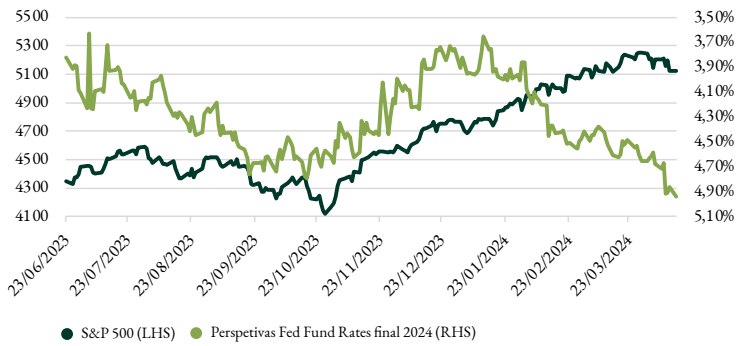
Na Europa, as novas emissões também estão em valores elevados, mas o *high yield* europeu tem um saldo líquido negativo de 13 mil milhões de euros, e neste momento vamos no oitavo trimestre consecutivo com esta tendência, demonstrando para já que este mercado não está a querer emitir com taxas tão elevadas, ou, então, estão a conseguir encontrar outras alternativas de financiamento.

Espera-se que o atual nível de taxas venha a causar algum abrandamento económico, podendo implicar um aumento das taxas de *default*.

O maior risco que identificamos é que os bancos centrais não desçam taxas, e as mesmas acabem por ficar num nível elevado por mais tempo do que o mercado desconta.

Como oportunidades, consideramos a dívida *investment grade* tanto em euros como em dólares, aumentar a duração dos portfólios e para quem quiser mais risco, dívida híbrida e de *high yield* com a devida seleção dos emitentes.

S&P 500 vs Perspetivas para a FFR no final 2024



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Desde o final de outubro, as expectativas referentes às taxas de juro da Fed (*Fed Funds Rate*) para a última reunião de 2024, no dia 18 de dezembro, desceram de 4,80% para 3,65% no dia 12 de janeiro, suportadas pelo favorável abrandamento da inflação norte-americana, tendo o S&P 500 acompanhado essa descida com uma robusta valorização. Entretanto, nos últimos três meses, a desaceleração da inflação nos EUA abrandou, mostrando mesmo alguns sinais preocupantes de reversão, suportada pelo resiliente mercado de trabalho, pela subida do preço do galão de gasolina e pela persistente alta dos custos com arrendamento de casa (*shelter*). Assim, nesse mesmo período, as expectativas para as *Fed Funds Rate* para a última reunião de 2024 subiram 1,25 pontos percentuais, para 4,90%, descontando agora o mercado apenas 2 cortes de taxas este ano, dos anteriores 7 cortes antecipados no final de 2023. Mas, no entanto, o S&P 500 continuou a valorizar e a registar máximos históricos consecutivos, impulsionado pela IA.

Perspetivas para *Equities*

O *momentum* de mercado prosseguiu no primeiro trimestre, com a concentração de mercado a manter-se elevada, já que a temática da Inteligência Artificial (IA) permaneceu no topo das *performances*. A retórica da IA continua a sustentar o mercado e terá tendência para se expandir a mais empresas de vários setores, o que é positivo face ao atual nível de concentração verificado nas *megacaps*.

Não há evidências de que um cenário de "*catch up*" ou de "*catch down*" possa acontecer no curto prazo, na ausência de uma mudança imprevista nas taxas de juro ou uma deterioração no *outlook* para os resultados das *megacaps*. O principal risco para o mercado não está tanto nas elevadas avaliações das *megacaps*, mas talvez mais na capacidade de a recente robustez nos resultados se mostrar insustentável, o que forçará a uma recalibração de expectativas.

À medida que os bancos centrais embarcam num ciclo de descidas de taxas, as avaliações tendem a subir: historicamente, nos últimos ciclos de baixas, o rácio *Price to Earnings* P/E fw12m do S&P subiu 9% em média, doze meses depois do primeiro corte e 18% em tempos sem recessão. Na Europa, o P/E fw12m do Stoxx 600 aumentou em média 19%, aquando dos anteriores ciclos de descidas de taxas por parte do BCE. Apesar do cenário atualmente descontado apontar para um *soft landing*, o enfraquecimento constante dos dados macroeconómicos poderá reiniciar receios por parte dos investidores, arrastando o P/E do S&P para um múltiplo inferior ao atual, o que implica um período de correção do mercado face à valorização mais recente.

Os resultados das empresas foram bem mais resilientes em 2023 do que o esperado, com a época relativa ao quarto trimestre a não dececionar. As expectativas do *consensus* para 2024

Evolução nos últimos 3 meses

	31-dec	31-jan	29-feb	31-mar	Últimos 3 meses	Último mês (mar)
Ações						
S&P 500	4 769,83	4 845,65	5 096,27	5 254,35	10,16%	3,10%
Nasdaq 100	16 825,93	17 137,24	18 043,85	18 254,69	8,49%	1,17%
DAX 40	16 751,64	16 903,76	17 678,19	18 492,49	10,39%	4,61%
Stoxx 600	478,99	485,67	494,61	512,67	7,03%	3,65%
Nikkei 225	33 464,17	36 286,71	39 166,19	40 369,44	20,63%	3,07%
Shanghai Composite	2 974,94	2 788,55	3 015,17	3 041,17	2,23%	0,86%
MSCI World	3 169,18	3 205,32	3 337,20	3 437,76	8,47%	3,01%
MSCI Emergentes	1 023,74	975,80	1 020,94	1 043,20	1,90%	2,18%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	3,88%	3,91%	4,25%	4,20%	32,1 pb	-5,0 pb
Yield Bund 10 yr	2,02%	2,17%	2,41%	2,30%	27,4 pb	-11,3 pb
Yield OT Portugal 10 yr	2,66%	2,97%	3,12%	3,01%	35,1 pb	-11,6 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	5,59%	5,58%	5,60%	5,56%	-2,9 pb	-3,2 pb
Libor EUR 3 meses	3,91%	3,91%	3,94%	3,91%	-0,1 pb	-2,9 pb
Libor JPY 3 meses	5,32%	5,32%	5,33%	5,30%	-2,5 pb	-2,9 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1039	1,0818	1,0805	1,0790	-2,26%	-0,14%
EUR/GBP	0,8669	0,8526	0,8559	0,8549	-1,39%	-0,12%
Matérias-Primas						
Brent	76,64	79,95	81,18	87,00	13,52%	7,17%
WTI	72,13	75,56	77,45	83,17	15,31%	7,39%
Ouro	2 062,98	2 039,52	2 044,30	2 229,87	8,09%	9,08%

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

são de um modesto crescimento nos resultados entre 6%-9%, acima de 6% na Europa (revisto ligeiramente em alta), 7% no Japão e 9% nos EUA (ambas revistas ligeiramente em baixa).

Os riscos mais latentes do lado geopolítico têm-se adensado depois de a Rússia ter sido alvo de um ataque terrorista. A possível eleição de Trump nos EUA também poderá aumentar as tensões internacionais, já que o seu programa prevê o aumento das tarifas ao comércio internacional, assim como uma diminuição do apoio à Ucrânia.

A nossa convicção continua a assentar num segundo semestre mais saudável do que o primeiro, sobretudo na Europa. Neste contexto, e apesar das avaliações mais atrativas na Europa, continuamos a preferir os EUA, pelo menos neste horizonte temporal de curto prazo. Em termos de *stock picking*, continuamos a apostar em qualidade e a escolher empresas com balanços fortes, margens de lucro elevadas e estáveis, e *cash flows* crescentes e previsíveis.

Setorialmente, mantemos a preferência por setores defensivos como Consumo Corrente e Saúde. As megacaps tecnológicas também constam do pódio, já que permitem beneficiar caso as taxas de juro comecem a reverter. Vemos os setores mais cíclicos do Consumo Discricionário e da Indústria mais construtivamente, num cenário de concretização do *soft landing*. O Turismo, o setor Automóvel e a Banca permanecem ainda os menos apetecíveis.

Perspetivas para Alternativos

O investimento em alternativos permanece atrativo, contudo, as incertezas geopolíticas, variações nas taxas de juros e flutuações cambiais salientam a importância de um critério rigoroso na seleção de ativos. Após uma queda significativa no último trimestre de 2023, o preço do petróleo estabilizou acima de 80 dólares o barril, projetando-se uma estabilização nos próximos meses, influenciada pelo risco geopolítico.

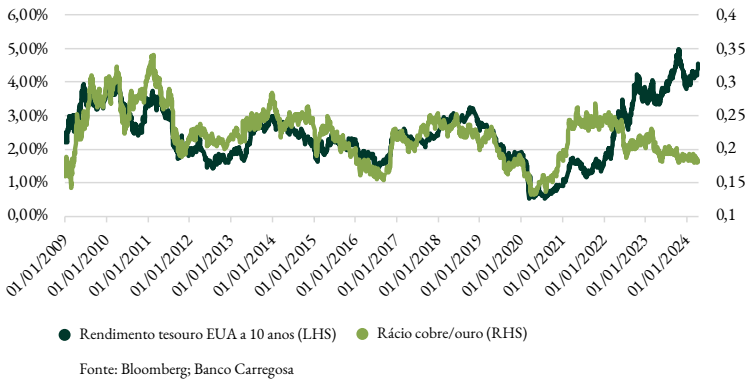
No segmento petrolífero, apesar das projeções económicas, há uma expectativa de aumento na procura, especialmente dos mercados emergentes, nomeadamente da Índia, e também dos EUA. Paralelamente, a OPEC planeia gradualmente aumentar a capacidade de produção, enquanto os EUA enfrentam limitações no crescimento da produção devido a reduções do CapEx.

Quanto aos metais industriais, embora persista uma fraqueza na indústria transformadora e um excesso de oferta, a perspetiva de uma recuperação de preços é esperada até ao final do ano, especialmente para o cobre, dada a robusta procura do ano anterior.

O ouro continua a ser visto como um investimento atrativo, tendo alcançado máximos históricos no primeiro trimestre. Esta tendência é impulsionada pela diversificação das reservas externas dos bancos centrais, pelos riscos geopolíticos e pela expectativa de uma redução nas taxas de juro.

No mercado imobiliário, embora os desafios persistam no setor de escritórios, a classe é considerada como moderadamente atrativa, principalmente em setores menos cíclicos. Os investimentos em fundos *macro*, *relative value e long/short* são vistos como estratégias promissoras para capitalizar uma possível mudança no ciclo das taxas e para lidar com as incertezas geopolíticas. Adicionalmente, destaca-se o potencial dos investimentos em mercados privados de dívida e *equity*, oferecendo oportunidades de diversificação e retorno.

Rendimento tesouro EUA a 10 anos vs Rácio cobre/ouro



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

A evolução do rendimento do tesouro a 10 anos norte-americano tende a ser positivamente correlacionada com o rácio cobre/ouro. Quando o crescimento económico acelera, o cobre como principal metal industrial tende a valorizar e a evolução da cotação do ouro, um dos principais ativos de refúgio, tende a abrandar, podendo mesmo cair, diante da diminuição da incerteza e da subida das taxas de juro. O ouro não gera nenhum rendimento, "vale o que derem por ele", tendendo a desvalorizar quando as taxas de juro são elevadas. No entanto, desde 2022 a correlação tem sido negativa. O aumento das compras de ouro pelos bancos centrais e a relativa fraqueza da economia chinesa, a maior importadora mundial de cobre, travando a procura deste metal industrial, tem contribuído para a queda do rácio cobre/ouro. Um dólar marcado pela inflação ainda relativamente alta, tem tido talvez mais peso na formação da cotação do ouro do que as elevadas taxas de juro dadas pelo rendimento do tesouro.

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.

Mod0587V01_BC_PT_04-24