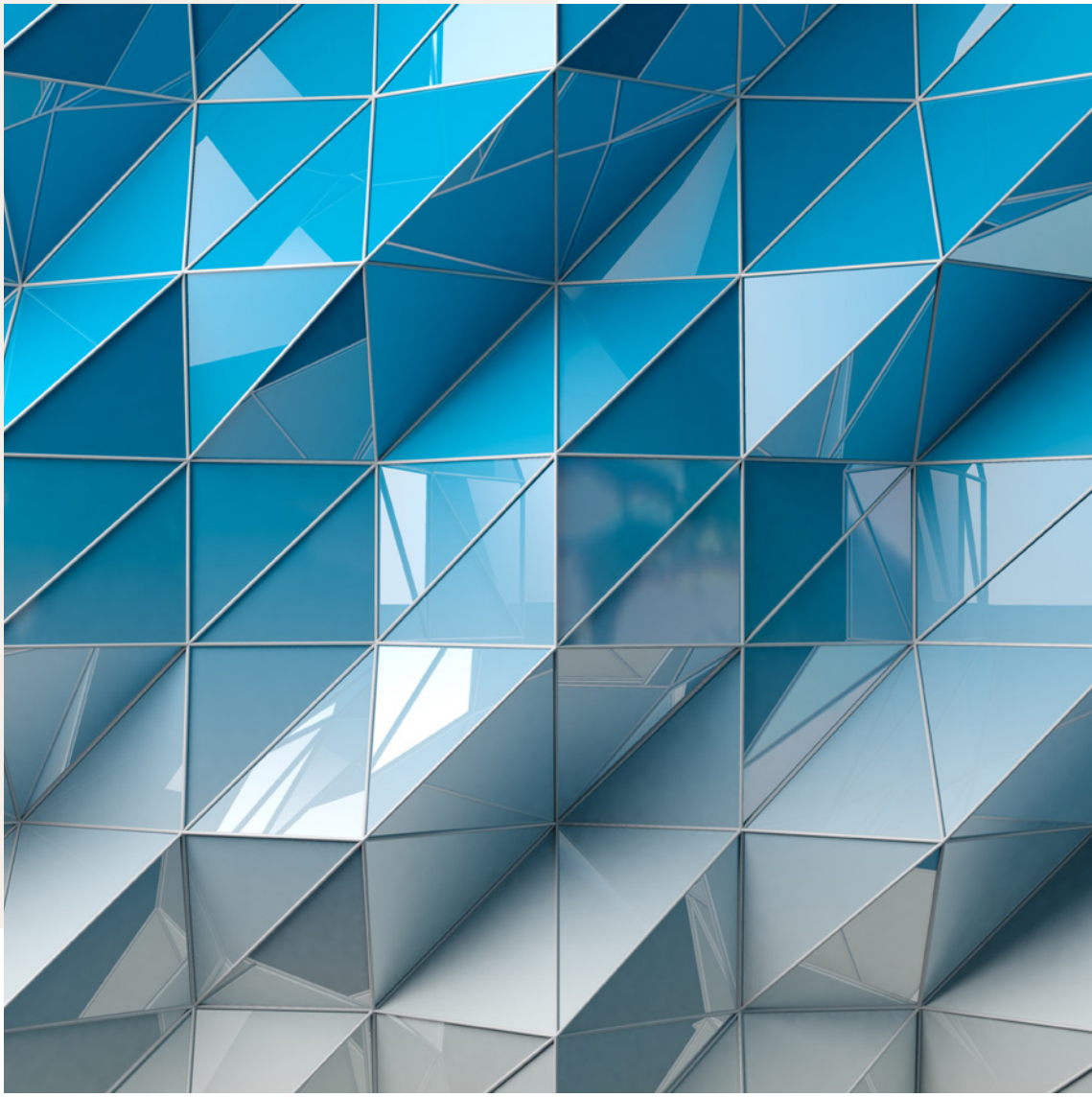
Perspetivas
Outlook Verão



3º Trimestre 2024

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

No horizonte económico atual, as oportunidades parecem estar a sobrepor-se às ameaças. A recente valorização dos mercados, impulsionada por empresas ligadas à Inteligência Artificial (IA), revela um contexto em que as correções de mercado são vistas como oportunidades para reforço de posições, sustentando um ambiente de confiança entre os investidores, num ciclo virtuoso que em alguns casos vai desafiando os fundamentais das empresas. O comportamento do mercado acionista está cada vez mais dependente da evolução desse grupo seleto de empresas do que das condições macroeconómicas e financeiras gerais.

Os mercados financeiros têm atravessado um período de crescente otimismo, suportado pela valorização significativa de empresas-chave no setor da IA. Este fenómeno tem elevado os principais índices acionistas, influenciando positivamente a perceção dos investidores. As flutuações cíclicas da economia, que alternam entre excessos de otimismo e de pessimismo, ilustram bem a fase atual de impulso positivo. Nos últimos meses, eventos que poderiam ter desencadeado correções com algum significado do mercado foram rapidamente superados, evidenciando a robustez do interesse comprador entre os investidores.

Para compreender o desempenho do mercado acionista deste ano, é essencial reconhecer o papel central de um grupo seleto de empresas impulsionado pela massificação da IA. Estas empresas, devido ao seu peso nos índices, têm arrastado os principais mercados para novos máximos históricos, fortalecendo o sentimento positivo dos investidores. Este cenário cria um ambiente onde qualquer correção é vista como uma oportunidade para reforçar posições, sustentando o mercado e aumentando a confiança dos adeptos do estilo de investimento *Momentum*.

A análise das empresas vencedoras na tendência de massificação da IA revela que, embora algumas avaliações possam parecer elevadas, elas estão longe dos excessos observados na bolha de 2000. As atuais valorizações são suportadas por fundamentais sólidos e por um volume de negócios real. Com base nos cenários mais verosímeis para a evolução da economia, estas empresas mostram-se como uma proposta de retorno-risco aparentemente atrativa, especialmente quando consideradas no contexto do estilo *Growth*. A avaliação destas empresas está intimamente ligada aos *cash-flows* futuros, tornando-as sensíveis às taxas de juro. O recente movimento de descida das taxas de juro, após um período de alta, deve apoiar as suas avaliações, contrapondo o vento contrário anteriormente sentido em 2022, entretanto mais do que compensado pelas perspetivas favoráveis para o volume de negócios.

Estas empresas têm o potencial de prosperar em cenários económicos diversos. Num cenário de economia sobreaquecida, beneficiam de investimentos elevados em IA, apesar das taxas de juro altas. Num cenário de abrandamento económico, a avaliação destas empresas pode ser suportada por múltiplos P/E mais elevados, dado o impacto das taxas de juro no cálculo dos *cash-flows* futuros. O risco principal consiste num cenário de estagflação, onde o crescimento económico diminui enquanto a inflação persiste, limitando a capacidade de os bancos centrais estimularem a economia através de cortes nas taxas de juro. Ao longo dos últimos meses, a probabilidade desse cenário tem-se desvanecido. Apesar das características *bond-like* destas ações, elas comparam favoravelmente com as obrigações de longo prazo. As empresas líderes no mercado de IA têm a capacidade de repercutir nos preços os impactos de eventuais novas ondas inflacionistas, diferenciando-se pela positiva das obrigações tradicionais.

Finalmente, a relativa normalidade das economias globais sugere uma estabilidade nos resultados esperados nos investimentos em ativos de alta qualidade creditícia. No entanto, um eventual abrandamento económico, uma redução da liquidez ou eventos geopolíticos poderão afetar mais significativamente as emissões de dívida *high yield* e de mercados emergentes, pelo que a alocação a estas classes deverá continuar a ser seletiva.



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

A economia norte-americana reforçou alguns sinais de desaceleração no segundo trimestre. A taxa de desemprego aumentou de 3,8% no final de março para 4,1% no final de junho, corroborando o abrandamento do ritmo de criação de novos postos de trabalho, excluindo os agrícolas, para uma média de 177 mil nos últimos três meses, bem abaixo da média de 267 mil postos de trabalho criados no primeiro trimestre. Indicadores de atividade económica, sobretudo empresariais, como os PMI industrial e PMI dos serviços medidos pelo ISM, desceram respetivamente de 50,3 e de 51,4 no final de março para 48,5 e 48,8 no final de junho, entrando ambos em território de contração económica. Igualmente, a desaceleração da taxa de inflação nos últimos meses confirma o abrandamento económico, tendo sido negativa de 0,1% a variação mensal do índice de preços no consumidor em junho, o primeiro número deflacionista desde maio de 2020, em pleno confinamento e crise económica ditada pela pandemia de covid-19, sinalizando diminuição da procura privada norte-americana. A inflação homóloga caiu para 3% em junho de 3,5% no final de março. No entanto, o GDPNow da Reserva Federal de Atlanta antecipa atualmente um aumento do PIB de 2,5% no segundo trimestre, número a ser divulgado no próximo dia 25 de julho, enquanto o crescimento económico no primeiro trimestre foi de apenas 1,4%. No passado dia 16 de julho, o FMI mostrou-se ligeiramente menos otimista para os EUA, tendo revisto em baixa o crescimento para 2024 em 0,1 pontos percentuais para



2,6%. Enquanto isso, no Outlook trimestral de 12 de junho, a Reserva Federal norte-americana (Fed) antecipou um crescimento de 2,1% para este ano, esperando uma taxa de desemprego de 4%, abaixo do número de 4,1% em junho. Ambos os números para o crescimento económico dos EUA destas duas instituições estão acima de 2%, apostando num segundo semestre mais forte e em divergência com a atual tendência de desaceleração.

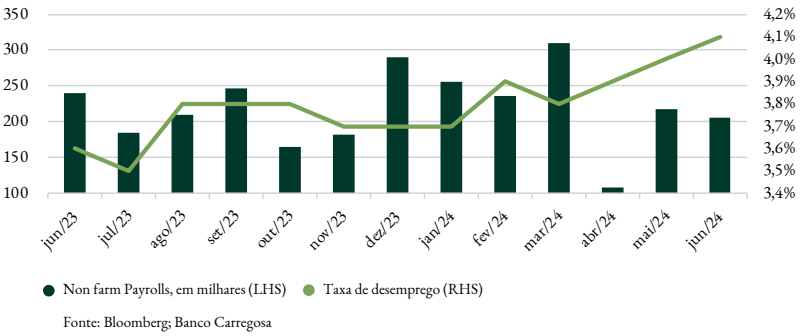
No que toca à Zona Euro, a sua principal economia permanece debilitada, tendo o PIB alemão crescido 0,2% no primeiro trimestre relativamente ao último trimestre de 2023, mas contraído 0,2% face ao trimestre homólogo do ano passado. Em meados de maio, o Conselho Alemão de Especialistas Económicos cortou as suas previsões para o crescimento económico deste ano em 0,5 pontos percentuais para apenas 0,2%, adiando a esperada recuperação da maior economia da Zona Euro. O PMI industrial germânico subiu de 41,9 em março para 43,5 pontos, mas ainda em claro território de contração, e o PMI alemão dos serviços aumentou de 50,1 para 53,1 no mesmo período. O FMI manteve a sua previsão anterior de um crescimento escasso de 0,2% em 2024 para a Alemanha, salientando fraquezas contínuas no setor industrial como a principal razão para a lenta recuperação da Alemanha, renascendo novamente os receios de que a Alemanha é atualmente o "homem doente" da Europa, designação como o país ficou conhecido no final dos anos 1990, quando a sua economia contraiu e o desemprego disparou, sobretudo devido aos custos da reunificação alemã. As reformas no mercado de trabalho trouxeram de novo prosperidade à economia germânica na década seguinte à crise financeira global de 2008. Entretanto, o FMI estima que a economia da Zona Euro cresça 0,9% este ano, suportada especialmente pelos melhores desempenhos esperados das economias francesa e espanhola.

O FMI elevou a previsão de crescimento da economia da China de 4,6% para 5% em 2024 e da Índia de 6,8% para 7%. Mas o crescimento do PIB chinês no segundo trimestre de apenas 4,7%, divulgado no dia 15 de julho, significativamente abaixo das previsões devido aos fracos gastos do consumidor e à prolongada crise imobiliária, colocam em causa as estimativas do FMI.

A economia portuguesa continua a mostrar resiliência, sobretudo suportada pelo crescimento da força de trabalho, atualmente acima de 5 milhões de pessoas, tendo aumentado gradualmente desde os 4,5 milhões de trabalhadores em 2013, apresentando a atividade económica portuguesa um desempenho superior à média europeia. Também o bom momento do setor do turismo sustenta este comportamento da nossa economia relativamente à média europeia.



Mercado de trabalho nos EUA



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Os *Non Farm Payrolls* correspondem aos postos de trabalho criados nos EUA, excetuando o volátil setor agrícola, representando aproximadamente 80% dos trabalhadores que contribuem para o PIB, sendo um dos principais indicadores dos gastos do consumidor, cerca de dois terços da atividade económica. No segundo trimestre, o ritmo de crescimento dos *Non Farm Payrolls* abrandou para uma média mensal de 177 mil trabalhadores, enquanto a taxa de desemprego atingiu o valor mais elevado desde novembro de 2021, sinalizando uma economia norte-americana em desaceleração. As recessões são acompanhadas pela destruição de postos de trabalho. E um número de empregos criados mensalmente inferior a 70 mil indicia crescimento anémico, a maior parte das vezes abaixo de 1%.

Mercado Obrigacionista

Os primeiros seis meses do ano confirmaram que a esperada normalização terá de esperar. As questões geopolíticas têm ganho crescente destaque, especialmente num ano em que quase metade do planeta vai às urnas. As eleições francesas trouxeram volatilidade para a dívida soberana europeia, inicialmente alargando o *spread* tanto de França como da dívida periférica, que já normalizou, embora a França ainda não tenha recuperado completamente.

As taxas de juro deverão permanecer altas por um período mais longo do que o inicialmente previsto. Mais de 25 bancos centrais já cortaram taxas este ano. Da Fed espera-se um movimento em setembro.

A Fed é geralmente vista como mais proativa do que outros bancos centrais, sendo normalmente a primeira a tomar medidas para reverter o ciclo. Isso tende a ocorrer em casos de choques comuns, mas este período é atípico. Embora alguns choques sejam comuns, outros são específicos de um país ou região. Na Europa, os choques centraram-se nos altos preços da energia, que também afetaram os mercados emergentes. Nos EUA, os choques foram diferentes, mais relacionados à forte procura, em parte devido ao estímulo fiscal e um consumidor resiliente. Os mercados têm dado atenção à divergência entre os bancos centrais, mas as economias estão numa fase de normalização e a grande diferença está no primeiro corte, já que a trajetória projetada para as taxas dos bancos centrais nos próximos anos é descendente.

As decisões da Fed só serão importantes para o BCE na medida em que influenciem as condições financeiras da Zona Euro e, consequentemente, as perspetivas para a inflação. Uma postura *hawkish* da Fed poderia levar a uma forte depreciação do euro face ao dólar. Mas só então o BCE seria potencialmente restringido pela Fed.

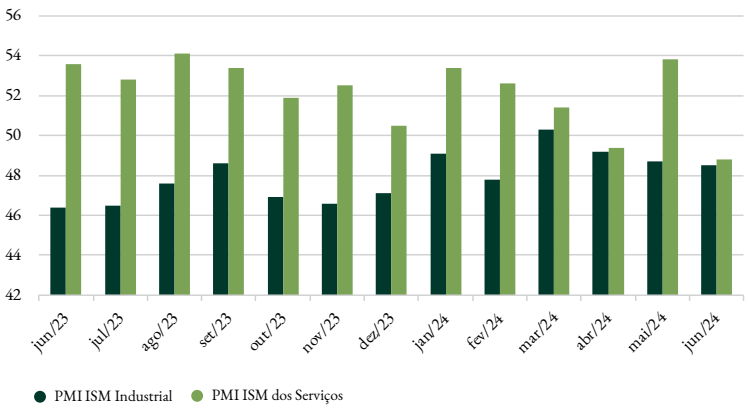
A economia tem se ajustado às elevadas taxas de juro. Apesar dos ruídos, as economias têm mostrado dinâmica de crescimento. As taxas de desemprego estão em mínimos e o crescimento dos salários tem mantido a inflação ancorada, complicando o trabalho dos bancos centrais. Nos EUA, os salários historicamente cresceram mais do que na Europa, resultando num comportamento do consumidor muito diferente do europeu.

As altas taxas de juro têm um efeito bifurcado. Se o consumidor for devedor, pode enfrentar dificuldades para cumprir com as suas obrigações. Se, por outro lado, for detentor de ativos, está numa posição melhor que no passado, pois a sua liquidez é remunerada. Os mercados acionistas estão a subir, o preço das casas aumentou, as criptomoedas também, e o fluxo de caixa das obrigações está no valor mais alto em muitos anos.

A médio prazo, a inflação deve cair para as metas dos bancos centrais. As curvas de juros devem normalizar, com as taxas de curto prazo a caírem mais que as de longo prazo, e as taxas de *default*, em mínimos, devem subir.

Em termos de posicionamento, consideramos que a dívida subordinada financeira é a que melhor remunera o investidor, e está inserida num setor bem capitalizado. Para quem não quer esse tipo de risco, recomenda-se aumentar a duração tanto no *Investment Grade* como no *High Yield*, sendo seletivo nesta última classe para evitar *defaults*.

Atividade económica nos EUA, medida pelo ISM



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O Índice PMI industrial dos EUA medido pelo ISM contraiu em junho pela terceira vez consecutiva e pela 19ª vez nos últimos 20 meses, corroborando uma desaceleração da economia dos EUA no 2º trimestre. O PMI ISM dos serviços contraiu no último mês, tendo caído significativamente de 53,8 em maio para 48,8 em junho, convergindo para o valor do PMI manufatureiro, tendo sido a contração mais acentuada desde maio de 2020. A queda no índice em junho é resultado de uma atividade empresarial notavelmente em declínio, uma contração das novas encomendas pela segunda vez desde maio de 2020 e uma contração contínua no emprego. Um índice acima de 50 indica uma expansão no segmento industrial ou dos serviços da economia, enquanto uma leitura abaixo de 50 sugere uma contração dos respetivos setores.

Perspetivas para *Equities*

O segundo trimestre de 2024 foi novamente positivo para a generalidade dos mercados acionistas, especialmente nos EUA. Depois de um mês de abril negativo em reação a alguma persistência de inflação, o mercado ganhou suporte na publicação de dados que evidenciaram um saudável ritmo de crescimento das principais economias e dos resultados das maiores empresas cotadas.

Por seu lado, as valorizações na Europa foram bem mais limitadas neste trimestre, principalmente devido ao impacto político das eleições europeias no mercado francês, que em função disso perdeu praticamente todos os ganhos acumulados desde o início do ano.

No entanto, é necessário salientar que a *performance* dos índices não espelha a realidade média das empresas cotadas, já que a maioria do seu retorno foi explicado por um número reduzido de ações, genericamente as grandes tecnológicas.

Por exemplo, nos EUA cerca de 75% da *performance* do S&P 500 no primeiro semestre resultou do desempenho de apenas 10 dos seus membros. O peso acumulado das 10 maiores empresas no S&P500 encontra-se no seu máximo histórico, acima de 30%.

Esta realidade resulta também de uma grande bifurcação em termos de revisões de estimativas de lucros. No exemplo do S&P500, nos últimos 12 meses as 5 grandes empresas com exposição material ao tema IA viram a sua estimativa de resultados para 2024 ser revista em alta em média em mais 38%, enquanto para as restantes 495 empresas essa revisão média até foi negativa de 5%. Tal origina também uma divergência em termos de *valuation*, com o setor tecnológico a transacionar bem acima do seu múltiplo mediano dos últimos 10 anos, enquanto os restantes setores negoceiam a níveis historicamente normais ou até baixos.

Evolução nos últimos 3 meses

	31-mar	30-abr	31-mai	30-jun	Últimos 3 meses	Último mês (jun)
Ações						
S&P 500	5 254,35	5 035,69	5 277,51	5 460,48	3,92%	3,47%
Nasdaq 100	18 254,69	17 440,69	18 536,65	19 682,87	7,82%	6,18%
DAX 40	18 492,49	17 932,17	18 497,94	18 235,45	-1,39%	-1,42%
Stoxx 600	512,67	504,89	518,17	511,42	-0,24%	-1,30%
Nikkei 225	40 369,44	38 405,66	38 487,90	39 583,08	-1,95%	2,85%
Shanghai Composite	3 010,66	3 104,82	3 086,81	2 967,40	-1,44%	-3,87%
MSCI World	3 436,78	3 305,30	3 445,17	3 511,78	2,18%	1,93%
MSCI Emergentes	1 040,39	1 045,95	1 048,96	1 086,25	4,41%	3,55%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,20%	4,68%	4,50%	4,40%	19,6 pb	-10,2 pb
Yield Bund 10 yr	2,30%	2,58%	2,66%	2,50%	20,2 pb	-16,4 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,01%	3,21%	3,26%	3,25%	24,2 pb	-1,2 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	5,56%	5,59%	5,60%	5,59%	2,6 pb	-1,8 pb
Libor EUR 3 meses	3,89%	3,83%	3,79%	3,71%	-18,1 pb	-7,4 pb
Cambial						
EUR/USD	1,0789	1,0666	1,0848	1,0713	-0,70%	-1,24%
EUR/GBP	0,8546	0,8538	0,8515	0,8473	-0,86%	-0,50%
Matérias-Primas						
Brent	84,57	84,91	80,87	85,00	0,51%	5,11%
WTI	80,89	80,61	76,73	81,54	0,80%	6,27%
Ouro	2 229,87	2 286,25	2 327,33	2 326,75	4,34%	-0,02%

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Nos EUA, o mercado antecipa atualmente uma aceleração do crescimento de resultados para 9% no segundo trimestre, o ritmo mais rápido em 2 anos, e nova aceleração até ao final do ano, o que, sendo naturalmente positivo, limita o potencial de *upgrades* de estimativas durante a época de resultados que se avizinha.

Estas perspetivas traduzem-se num nível de sentimento de mercado muito positivo em termos históricos. Para que esta visão otimista se materialize, vários elementos terão que se alinhar, nomeadamente dois deles: (i) que a trajetória atualmente esperada de crescimento económico e inflação – quase em *goldilocks* – não se altere de forma material; (ii) que a visão de mercado sobre a temática IA se mantenha, o que exigirá que continuem a surgir exemplos materiais de adoção desta tecnologia, no sentido de justificar o investimento massivo na infraestrutura de suporte a IA que vai conduzindo a *upgrades* de estimativas de resultados das empresas que têm exposição material ao tema.

Dentro de um ambiente de não aceleração do ritmo de crescimento económico e de manutenção de taxas de juro a níveis relativamente elevados durante um período mais longo, recomendamos investimento em empresas de qualidade, isto é, com crescimento e margens pouco voláteis, balanços fortes e *cash-flows* crescentes. Assim, numa ótica setorial, privilegiamos setores expostos a tendências de crescimento secular e menos dependentes do comportamento discricionário dos consumidores, tais como: Tecnologia, Saúde, Consumo não-Cíclico.

Perspetivas para Alternativos

Após uma significativa fraqueza no preço do petróleo no quarto trimestre de 2023, este estabilizou acima dos $80/bbl na primeira metade de 2024. Espera-se que se mova lateralmente nos próximos meses, suportado pelo risco geopolítico. A procura petrolífera deverá aumentar no terceiro trimestre, impulsionada pela mobilidade crescente e pelo aumento do consumo dos mercados emergentes, especialmente na Ásia e no Médio Oriente. A OPEC deverá adiar a reposição da capacidade disponível, enquanto os EUA terão crescimento limitado da produção devido ao abrandamento do CapEx, com previsões situando o Brent entre $75-90/bbl.

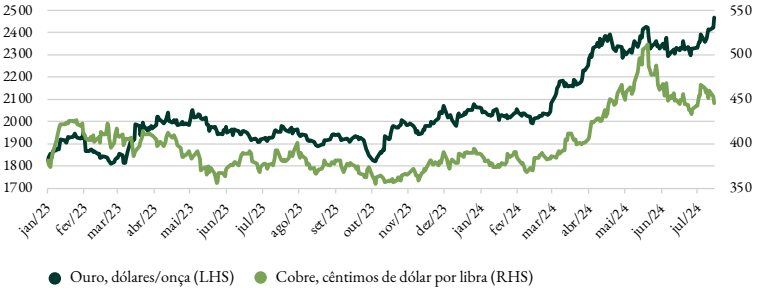
No mercado do cobre, após uma valorização superior a 13% na primeira metade do ano, as perspetivas de longo prazo são positivas devido à transição energética. Contudo, a fraca procura na China sugere uma valorização consistente apenas a partir de 2025, quando a oferta começar a diminuir.

O ouro continua a ser um investimento atrativo, tendo alcançado máximos históricos no segundo trimestre, impulsionado pela compra robusta dos bancos centrais, especialmente da China, pelos riscos geopolíticos e económicos, e pela expectativa de queda das taxas de juro.

No mercado imobiliário, os setores menos cíclicos são vistos como atrativos, apesar dos desafios persistentes no setor de escritórios. Uma eventual alta da inflação privilegiaria o investimento em infraestruturas, destacado pela sua descorrelação e proteção contra a inflação, sendo os *data centers* uma área de crescimento significativo.

O investimento em fundos de *macro events, relative value* e *long/short* é considerado atrativo para capitalizar a inversão no ciclo das taxas e navegar nas incertezas políticas e geopolíticas. Também é destacado o investimento em mercados privados de dívida e *equity*, com grande parte dos desenvolvimentos em IA e saúde ocorrendo nesses mercados.

Evolução da cotação do ouro e do cobre



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O cobre é um metal industrial e a sua apreciação indicia crescimento económico, enquanto a sua desvalorização indica abrandamento económico. Enquanto isso, o aumento da cotação do ouro, um metal precioso, tende a acontecer em momentos de maior da incerteza e vice-versa. Recessão ou intensificação das tensões geopolíticas agravam a incerteza, aumentando a atratividade do ouro. A descida das taxas de juro para mitigar uma recessão beneficia o ouro, um ativo financeiro que não gera rendimento, apenas ganhos de capital. Em suma, as cotações do ouro e do cobre andam teoricamente de costas voltadas, mas nos últimos 18 meses a correlação foi positiva. E se a apreciação do ouro indiciou uma recessão, a subida da cotação do cobre negou-a. É certo que parte da apreciação do ouro pode ser justificada pelo reforço da compra de alguns bancos centrais, sobretudo do Banco Popular da China. Entretanto, a inflação mensal negativa em junho nos EUA impulsionou o ouro, antecipando descidas das taxas de juro e sendo, igualmente, um sinal de desaceleração económica, contribuindo para a desvalorização do cobre.

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_07-24