

Estratégia de Investimento 2T 2024

Mercado sólido, sem bolhas. Cortes de taxas de juros brevemente. Quase tudo bem. A geopolítica como fator determinante e imprevisível.



Todos os nossos relatórios, carteiras modelo, vídeos e outras informações estão disponíveis em:

<https://www.bankinter.pt>

<https://www.bankinter.pt/analise>

Índice

0.- Resumo	4
1.- Visão Global	5
2.- Mercados e Estratégia de Investimento	11
2.1.- Bolsas	11
2.2.- Obrigações	16
2.3.- Divisas	18
3.- Contexto Económico 2024	19
3.1.- EUA	19
3.2.- UE	21
3.3.- Espanha	23
3.4.- Portugal	25
3.5.- Outras economias	27
Síntese de estimativas	33
ANEXO I: Carteiras Modelo de Fundos, ETFs e Ações. Bankinter Roboadvisor e Capital Advisor	37
ANEXO II: Rácios e estimativas para as empresas do Ibex-35 e EuroStoxx-50	39
ANEXO III.- Estatística de recomendações emitidas sobre empresas avaliadas nos últimos 12 meses	43

Equipa de Análise e Mercados

▪ Análise

Ramón Forcada
Juan Tuesta
Rafael Alonso
Eduardo Cabero
Pedro Ribeiro

Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Tripiella
Aránzazu Bueno
Pedro Echeguren
Carlos Pellicer

Pilar Aranda
Esther Gutiérrez de la Torre
Juan Moreno
Jorge Pradilla

▪ Mesa de Execução e Vendas

Lorena Pinedo
Félix Montero
Daniel Pérez

Carlos Martínez Monedero
David Francia

Nicolás Angulo
Raúl Moreno

Bankinter
Praça de Marquês de Pombal, 13
1250-162, Lisboa

Resumo

- **Os cortes de taxas de juros estão próximos e o *timing* é menos impreciso do que antes.**- Mas o que é realmente determinante não é tanto o *timing*, mas a sua adequação e profundidade. Desde 2023 que defendemos que as taxas de juros baixarão mais tarde e menos do que o esperado, e é o que tem vindo a acontecer. Não é importante acertar no momento exato em que ocorrerá o primeiro corte, que será entre junho e setembro, mas sim o facto de que **ocorrerá sem sensação de urgência**, porque o ciclo económico é expansivo e também se caracteriza por pleno emprego, em termos práticos, em todas as economias desenvolvidas. O mais razoável é que a primeira descida seja da **Fed** (probabilidade de 70%), **a 31 de julho**, seguida pelo **BCE** (*idem* 45%), **a 12 de setembro**. Estimamos que o **BoE** atuará entre ambas as datas, provavelmente na sua reunião de 1 de agosto, enquanto o **SNB** suíço já se adiantou a 21 de março, ao reduzir por surpresa -25 p.b., até 1,50%... mas a sua inflação é diferencialmente inferior (+1,2%).
- **A economia americana é mais sólida do que parece e a europeia está no seu ponto de inflexão para melhor.**- O ciclo expansivo está justificado nas economias desenvolvidas, com as emergentes em segundo plano e sem visibilidade. Principalmente, a China. A Índia poderá chegar a ser a exceção positiva, embora seja cedo para o afirmar. A **Europa** continua a ser o elo mais fraco deste ciclo expansivo, mas melhora depois de 2 trimestres consecutivos sem crescimento (3T'23 +0,1% e 4T'23 0%). Provavelmente, fechará 2024 a crescer acima de +0,5% (equivalente a uma taxa interanua de +1,3%). Em paralelo, a **economia americana** expandir-se-á este ano e no próximo acima de +2%, com pleno emprego. Os cortes de taxas de juros irão redinamizar o crescimento em ambos os lados do Atlântico. **A economia espanhola continuará a surpreender positivamente**, apesar de apresentar problemas estruturais não depreciáveis (qualidade institucional, questionamento da integridade territorial, etc.) que, contudo, afetam mais o âmbito interno do que o posicionamento da economia. Estimamos PIB 2024/25 no intervalo +1,8%/+2,1%, muito semelhante a **Portugal** (+1,7%/+1,9%).
- **Consideramos altamente improvável uma reversão negativa do ciclo económico e/ou mercados (bolsas e obrigações), apesar dos avanços acumulados e salvo um desenvolvimento destrutivo e inesperado na frente geoestratégica.**- Revimos ligeiramente em alta as nossas valorações das bolsas em relação a dezembro, graças a uns resultados empresariais melhores do que o esperado, menor incerteza sobre as descidas de taxas de juros (momento de início menos indefinido do que antes) e uma ligeira diminuição do Prémio de Risco aplicável (na Europa e nos EUA), por três razões: as matérias-primas tornaram-se mais baratas, é menos provável que o BCE cometa erros graves e a desaceleração da China não chegará a ser uma recessão. As eleições americanas a 5 de novembro continuam a ser um potencial fator desestabilizador, mas afetarão bastante a nossa Estratégia de Investimento do 3T 2024, não tanto esta do 2T 2024. Consequentemente, as nossas **valorações de bolsas atualizadas** (um pouco em alta) **oferecem potenciais de revalorização superiores a +10% de forma quase homogénea na Europa e EUA**. Consideramos provável que o **ajuste das obrigações** (*yield* em alta) já se tenha completado ou esteja praticamente terminado e que o **dólar** se mantenha ligeiramente apreciado (1,05/1,10/€). A abundante **liquidez** gerada pelos bancos centrais no passado e agora pelos rendimentos individuais e empresariais, derivados do pleno emprego e dos bons resultados corporativos, continuam a sustentar os preços dos ativos, imobiliário incluído. As nossas prioridades são: Semicondutores, Cibersegurança, Defesa, *Med Tech*, Luxo e Imobiliário. Também, embora de forma seletiva, *Utilities*, Infraestruturas e Seguros. Não identificamos preocupações relevantes, exceto uma mudança inesperada no **cenário geoestratégico**... que não descartamos que apresente alguma complicação no verão.

1.- Visão Global.

“Nunca entendi por que é egoísta querer ficar com o dinheiro que se ganha, mas não o é querer ficar com o que os outros ganharam”.

Thomas Sowell. Economista norte-americano, n. 1930 -. Harvard, Columbia, Chicago, Stanford...

A propensão para o pessimismo pode ser útil como mecanismo de autoproteção em determinadas circunstâncias, mas conduz à paralisia e perda de oportunidades quando não está apoiada por argumentos objetivos. Desse ponto de vista, **no atual contexto de economia e mercados continua sem fazer sentido ser pessimista** (isto é, defensivo). O crescimento económico é dinâmico (Estados Unidos, Japão) ou suficiente, mas com perspectivas de melhoria rápida (Europa), com pleno emprego em termos práticos, a inflação começa a deixar de ser um problema, é iminente que as taxas de juros se movem em baixa, os resultados empresariais melhoram, a liquidez é abundante (tanto a gerada pelos bancos centrais no passado recente, como por famílias e empresas agora) e proporciona um valioso suporte aos preços dos ativos e, por fim, os desenvolvimentos políticos, ocasionalmente atípicos nas democracias liberais, influenciam cada vez menos a adequada evolução das suas próprias economias. Devemos manter apenas uma **precaução sã e racional, mas não excessiva, em relação ao dragão adormecido: a geoestratégia.**

De uma **perspetiva geoestratégica, há dois riscos principais.** O primeiro, a conformação com um **mundo bipolar no qual se consolidam regimes autocráticos** ou, diretamente, ditatoriais, sob os quais vivem, aproximadamente, 2/3 da população mundial e que podem chegar a ameaçar as democracias liberais em que a terceira parte vive. O **segundo**, diretamente relacionado e condicionado pelo primeiro, são os conflitos armados abertos e aqueles outros suscetíveis de se iniciarem se as pobres circunstâncias os propiciarem. Isto é, os já abertos são a invasão da Ucrânia por parte da Rússia e o ataque a Israel. Ambos os **conflitos serão de desgaste**, de longo prazo, e serão empregues por quem os iniciou como teste para determinar a viabilidade de sucesso posterior em outros de alcance superior: o questionamento da solidez da NATO por parte da Rússia para tratar de redesenhar as fronteiras da Europa, a preparação da China para invadir o Taiwan e o controlo das matérias-primas do Ártico (ali estão 13% do petróleo mundial, 30% do gás natural, além de estanho, níquel e chumbo), onde a Rússia já começou a trasladar estruturas de extração e regaseificação (próxima de Murmansk) adquiridas à China.

Na nossa opinião e de forma muito resumida, **a guerra na Ucrânia reduziu o seu risco nuclear, mas aumentou o seu risco de conflito convencional extensível** a outros países limítrofes, alguns da NATO incluídos. Embora não a consideremos o cenário mais provável, não é absolutamente descartável que, perante a estagnação da frente de guerra, a Rússia teste a determinação da NATO, este verão, sobre defesa de alguns dos seus membros vizinhos da área de conflito. Isso, sem dúvida, afetaria o mercado. Não é mais do que uma hipótese que acreditamos que vale a pena considerar, mas não para conceber a estratégia de investimento, nem para decidir nada de relevante, como se isso fosse efetivamente acontecer. Por isso, decidimos que a geoestratégia é o *dragão adormecido*. Devemos trabalhar à margem de isto, enquanto não há evidências credíveis diferentes a respeito.

O crescimento económico é dinâmico ou suficiente, mas com perspectivas de melhoria rápida...

...a inflação começa a deixar de ser um problema...

...é iminente que as taxas de juros se movam em baixa...

...os benefícios empresariais aceleram-se...

...e a liquidez é abundante, proporcionando um valioso apoio aos preços dos ativos.

Na frente convencional, o mais importante é que, por fim, se revelou que as descidas de **taxas de juros** chegarão mais tarde do que aquilo que o mercado esperava nos finais de 2023. Exatamente como defendíamos que aconteceria. O **primeiro movimento será entre junho e setembro**, e essa diferença é praticamente irrelevante para o ciclo económico e para a estratégia de investimento. Contudo, introduzimos uma mudança nas nossas estimativas temporais, embora seja apenas um ajuste suave. **Adiantamos, numa reunião, a nossa estimativa para o primeiro movimento de taxas de juros da Fed** – desde 18 de setembro para 31 de julho (em agosto não há reunião) -, devido ao calendário eleitoral americano: a 16 de setembro começam os debates entre candidatos presidenciais e isso dificulta que a Fed faça cortes apenas 2 dias depois do primeiro debate, já que poderia ser interpretado como movimento político.

Alguns conselheiros do **BCE** levam semanas a transmitir a ideia de que poderão baixar taxas de juros já na reunião de 6 de junho, mas consideramos que isso é improvável por **2 razões**. A **primeira**, porque a **inflação aumentará de forma transitória entre maio e junho**. Isso deverá retrair o BCE de atuar durante esse período, até comprovar que, efetivamente, se trata de um efeito apenas transitório. De facto, as pressões inflacionistas pelas subidas salariais são atualmente partilhadas pela economia europeia e americana (a inflação americana aumentou em fevereiro desde +3,1% até +3,2%, contra o consenso de mercado, mas a coincidir com as nossas estimativas), as quais não desaparecerão até junho... mês em que começará a trasladar-se aos preços finais o **encarecimento do transporte** pelo bloqueio quase total do **Canal de Suez**. Certamente prolongará as tensões inflacionistas, embora já muito mais suaves, talvez até setembro. Insistimos nos nossos relatórios anteriores que os processos inflacionistas costumam ser rígidos, particularmente o atual, porque é composto por **3 ondas de inflação**: uma primeira de matérias-primas, por causa da invasão da Ucrânia (já superada), uma segunda de salários (a atual, que deverá terminar em maio/junho) e uma terceira, como consequência do encarecimento do transporte marítimo devido ao bloqueio do Canal de Suez (entre junho e setembro).

A **segunda razão** que nos leva a pensar que é cedo para que o BCE baixe as taxas de juros em junho é porque, muito provavelmente, implicaria antecipar-se à Fed (visto que pensamos que o fará a 31 de julho), o que depreciaria o euro de forma incerta e isso, por sua vez, geraria inflação importada (principalmente pelas compras de petróleo e gás, denominadas em dólares). Ou, pelo menos, o risco de que isso aconteça não é depreciável. Não significa que o BCE não se vá adiantar apesar de tudo, apenas que é improvável que o faça devido ao risco de equívoco que implicaria.

Portanto, consideramos como desenvolvimento mais provável que a **Fed baixe taxas de juros a 31 de julho e o BCE a 12 de setembro**, que será a sua primeira reunião posterior à da Fed. Isso parece o mais razoável. Principalmente, considerando que nenhum dos b.c sente nenhuma urgência para o fazer, visto que o ciclo continua a ser expansivo (enfaticamente o americano e muito moderadamente o europeu), com pleno emprego e boa saúde nos resultados corporativos. A pressão que os b.c recebem agora para baixar taxas de juros é próxima a zero por esses motivos. Por isso, podem levar o seu tempo a entreter o mercado com a dialética, sem necessidade de materializar nada. Nesse sentido, pensamos que a recente abordagem de De Guindos (Vice-presidente do BCE) é a mais acertada, quando indicou, a 18 de março, que será na reunião de junho que o BCE debaterá quando estará em condições de descer as taxas de juros.

Revelou-se que as descidas de taxas de juros chegarão mais tarde do que aquilo que o mercado esperava nos finais de 2023, exatamente como defendemos que aconteceria.

Sofremos 3 ondas de inflação: uma primeira de matérias-primas, uma segunda de salários e uma terceira como consequência do encarecimento do transporte marítimo pelo bloqueio do Canal de Suez.

Debater não é necessariamente executar. Essa ambiguidade é a mais acertada neste contexto.

Tabela 1.1.- Movimentos de taxas de juros na UE, EUA e R. Unido, reunião por reunião. Situação atual e estimativas 24/25.

	2024								2025																	
	Real 25-ene	Real 07-mar	Estimado 11-abr	Estimado 06-jun	Estimado 18-jul	Estimado 12-sep	Estimado 17-oct	Estimado 12-dic	Estimado enero	Estimado marzo	Estimado abril	Estimado junio	Estimado julio	Estimado sept	Estimado oct	Estimado dic										
BCE	4,00	4,50	4,00	4,50	4,00	4,50	3,75	4,25	3,50	4,00	3,50	4,00	3,25	3,75	3,00	3,50	3,00	3,50	2,75	3,25	2,75	3,25	2,50	3,00	2,50	3,00
	+0	+0	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	-25	-25	+0	-25	-25	+0	-25	+0	-25	+0	+0	+0	-25	+0	-25	+0	+0
FOMC	5,25	5,50	5,25	5,50	5,25	5,50	5,00	5,25	4,75	5,00	4,50	4,75	4,50	4,75	4,25	4,50	4,25	4,50	4,00	4,25	4,00	4,25	3,75	4,00	3,75	4,00
	+0	+0	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	-25	-25	+0	-25	-25	+0	-25	+0	-25	+0	+0	+0	-25	+0	-25	+0	+0
BoE	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00	3,75	3,50										
	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	+0	+0	-25	-25	+0	-25	+0	-25	-25										

(*) Reuniões com atualização de perspectivas macroeconómicas.

Mais para a frente, talvez na reunião de 1 de agosto, o **BoE** poderá aplicar o seu primeiro corte, mas para que isso seja possível, a inflação no Reino Unido deverá retroceder substancialmente abaixo dos 4% (e a Subjacente abaixo de 5%), algo que já começou a acontecer no registo de fevereiro (3,5%). Por sua vez, o **BoJ** já fez tudo o que se esperava dele quando, na reunião de 18/19 de março, subiu a sua Taxa Diretora desde -0,10% até 0,0%/+0,10%, abandonando o YCC (*Yield Curve Control* ou controlo da curva de taxas de juros a longo prazo +/-1%) e deixando de comprar ativos (bolsa mediante ETFs, etc). Foi uma excelente notícia para a normalização da sua política monetária, porque fê-lo com grande habilidade ao contrariar o impacto dessas medidas com uma mensagem *dovish*/suave que impediu que o yen se apreciasse, o que teria comprometido a competitividade das suas exportações a curto prazo. Tudo bem, portanto, na evolução e perspectivas sobre taxas de juros. Inclusive, o **SNB suíço** adiantou-se aos restantes, a 21 de março, baixando a sua taxa diretora em -25 p.b., até 1,50%... mas a sua situação é absolutamente excepcional porque enfrenta uma inflação de apenas +1,2%, que está abaixo dos 2% desde junho de 2023.

Segundo o nosso cenário central, a Fed baixará a taxa diretora a 31 de julho, o BoE a 1 de agosto e o BCE a 12 de setembro.

Gráfico 1.1.- Inflação. Nov.'23/Fev.'24 (a/a)

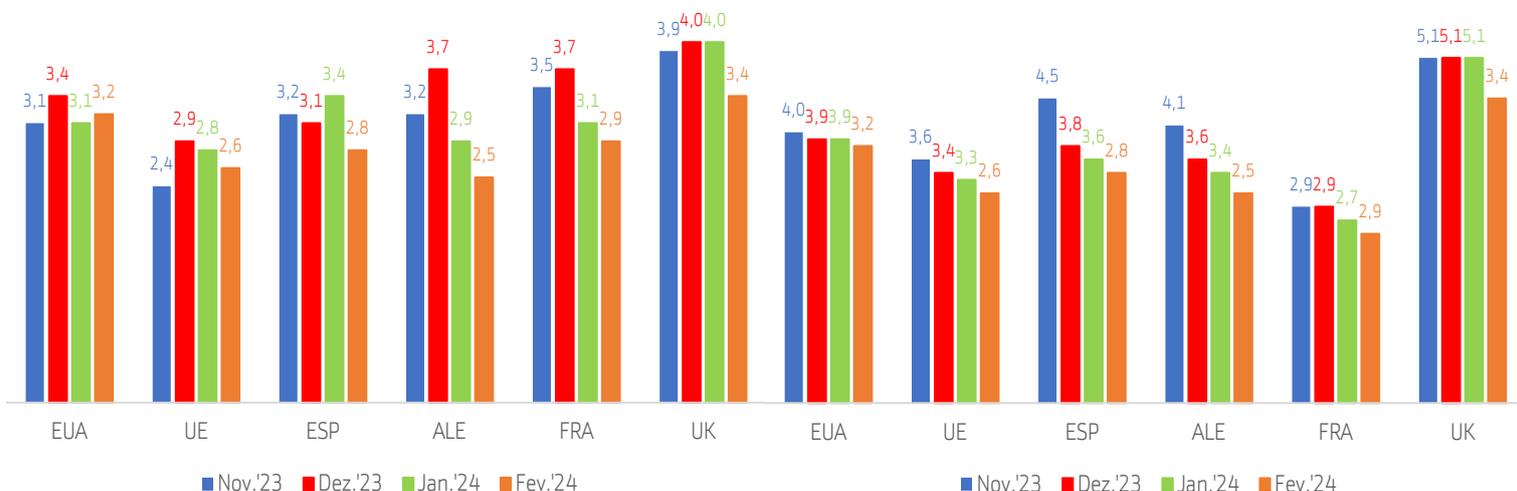
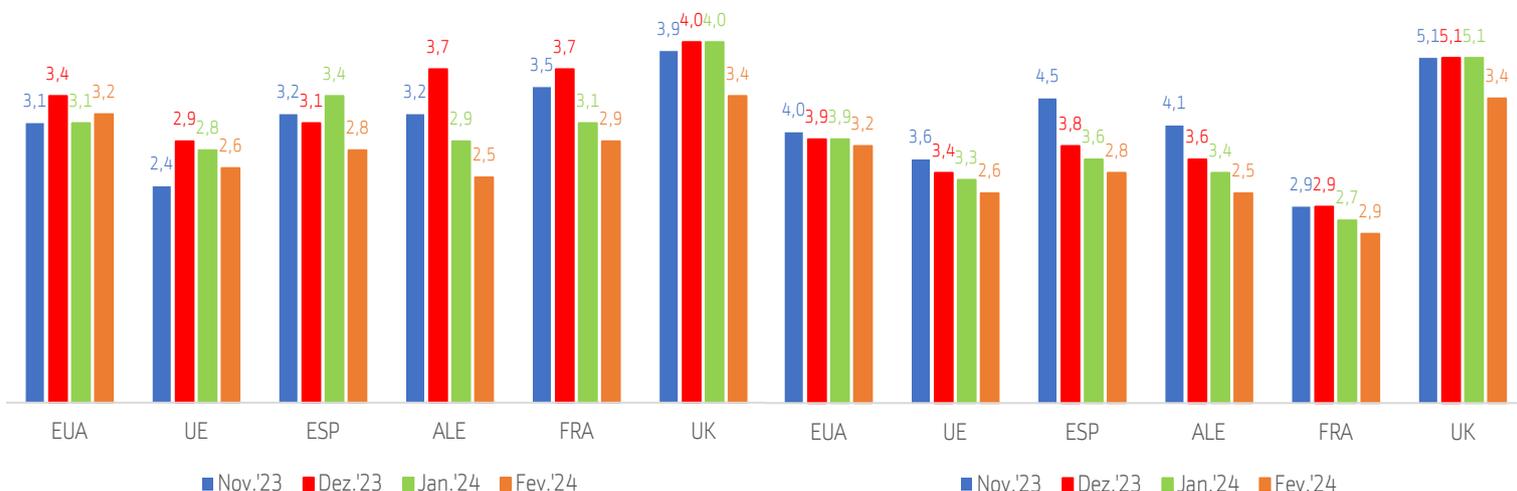


Gráfico 1.2.- Inflação Subjacente. Nov.'23/Fev.'24 (a/a)



Como dissemos no início, o **crescimento económico** é forte nos **Estados Unidos** (+3,1% no 4T 2023 e estimamos o mesmo resultado para o 1T 2024) e **Japão** (+1,2%, embora a desacelerar até +0,2%) ou suficiente, mas com perspectivas imediatas de melhoria, na Europa (+0,1% e +0,3%), onde se destacam favoravelmente **Espanha** (+2% e +1,9%) e **Portugal** (+2,2% e +1,2%). Continuamos a pensar que os emergentes passarão para segundo plano neste ciclo expansivo. Principalmente **China**, cujo objetivo formal de crescimento é +5,0%/+5,5%, mas que realmente apenas alcançará +4%. **Brasil** decepcionará porque rondará +2% e em combinação com um nível de taxas de juros exorbitante (taxa de intervenção Selic >10%), embora em processo de lenta descida. A exceção positiva poderá chegar a ser **Índia**, com uma expansão muito superior ao resto (+6%/+7%) e aparentemente sustentável, mas ainda é cedo para o afirmar com confiança suficiente.

O caso é que o **binómio crescimento/inflação melhora** em todo o mundo, em termos de estimativas e em relação a dezembro, como se mostra na Tabela 1.2 seguinte, e isso só pode dar mais solidez às expectativas sobre o ciclo, e também sobre as bolsas e a maioria do resto dos ativos onde podemos investir.

O crescimento económico é dinâmico nos Estados Unidos e no Japão, suficiente, mas com perspectivas imediatas de melhoria. A Europa e os emergentes permanecem em segundo plano com um crescimento insuficiente para o que o seu contexto social necessita.

Tabela 1.2: Crescimento e Inflação.

	PIB					Inflação				
	2023p	2024e		2025e		2023p	2024e		2025e	
		Anterior ⁽¹⁾	Atual	Anterior ⁽¹⁾	Atual		Anterior ⁽¹⁾	Atual	Anterior ⁽¹⁾	Atual
UE	+0,5%	+0,7%	+0,7%	+1,7%	+1,7%	+2,9%	+2,9%	+2,7%	+2,2%	+2,1%
Espanha ⁽²⁾	+2,5%	+1,4%	+1,8%	+2,1%	+2,1%	+3,1%	+3,4%	+3,3%	+2,3%	+2,3%
Portugal	+2,3%	+1,4%	+1,7%	+2,1%	+1,8%	+1,4%	+2,8%	+2,7%	+2,2%	+2,2%
EUA	+2,5%	+2,0%	+2,3%	+2,0%	+2,0%	+3,4%	+2,7%	+3,0%	+2,5%	+2,6%
R.Unido	+0,1%	+0,4%	+0,4%	+1,3%	+1,3%	+4,0%	+3,1%	+3,0%	+2,4%	+3,0%
Irlanda	-3,0%	+2,5%	+2,5%	+3,5%	+4,2%	+4,6%	+3,0%	+2,5%	+2,4%	+2,1%
Suíça	+0,7%	+1,2%	+1,3%	+1,5%	+1,5%	+1,7%	+1,6%	+1,8%	+1,5%	+1,4%
Japão ⁽³⁾	+1,9%	+1,3%	+0,8%	+1,2%	+1,1%	+2,6%	+2,1%	+2,2%	+1,6%	+1,6%
China	+5,2%	+4,1%	+4,2%	+4,4%	+4,5%	-0,3%	+1,3%	+1,3%	+2,0%	+2,0%
Índia ⁽³⁾	+7,5%	+6,3%	+6,5%	+6,3%	+6,3%	+5,7%	+5,0%	+5,0%	+4,0%	+4,0%
Brasil	+2,9%	+1,8%	+2,0%	+2,0%	+2,4%	+4,6%	+4,0%	+4,1%	+3,5%	+3,5%
Turquia	+4,4%	+3,3%	+3,3%	+3,0%	+3,0%	+64,8%	+50,0%	+50,0%	+30,0%	+30,0%

As empresariais já superaram o ponto de inflexão para o segundo semestre de 2023, e os europeus farão o mesmo durante este semestre de 2024.

e = Estimativa própria (1) Estratégia de Investimento 1T 2024 publicada em Dic. 2023. (2) Cenário central. (3) Ano civil.

Como já recordámos em várias ocasiões, a médio e longo prazo, as bolsas *fazem* o que os **resultados empresariais** *fazem*. Resultados saudáveis e em crescimento resultam em bolsas em alta. E vice-versa. O ruído de outros fatores pode atrasar ou bloquear o seu avanço, mas apenas temporariamente. **Se os resultados funcionam, as bolsas funcionam.** E isso é precisamente o que está a acontecer e o que continuará a acontecer, se a geoestratégia não se complicar, claro. Os resultados empresariais americanos já superaram o seu **ponto de inflexão para melhor** no segundo semestre de 2023, enquanto os europeus farão o mesmo durante este primeiro semestre de 2024 (ver Gráficos 1.4 e 1.5). As bolsas vêm a reagir positivamente porque são os resultados corporativos americanos que dirigem Wall Street, e Wall Street dirige o mundo. Esta afirmação gera frequentemente sentimentos contraditórios, mas é absolutamente realista. E as bolsas não vivem de sentimentos, mas de realidades tangíveis. Depois de um ano 2023 de resultados mais ou menos planos, em 2024 e 2025 acelerarão para +10%/+14%, nos Estados Unidos, e para +3%/+8% na Europa, tomando neste caso como referência a "Europa ampliada" representada pelo Stoxx-600 (ver Gráfico 1.3).

Gráfico 1.3.- S&P500 vs Stoxx 600, EPS anual (var.%)

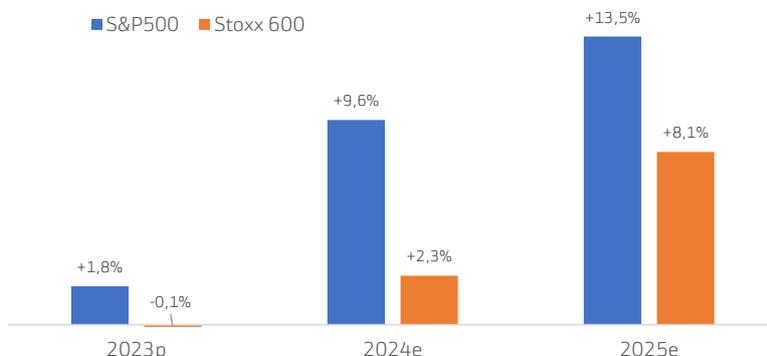


Gráfico 1.4.- S&P500, EPS trimestral (var. %)

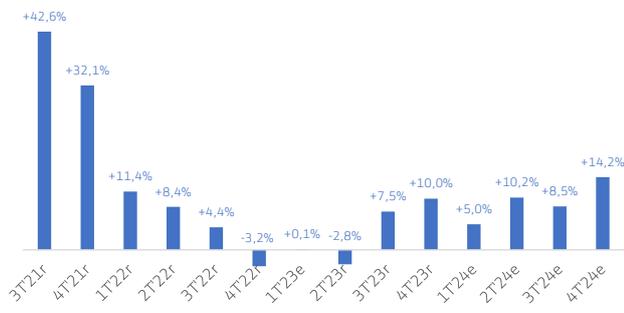


Gráfico 1.5.- Stoxx 600, EPS trimestral (var. %)

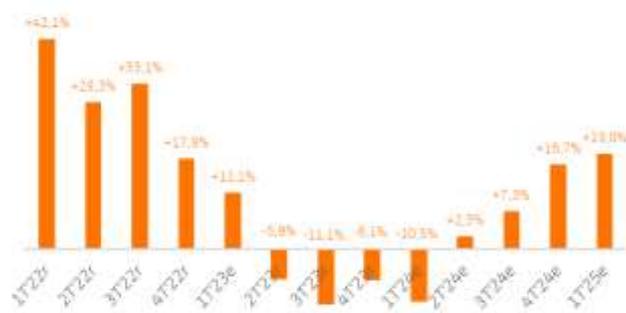


Gráfico 1.6.- S&P500 vs Stoxx 600, EPS 2024e

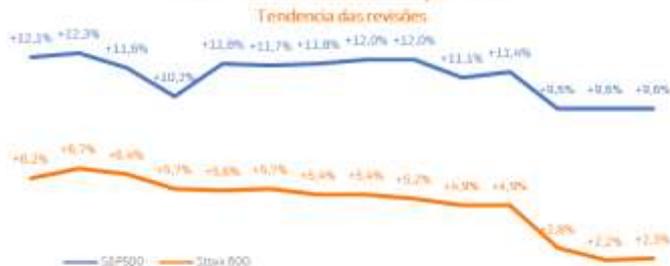
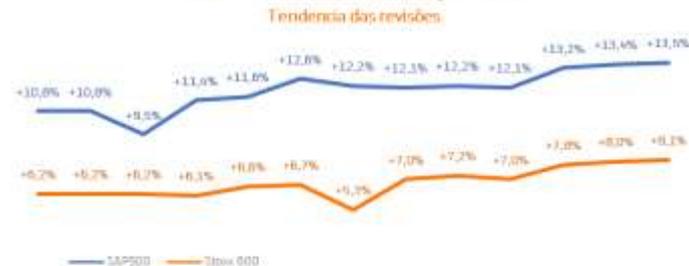


Gráfico 1.7.- S&P500 vs Stoxx 600, EPS 2025e



Fonte: Consensos de estimativas elaborados por Refinitiv e Bloomberg, atualizados a 19 de março, 2024.

Não é um ritmo brilhante, mas suficientemente bom. Principalmente com inflações em baixa, taxas de juros estáveis ou com perspectivas de se moverem também em baixa e crescimentos económicos generosos e suficientes. Além disso, **os resultados empresariais do 4T 2023**, que terminaram de ser publicados a meados de março de 2024, **surprenderam positivamente**, tanto americanos como europeus. Como referência de ordem de magnitude da melhoria real relativa em relação ao esperado, no caso do S&P500, o consenso estimava um EPS 4T2024 de +1,5% e o registo real foi +8%. Em termos de melhoria relativa significa que o aumento dos resultados americanos foi 5,3 vezes superior ao esperado. Isto é, a surpresa foi elevada. E isso significa que, por senso comum, ao longo de abril e maio serão revistas em alta as atuais estimativas de EPSs dos

seguintes trimestres de 2024, o que muito provavelmente chegará a uma revisão também em alta do EPS estimado para 2024 (ano completo) e talvez também, embora em menor medida, do EPS 2025. Assim, os aumentos apresentados no Gráficos 1.3, 1.4 e 1.5 serão revistos em alta, algo que, de seguida, começará a refletir-se nos seguintes registos dos Gráficos 1.6 e 1.7 que aparecem abaixo e que indicam a tendência das revisões, que já começou a ser em alta. Apenas há que esperar umas semanas para o comprovar. Se assim ocorrer, quando podermos incorporar esses consensos de estimativas de EPSs revistos em alta às nossas valorações de bolsas atualizadas da Tabela 1.3, que já com as estimativas atuais oferecem potenciais de reavaliação suficientes, de duplo dígito baixo, passarão a oferecer potenciais um pouco superiores.

As estimativas de resultados para 2024/25 serão revistas em alta durante maio e abril, o que se trasladará positivamente às nossas avaliações das bolsas, que passarão a oferecer potenciais um pouco mais atrativos do que os atuais.

Tabela 1.3.- Bolsas. Valorações e outras referências.

	Var.%	Valoração			Cotação	Potencial(3)	Máximo	Data do
	2024 (1)	Anterior(2)	Atual (3)	% Revisão	27/03/24	Dez.'24e	Histórico	máximo
S&P 500	+9,9%	5.361	5.802	+8,2%	5.242	+10,7%	5.242	21.03.2024
EuroStoxx-50	+11,3%	5.211	5.663	+8,7%	5.032	+12,5%	5.464	06.03.2000
Ibex-35	+7,9%	11.317	11.969	+5,8%	10.899	+9,8%	15.946	08.11.2007
PSI-20	-2,6%	7.684	7.032	-8,5%	6.230	+12,9%	13.702	17.07.2007

Notas: (1) Acumulado 2024 até 21.03.2024. (2) Calculado em Dez.2023 para a Estratégia de Investimento 1T 2024.

(3) Valoração e potencial de revalorização estimados desde 21.03.2024 até 31.12.2024.

Tabela 1.4.- Evolução trimestral das principais bolsas em 2021/24

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	2023	1T 2024 ⁽¹⁾
S&P 500	+26,9%	-19,4%	+7,0%	+8,3%	-3,6%	+11,2%	+24,2%	+10,2%
Nasdaq-100	+26,6%	-33,0%	+20,5%	+15,2%	-3,1%	+14,3%	+34,5%	+9,5%
EuroStoxx-50	+21,0%	-11,7%	+13,7%	+1,9%	-5,1%	+8,3%	+19,2%	+11,7%
Ibex-35	+7,9%	-5,6%	+12,2%	+3,9%	-1,7%	+7,1%	+22,8%	+7,6%
PSI20	+13,7%	+2,8%	+5,6%	-2,1%	+2,9%	+5,0%	+11,7%	-3,4%
Nikkei 225	+4,9%	-9,4%	+7,5%	+18,4%	-4,0%	+5,0%	+28,2%	+22,0%

(1) Até 21.03.2024

Por tudo o descrito anteriormente, se a geoestratégia o permitir, **as bolsas oferecem mais do que parece** e uma hipotética cautela mais visceral do que racional não nos devia paralisar.

Em consequência, a **nossa Estratégia de Investimento continua a ser pró-riscos e pró-bolsas**, como em trimestres anteriores e apesar dos avanços acumulados. É verdade, não nos esqueçamos que investir não é especular. Não tem nada a ver.

2.- Mercados e Estratégia de Investimento

2.1.- Bolsas. Bom início de ano. Melhoramos os Preços Objetivos. 2024 continuará a ser um ano "pró-riscos".

O exercício de 2024 começa com o pé direito. Os acumulados anuais oscilam entre +10% e +12% entre EUA e Europa, respetivamente, tomando como referência os índices mais representativos de ambas as zonas. O ciclo económico é bom. O crescimento dos resultados empresariais (EPSs) servirá de catalisador (mais nos EUA do que na Europa). E a inflação convergirá para o seu objetivo (ou pelo menos aproximar-se-á), permitindo que os bancos centrais comecem com o processo de descidas de taxas de juros. Isto reforça a nossa tese de que este ano continuará a ser "pró-riscos" e, portanto, "pró-bolsas".

Assim, revimos todos (menos o PSI) os Preços Objetivos em alta dos índices que valoramos neste documento.

Nos EUA, **(i) a economia aguenta melhor do que o esperado**, apoiada num mercado laboral com uma Taxa de Desemprego praticamente natural (3,9%). **(ii) Os EPS expandir-se-ão, aproximadamente, +12%** e **(iii) as yields** das obrigações poderão ter atingido o limite nos níveis atuais (4,27% no momento de redação deste relatório vs 3,80% estimado para final do ano).

Na Europa, apesar de tanto a economia como os EPSs crescerem a um ritmo mais modesto do que nos EUA, o **risco de um erro na política monetária do BCE é mais reduzido**. Assim, baixamos -50pb o prémio de risco em relação à última Estratégia e melhoramos o Preço Objetivo do EuroStoxx-50. Em Espanha e Portugal, os riscos idiossincráticos de cada região determinam a valoração, como explicado mais adiante neste título.

Tabela 2.1.1. Exposição recomendada a Renda Variável - Perfil de Risco

Perfil	Exposição recomendada a Renda Variável (%)
Defensivo	30%
Conservador	35%
Moderado	50%
Dinâmico	60%
Agressivo	80%

Máximo recomendado por perfil no momento atual. Sobre a parte do património financeiro suscetível de ser investido em bolsa. Os máximos são: Agressivo 100%; Dinâmico 80%; Moderado 65%; Conservador 50%; y Defensivo 40%.

Fonte: Research Bankinter

Com toda a informação anterior, os potenciais de reavaliação que as bolsas oferecem situam-se entre +10% e +14%. As principais variáveis do nosso modelo são:

- (i) Obrigação a 10 anos como ativo livre de risco** nas diferentes zonas geográficas. Baixamos a nossa estimativa para a T-Note até 3,80% (vs 3,90% anterior) enquanto mantemos a para o Bund em 2,10%. Depois da recente subida de *yield*, fruto do reajuste de expetativas

2024 continuará a ser um ano pró-bolsas. Ciclo forte, crescimentos em EPSs e bancos centrais a baixar taxas de juros.

As nossas avaliações oferecem potenciais atrativos (+10%/+14%) para dezembro 2024.

de descidas de taxas de juros, esperamos que suavizem progressivamente, à medida que começam as descidas de taxas de juros.

- (ii) **Baixamos o prêmio de risco na Europa e Espanha, mas mantemos nos EUA e Portugal.** As diversas tensões geopolíticas (Rússia/Ucrânia, Israel/Palestina e Taiwan) continuam a afetar ambas as zonas geográficas, embora com maior intensidade na UE, e os riscos políticos permanecem pelas futuras eleições americanas e europeias. Baixamos o prêmio de risco na Europa e Espanha (até 100pb desde 150pb) ao prever uma aterragem suave da economia graças a um menor impacto dos preços das matérias-primas e apesar do endurecimento da política monetária do BCE. Em Portugal, continuamos a penalizar o índice (150pb) pela sua elevada concentração em algumas empresas. Por último, não implementamos alterações nos EUA (50pb).

Variáveis realizadas:

(i) T-Note 3,80% e Bund 2,10%.

(ii) Prêmio de risco: 50pb EUA; 100pb UE e Espanha, 150pb Portugal.

(iii) Crescimento EPSs: +11,8% S&P 500 e +0,5% EuroStoxx-50

Tabela 2.1.2. Repartição de prémios de risco por região.

Espanha		Portugal		EUA		UE		Classes de risco
2T 2024	1T 2024	2T 2024	1T 2024	2T 2024	1T 2024	2T 2024	1T 2024	
50	50	50	50	25	25	50	50	Geoestratégia
50	25	50	25	25	25	25	25	Eleições/Política
0	25	0	25	0	0	0	25	Matérias Primas
0	25	0	25	0	0	0	25	BCE/Fed
0	25	0	25	0	0	25	25	China
0	0	0	0	0	0	0	0	Outros(Índice, ...)
100	150	100	150	50	50	100	150	Prémio de risco

- (iii) **Crescimentos em EPSs de duplo dígito no S&P500 (+11,8%), mas planos (+0,5%) no EuroStoxx-50.** Este é o principal motivo pelo qual a nossa estratégia de investimento está com tendência para os EUA. O potencial na Europa resulta mais incerto ao estar principalmente apoiado nos cortes de taxas de juros do BCE, em vez do crescimento de benefícios. Já em 2025, os EPSs mostram uma evolução favorável em ambas as zonas: S&P500 +12,8%; EuroStoxx-50 +7,9%.

Tabela 2.1.3. Potenciais de bolsas para dezembro 2024

Índice	Cotação 21/03/2024	Objetivo 2024	Potencial 2024	PER'24 (1)	PER (2) histórico	EPS'24 (3)	Obrigaçã 10A (4)	WACC
S&P500	5.242	5.802	+10,7%	24,1x	20,8x	+11,8%	3,8%	7,1%
EuroStoxx-50	5.052	5.663	+12,1%	16,0x	15,8x	+0,5%	2,6%	8,3%
Ibex-35	10.868	11.969	+10,1%	12,2x	17,2x	+3,0%	3,1%	9,4%
PSI	6.179	7.032	+13,8%	13,2x	14,7x	-8,9%	3,0%	9,1%

(1) PER dos índices calculado tomando como referência os EPS 2024 esperados segundo o consenso da Bloomberg e supondo que alcançam os Objetivos 2024 estimados para cada índice.

(2) Média dos últimos 10 anos.

(3) Estimativas de crescimento anual de EPS em 2024.

(4) Média do intervalo de estimativas do Bankinter de O10A para o final de 2024. No EuroStoxx-50 calcula-se a obrigação sintética europeia, ponderando segundo o peso das empresas de cada país no dito índice.

Fonte: Bloomberg

Aumentamos a valoração do S&P500 até 5.802 pontos vs 5.361 anterior. Este nível traduz-se num PER de 24,1x vs 22,1x anterior, superior à média histórica dos últimos 10 anos (20,8x). Contudo, cabe destacar que a composição do índice mudou para uma abordagem mais *growth* desde um mais *value* (com PER inferiores). Por isso, a média histórica é claramente inferior à atual do índice. Na Europa, também elevamos com força o preço objetivo do EuroStoxx-50 até 5.663 pontos desde 5.211 como consequência de uma menor taxa de desconto. O múltiplo PER avança até 16,0x desde 14,3x anterior, superando ligeiramente a média histórica dos últimos 10 anos (15,8x).

Os setores em que focamos a nossa estratégia de investimento são: **Tecnologia, Semicondutores, Cibersegurança, Medtech/Tecnologia da Saúde, Imobiliário e Defesa**. Também mantemos, embora de forma **seletiva, Transição Energética/Utilities, Infraestruturas e Seguros**. Como principal novidade em relação à nossa última Estratégia Trimestral, voltamos a incorporar:

Luxo: Os resultados 4T 2023 refletem resiliência da procura e capacidade de elevar preços e manter/elevar margens. Estas, em alguns casos, alcançam níveis máximos. Melhora o sentimento sobre as perspetivas económicas; na Europa, diminui o risco de recessão e nos EUA o cenário está montado para aterragem suave ou, inclusive, não aterragem. China também dá sinais de estabilização. O prémio de avaliação do setor situa-se em linha com a sua média de longo prazo. Com um nível de 26x, o PER estimado médio do setor em 2025 é 1,5x superior ao de MSCI World (17x).

Elevamos com força o preço objetivo do S&P500 (5.802 pontos desde 5.361 anterior) e do EuroStoxx-50 (5.663 pontos desde 5.211 ant.).

Continuamos com a nossa estratégia de investimento setorial. Recomendamos Tecnologia, Semicondutores, Cibersegurança, Medtech, Imobiliário e Defesa. De forma seletiva: Transição Energética/Utilities, Infraestruturas e Seguros. Incorporamos Luxo.

Tabela 2.1.4. Setores recomendados

SETOR	EMPRESAS	FUNDOS & ETFS
TECNOLOGIA	Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta, Amadeus, Indra, Netflix, SAP, Salesforce	FUNDO: FRANKLIN TECHNOLOGY, , FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY
SEMICONDUCTORES	ASML, TSMC, Nvidia, AMD, Lam Research	ETF: iSHARES MSCI GLB SEMICNDCT A
CIBERSEGURANÇA	Palo Alto, CrowdStrike, Zscaler, Fortinet, Okta, CyberArk, SentinelOne	FUNDO: ALLIANZ CYBER SECURITY
DEFESA	Rheinmetall, Thales, Leonardo	Nenhum fundo ou ETF se adequa ao setor.
TECNOLOGIA DA SAÚDE	Eli Lilly, Novo Nordisk, Intuitive Surgical	Nenhum fundo ou ETF se adequa ao setor.
LUXO	Ferrari, LVMH, Hermés, Inditex, EssilorLuxottica	FONDO: PICTET PREMIUM BRANDS
IMOBILIÁRIO	Vonovia, Inm. Colonial, Merlin Prop., Lar España, Welltower, Prologis, Digital Realty Trust	FUNDO: JANUS HENDERSON HORIZON GLOBAL PROPERTY EQUITIES
INFRAESTRUTURAS	Vinci, Sacyr, Cellnex, ACS, Ferrovial	FUNDO: FRANKLIN CLEARBRIDGE INFRASTRUCTURE VALUE FUND
UTILITIES / TRANSIÇÃO ENERGÉTICA	Iberdrola, E.On, Acciona, Redeia; NextEra	FUNDO: NORDEA CLIMATE AND ENVIRONMENTAL EQUITY, BGF SUSTAINABLE ENERGY
SEGUROS	Axa, Allianz, Mapfre, Catalana Occidente, Generali	Nenhum fundo ou ETF se adequa ao setor.

Tabela 2.1.5. Tabela detalhada das nossas avaliações em relação a bolsas para dezembro de 2024.

S&P 500		Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável	
1.- Obrigação 10A	3,80%	3,80%		3,80%
2.- Inc. EPS 2024e (1)	+17,3%	+11,8%		+6,2%
Preço Objetivo (2)	6.092	5.802		5.512
Preço Objetivo Anterior (3)		5.361		
Cotação 21/03/2024		5.242		
Potencial (%)	+16,2%	+10,7%		+5,2%
PER Equivalente (5)	25,3x	24,1x		22,9x

EUROSTOXX-50		Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável	
1.- Obrigação 10A (4)	2,56%	2,56%		2,56%
2.- Inc. EPS 2024e (1)	+5,5%	+0,5%		-4,6%
Preço Objetivo (2)	5.947	5.663		5.380
Preço Objetivo Anterior (3)		5.211		
Cotação 21/03/2024		5.052		
Potencial (%)	+17,7%	+12,1%		+6,5%
PER Equivalente (5)	16,8x	16,0x		15,2x

IBEX-35		Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável	
1.- Obrigação 10A	3,10%	3,10%		3,10%
2.- Inc. EPS 2024e (1)	+8,1%	+3,0%		-2,2%
Preço Objetivo (2)	12.275	11.969		11.662
Preço Objetivo Anterior (3)		11.317		
Cotação 21/03/2024		10.868		
Potencial (%)	+13,0%	+10,1%		+7,3%
PER Equivalente (5)	12,5x	12,2x		11,9x

PSI-20		Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável	
1.- Obrigação 10A	3,00%	3,00%		3,00%
2.- Inc. EPS 2024e (1)	-4,4%	-8,9%		-13,5%
Preço Objetivo (2)	7.384	7.032		6.680
Preço Objetivo Anterior (3)		7.684		
Cotação 21/03/2024		6.179		
Potencial (%)	+19,5%	+13,8%		+8,1%
PER Equivalente (5)	13,8x	13,2x		12,5x

(1) EPS do consenso ajustados segundo estimativas Bankinter.

(2) Cálculos com fecho de 18 de março de 2024. Preço objetivo a dez-2024. Calculado segundo método PER Objetivo.

(3) Cálculos a dezembro de 2023.

(4) Composto da O10A europeia segundo o peso das empresas de cada país no Eurostoxx-50

(5) PER de índices calculados tomando como referência os EPS 2024 esperados segundo consenso da Bloomberg e supondo que se alcançam os níveis Objetivo 2024 estimados para cada índice.

AVALIAÇÕES DAS PRINCIPAIS BOLSAS

Incluimos uma análise de sensibilidade sobre cada um dos principais índices. Estabelecemos a zona sombreada como o intervalo mais provável de valoração segundo várias hipóteses para os EPS e para a *yield* das obrigações soberanas de referência, sendo o dado central o nosso preço objetivo.

Tabela 2.1.6. Análise de sensibilidade S&P 500

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		4,3%	4,1%	3,8%	3,6%	3,3%
EPS vs Consenso	-10%	4.529	4.851	5.222	5.654	6.164
	-5%	4.781	5.120	5.512	5.968	6.507
	0%	5.032	5.390	5.802	6.282	6.849
	5%	5.284	5.659	6.092	6.596	7.191
	10%	5.536	5.929	6.382	6.910	7.534

Tabela 2.1.7. Análise de sensibilidade EuroStoxx-50

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		3,1%	2,8%	2,6%	2,3%	2,1%
EPS vs Consenso	-10%	4.631	4.853	5.097	5.367	5.667
	-5%	4.889	5.123	5.380	5.665	5.982
	0%	5.146	5.392	5.663	5.963	6.297
	5%	5.403	5.662	5.947	6.261	6.611
	10%	5.661	5.932	6.230	6.560	6.926

Tabela 2.1.8. Análise de sensibilidade Ibex-35

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		3,6%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%
EPS vs Consenso	-10%	10.354	10.554	10.772	11.007	11.264
	-5%	10.929	11.141	11.370	11.619	11.890
	0%	11.504	11.727	11.969	12.230	12.516
	5%	12.079	12.314	12.567	12.842	13.142
	10%	12.655	12.900	13.165	13.453	13.767

Tabela 2.1.9. Análise de sensibilidade PSI-20

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		3,5%	3,3%	3,0%	2,8%	2,5%
EPS vs Consenso	-10%	5.830	6.069	6.329	6.612	6.921
	-5%	6.154	6.406	6.680	6.979	7.306
	0%	6.478	6.743	7.032	7.346	7.690
	5%	6.801	7.081	7.384	7.714	8.075
	10%	7.125	7.418	7.735	8.081	8.459

Fonte tabelas de sensibilidades: Análise e Mercados Bankinter

2.2.- OBRIGAÇÕES. Rentabilidade/risco ainda favorável aos prazos curtos. Favorecemos obrigações corporativas e, para perfis dinâmicos, também *High Yield*.

As economias mostram mais força do que o esperado e lançam dúvidas sobre o ritmo de moderação da inflação. Melhora o sentimento sobre as perspetivas económicas; na Europa, diminui o risco de recessão e, nos EUA, monta-se o cenário de aterragem suave ou, inclusive, não aterragem. Os bancos centrais mantêm a cautela e insistem que precisam de ganhar mais confiança para começar a relaxar as suas políticas monetárias. As taxas de inflação movem-se no caminho certo, mas mantêm-se ainda afastadas dos +2% objetivo e com os setores ligados a Serviços ainda excessivos.

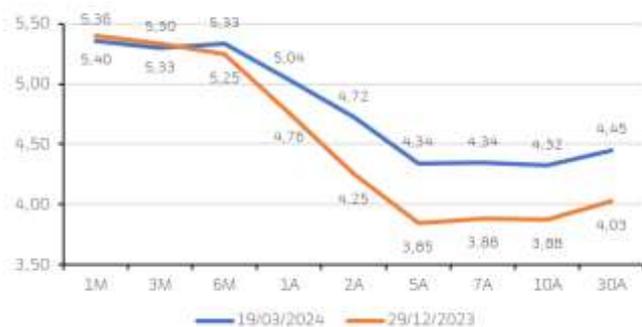
Esta situação "anormal" de crescimento económico, mas com moderação da inflação, mantém a expectativa de descidas de taxas de juros em 2024, embora mais tarde e lento do que o esperado no início do ano. As perspetivas de descidas de taxas de juros nos EUA e Europa ajustam-se desde 6/7 descidas no ano a partir de março até 3/4 desde junho. Consequentemente, as curvas de taxas de juros ajustam-se com subidas de *yield* de >+40 pb no ano, tanto no Bund a 10 anos como no T-Note até 2,46% e 4,33%, respetivamente. Na Europa, maiores perspetivas de crescimentos nos países periféricos face à debilidade da Alemanha, assim como a reinstauração das normas fiscais (cumprimento dos objetivos de défice público) permitem um forte estreitamento dos prémios de risco. O de Espanha reduz-se, no ano, -18 pb até 79 pb, Itália -45 pb até 122 pb, Portugal permanece em 60 pb.

Maior força económica e dificuldades na última milha contra a inflação...

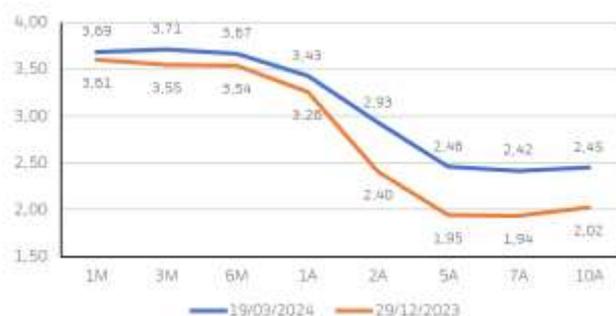
... reduzem as expectativas de cortes de taxas de juros por parte dos bancos centrais e as yields a longo prazo corrigem excessiva euforia anterior.

Um ambiente favorável ao risco propicia um estreitamento dos "spreads" das obrigações corporativas, especialmente High Yield.

Curva de taxa de juros EUA



Curva de taxa de juros Alemanha



Na frente das obrigações corporativas, um ambiente favorável ao risco (crescimento com moderação de inflação e descidas de taxas de juros), continua a propiciar um estreitamento de *spreads* (diferenciais vs as obrigações soberanas), especialmente no segmento *High Yield*. Na Europa, o diferencial das obrigações corporativas de elevada qualidade (*Investment Grade / IG*) reduz-se -6pb no ano até 75,6pb, e o das obrigações com pior qualidade de crédito (*High Yield / HY*) -39pb até 292,1pb. Nos EUA, os movimentos são semelhantes, IG -13 pb até 120,6pb e HY -36pb até 349,2pb.

Neste contexto, esperamos que continue o processo de alavancagem das curvas de taxas de juros (maior redução das taxas de juros). Apesar de prevermos uma consolidação das rentabilidades nas secções largas da curva depois dos aumentos vistos desde o início do ano, de momento mantemos a nossa preferência pelos prazos curtos da curva de taxas de juros (risco de duração baixo) porque o diferencial de taxas de juros ainda é

Mantemos a nossa preferência pelas secções curtas da curva de taxas de juros. Diferencial ainda atrativo a favor de estas...

atrativo a favor de estes e os prémios de risco por prazo nos vencimentos largos ainda não são suficientes num contexto de volatilidade elevada. O índice de volatilidade MOVE diminui no ano -17 pb até 97,82, mas continua acima da sua média de 10 anos (75,98).

Apesar de prevermos que o processo de **moderação da inflação** continuará a avançar num contexto de políticas monetárias restritivas, **os avanços serão mais lentos e não descartamos aumentos da inflação nos próximos meses** que inclinam o risco para uma postura menos complacente dos bancos centrais. O nosso cenário central aponta que a Fed implementará 3 descidas de -25pb no ano a partir de julho e o BCE, 2 a partir de setembro. Entretanto, **na secção longa das curvas, as perspetivas de inflação a médio/longo prazo parecem bem fixadas, embora possamos ver episódios de volatilidade e novas subidas de *yields* se esses aumentos de inflação acontecerem.**

Mantemos a nossa preferência por durações reduzidas (<5 anos), onde percebemos ainda mais atrativo binómio de rentabilidade/risco. Nos EUA, a *yield* a 2 anos situa-se em cerca de 4,75% vs 4,33% a 10 anos. Na Europa, a *yield* a 2 anos alemã avalia à volta de 2,95% vs 2,46% Bund. **Acreditamos que o momento de alargar a duração chegará no 3T 2024** quando houver maior visibilidade sobre o controlo da inflação e sobre a rota das descidas de taxas de juros por parte dos bancos centrais.

Em termos de tipo de ativo, num contexto favorável ao risco, **a nossa estratégia continua centrada em obrigações corporativas de qualidade (*Investment Grade / IG*), mas também reconhecemos atrativo nas obrigações com menor qualificação de crédito (*High Yield / HY*) para os perfis mais dinâmicos.** Nos recentes meses, os diferenciais de crédito IG reduziram-se entre -6pb na Europa e -10 pb nos EUA, mas mantêm-se próximos às suas médias históricas, e os fundamentos das empresas são sólidos e terão tendência para melhorar num contexto de recuperação económica e redução das taxas de juros. Os rácios de endividamento permanecem em níveis reduzidos (dívida líquida sobre EBITDA do S&P 500 1,3x e do Stoxx 600 1,9x) e os benefícios por ação ganham tração (+12,0% estimado em 2024 e 2025 para S&P 500; +0,3% e +7,4% respetivamente para EuroStoxx-50).

Os diferenciais sobre as obrigações soberanas ainda são suficientes e **acrescem alguma "margem de erro"**. No caso de deterioração económica e, portanto, de ampliação desses diferenciais, os bancos centrais atuariam a baixar taxas de juros, compensando essa perda por maior diferencial ou *spread*; isto é, a perda por ampliação de *spread* seria compensada com o ganho pela redução da rentabilidade das obrigações soberanas de referência. **Na Europa, o *spread* IG situa-se em 75,6 pb vs uma média dos últimos 10 anos de 63,3 pb; nos EUA, 120,6 pb vs 128,8 pb. Em HY (*High Yield*), os diferenciais reduziram-se quase -40 pb no ano até níveis inferiores às suas médias de longo prazo: 292,1 vs 347,2 na Europa e 349,2 vs 456,6 nos EUA. Mas são atrativos num contexto favorável ao risco.** Em termos de rentabilidade, na Europa, a 2 anos AAA avalia próxima de 3,4% vs. 3,8% a BBB e 4,5% a BB. Nos EUA, a 2 anos, AAA avalia próxima de 4,8% vs. 5,3% a BBB e 6,0% a BB.

Os nossos **setores favoritos** continuam a ser: **bancos** (excesso de liquidez, rácios de capital elevados e baixa morosidade), setores defensivos com fluxos de caixa estáveis como a **saúde** e as **infraestruturas** e empresas com potencial para reduzir endividamento (**telecos/ *utilities***).

... e o risco que as secções longas ajustem pontualmente, se a inflação aumenta nos próximos meses.

O momento de alargar duração chegará no 3T 2024 (ou final do 2T 2024).

*Preferência por obrigações corporativas *Investment Grade*, mas também *High Yield* para os perfis mais agressivos.*

Os spreads diminuíram, mas ainda são atrativos num contexto favorável ao risco (crescimento económico positivo e moderação da inflação).

Favorecemos financeiras e setores com fluxos de caixa estáveis.

2.3.- DIVISAS: O atraso da descida de taxas de juros nos EUA favorece o dólar.

DIVISA	INTERVALO PROVÁVEL (Dez. 2024)	RACIONAL	TENDÊNCIA
Dólar	1,05/1,10	Esperamos que o dólar em 2024 mantenha uma tendência lateral-apreciatória contra o euro devido ao progressivo atraso no cenário de descidas de taxas de juros nos EUA para este ano e com um PIB24 que será claramente mais sólido nos EUA do que na Europa (+2,3% nos EUA vs +0,7% na Europa). Ao longo do 2T'24, esperamos um pouco de apreciação (que poderá chegar até ao contexto de 1,05/1,07) visto que é quando veremos os crescimentos trimestrais do PIB mais sólidos nos EUA. Em 2025, o nosso cenário é de intervalo lateral na divisa, já com diferenciais de crescimento muito menores entre as duas economias e com cenários de descidas de taxas de juros também semelhantes. Com isto, as nossas estimativas para a taxa de câmbio EuroDólar consideram um intervalo entre 1,05/1,10 para 2024 e 2025.	Lateral/Apreciação 
Yen	159/165	Pensamos que a tendência do yen será ligeiramente de apreciação nos próximos meses. O BOJ abandona o período (últimos 8 anos) de taxas de juros negativas. Enquanto o BCE e a Fed entram num novo ciclo de descidas de taxas de juros. O diferencial de taxas de juros estreita-se, o que servirá de apoio ao yen. Além disso, as subidas salariais também ajudarão a gerar pressões inflacionistas internas. Estimamos um câmbio EURJPY de 159/165 para 2024 e 158/163 para 2025	Lateral/Apreciação 
Franco Suíço	0,94/1,02	O PIB ganhará inércia nos próximos trimestres, mas o seu crescimento continuará abaixo do potencial. Por sua vez, a inflação permanecerá fixada abaixo do limiar objetivo do SNB (0/+2%). Com isso, o banco central surpreendeu e baixou taxas de juros a 21 de março (-25 p.b. até 1,50%). Após esta descida, estimamos que o SNB baixará a sua taxa diretora novamente em junho (até 1,25%) e em setembro (até 1,0%). O franco suíço responderá a estes movimentos com uma depreciação ligeiramente superior à que estimávamos previamente.	Depreciação 
Libra	0,82/0,87	A persistência de uma inflação elevada impulsionada por uns salários que aumentam acima do IPC e que se resiste a travar o seu crescimento apesar de uma política monetária restritiva coloca o Reino Unido numa posição de desvantagem em relação aos países da UE. Acreditamos que o BoE baixará taxas de juros duas vezes no 3T 2024 até 4,75%, aproveitando uma redução pontual de IPC no 2T, mas ver-se-á obrigado a seguir o rasto das descidas nos principais bancos centrais para evitar uma apreciação da libra, que minaria a sua competitividade exterior. Neste contexto, estimamos que a libra se apreciará no 2T até 0,82 EUR, um intervalo EURGBP de 0,82/0,87 para dezembro de 2024 e 0,83/0,90 para 2025.	Lateral/Apreciação 

3.- Contexto Económico 2024

3.1.- EUA: O sólido contexto económico atrasa as expetativas de descidas de taxas de juros da Fed.

O atual contexto económico nos EUA continua a ser claramente favorável. Na frente macroeconómica, o crescimento de PIB dos EUA continua a surpreender positivamente (PIB 4T'23: +3,2% a/a) e afasta totalmente a possibilidade de que a economia do país entre em recessão. Pelo lado da **Inflação**, a política monetária vai, pouco a pouco, dando os seus frutos, e a moderação das pressões inflacionistas, embora esteja a ocorrer de forma um pouco mais lenta do que o esperado, levou a taxa geral a níveis de 3,2% e a subjacente a 3,8% no mês de fevereiro.

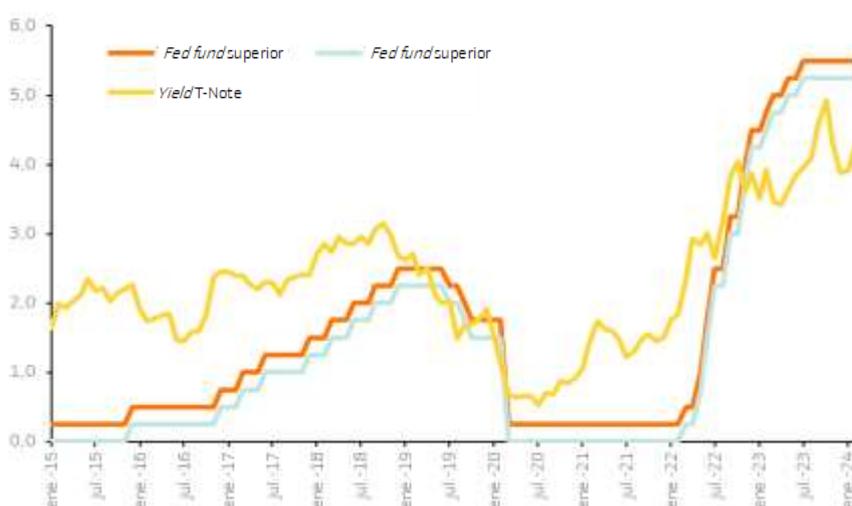
Pelo lado **empresarial**, a situação é também positiva, visto que **a evolução dos resultados das empresas do S&P-500 está a surpreender em alta**, com o EPS do 4T'23 a crescer +7,9% (a/a) vs +1,5% esperado (antes da publicação da primeira empresa). Para o futuro, a perspetiva é também positiva e o consenso de mercado desconta **crescimentos dos benefícios empresariais acima de duplo dígito para os próximos dois anos (+11,8% em 2024 e +12,8% em 2025)**, o que implica um importante apoio para a evolução dos mercados.

Perante esta situação económica favorável, a Fed não está pressionada para acelerar os movimentos de taxas de juros e, portanto, não esperamos que comecem a **reduzir as taxas de juros** até ao início da **segunda metade do ano 2024**. Na última reunião do FOMC, celebrada esta semana, os membros do comité apontam no seu diagrama de pontos (*dot plot*) para uma descida de 75pb em 2024 e outros 75pb adicionais em 2025.

O contexto económico nos EUA continua a ser claramente favorável.

Os crescimentos esperados dos benefícios empresariais implicam um importante apoio para os mercados.

Gráfico 3.1.1. Taxas de referência da Fed e *yield* do T-Note



A Fed não está pressionada para acelerar os movimentos de taxas de juros.

Fonte: Bloomberg

Neste contexto, **re vemos em alta as nossas previsões de PIB para 2024**. Depois dos crescimentos do último trimestre do ano e perante as perspetivas do GDP Now da Fed de Atlanta (que para o 1T24 aponta para um crescimento acima de 2%), estimamos que, para 2024, o PIB se eleve a +2,3% (vs ant. +2,0%) e, para 2025, mantemos inalterada a nossa previsão de +2,0%. O motivo dos crescimentos mais suaves vs 2023 vêm da mão de uma procura interna um pouco mais moderada e algum corte na despesa pública.

Em relação aos **preços, mantemos uma abordagem cautelosa** e acreditamos que, depois de fechar 2023 em +3,4%, **o movimento em baixa será um pouco mais lento do que esperávamos**. As nossas estimativas consideram que o IPC se situará em +3,0% no fecho de 2024 (vs +2,7% anterior) e +2,6% para 2025 (vs +2,5% anterior estimativas). Em todo o caso, a queda dos preços da energia e o contexto económico mundial jogam a favor do progressivo movimento em baixa da taxa geral (que deverá moderar-se mais rápido do que a subjacente).

Por outro lado, o **emprego** começa a perder relevância num contexto onde a Taxa de Desemprego se mantém estável nos contextos de 3,7%-3,9% desde há dois anos. Os **níveis salariais** devem continuar a ser monitorizados, visto que os atuais níveis (Salários Médios/Hora: +4,3% a/a) poderão chegar a ter impacto negativo na taxa de Inflação. Em todo o caso, a nossa estimativa para o emprego é que a taxa de desemprego se situe em 3,9% para 2024 e 2025 (vs anterior de 4,2% e 4,0%, respetivamente), e neste contexto de taxa de desemprego relativamente estável não contemplamos que a pressão salarial aumente.

Taxas de juros: em relação às **taxas de referência da Fed**, não modificamos a nossa visão anterior e esperamos que, em 2024, possam ocorrer três descidas de 25pb até fechar o ano em 4,50%/4,75% (embora agora consideremos que a primeira será na reunião de 31-jul, adiantando-se, assim, ao período de debates pré-eleitorais que começa em setembro). Para 2025, estimamos outros 75pb de cortes para fechar o ano em 3,75%/4,00%. Em relação à evolução da **yield do T-Note**, continuamos a pensar que, à medida que as descidas de taxas de juros se materializam, o T-Note também o irá refletir na sua **yield**. A nossa previsão para o fecho de 2024 é de 3,80% (baixando, aproximadamente, 45pb desde o nível atual) e 3,60% para fecho de 2025, (vs estimativa anterior de 3,90% em 2024 e 3,70% em 2025).

Esperamos que o **dólar em 2024 mantenha uma tendência lateral-apreciação** contra o euro devido ao progressivo atraso no cenário de descidas de taxas de juros nos EUA para este ano e com um PIB24 que será claramente mais sólido nos EUA do que na Europa (+2,3% nos EUA vs +0,7% na Europa). **Ao longo do 2T'24, esperamos um pouco de apreciação (que poderá chegar até próximo de 1,05/1,07)**, visto que é quando veremos os crescimentos trimestrais de PIB mais fortes nos EUA. Em 2025, o nosso cenário é de um intervalo lateral na divisa, já com diferenciais de crescimento muito menores entre as duas economias e com cenários de descidas de taxas de juros também semelhantes. Com tudo isto, **as nossas estimativas para a taxa de câmbio EuroDólar consideram um intervalo entre 1,05/1,10 para 2024 e 2025** (vs anterior 1,10/1,15 e 1,15/1,20 para 2024 e 2025, respetivamente).

Re vemos em alta as nossas estimativas para o PIB24 até 2,3%.

O movimento em baixa da inflação será um pouco mais lento do que aquilo que esperávamos.

Acreditamos que, em 2024, possam acontecer três descidas de 25pb até fechar o ano em 4,50%/4,75%.

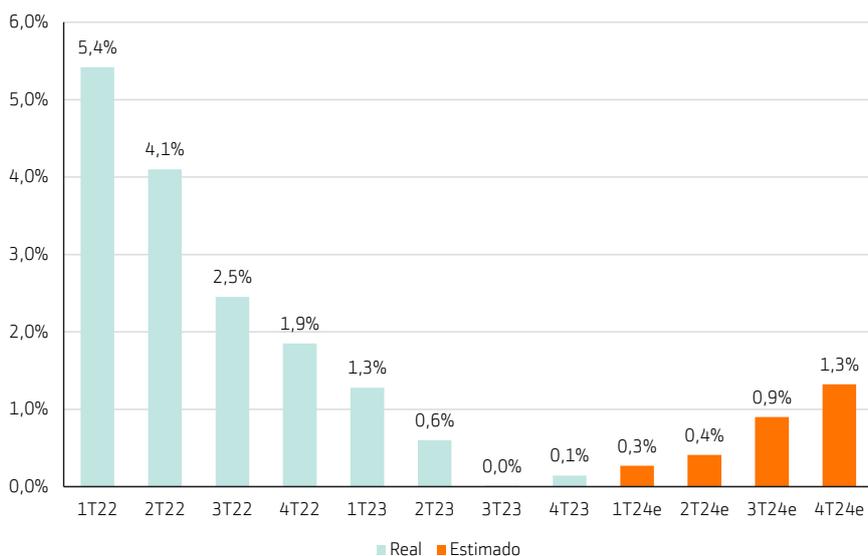
A tendência do dólar é lateral-apreciação face ao euro em 2024 e 2025.

3.2.- UE: "Crescimento suave e inflação em boa direção. Primeira descida de taxas de juros à vista."

Evita a recessão técnica em 2023 e enfrenta um 2024 de suave crescimento. A Europa deixará para trás 2023 após um último semestre marcado pelo nulo crescimento, mas no qual consegue evitar a recessão técnica (-0,1% t/t 3T 2023 e 0,0% 4T 2024). Para 2024, mantemos a nossa estimativa de crescimento em +0,7%. Neste sentido, afeta negativamente o abrandamento da economia alemã, a qual representa cerca de 27% do PIB da UE e crescerá, em 2024, abaixo da média europeia. Em termos gerais, implica uma fase de crescimento suave no primeiro semestre e uma aceleração progressiva para a parte final do ano, à medida que o Consumo se vai recuperando e, em segundo lugar, o Investimento. Isto será mais patente em 2025, já que as condições de financiamento serão mais favoráveis. Em consequência, antecipamos um 2025 mais positivo em termos de crescimento. A nossa estimativa permanece sem alterações e aponta para um crescimento de +1,7%.

Iniciamos uma fase de suave crescimento. A acelerar desde 2S 2024.

Gráfico 3.2.1.- Zona Euro: Variação PIB interanual.



Fonte: Eurostat e estimativas elaboradas por Análise e Mercados Bankinter

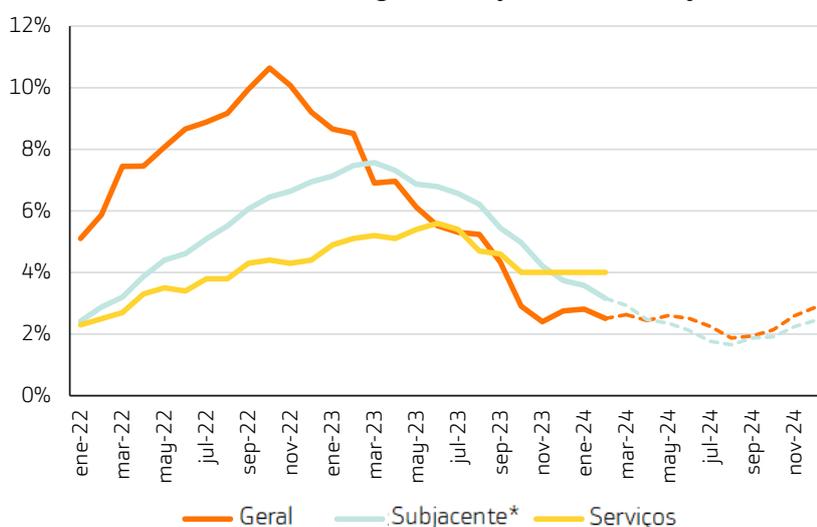
Inflação: continua em boa direção, embora os riscos de ser mais "pegajosa" do que o previsto persistam. A inflação mantém a sua tendência em baixa, nos primeiros meses de 2024. Situa-se em +2,6% em fevereiro, muito afastada dos máximos vistos em 2022 (+10,1%). A Subjacente estanca acima de 3% (+3,1% fevereiro), embora esperemos que rompa este nível nos próximos meses. Revimos em baixa a nossa estimativa para o conjunto do ano até +2,7% desde +2,9%, o que implica uma inflação média de +2,4% (sem alterações). Estimamos um aumento nos últimos meses do ano devido ao efeito base. Para 2025, revemos a nossa estimativa uma décima em baixo, até +2,1%. Em suma, a inflação avança em boa direção, mas os riscos persistem. Entre estes destacam-se: (i) o aumento de salários junto às margens empresariais e (ii) o impacto da reversão das medidas fiscais (por exemplo, redução de IVA em eletricidade/gás e diversos produtos) implementadas por numerosos países da Zona Euro que suavizaram o aumento de preços.

*Inflação em boa direção.
Riscos permanecem em alta.*

A atenção foca-se, principalmente, no crescimento dos salários e se estes são absorvidos pelas margens empresariais. Esta é a chave a seguir nos próximos meses, já que uma desaceleração dos salários é um requisito imprescindível para que o BCE realize a sua primeira descida de taxas de juros. Neste sentido, a inflação no **Setor Serviços** (44% do IPC), o mais intensivo em mão de obra (75% dos empregos), mantém-se em níveis elevados (+4,0% em fevereiro). Portanto, o foco estará nos indicadores de salários num contexto em que a taxa de desemprego se situa em mínimos históricos (6,4%). Neste sentido, teremos a primeira referência sobre o 1T 2024 em finais de maio, com a publicação do indicador de Salários Negociados, elaborado pelo BCE. Este dado é uma das chaves para as próximas decisões sobre política monetária.

Os indicadores de salários serão fundamentais.

Gráfico 3.2.2.- Zona Euro: IPC geral, subjacente e serviços (a/a).



Fonte: Eurostat e estimativas Research Bankinter. *Subjacente: exclui energia e alimentos sem processar.

Política Monetária: aproxima-se a 1.ª descida de taxas de juros. No nosso cenário central (45% probabilidade), situamos a primeira descida de taxas de juros (-25 p.b.) em setembro, uma reunião antes da nossa estimativa anterior. Nesta data, o BCE terá mais dados (por exemplo, Salários 2T 2024, mais registos de IPC) e já conhecerá a decisão de julho da Fed. Contudo, atribuímos uma probabilidade não desprezível (35%) de que adiantem este movimento para a reunião de 18 de julho, demonstrando a sua independência em relação à Fed, cuja reunião será a 31 de julho, e após já ter debatido sobre descidas de taxas de juros na reunião de junho. A esta última, atribuímos uma menor probabilidade (20%). Para que isto ocorra, deveremos ver uns dados de salários, em maio, estimulantes e umas projeções macro que reafirmem a boa tendência que mantêm os registos de inflação, junto com um menor nível de incerteza. A ala mais *dovish*/suave do BCE aponta para esta reunião e o mercado foi reajustando a sua primeira descida de março para junho, mas adiantar-se à Fed implica o risco de depreciar o euro e importar inflação, se a Fed não baixar as taxas de juros de seguida. Estimamos duas descidas de taxas de juros (-50 p.b.) em 2024, uma pausa e um recomeço de descidas (-100 p.b.) em 2025. **Em relação à redução de saldo, não haverá mudanças.** Reinvestirão os vencimentos dos PEPP no 1S 2024 e reduzirão este programa a um ritmo de 7.500M€/mês no 2S. Em 2025, acabarão com os reinvestimentos. Em relação ao APP, continuarão sem reinvestir os vencimentos, o que implica uma redução média de saldo de ~27.000M€/mês em 2024.

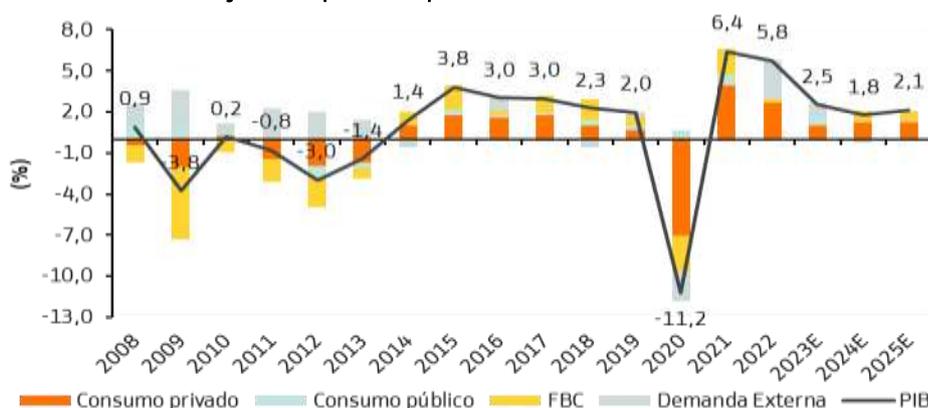
O nosso cenário central situa a primeira descida de taxas de juros em setembro. Não é de desconsiderar a probabilidade de se adiantar para julho.

3.3.- ESPANHA. "2024 Progressiva moderação, após um final de ano mais forte do que o esperado".

Revemos em alta a nossa estimativa para 2024 para +1,8% a/a (+0,4pp) e mantemos sem alterações as de 2025 +2,1% a/a; após um fecho de 2023 mais forte do que o esperado. 2024 será um ano marcado pela progressiva moderação em relação a exercícios anteriores (+5,8% a/a e +2,5% a/a, 2022 e 2023, respetivamente). Será um exercício impulsionado pela Procura Interna +2,1pp vs -0,3pp do S. Exterior; enquanto, em 2025, esperamos uma ligeira contribuição positiva do S. Exterior, perante um contexto de taxas de juros mais baixas e a recuperação do crescimento dos nossos sócios comerciais. Em concreto, para o 1T 2024, esperamos +0,4% t/t desde +0,6% do 4T 2023.

A revisão em alta de 2024 deve-se fundamentalmente a: (1) efeito positivo do final de 2024 mais forte do que o esperado (+0,6pp t/t 4T 2023 vs nosso +0,2pp t/t esp.) e que mostrou uma aceleração em relação ao 3T 2023 (+0,4pp, revisto uma décima em alta), embora com uma composição em que o crescimento da despesa das Administrações Públicas surpreendeu no trimestre e o fraco Investimento; (2) o Consumo Privado ver-se-á favorecido por um Emprego mais sólido do que o esperado; a melhoria dos salários e a contenção da inflação (+2,9% a/a médio 2024, que revimos uma décima em baixa, especialmente pela descida dos preços energéticos); à melhoria da Renda Bruta Disponível dos Lares e redução dos custos de financiamento. (3) Os indicadores adiantados de atividade PMIs de Serviços e Industriais continuaram a melhorar até fev., ambos em zona de expansão (54,7 e 51,5, respetivamente), igual à afiliação à Segurança Social.

Gráfico 3.3.1. Evolução PIB por componentes, 2008r/25e



Fonte: dados INE e estimativas Análise Bankinter

Uma das chaves estará no Investimento. Mantemos as expetativas de recuperação do Investimento, principalmente pela melhoria nos custos de financiamento. A ausência de Orçamentos Gerais do Estado para 2024 (e a extensão dos de 2023) eleva a incerteza sobre a execução de reformas e dos fundos europeus (37.036M€ já desembolsados, solicitado em dezembro de 2023 do quarto desembolso de 10.021M€). O S. Exterior diminuirá a sua contribuição em 2024, após uma maior do que a esperada em 2023 (+0,9pp). O diferencial de crescimento de Espanha vs UE (+1,8% a/a vs +0,7% 2024e) antecipa um maior crescimento das Importações, apesar do menor peso (negativo) da balança energética, perante menores preços da energia. Revemos a nossa estimativa do IPC 2024 uma décima

PIB est. (revisão): 2024e +1,8% a/a (+0,4pp). 2025e +2,1% a/a (sem alterações)

2024 será um ano de progressiva moderação.

... a revisão em alta deve-se ao forte final de 2023 e a um Consumo Privado apoiado pela melhoria na Renda Bruta Disponível.

Recuperação do Investimento, perante a descida dos custos de financiamento. Mais incerteza sobre a execução dos fundos europeus.

em baixa; +2,9% a/a médio (+3,3% a/a dez-24) e mantemos a de 2025 em +2,3% a/a médio e final de ano. A moderação em 2024 resulta de um crescimento económico mais lento e da descida de preços do gás e da eletricidade. O caminho não estará isento de **altos e baixos**: (1) as retiradas das medidas anti-inflacionistas (parcialmente em janeiro, e julho para alimentos). (2) Efeitos base (possíveis aumentos no 2T e 4T). **As principais incertezas**: a evolução dos custos laborais e o risco de um aumento dos congestionamentos logísticos (Mar Vermelho - Canal de Suez). **O mercado laboral** continuou mais sólido do que o esperado (Taxa de Desemprego 11,7% em 2023). Sem entrar no debate sobre os trabalhadores permanentes inativos, o número de afiliados à Segurança Social ajustados sazonalmente manteve-se positivo nos primeiros meses (+2,8% a/a a fev-24); embora, por outro lado, no último ano continue a crescer mais a Ocupação do que o número de horas trabalhadas. As nossas projeções continuam a antecipar um **comportamento mais moderado na criação de emprego futura**: (1) **abrandamento do crescimento do PIB**; e (2) **o aumento de Custos Laborais Unitários +6,2% a/a 4T 2023**, com aumento da remuneração aos assalariados (+4,4% por posto de trabalho equivalente) vs debilidade na Produtividade (-1,8% a/a por posto de trabalho equivalente e -0,8% por hora efetivamente trabalhada). **Projetamos uma Taxa de Desemprego praticamente estável em 2024e 11,8% a/a e ligeira melhoria em 2025e 11,2% a/a.**

2024 é o ano de recuperação de regras fiscais na Europa. A ausência de novos Orçamentos Gerais do Estado para 2024 cria maior incerteza sobre a execução de medidas de receitas ou despesa. A extensão de algumas medidas contra a inflação (dez-23) implica uma necessidade de financiamento, e a progressiva subida do custo médio da dívida levaria à necessidade de reduzir o défice primário. **As nossas projeções de Déficit Público apontam para -3,3% em 2024e/25e.** A Dívida Pública/PIB fechou em 107,7% 2023; revisão do PIB: a 106,6% em 2024e e 105,6% em 2025e.

Os **preços de habitação** aguentam surpreendentemente bem (+4,2% em 2023 vs +1% estimado), num contexto de maiores custos de financiamento hipotecário. Continuarão apoiados em 2024 e 2025 (+1,5% e +2,0% BKTe) por: (i) um mercado laboral forte, (revisão salarial convénios total +2,85% até fev. 2024); (ii) Escassez de oferta nas principais cidades, costa mediterrânea e ilhas; e (iii) descidas de taxas de juros. Os fundamentos da habitação são bons e não existe bolha.

Cenários alternativos ganham novo protagonismo. As incertezas sobre o crescimento com tendência em baixa: a persistência de riscos exteriores (geopolíticos); ou internamente, a extensão do Orçamento Geral 2023 revela a necessidade de apoios parlamentares para a adoção de medidas durante a legislatura e a incerteza sobre o uso de fundos NGEU. A surpresa positiva virá do uso mais rápido dos fundos.

Tabela 3.3.1: Resumo de estimativas 2019r/25e e cenários Otimista e Pessimista 23e/25e

Espanha, números chave (%) (Probabilidad Esc.: 30%/60%/10%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e			2025e		
						Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista
PIB (a/a)	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,2	1,8	2,2	1,5	2,1	2,6
Consumo Privado	1,1	-12,3	4,6	4,7	1,8	1,9	2,2	2,4	1,9	2,1	2,4
Consumo Público	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,8	0,4	0,6	0,7	0,1	0,4	0,5
Formação Bruta de Capital	4,5	-9,0	4,3	2,4	-0,5	2,0	3,4	4,4	2,5	3,4	4,8
Procura Interna (aportação)	1,6	-9,0	6,6	2,9	1,7	1,6	2,1	2,4	1,6	2,0	2,4
Setor Exterior (aportação)	0,9	-2,2	-0,2	2,9	0,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2
Défice Público/PIB*	-2,9	-11,0	-6,8	-4,7	-3,7	-3,8	-3,3	-2,8	-3,8	-3,3	-2,8
Dívida/PIB*	95,5	120,3	116,8	111,6	107,7	107,0	106,6	105,2	107,1	105,6	103,1
Taxa de desemprego*	13,8	16,1	13,3	12,9	11,7	12,1	11,8	10,8	12,0	11,2	10,0
IPC*	0,8	-0,5	6,5	5,7	3,1	3,5	2,3	3,2	2,7	2,3	2,1
IPC (médio)	0,4	-0,7	5,8	8,4	3,6	3,0	2,9	2,9	2,6	2,3	2,1

*Dados a final do exercício

Fonte: dados INE, BdE e estimativas Research Bankinter

IPC 2024 +2,9% a/a média (+3,3% a/a dez.24) e +2,3% médio e final em 2025.

Tendência de normalização, não isenta de altos e baixos, nas tensões inflacionistas, perante: (1) menor crescimento e (2) descida do preço do gás.

Mercado laboral mais sólido do que o esperado no fecho de 2023 (Taxa de Desemprego 11,7% a/a)

Projetamos moderação na criação de emprego: Taxa de Desemprego 11,8% 2024e; 11,2% 2025e

2024 é o ano da recuperação das regras fiscais, num contexto de prorrogação dos Orçamentos Gerais de Estado.

Os preços da habitação continuarão a subir em 2024 e 2025. Não há bolha.

Cenários alternativos ganham protagonismo, com riscos com tendência em baixa.

3.4.- PORTUGAL. Perante uma inflação pegajosa, o emprego continuará a apoiar a economia. Mas, há riscos...

Depois de mais um ano de crescimento acima da média europeia (+2,3% em 2023 vs +0,5% na UE), a economia portuguesa fecha 2023 a dar os primeiros sinais de certo abrandamento. Contudo, o mercado laboral, com um desemprego friccional, continuará a apoiar um ciclo de crescimento que se aguenta melhor do que o esperado. A força da economia será determinante para combater uma inflação cuja *última milha* se mostra mais difícil de superar. De facto, o cenário central é de aterragem suave da economia portuguesa.

Para 2024, os fatores-chave para o sucesso de Portugal eram: **inflação e taxas de juros**. Por um lado, o comportamento dos preços poderá servir como estímulo para a dinamização da economia portuguesa. Contudo, depois do forte abrandamento do IPC do ano passado, a evolução da inflação tornou-se mais errática, tal e como esperado. Por sua vez, o futuro das taxas de referência dos bancos centrais continua a ser uma incógnita. Não em relação à direção do próximo movimento, mas sobre a magnitude e *timing* do ciclo de descidas. Mas, havia uma fonte de incerteza adicional para Portugal em 2024: as eleições legislativas de 10 de março. O resultado deixou tudo em aberto. Voltou, pela primeira vez desde 2011, uma maioria de direita ao Parlamento português. No entanto, isto não se traduz num executivo com maioria. A *Aliança Democrática*, com maioria relativa, terá de governar perante um contexto complexo de oposição do *Partido Socialista* e do *Chega*. Terá de o fazer com o Orçamento Geral de Estado aprovado pelo governo anterior, o qual tinha votado contra, já que aprovar um orçamento retificativo será quase impossível. A *prova de fogo* será em novembro, com a apresentação dos orçamentos para 2025. A possibilidade de novas eleições é real e crescente. A incerteza política une-se à económica.

A economia fecha com sinais de certo abrandamento. Mas o cenário central é de uma aterragem suave.

Gráfico 3.4.1. Resumo de estimativas 2019r/25e e cenários Otimista e Pessimista 23e/25e

Portugal, números chave (%) (Probabilidade Esc.: 30%/60%/10%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e			2025e		
						Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista
PIB (a/a)	2,7	-8,3	5,7	6,8	2,3	1,4	1,7	2,1	1,6	1,8	2,2
Consumo Privado	3,3	-7,0	4,7	5,6	1,6	1,0	1,2	1,4	1,3	1,4	1,6
Consumo Público	2,1	0,3	4,5	1,4	1,2	1,0	1,3	1,3	1,0	1,2	1,4
Formação Bruta de Capital	3,3	-4,7	11,4	3,5	0,8	2,0	2,5	4,0	3,0	3,3	4,5
Exportações	4,1	-18,6	12,3	17,4	4,2	3,0	3,4	4,0	3,0	3,9	3,9
Importações	4,9	-11,8	12,2	11,1	2,2	2,5	2,8	3,4	2,8	3,6	3,6
Défice Público/PIB*	0,1	-5,8	-2,9	-0,3	1,1	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5
Dívida/PIB*	116,6	134,9	124,5	112,4	99,0	98,9	97,5	96,8	97,7	94,0	93,2
Taxa de desemprego*	6,9	6,9	6,0	6,7	6,5	6,9	6,7	6,6	6,7	6,6	6,5
IPC*	0,4	-0,2	2,7	9,6	1,4	3,0	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1
IPC (médio)	0,3	0,0	1,3	7,8	4,4	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1	1,9

*Dados a final do exercício

Fonte: dados INE, BdP e estimativas Research Bankinter

Mantemos a nossa perspetiva de que a economia portuguesa abrandará em 2024, já que este fenómeno é inevitável e desejável. Perante os efeitos acumulativos de um agressivo ciclo de subidas de taxas de juros, para controlar uma inflação mais pegajosa, que desacelera a um ritmo menor do que o esperado. Contudo, revemos em alta a nossa perspetiva para o crescimento do PIB em 2024 (+1,7% vs +1,4% anterior), fruto de um emprego que continua a apoiar a economia, e em baixa o nosso resultado para 2025 (+1,8% vs +2,1% anterior), já que os riscos políticos do país poderão impactar o exercício do próximo ano. De facto, temos de focar-nos nas dinâmicas de Consumo, Formação Bruta de Capital (FBC) e Procura Exterior para determinar o rumo da economia portuguesa. Em 2024,

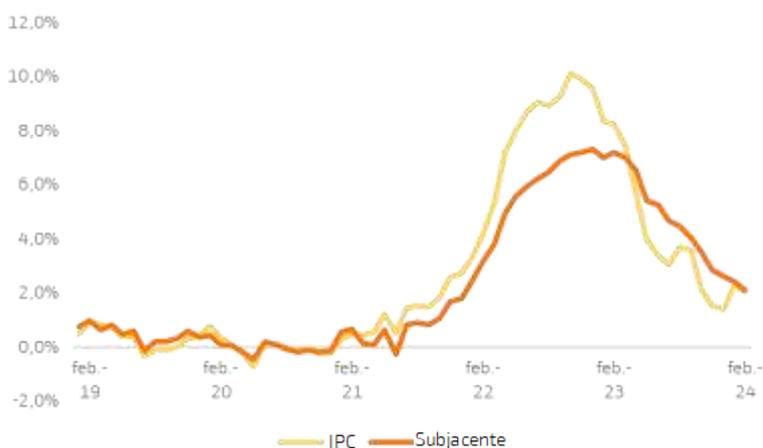
O risco político une-se ao contexto de inflação volátil e incerteza pelo lado dos bancos centrais.

esperamos um ligeiro abrandamento do Consumo, o setor com maior peso no PIB, embora se mantenha acima da média histórica. Esperamos que, assim como vimos no ano passado, a maior volatilidade do Consumo Privado se veja compensada por um ligeiro aumento na Despesa Pública. Os ziguezagues no abrandamento da inflação, o adiamento das descidas de taxas de juros e a instabilidade política poderão ser fatores de risco. **Pelo lado da FBC, a execução do PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) continua a ser a maior fonte de incerteza.** Se já existiam com o governo anterior, que tinha conseguido maioria absoluta, as dúvidas aumentam perante a maior fragilidade política do novo executivo. Por fim, **a Procura Exterior irá abrandar em 2024, antes de voltar a ganhar tração,** perante o possível arrefecimento das economias da UE (representam 72% das Exportações) e o fenómeno da desglobalização. Em suma, o nosso cenário para a economia portuguesa continua a ser bastante positivo. Embora o crescimento abrande em 2024 antes de acelerar novamente em 2025, a evolução portuguesa continua a ser melhor do que a média europeia. A economia continua a ser apoiada por um mercado laboral forte, que mostra um desemprego friccional. De facto, **re vemos ligeiramente para melhor as nossas estimativas para a Taxa de Desemprego para 2024 (6,7% vs 6,8% anterior), mantendo o resultado para 2025 (6,6%).**

Confirma-se a nossa expectativa de uma inflação mais volátil em 2024. A "última milha" será um desafio.

Como advertimos no trimestre passado, **a inflação dá sinais de que a sua evolução em 2024 será mais e** subsídios governamentais (com da energia trouxeram mais volatilidade ao nível de preços portugueses. vimos um forte abrandamento da inflação no ano passado, que fechou o IPC significativamente abaixo do objetivo formal dos 2% (+1,4% dez. 2023). Contudo, este marco foi rapidamente revertido nos primeiros meses de 2024. Depois da revisão implementada na última atualização, **mantemos as nossas estimativas praticamente inalteradas (+2,7% 2024e e +2,2% 2025e).**

Gráfico 3.4.2. IPC e Taxa Subjacente



O imobiliário mantém-se forte, mas perde atrativo. Esperamos uma suave e passageira correção em 2024/25.

Fonte: dados *Instituto Nacional de Estatística*. Elaboração: Análise Bankinter

Finalmente, mantemos a nossa estimativa de uma **suave e passageira correção dos preços imobiliários** (aprox. -2%, tanto em 2024 como em 2025). O impacto negativo da entrada em vigor da nova regulação sobre habitação (*Mais Habitação*) e a falta de poder político do novo governo para reverter as medidas reforçam a nossa perspetiva.

3.5.- OUTRAS ECONOMIAS

REINO UNIDO. A persistência de uma inflação elevada gerada pelo Brexit e a força do mercado laboral condicionam a política monetária.

O principal problema que afeta a economia britânica continua a ser a evolução da inflação e o escasso resultado que o endurecimento da política monetária teve na luta contra a escalada de preços. Embora o IPC tenha baixado a sua taxa de crescimento até +3,4% a/a em fevereiro de 2024 desde +10,5% em dezembro de 2022, a comparativa é defavorável face a outras economias desenvolvidas, como a UE (IPC +2,6%) ou os EUA (+3,2%). A Taxa Subjacente também resiste a baixa e situa-se em +4,5% (fevereiro) vs. +3,1% na UE ou +3,8% nos EUA. A **principal causa desta situação é a elevada inflação de serviços** que ascende a +6,1% (mas não a dos bens, +1,1%) e reflete problemas associados ao *Brexit*, como a escassez de mão de obra em vários setores, o encarecimento dos custos logísticos e o aumento do consumo, que reforçou o crescimento do PIB. Além disso, os **salários** crescem +5,6% a/a, uma taxa que é elevada, supera a do IPC e não contribui para abrandar o IPC. O **desemprego** é muito baixo (Taxa de Desemprego 3,9% em janeiro) e também reflete um mercado laboral tensionado. Esperamos que o IPC modere o seu crescimento para 2% no 2T 2024 por um efeito base na Energia, para posteriormente subir até +3,0% em finais de 2024 e que se mantenha nesse nível em 2025. As pressões inflacionistas persistirão a longo prazo, e não acreditamos que num **ano eleitoral** como 2024 o governo introduza medidas impopulares para intensificar a luta contra a inflação.

A **atividade económica** sofreu no final de 2023, com crescimento negativo do PIB no quarto trimestre. Não obstante, estimamos que recuperará ao longo de 2024, apoiado na Despesa Pública, Investimento Privado e, em menor medida, pelo efeito no Consumo das medidas de corte eleitoralista como a recente rebaixa das contribuições dos trabalhadores independentes e algum outro apoio que poderá anunciar na segunda metade do ano. Estimamos que o PIB aumentará +0,4% em 2024 e +1,3% em 2025 e que a **Taxa de Desemprego** alcançará 4,6% em dezembro de 2024 e 4,4% em dezembro de 2025.

Num contexto de elevada inflação da oferta, a **margem para relaxar a política monetária é limitada e o Banco de Inglaterra deverá ser o último dos grandes bancos centrais a iniciar a descida de taxas de juros**. Não obstante, pensamos que o BoE avaliará positivamente a melhoria do IPC a meados deste ano e que fará, com relutância, duas descidas de -25 p.b. em agosto e em setembro, desde 5,25% atual, seguindo o caminho da Fed e do BCE para evitar que a libra se aprecie, algo que danificaria a sua balança comercial e travaria a recuperação do PIB. Esperamos que a **Taxa Diretora** se situe em 4,75% em finais de 2024. Para 2025, esperamos que o BoE continue a baixar taxas de juros até alcançar 3,50% no final do ano.

Neste contexto, a tendência da **libra** deverá ser ligeiramente de apreciação face ao euro no 2T, para níveis de 0,82 EUR GBP, para posteriormente depreciar-se no segundo semestre, assim que o BoE baixe taxas de juros. As nossas previsões para o EUR GBP em dezembro de 2024 são um intervalo de 0,82/0,87 e de 0,83/0,90 em 2025.

A inflação elevada continua a ser o principal problema da economia britânica

Os crescimentos do PIB serão apenas moderados.

Esperamos que o BoE baixe taxas de juros no 3T 2024, ao aproveitar um eventual corte do IPC e para evitar que a libra se aprecie e deteriore a competitividade exterior da sua economia

Neste contexto, a curto prazo, a libra deve apreciar-se vs. euro no 2T 2024 e, a longo prazo, depreciar-se, coincidindo com as descidas de taxas de juros.

IRLANDA: Crescimento com menos Inflação e Superavit orçamental em 2024/2026.

Situação atual: Os fundamentos de Irlanda são melhores do que os resultados oficiais refletem (-3,0% no PIB 2023 vs +0,5% na UE). A descida do PIB explica-se principalmente por dois fatores extraordinários: (1) um efeito base "negativo" derivado da queda no investimento das **multinacionais** com domicílio fiscal na Irlanda devido à incerteza macro e ao risco geopolítico e (2) a normalização da atividade nas empresas **farmacêuticas** após a CV19 (Investimento, Vendas e Exportações).

A nossa visão: a inflação e as taxas de juros altas cobram a atividade, mas o **crescimento tendencial** de Irlanda é positivo e a atividade real não é tão volátil como o PIB sugere (-8,7% no 4T 2023 vs -5,8% ant.). Como referência, a **Procura Interna** Modificada (excluindo multinacionais) mantém-se em positivo (+1,5% em 2023 vs +9,5% em 2022), graças à resiliência do setor Serviços e ao Consumo Privado (+3,5% em 2023).

Perspetivas: o panorama macro para 2024/2026 é positivo e o nosso raciocínio é o seguinte: (1) a resiliência do **mercado laboral** é uma rede de segurança para os lares e economia. Os salários médios crescem a um ritmo de +3,5% com uma Taxa de Desemprego de apenas 4,2% em fevereiro de 2024 (vs 6,4% na UE), (2) Irlanda desfruta de uma **política fiscal** expansiva e não prevemos um ajuste fiscal relevante a partir de 2025.

Como referência, o Banco Central de Irlanda estima um **superavit orçamental** de +2,7% em 2024 e +4,3% em 2025 (vs +3,0% em 2023). Se excluirmos as receitas das multinacionais, Irlanda registaria um défice fiscal de apenas -0,9% em 2024 (sem alterações vs 2023) e um superavit de +0,9% em 2025, (3) a Inflação avança em boa direção (+4,1% em fev.2024 vs 6,4% em ago.2023) e as descidas das taxas de juros, do BCE previstas para 2S 2024 e 2025 deverão reativar o **investimento** em 2024/2026 e (4) a **Dívida Pública** é das mais baixas da Europa - apenas representa 72,0% do PIB - com um prémio de risco a 10A, face à Alemanha, estável, à volta de 35/40 p.b.

Mantemos a nossa previsão de crescimento para 2024 em +2,5% e revemos em alta a nossa estimativa para 2025 até +4,2% (vs +3,5% anterior). Revemos em baixa as nossas perspetivas de Inflação para 2024 e 2025 até +2,5% (vs +3,0% ant.) e +2,1% (vs +2,4% ant.), respetivamente.

SUIÇA: Crescimento contido e inflação controlada. O SNB adianta-se e baixa a taxa diretora em março.

A economia suíça ganhará inércia de forma gradual a partir do próximo trimestre. O principal motor para o crescimento continuará a ser o consumo num contexto de baixo desemprego (Taxa de Desemprego fixada em 2,2%) e melhoria dos indicadores de confiança. Os serviços irão liderar, portanto, o crescimento do PIB, mas o setor industrial irá endireitar a sua contribuição nos próximos meses. Indicadores intermédios, como o PMI Industrial apontam neste sentido. Por isso, antecipamos um PIB de +1,3% em 2024 (vs. +0,7% em 2023) e +1,5% em 2025.

Os fundamentos de Irlanda são melhores do que os resultados oficiais refletem.

A Procura Interna mantém-se firme graças à resiliência do setor serviços.

A resiliência do mercado laboral e uma política fiscal expansiva convidam o otimismo.

Irlanda tem superavit orçamental e uma Dívida/PIB das mais baixas da Europa.

O consumo liderará o crescimento, que ganhará inércia de forma gradual.

A inflação confirmou, nos últimos meses, um abrandamento que a situa confortavelmente dentro do intervalo objetivo do banco central (0/+2%). Nos próximos meses, a revisão em alta das rendas provocará uma subida ligeira, mas sem romper em alta o limite máximo do mencionado objetivo. A moderação dos preços da energia e uns salários contidos favorecerão esta evolução. Em concreto, estimamos que o IPC tocará +1,7% no 2T, fechará 2024 em +1,8% (vs. +1,2% em fevereiro) e 2025 em +1,4%.

A inflação confirma o seu abrandamento e manter-se-á dentro do intervalo objetivo (0/+2%) do SNB...

Neste contexto de crescimento inferior ao potencial e ausência de pressões inflacionistas, o SNB surpreendeu, na sua reunião a 21 de março. Baixou a sua taxa diretora em -25 p.b. até 1,50%. Tudo parecia apontar para junho como o momento ótimo para iniciar a descida da taxa diretora. Por dois motivos. Nos próximos meses, o IPC aumentará ligeiramente e adiantar-se demasiado ao BCE poderá depreciar, além do desejável, o franco. Após esta descida, estimamos que o SNB baixará a sua taxa diretora novamente em junho (até 1,25%) e em setembro (até 1,0%). A partir de tal reunião, pensamos que a taxa permanecerá estável num contexto de inflação reduzida e PIB a ganhar tração de forma ligeira.

... que surpreende ao anunciar a sua primeira descida de taxas de juros em março.

O franco suíço responderá a estes movimentos com uma depreciação ligeiramente superior à que estimávamos anteriormente. Especialmente porque o banco central não sente a necessidade de manter o franco valorizado e, por isso, não parece disposto a intervir no mercado. O risco de importar inflação reduz-se num cenário de ausência de pressões de preços. Além disso, um franco menos forte impulsiona o atrativo das exportações do país. Por isso, aprofundamos ligeiramente a tendência de depreciação que esperávamos para a divisa no 2T, momento no qual tal debilitamento deveria tomar impulso.

Neste contexto, o franco aprofundará ligeiramente a tendência de depreciação que já esperávamos.

JAPÃO: O BoJ abandona as taxas de juros negativas. Rumo a um círculo virtuoso salários-preços que gere inflação interna.

Inflação. A forte depreciação do yen (-12% face ao euro e -10% vs dólar nos últimos 12 meses) gerou fortes pressões inflacionistas desde o exterior via custos de importação. O IPC fechou 2023 em 2,6% (Subjacente 3,5%). A partir de agora, esperamos um pouco de moderação por menores pressões desde o exterior, mas com maior contribuição de pressões internas graças ao crescimento dos salários. Estimamos um IPC de 2,2% em 2024 e 1,6% em 2025.

Inflação a moderar-se, mas ainda acima da média histórica.

Salários: Para que a inflação seja sustentável, os salários têm de ser positivos. Para 2024, os sindicatos estão a fazer as maiores petições de subidas salariais desde inícios dos anos 1990, favorecidas também pela escassez de mão de obra (desemprego ,5%). O maior sindicato de trabalhadores (Rengo) e as grandes empresas alcançaram um aumento salarial de +5,28%. É necessário que as subidas se estendam também às pequenas e médias empresas, que representam 70% da força laboral. O objetivo do BoJ é que se consolide a economia num círculo virtuoso entre salários e preços. As subidas em salários deverão, simultaneamente, apoiar a despesa nominal e obrigar as empresas a subir os preços para protegerem as suas margens.

Maiores subidas salariais dos últimos 30 anos.

Economia: Japão conseguiu esquivar a recessão técnica no 4T23, com um crescimento do PIB de +0,4% t/t, que deixou a média anual em +1,9%. O crescimento foi possível devido ao impacto positivo do turismo recetor (principalmente na primeira parte do ano) e à recuperação do investimento, já que a procura interna se mantinha fraca. Para 2024, esperamos um crescimento do PIB de +0,8% e de +1,1% em 2025.

Estimamos crescimento do PIB de +0,8% em 2024 e +1,1% em 2025.

Política Monetária: Na reunião de 19 de março, o Banco do Japão decidiu subir taxas de juros pela primeira vez em 17 anos, colocando-as no intervalo +0,0%/+0,1% desde -0,1% anterior. Desta forma, abandona o período de taxas de juros negativas em que se encontrava desde 2016. Também abandona o sistema de controlo da curva de taxas de juros, embora declare que continuará a comprar obrigações a longo prazo, se for necessário. Esta decisão é consequência de ter ganho confiança em alcançar este círculo virtuoso entre salários e preços, que pode conseguir gerar pressões inflacionistas internas sustentáveis.

O Banco do Japão abandona as taxas negativas que tinha desde 2016.

No comunicado, o BOJ antecipa que, tendo em conta as atuais perspetivas de atividade e de preços, as condições financeiras continuarão a ser acomodáticas. Além disso, a decisão não foi unânime (7 a favor e 2 contra). [Link para o comunicado \(em inglês\)](#). Portanto, não esperamos novas subidas de taxas de juros no restante de 2024 nem em 2025.

As condições financeiras continuarão a ser acomodáticas.

Divisa: Pensamos que a tendência do yen será ligeiramente de apreciação nos próximos meses. O BOJ abandona o período (últimos 8 anos) de taxas de juros negativas. Enquanto o BCE e a Fed entram num novo ciclo de descidas de taxas de juros. O diferencial de taxas estreita-se, o que servirá de apoio ao yen. Estimamos um câmbio EURJPY de 159/165 para 2024.

Ligeira apreciação do yen.

EMERGENTES: Vulneráveis perante superiores tensões geopolíticas. Mantemo-nos fora de China. Talvez Índia...

O binómio rentabilidade-risco perde atrativo para os países emergentes. As **tensões geopolíticas** entre o Oriente e Ocidente continuam a aumentar, deteriorando as suas relações comerciais. O conflito no Mar Vermelho, que bloqueou a passagem das principais companhias de navegação através do Canal de Suez, revela mais uma vez a necessidade de ser autossuficiente, não só de um ponto de vista energético e militar, mas também de abastecimento. Isto abre uma nova fase nas relações comerciais internacionais, que denominaríamos de "**desglobalização**". Além disso, **China** enfrenta um grande desafio interno, de mudança demográfica, que já está a refletir-se no mercado imobiliário, mas que também afetará a sua competitividade exterior e prejudicará o crescimento económico. Dentro dos emergentes, a **Índia** é o país que oferece melhores perspetivas, com crescimento económico nominal superior a +11% em 2024 e 2025 e como possível recetora de parte da capacidade industrial estrangeira saliente da China. Até ao momento do ano, a evolução dos mercados emergentes é mais fraca do que nos desenvolvidos: **MSCI World +6,1% vs MSCI Emergentes +1,1%**.

Mantemo-nos fora de mercados emergentes.

China enfrenta dois grandes desafios nos próximos anos: um interno, (demográfico) e outro externo (tensões geopolíticas), que poderão abrandar o crescimento económico do país. Pelo lado da **demografia**, a natalidade está em mínimos históricos e, em 2023, a sua população reduziu-se pelo segundo ano consecutivo, em -2,08M de habitantes, acelerando desde -0,9M habitantes em 2022. Isto leva a um progressivo

CHINA: economia sobrecarregada por mudança demográfica e tensões geopolíticas.

envelhecimento da população e à conseqüente redução da população com idade para trabalhar, que atualmente está em 60% do total e perde, aproximadamente, -0,5% anual. Na frente **geopolítica**, além do processo de "desglobalização", as tensões entre os EUA e a China por Taiwan estão a afinar a guerra comercial entre as duas principais potências.

Ambos os fatores levarão a uma desaceleração do crescimento económico na China, desde +5,2% de 2023. Mantemos as nossas previsões sem alterações significativas para 2024 e 2025, em +4,2% e +4,5%, **respetivamente, inferior em ambos casos ao +5% objetivo do governo chinês** e muito abaixo dos +9% médio dos últimos 30 anos. Será sobrecarregada pelas componentes mais relevantes: (i) o **Setor Imobiliário (aprox. 30% do PIB)** apresenta um importante excesso de oferta, o que está a levar a uma quebra das principais promotoras do país. As medidas de apoio ao governo amortizarão a queda, embora a prolonguem no tempo, drenando crescimento económico durante os próximos anos; e (ii) **Debilidade no Setor Exterior (aprox. 20% do PIB)**, com queda das Exportações, como já se viu em 2023 (-4%), e perda progressiva de competitividade exterior.

Após fechar 2023 em **deflação (-0,3%)**, prevemos um 2024 de menos a mais, por efeito base. Estimamos que finalize 2024 com a inflação em +1,3% e 2025 em +2,0%. Mantemos estimativas sem alterações.

Neste contexto de baixo crescimento e inflação, estimamos que o **PBoC continue com o processo de descidas de taxas de juros**. No primeiro trimestre do ano, atuou sobre a referência a longo prazo (5 anos), baixando-a -25p.b. até 3,95%, como medida de apoio ao setor imobiliário. Estimamos que faça um movimento semelhante nas taxas de juros de referência a 1 ano, baixando até 3,25% no 2T 2024 (vs 3,45% atual), nível em que prevemos que se mantenha durante o resto do ano, para começar a subir em 2025, à medida que a inflação vai recuperando.

É muito provável que o governo continue a anunciar **medidas de estímulo fiscal** e de apoio a governos locais e empresas estatais com problemas financeiros. Isto traduzir-se-á num maior endividamento público (aprox. 80% sobre PIB atual), o que levou **Moody's** a baixar a **perspetiva** da qualidade de crédito da China (A1) para **Negativa** desde Estável, no final de 2023.

Índia será a grande beneficiária das desavenças entre EUA e China, já que receberá parte da capacidade industrial estrangeira que saia da China nos próximos anos. O principal fator desestabilizador são as **eleições gerais**, que começarão a 19 de abril e prolongar-se-ão até 1 de junho, embora pareça altamente provável que Modi seja reeleito. **Reveremos ligeiramente em alta as estimativas de crescimento económico**, até +6,5% 2024e (vs 6,3% anterior), impulsionado principalmente pelo maior Investimento Estrangeiro e Exportações. A **inflação** mantém-se na parte alta do intervalo objetivo do RBI (5,7% em 2023 vs 2,0%/6,0% objetivo), embora tenderá provavelmente a enfraquecer nos próximos trimestres. Estimamos +5,0% 2024e e +4,0% 2025e (sem alterações vs anterior). Desta forma, o mais provável é que o Banco Central mantenha a taxa de juro de referência em 6,50% atual até meados de 2024, para iniciar a descida até 6,00% na segunda metade do ano, e 5,25% em 2025e.

Estimamos crescimento abaixo do objetivo do governo (5%).

Inflação em níveis surpreendentemente baixos.

Estimamos novas descidas de taxas de juros em 2024...

...e mais estímulos fiscais.

ÍNDIA: apresenta melhores perspectivas do que os restantes países emergentes.

No **Brasil**, o banco central continuará a baixar a taxa de juro de referência a um ritmo de -50p.b. por reunião. Isto implica baixar -100p.b. por trimestre e não vemos motivos para que mude, pelo menos até ao final do ano, momento a partir do qual deverá estabilizar-se em níveis próximos a 7,75% (vs 10,75% atual). **A inflação moderou-se** de forma muito significativa, até +4,6% em 2023, desde máximos de +12,1% em abril de 2022, e já está dentro do intervalo objetivo do BCB (3,25%, +/-1,5%). Poderá continuar a enfraquecer até +4,1% em finais de 2024. Contudo, a política monetária continuará a ser restritiva, para evitar possíveis subidas da inflação como consequência das **medidas de estímulo fiscal** que previsivelmente continuarão a ser aprovadas pelo governo de Lula. Revimos ligeiramente em alta as previsões de crescimento, até +2,0% em 2024e e +2,4% em 2025e (vs +1,8% e 2,0% anterior).

Turquia encontra-se imersa numa crise política, de hiperinflação e falta de confiança, que continuará a sobrecarregar a economia durante os próximos anos. Erdogan continuará no poder após revalidar o seu mandato em 2023, e não prevemos que se recupere a confiança nas instituições, apesar das últimas tentativas. O investimento estrangeiro continuará a sair do país e a divisa a depreciar-se (-9% vs USD até ao momento). Com isso, a inflação provavelmente continuará descontrolada (+50% 2024e e +30% 2025e) e a dívida estrangeira a encarecer.

BRASIL: economia apoiada por estímulos fiscais. Equilíbrio orçamental em risco.

TURQUIA: não é uma alternativa de investimento.

Síntese de Estimativas, Bankinter.

Estimativas Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023p	2024e	2025e
1.- PIB (média anual)										
Espanha	+3,0	+3,0	+2,3	+2,0	-11,2	+6,4	+5,8	+2,5	+1,8	+2,1
Zona Euro	+1,9	+2,6	+1,8	+1,6	-6,4	+5,3	+3,4	+0,5	+0,7	+1,7
<i>Diferencial Espanha - UE</i>	<i>+110</i>	<i>+40</i>	<i>+50</i>	<i>+40</i>	<i>-480</i>	<i>+110</i>	<i>+240</i>	<i>+200</i>	<i>+110</i>	<i>+40</i>
Portugal	+2,0	+3,5	+2,8	+2,7	-8,3	+5,9	+6,9	+2,3	+1,7	+1,8
EUA	+1,8	+2,5	+3,0	+2,5	-2,2	+5,9	+2,0	+2,5	+2,3	+2,0
R.Unido	+2,3	+2,1	+1,7	+1,7	-9,4	+8,3	+4,5	+0,1	+0,4	+1,3
Irlanda	+1,7	+9,4	+8,7	+5,3	+6,6	+15,3	+9,4	-3,0	+2,5	+4,2
Suíça	+2,1	+1,4	+2,9	+1,2	-2,3	+5,5	+2,7	+0,7	+1,3	+1,5
Japão	+0,8	+1,7	+0,7	-0,4	-4,3	+2,3	+1,1	+1,9	+0,8	+1,1
China	+6,8	+6,9	+6,7	+6,0	+2,2	+8,4	+3,0	+5,2	+4,2	+4,5
Índia	+8,0	+6,1	+7,3	+4,6	-6,1	+9,8	+7,1	+7,5	+6,5	+6,3
Brasil	-3,3	+1,3	+1,8	+1,2	-3,3	+5,2	+2,6	+2,9	+2,0	+2,4
Turquia	+3,3	+7,5	+3,1	+0,8	+1,7	+11,8	+5,6	+4,4	+3,3	+3,0
2.- IPC										
Espanha	+1,6	+1,1	+1,2	+0,8	-0,5	+6,5	+5,7	+3,1	+3,3	+2,3
Zona Euro	+1,1	+1,3	+1,5	+1,3	-0,3	+5,0	+9,2	+2,9	+2,7	+2,1
Portugal	+0,9	+1,5	+0,7	+0,4	-0,2	+2,7	+9,6	+1,4	+2,7	+2,2
EUA	+2,1	+2,1	+1,9	+2,3	+1,4	+7,0	+6,5	+3,4	+3,0	+2,6
R.Unido	+1,6	+3,0	+2,1	+1,3	+0,6	+5,4	+10,5	+4,0	+3,0	+3,0
Irlanda	+0,0	+0,4	+0,7	+1,3	-1,0	+5,5	+8,2	+4,6	+2,5	+2,1
Suíça	+0,0	+0,8	+0,7	+0,2	-0,8	+1,5	+2,8	+1,7	+1,8	+1,4
Japão	+0,3	+1,0	+0,3	+0,8	-1,2	+0,8	+4,0	+2,6	+2,2	+1,6
China	+2,1	+1,8	+1,9	+4,5	+0,2	+1,5	+1,8	-0,3	+1,3	+2,0
Índia	+3,4	+5,2	+2,1	+7,4	+4,6	+5,7	+5,7	+5,7	+5,0	+4,0
Brasil	+6,3	+3,0	+3,8	+4,3	+4,5	+10,1	+5,8	+4,6	+4,1	+3,5
Turquia	+8,5	+11,9	+20,3	+11,8	+14,6	+36,1	+64,3	+64,8	+50,0	+30,0
3.- Desemprego										
Espanha (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	11,7	11,8	11,2
Zona Euro	9,6	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,7	6,6	6,5	6,5
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,8	6,5	6,7	6,6
EUA	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,5	3,7	3,9	3,9
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	4,2	4,6	4,4
Irlanda	7,5	6,3	5,5	4,8	6,2	5,0	4,5	4,5	4,4	4,3
Suíça	3,3	2,9	2,4	2,3	3,3	2,4	1,9	2,2	2,2	2,2
Japão	3,0	2,7	2,5	2,2	3,0	2,7	2,5	2,5	2,4	2,3
China	5,2	5,0	4,9	5,2	5,2	5,1	5,5	5,0	4,8	4,2
4.- Crédito S. Privado (Var.% a/a)										
Espanha, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	+8,3	+0,6	-0,1	-4,3	-2,8	-0,6
Espanha, empresarial Nova Produc. (%)	-17,8	+5,1	+2,4	+0,4	+2,5	-16,2	+19,9	-7,3	+3,5	+4,0
Espanha, hipotecario Stock (%)	-2,9	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	+1,3	-0,1	-3,1	-2,2	-1,8
Espanha, hip. Nova Produc. (%)	+5,0	+3,6	+10,8	+1,2	+0,9	+35,2	+9,7	-13,8	+3,0	+5,0
Espanha, consumo Stock (%)	+3,1	+4,8	+4,4	+0,3	-0,7	-1,4	+0,1	-0,4	+0,1	+0,7
Espanha, consumo Nova Produc. (%)	+28,4	+15,9	+17,0	+5,4	-26,6	+6,8	+5,3	+8,0	+3,0	+3,0

Estimativas Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e
5.- Taxas de Juro de Referência (Dez.)**										
UE. Diretora	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	4,00	3,00
UE. Depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,50	2,50
UE. Compra ativos ('000M€ / mês)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	70,00	0,00	-7,75	-27,00	-41,90
EUA	0,50/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	0,00/0,25	0,00/0,25	4,25/4,50	5,25/5,50	4,50/4,75	3,75/4,00
EUA. Compra ativos (MM\$/mês)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	-95,00	-95,00	-90,00	-80,00
R.Unido	0,00	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	3,50	5,25	4,75	3,50
Suíça	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	1,00	1,00
Japão	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,0/0,1	0,0/0,1
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,15	3,85	3,80	3,65	3,45	3,25	3,40
Índia	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	6,25	6,50	6,00	5,25
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	7,75	7,75
6.- Euribor (Dez.)**										
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	2,13	3,91	3,50	3,00
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	3,29	3,51	3,25	2,75
7.- Obrigação 10A (Dez.)**										
Espanha	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	2,98	3,10	2,90
Prémio de Risco Portugal	354	149	148	62	60	64	101	61	90	75
Alemanha	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,57	2,02	2,10	2,00
Portugal	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	2,63	3,00	2,75
EUA	2,45	2,41	2,69	1,92	0,92	1,51	3,88	3,88	3,80	3,60
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	3,66	3,53	3,80	3,70
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	3,08	2,35	2,45	2,35
Suíça	-0,22	-0,18	-0,28	-0,50	-0,58	-0,15	1,58	0,65	0,55	0,50
Japão	0,04	0,04	-0,01	-0,02	0,02	0,07	0,41	0,61	0,85	0,95
8.- Moedas**										
Eurodólar	1,052	1,201	1,147	1,121	1,222	1,137	1,071	1,104	1,05/1,10	1,05/1,10
Euroyen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,9	140,4	155,7	159,0/165,0	158,0/163,0
Eurolibra	0,853	0,888	0,899	0,846	0,894	0,841	0,885	0,867	0,82/0,87	0,83/0,90
Eurosuíço	1,072	1,170	1,126	1,086	1,081	1,038	0,990	0,929	0,94/1,02	1,00/1,05
EuroYuan (offshore)	7,334	7,822	7,879	7,806	7,944	7,227	7,410	7,873	7,50/8,10	7,50/8,10
9.- Matérias primas (Dez.)**										
Petróleo (Brent, \$/b.)	56,8	66,9	53,8	66,0	51,8	77,8	85,9	77,0	75,0	75,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	48,5	75,2	80,3	71,7	70,0	70,0
Oro (\$/oz.)	1.148	1.303	1.282	1.517	1.898	1.829	1.824	2.063	2.000	1.950
10.- Preços da Habitação (Dez.)										
Espanha (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	5,5	1,2	1,5	2,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	12,7	5,5	-2,0	-2,0
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	11,0	7,7	4,4	3,0	2,5
11.- Índices**										
S&P500	2.239	2.674	2.507	3.231	3.756	4.766	3.840	4.770	5.802	n.d.
EuroStoxx-50	3.291	3.504	3.001	3.745	3.553	4.298	3.794	4.521	5.663	n.d.
IBEX-35	9.352	10.044	8.540	9.549	8.074	8.714	8.229	10.102	11.969	n.d.
PSI20	4.679	5.388	4.731	5.214	4.898	5.569	5.726	6.396	7.015	n.d.

Fonte: Estimativas Mar. '24 Research Bankinter

(*) China: 1 Year Benchmark Lending Rate até 2018. Depois, Loan Prime Rate 1 Year

(**) Em obrigações, moedas, Euribor, Juros de Referência, matérias primas e índices: 2023 e anteriores com fecho de mercado a 31 Dez.

(***) Importe estimado para dezembro de cada ano

Síntese de Estimativas detalhadas trimestralmente, Bankinter.-																
PIB	2022r	1T'23r	2T'23r	3T'23p	4T'23p	2023p	1T'24e	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e
EUA	2,0	1,7	2,4	2,9	3,1	2,5	3,1	2,8	1,9	1,4	2,3	1,4	1,9	2,3	2,6	2,0
ESPAÑA	5,8	4,1	2,0	1,9	2,0	2,5	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	2,1	2,3	2,2	2,1
UE	3,4	1,2	0,5	0,1	0,1	0,5	0,3	0,4	0,9	1,3	0,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,7
PORTUGAL	6,9	2,5	2,6	1,9	2,2	2,3	1,2	1,6	2,2	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,8
R. UNIDO	4,5	0,3	0,3	0,2	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,5	0,8	0,4	1,0	1,2	1,4	1,5	1,3
IRLANDA	9,4	2,7	-0,3	-5,8	-8,7	-3,0	2,2	2,5	2,5	2,6	2,5	3,3	3,8	4,3	5,2	4,2
SUÍÇA	2,7	1,5	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	1,1	1,5	1,6	1,3	1,9	1,5	1,2	1,2	1,5
JAPÃO	1,1	2,6	2,3	1,6	1,2	1,9	0,2	0,3	0,9	1,5	0,8	1,4	1,1	0,9	0,8	1,1
CHINA	3,0	4,5	6,3	4,9	5,2	5,2	4,5	4,3	4,0	4,0	4,2	4,0	4,6	4,7	4,8	4,5
BRASIL	2,6	4,0	3,4	2,0	2,1	2,9	1,5	2,0	2,0	2,5	2,0	2,0	2,5	2,5	2,5	2,4
ÍNDIA	7,1	6,1	7,8	7,6	8,4	7,5	7,5	7,0	6,0	5,5	6,5	6,5	6,5	6,0	6,0	6,3
TURQUIA	5,6	4,0	3,8	5,9	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0	3,0	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
IPC	2022r	1T'23r	2T'23r	3T'23r	4T'23r	2023r	1T'24e	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e
EUA	6,5	5,0	3,0	3,7	3,4	3,4	3,2	3,3	3,1	3,0	3,0	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6
ESPAÑA	5,7	3,3	1,9	3,5	3,1	3,1	2,7	3,1	2,2	3,3	3,3	2,4	2,4	2,2	2,3	2,3
UE	9,2	6,9	5,5	4,3	2,9	2,9	2,6	2,5	1,9	2,7	2,7	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
PORTUGAL	9,6	7,4	3,4	3,6	1,4	1,4	1,9	2,8	1,8	2,7	2,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2
R. UNIDO	10,5	10,1	7,9	6,7	4,0	4,0	4,0	2,0	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
IRLANDA	8,2	7,7	6,1	6,4	4,6	4,6	4,1	3,5	3,0	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1
SUÍÇA	2,8	2,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,2	1,7	1,7	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
JAPÃO	4,0	3,2	3,3	3,0	2,6	2,6	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6
CHINA	1,8	0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,5	0,8	1,0	1,3	1,3	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0
BRASIL	5,8	4,7	3,2	5,2	4,6	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	3,5	3,5	3,5
ÍNDIA	5,7	5,7	4,8	5,0	5,7	5,7	5,3	5,1	5,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,0	4,0	4,0
TURQUIA	64,3	50,5	38,2	61,5	64,8	64,8	68,0	65,0	57,0	50,0	50,0	45,0	40,0	35,0	30,0	30,0

Desemprego	2022r	1T'23r	2T'23r	3T'23r	4T'23r	2023r	1T'24e	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e
EUA	3,5	3,5	3,6	3,8	3,7	3,7	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	3,8	3,9	3,9
ESPANHA	12,9	13,3	11,6	11,8	11,7	11,7	11,5	11,6	11,6	11,8	11,8	11,7	11,6	11,4	11,2	11,2
UE	6,7	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,4	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
PORTUGAL	6,8	7,8	6,4	6,5	6,5	6,5	7,0	6,8	6,8	6,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6
R. UNIDO	3,7	3,9	3,9	4,0	4,2	4,2	4,0	4,2	4,4	4,6	4,6	4,6	4,4	4,4	4,4	4,4
IRLANDA	4,4	4,3	3,8	4,7	4,5	4,5	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
SUÍÇA	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
JAPÃO	2,5	2,7	2,5	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
CHINA	5,5	5,3	5,2	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,8	4,8	4,6	4,5	4,3	4,2	4,2
Juro Diretor (banco central)	2022r	1T'23r	2T'23r	3T'23r	4T'23r	2023r	1T'24e	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e
EUA	4,25/4,50	4,75/5,00	5,00/5,25	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,00/5,25	4,50/4,75	4,50/4,75	4,25/4,50	4,00/4,25	3,75/4,00	3,75/4,00	3,75/4,00
UE, Crédito	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	3,50	3,25	3,25	3,00	3,00
UE, Depósito	2,00	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,00	2,75	2,75	2,50	2,50
UE, Compra ativos ('000M€ / mês)**	0,00	-5,80	-15,00	-23,70	-7,75	-7,75	-31,00	-21,60	-33,00	-27,00	-27,00	-41,90	-41,90	-41,90	-41,90	-41,90
R. UNIDO	3,50	4,25	4,75	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,50	3,50
SUÍÇA	1,00	1,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
JAPÃO	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1	0,0/0,1
CHINA (*)	3,65	3,65	3,55	3,45	3,45	3,45	3,45	3,25	3,25	3,25	3,25	3,35	3,35	3,35	3,40	3,40
BRASIL	13,75	13,75	13,50	12,75	11,75	11,75	10,75	9,75	8,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75
ÍNDIA	6,25	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25

Fonte: Estimativas Mar. '24 Research Bankinter

(*) China: Loan Prime Rate 1 Year

(**) Importe estimado para o mês final de cada trimestre

ANEXO I.- Carteiras Modelo de Fundos, ETFs e Ações de Análise Bankinter.

(Link direto para o documento disponível ao clicar sobre cada imagem)

Carteiras Modelo de Fundos

Seleção Estabilidade



Lista de Convicção

Carteiras de Fundos ESG



Carteiras Modelo e Top Seleção de ETFs

ANÁLISE E MERCADOS
Carteiras Modelo de ETFs
 sexta-feira, 26 de dezembro de 2023

1. **EXCLUSÃO RECOMENDADA A RENDA VARIÁVEL, SEGUNDO O PERFIL DO INVESTIDOR**

2. **EVOLUÇÃO CREDITÍCIA E ALTERAÇÕES ESTRUTURAIS**

Inteligência de Investimento

Desafios de Investimento e Alterações

Carteiras Modelo de ETFs

Carteiras Modelo de Ações Europeias

ANÁLISE E MERCADOS
Carteiras Modelo Europeias
 sexta-feira, 26 de dezembro de 2023

Evolution CRI 20 Valores vs Benchmark 50 (per 100 em 2013)

	Per. 2013 a 2023	Per. 2023	Per. 2023
Carteira Ampliada	+10,1%	+25,1%	+11,1%
Carteira Base	+12,2%	+23,0%	+9,0%
Benchmark 50	+7,0%	+18,0%	+8,0%

Carteiras Modelo de Ações Americanas

ANÁLISE E MERCADOS
Carteira Modelo Ações EUA
 sexta-feira, 26 de dezembro de 2023

Ações Americanas	Setor	Valor (USD)	De Total	Variação	Emprego	Setor
CyberCircle	Tecnologia	1.76,17	2,49,30	+34,1%	Alta	Software
Adient	Saúde	325,50	552,37	+23,3%	Alta	Equipamento
Applied Materials	Tecnologia	121,33	8,02	+19,0%	Alta	Equipamento
Prodia	Indústria	360,83	3,68,43	+7,0%	Alta	Indústria
Medtronic	Saúde	50,20	58,51	+1,3%	Alta	Equipamento
Impulse Surgical	Saúde	381,22	8,15,84	+18,5%	Alta	Equipamento
Microcent	Saúde	390,11	3,19	+12,0%	Alta	Equipamento
ON Semiconductor	Tecnologia	6,2,84	73,51	+18,9%	Alta	Equipamento
Procter & Gamble	Consumo	461,27	8,76,71	+10,0%	Alta	Consumo
Alphatec	Saúde	124,88	1,11,41	+8,0%	Alta	Equipamento
Corning Research	Tecnologia	580,42	7,19,42	+21,7%	Alta	Equipamento
PalmSecure	Tecnologia	343,82	2,75,20	+21,4%	Alta	Equipamento
AMD	Tecnologia	90,00	122,18	+23,0%	Alta	Equipamento
WGLA	Indústria	487,80	487,70	+14,1%	Alta	Indústria
Palantir	Tecnologia	187,89	2,96	+22,7%	+2,0%	Software
Amazon	Consumo	123,89	140,20	+9,0%	Alta	Consumo
ARM Holdings	Tecnologia	130,89	1,60,00	+12,0%	Alta	Equipamento
CSL Corp	Saúde	523,51	1,11	+51,0%	+5,0%	Equipamento
Apple	Tecnologia	170,79	3,19	+88,0%	+11,0%	Equipamento
Visa	Consumo	375,20	3,52	+19,0%	+9,0%	Consumo

Carteiras Modelo de Ações Dividendo

ANÁLISE E MERCADOS
Carteira Modelo Ações Dividendo
 sexta-feira, 26 de dezembro de 2023

1. **EXCLUSÃO DA CARTEIRA EM 2023**

2. **ALTERAÇÕES NA CARTEIRA**

ESTILO DE GESTÃO DO FUNDOS DE INVESTIMENTO

Setor	Valor (USD)	De Total	Variação	Emprego	Setor
Indústria	1.120,00	8,0%	Alta	Indústria	10,7%
Consumo	1.040,00	8,0%	Alta	Consumo	10,0%
Saúde	1.020,00	8,0%	Alta	Saúde	10,0%
Tecnologia	1.000,00	8,0%	Alta	Tecnologia	10,0%
Indústria	1.000,00	8,0%	Alta	Indústria	10,0%
Consumo	1.000,00	8,0%	Alta	Consumo	10,0%
Saúde	1.000,00	8,0%	Alta	Saúde	10,0%
Tecnologia	1.000,00	8,0%	Alta	Tecnologia	10,0%
Indústria	1.000,00	8,0%	Alta	Indústria	10,0%
Consumo	1.000,00	8,0%	Alta	Consumo	10,0%
Saúde	1.000,00	8,0%	Alta	Saúde	10,0%
Tecnologia	1.000,00	8,0%	Alta	Tecnologia	10,0%

ANEXO II.- Rácios e estimativas para as empresas do Ibex-35 e EuroStoxx-50

Ibex-35: Principais Números e Rácios

Fecho de 26-mar.-24

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. ANo	Capitaliz.	2023r	PER 2024e	2025e	RESULTADO LÍQUIDO					Rentab. Div24e	Média 2019/23	ROE 2024e	ROE 2025e	EV/EBITDA 2024e	DF/VC (Último)	Média 2019/23	P/VC 2024e	P/VC 2025e	Recomend.	P. Objetivo
									2023r	2024e	Var.%	2025e	Var.%											
Ibex-35	11.125,1	+3,5	+11,2	+10,1	694.030	13,0 x	11,0 x	10,9 x	53.286	62.850	18%	63.883	2%	4,3%	13,3%	14,9%	14,3%	9,8x	1,1 x	3,1 x	2,1 x	2,0 x		
Acciona Energia	20,04	+1,8	+4,9	-28,6	6.598	12,6 x	12,8 x	12,4 x	525	515	-2%	530	3%	2,5%	8,8%	8,3%	8,1%	7,9x	0,6 x	28,1 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	23,20
ACS	40,44	+0,2	+6,6	+0,7	11.249	14,4 x	16,0 x	15,2 x	780	703	-10%	741	5%	5,1%	14,7%	13,7%	14,0%	5,9x	-0,1 x	1,8 x	2,2 x	2,1 x	Comprar	42,90
Acerinox	10,09	+4,1	-0,5	-5,3	2.515	11,0 x	8,0 x	8,8 x	228	315	38%	284	-10%	6,1%	11,7%	12,3%	10,5%	4,2x	0,1 x	1,3 x	1,0 x	0,9 x	Comprar	10,80
AENA	182,00	+1,6	+3,9	+10,9	27.300	16,7 x	15,3 x	14,2 x	1.631	1.783	9%	1.916	7%	5,2%	19,1%	21,5%	21,8%	10,2x	0,8 x	3,3 x	3,3 x	3,1 x	Vender	167,70
Amadeus	59,20	+4,1	+8,9	-8,8	26.670	23,9 x	20,7 x	18,1 x	1.117	1.287	15%	1.471	14%	2,3%	23,3%	24,9%	24,7%	11,7x	0,4 x	6,8 x	5,1 x	4,5 x	Comprar	69,10
Acciona	112,40	+3,4	+8,7	-15,7	6.166	11,4 x	12,6 x	12,3 x	541	491	-9%	502	2%	4,4%	9,6%	9,4%	9,2%	6,1x	1,3 x	1,8 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	133,00
BBVA	10,98	+4,3	+19,5	+33,4	64.071	8,0 x	7,7 x	7,7 x	8.019	8.353	4%	8.371	0,2%	5,0%	11,4%	15,6%	14,8%	n.a.	n.a.	0,7 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	10,60
Bankinter	6,78	-0,4	+15,6	+17,0	6.098	7,2 x	7,2 x	7,4 x	845	850	1%	825	-3%	7,1%	15,2%	14,9%	13,5%	n.a.	n.a.	0,9 x	1,1 x	1,1 x	Restringido	
CaixaBank	4,88	+3,2	+17,1	+31,0	36.625	7,6 x	7,3 x	8,2 x	4.816	5.011	4%	4.469	-11%	7,4%	12,4%	13,0%	11,3%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,9 x	0,9 x	Comprar	5,50
Cellnex	32,75	+0,6	-1,6	-8,2	23.137	Negativo	Negativo	134,8 x	-298	-245	18%	172	n/r	0,2%	-0,9%	Negativo	1,2%	11,8x	1,3 x	2,3 x	1,7 x	1,7 x	Comprar	44,10
Colonial	5,46	+4,8	+8,7	-16,7	2.944	16,9 x	16,2 x	15,5 x	174	182	4%	190	5%	4,9%	2,5%	3,1%	3,3%	23,6x	0,9 x	0,7 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	7,20
Endesa	17,09	+4,2	+2,7	-7,4	18.094	24,4 x	11,2 x	11,2 x	742	1.611	117%	1.621	1%	5,9%	20,2%	21,3%	20,3%	5,9x	1,4 x	3,2 x	2,4 x	2,3 x	Comprar	19,10
Enagas	13,64	+1,9	+2,2	-10,6	3.574	10,4 x	12,7 x	14,5 x	343	281	-18%	247	-12%	7,3%	12,9%	9,6%	8,5%	9,3x	1,1 x	1,5 x	1,2 x	1,2 x	Comprar	16,10
Ferrovial	37,12	+1,5	+7,1	+12,4	27.494	115,9 x	68,9 x	49,0 x	237	399	68%	561	41%	2,0%	5,9%	7,8%	11,0%	29,3x	1,3 x	3,8 x	5,3 x	5,3 x	Comprar	33,50
Fluidra	21,80	-0,1	+1,1	+15,6	4.188	37,4 x	26,7 x	21,6 x	112	157	40%	194	24%	2,9%	6,7%	9,1%	10,7%	11,4x	0,6 x	2,5 x	2,6 x	2,4 x	Vender	21,30
Grifols	8,27	+2,6	+9,1	-46,5	5.070	85,5 x	16,1 x	19,6 x	59	316	432%	258	-18%	0,0%	6,6%	5,1%	4,0%	9,1x	1,8 x	2,6 x	0,9 x	0,9 x	Vender	En Revisión
IAG	1,98	+4,4	+14,5	+11,0	9.733	3,7 x	4,4 x	4,2 x	2.655	2.236	-16%	2.334	4%	0,0%	42,0%	40,6%	34,1%	3,3x	2,8 x	0,8 x	1,2 x	1,4 x	Comprar	2,20
Iberdrola	11,58	+4,6	+9,0	-2,4	74.382	15,5 x	14,6 x	14,1 x	4.803	5.087	6%	5.265	3%	5,0%	9,9%	11,4%	11,4%	8,1x	1,1 x	1,7 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	13,00
Indra	18,99	+2,6	+7,5	+35,6	3.355	16,3 x	12,9 x	12,0 x	206	261	27%	280	7%	1,7%	16,8%	19,5%	18,1%	6,2x	0,1 x	2,0 x	2,5 x	2,2 x	Comprar	20,30
Inditex (5)	46,78	+1,4	+14,1	+18,6	145.797	27,1 x	24,5 x	23,3 x	5.381	5.942	10%	6.248	5%	3,5%	21,1%	30,5%	30,6%	12,6x	Caja Neta	5,8 x	7,5 x	7,1 x	Comprar	45,00
Logista (4)	25,78	+1,8	+3,8	+5,3	3.422	12,6 x	11,9 x	11,7 x	272	287	6%	293	2%	7,6%	35,4%	46,4%	45,2%	2,3x	Caja Neta	4,9 x	5,5 x	5,2 x	Comprar	29,10
Mapfre	2,36	+11,6	+20,5	+21,5	7.268	10,5 x	9,2 x	8,3 x	692	787	14%	877	11%	6,4%	7,9%	9,0%	9,5%	n.a.	n.a.	0,7 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	2,30
Meliá	7,41	+6,2	+12,4	+24,2	1.632	12,6 x	10,4 x	8,4 x	129	157	21%	195	24%	0,0%	19,9%	22,4%	23,0%	5,2x	2,1 x	2,7 x	2,3 x	1,9 x	Comprar	6,99
Merlin Properties	9,81	+7,0	+12,0	-2,5	4.606	16,8 x	15,6 x	14,8 x	274	296	8%	312	5%	4,9%	3,2%	4,4%	4,5%	22,4x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	10,26
ArcelorMittal(3)	25,51	+3,9	+5,7	-0,6	21.755	23,7 x	6,4 x	5,2 x	919	3.678	300%	4.183	14%	2,0%	8,3%	6,6%	7,1%	3,7x	0,1 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x	Comprar	30,80
Naturgy	20,10	+1,0	-8,1	-25,6	19.489	9,8 x	11,9 x	12,0 x	1.986	1.634	-18%	1.620	-1%	7,0%	14,2%	16,8%	16,2%	6,8x	1,3 x	3,0 x	2,0 x	2,0 x	Vender	25,20
Redeia/Red Eléctrica	16,00	+0,9	+8,8	+7,3	8.657	12,5 x	17,2 x	16,7 x	690	503	-27%	517	3%	5,0%	17,7%	9,6%	9,9%	10,8x	0,9 x	2,3 x	1,7 x	1,7 x	Comprar	16,90
Repsol	15,46	+0,6	+5,0	+14,9	18.815	5,9 x	5,3 x	6,6 x	3.168	3.570	13%	2.859	-20%	5,8%	12,7%	10,4%	7,9%	2,6x	0,1 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	16,70
Rovi	80,00	+1,7	+8,0	+32,9	4.321	25,4 x	31,5 x	27,3 x	170	137	-19%	158	16%	1,1%	26,2%	24,1%	23,3%	21,2x	0,1 x	5,7 x	7,6 x	6,4 x	Comprar	80,00
Sabadell	1,45	+1,4	+21,3	+30,5	7.899	5,9 x	5,6 x	6,4 x	1.332	1.402	5%	1.239	-12%	7,9%	6,8%	9,7%	8,2%	n.a.	n.a.	0,3 x	0,5 x	0,5 x	Comprar	1,70
SACYR	3,34	+5,5	+10,2	+6,9	2.325	13,1 x	12,4 x	9,0 x	178	187	5%	258	38%	3,0%	-4,3%	10,1%	12,5%	7,2x	3,7 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	3,85
Santander	4,52	+7,8	+17,5	+19,6	71.508	6,5 x	5,8 x	5,8 x	11.076	12.270	11%	12.346	1%	5,1%	8,4%	12,3%	12,0%	n.a.	n.a.	0,5 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	5,10
Solaria	9,95	+0,4	-9,7	-46,5	1.243	11,6 x	10,6 x	9,6 x	108	118	9%	130	10%	0,0%	18,4%	18,3%	16,8%	10,3x	2,2 x	7,4 x	1,9 x	1,6 x	Neutral	13,00
Telefónica	4,11	+4,9	+8,4	+16,3	23.634	Negativo	12,8 x	11,9 x	-892	1.841	-306%	1.992	8%	7,3%	15,5%	8,4%	8,9%	4,6x	3,2 x	1,3 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	4,20
Unicaja	1,14	+6,2	+20,3	+27,6	3.016	11,3 x	6,7 x	7,1 x	267	450	69%	425	-6%	7,9%	3,9%	6,5%	6,0%	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Comprar	n/d

Empresas Espanholas Não Ibex-35

Não Ibex:																								
Cie Automotive	26,12	+2,3	+6,1	+1,6	3.129	9,8 x	9,2 x	8,7 x	320	341	7%	358	5%	3,6%	20,1%	17,4%	15,8%	5,5x	0,7 x	2,2 x	1,6 x	1,4 x	Comprar	33,10
Catalana Occidente	35,35	+3,8	+4,9	+14,4	4.242	7,7 x	7,5 x	7,4 x	552	568	3%	574	1%	3,4%	11,6%	11,3%	10,4%	n.a.	n.a.	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	39,70
Faes Farma	3,16	+6,6	+5,3	+0,0	999	10,9 x	11,0 x	13,2 x	92	91	-1%	76	-17%	4,7%	15,0%	12,9%	10,3%	7,5x	Caja neta	2,2 x	1,4 x	1,4 x	Vender	3,10
Reig Jofre	2,50	-0,8	-0,8	+11,1	199	21,2 x	24,3 x	21,2 x	9	8	-13%	9	15%	4,0%	3,5%	3,9%	4,2%	7,0x	0,3 x	1,2 x	0,9 x	0,9 x	Comprar	3,30
Viscofan	58,80	+1,9	+12,9	+9,7	2.734	19,4 x	18,0 x	16,0 x	141	152	8%	171	13%	3,7%	15,3%	15,1%	15,9%	9,5x	0,1 x	3,1 x	2,7 x	2,5 x	Comprar	61,10
Ence	3,20	+8,5	+12,3	+13,1	789	Negativo	24,2 x	15,0 x	-35	33	n.a.	53	61%	2,8%	8,6%	5,2%	8,6%	6,3x	0,3 x	1,2 x	1,4 x	1,4 x	Comprar	3,66
Almirall	8,12	+2,0	+2,5	-3,7	1.699	Negativo	47,3 x	38,8 x	-39	36	n.a.	44	22%	2,3%	4,8%	2,4%	2,8%	9,4x	0,0 x	1,5 x	1,1 x	1,1 x	Vender	9,00
PharmaMar	28,08	-2,3	-7,6	-31,6	515	468,6 x	515,4 x	88,9 x	1	1	-9%	6	480%	2,3%	52,8%	0,6%	3,3%	49,2x	Caja Neta	19,4 x	2,9 x	3,0 x	Comprar	38,00
CAF	33,70	+1,5	+2,9	+3,4	1.155	13,0 x	9,9 x	7,6 x	89	117	31%	152	30%	3,9%	6,8%	12,5%	14,6%	4,5x	0,3 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	41,90
Talgo	4,45	+4,2	+4,7	+1,4	551	45,2 x	19,1 x	14,6 x	12	29	136%	38	31%	1,8%	6,8%	9,1%	10,9%	9,9x	1,0 x	2,1 x	1,7 x	1,6 x	Vender	4,2
Técnicas Reunidas	7,38	+4,1	-5,7	-11,6	593	Negativo	6,7 x	8,8 x	60	88	48%	67	-24%	0,0%	8,3%	15,0%	10,2%	0,9x	-0,6 x	3,4 x	1,0 x	0,9 x	Vender	7,30
Gestamp	2,95	+1,9	+0,7	-15,9	1.698	6,0 x	5,2 x	5,1 x	281	325	16%	330	2%	5,8%	5,5%	10,6%	9,8%	2,9x	0,8 x	1,0 x	0,6 x	0,5 x	Vender	3,00
Lar España	7,09	+3,8	+10,3	+15,3	593	11,9 x	12,8 x	12,7 x	50	46	-7%	47	1%	8,4%	4,9%	5,1%	5,2%	17,7x	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	6,34
Linea Directa (6)	0,90	+3,2	-1,3	+6,2	984	Negativo	21,2 x	12,3 x	-4	46	n.a.	80	72%	3,7%	28,1%	14,9%	25,6%	n.a.	n.a.	3,0 x	3,1 x	3,0 x	Restringido	
Neinor Homes	10,12	-1,4	-1,2	+0,6	759	8,3 x	11,9 x	11,9 x	92	64	-30%	64	0%	16,5%	9,4%	7,6%	8,2%	8,6x	0,2 x	0,9 x	0,9 x	1,0 x	Neutral	10,60
Aedas Homes	17,70	-13,2	-6,5	-2,9	773	7,3 x	6,6 x	6,9 x	106	117	10%	112	-4%	12,5%	8,8%	11,8%	11,2%	6,0x	0,3 x	1,0 x	0,8 x	0,8 x	Comprar	20,90
Prosegur	1,55	-3,5	-12,3	-11,7	847	12,9 x	9,3 x	7,3 x	66	91	39%	115	26%	9,8%	16,0%	13,0%	16,3%	4,0x	1,7 x	1,8 x	1,1 x	1,1 x	Neutral	n/d
Prosegur Cash	0,48	+0,0	-1,0	-10,4	714	11,4 x	7,6 x	6,1 x	63	94	50%	117	24%	6,9%	45,4%	59,0%	70,8%	3,9x	5,6 x	9,7 x	3,7 x	3,2 x	Neutral	n/d
Umbrella Solar	5,70	+0,0	-2,6	-10,9	123	Negativo	16,8 x	9,5 x	-3	7	n.a.	13	77%	0,0%	57,0%	26,5%	30,1%	Negativo	1,4 x	n.a.	4,5 x	2,9 x	Comprar	7,60

EuroStoxx-50: Principais Números e Rácios

Fecho de 26-mar.-24

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Ano	Capitaliz.	2023r	PER 2024e	2025e	2023r	RESULTADO LÍQUIDO				Rentab. Div24e	Média 2019/23	ROE			EV/EBITDA	DF/VC (Último)	Média 2019/23	P/VC		Recomendação
										2024e	Var. %	2025e	Var. %		2024e	2025e	2023r		2024e	2025e		2024e	2025e	
EuroStoxx-50	5.092,2	+1,8	+4,4	+12,6	4.622.438	14,9 x	13,9 x	13,9 x	300.493	310.435	3%	331.854	7%	3,8%	15,4%	16,1%	16,1%	11,81	0,8 x	4,0 x	4,0 x	3,6 x		
Adidas	208,10	+3,5	+11,2	+13,0	37.458	Negativo	53,7 x	25,0 x	-75	698	831%	1.498	115%	0,7%	16,0%	13,9%	25,0%	19,11	2,9 x	7,1 x	7,4 x	6,2 x	Neutral	
Adyen	1.580,00	+8,1	+8,2	+35,4	49.032	51,8 x	55,8 x	42,2 x	698	878	26%	1.162	32%	0,0%	27,1%	21,7%	22,4%	40,11	Caja Neta	28,6 x	12,1 x	9,4 x	Comprar	
Ahold Delhaize	27,63	+2,2	+0,4	+6,2	26.309	13,2 x	11,3 x	10,5 x	1.874	2.337	25%	2.513	8%	4,1%	14,0%	15,0%	14,9%	2,21	0,9 x	1,9 x	1,7 x	1,5 x	r/d	
Air Liquide	193,78	-0,6	+3,1	+10,0	101.665	30,0 x	28,4 x	25,6 x	3.078	3.580	16%	3.974	11%	1,8%	12,6%	14,1%	14,4%	13,69	0,4 x	3,3 x	3,8 x	3,5 x	Neutral	
Airbus	172,62	+2,7	+12,9	+23,5	136.764	29,2 x	25,5 x	20,7 x	3.789	5.369	42%	6.612	23%	1,4%	32,9%	25,8%	25,9%	21,16	Caja Neta	10,1 x	6,5 x	5,3 x	Comprar	
Allianz	278,00	+2,6	+9,5	+14,9	108.898	11,0 x	10,8 x	10,4 x	8.541	10.045	18%	10.466	4%	5,5%	10,6%	16,1%	15,8%	n.a.	n.a.	1,3 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	
AB InBev	56,36	+2,6	+1,1	-3,5	113.804	22,1 x	16,7 x	14,7 x	5.341	6.821	28%	7.755	14%	2,0%	7,4%	7,1%	7,7%	2,84	0,7 x	1,6 x	1,3 x	1,2 x	r/d	
ASML	894,50	+2,3	+2,8	+31,2	357.428	35,1 x	46,6 x	33,4 x	7.839	7.670	-2%	10.714	40%	0,8%	45,7%	48,6%	52,1%	37,58	Caja Neta	18,5 x	22,2 x	16,9 x	Comprar	
AXA	34,90	+0,9	+6,1	+18,3	79.224	9,3 x	9,5 x	9,1 x	7.189	8.324	16%	8.676	4%	5,9%	9,6%	14,5%	12,9%	n.a.	n.a.	1,0 x	1,5 x	1,3 x	Comprar	
B. Santander	4,52	+7,9	+17,6	+19,6	71.547	5,5 x	5,8 x	5,8 x	11.076	12.270	11%	12.346	1%	5,1%	6,1%	12,3%	12,0%	n.a.	0,0 x	0,6 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	
BASF	53,16	+2,5	+12,9	+9,0	47.446	10,7 x	17,5 x	13,5 x	4.039	2.716	-33%	3.516	29%	3,9%	11,4%	7,4%	9,9%	8,03	0,5 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	Neutral	
Bayer	28,22	+7,6	+0,4	-16,1	27.719	Negativo	7,3 x	7,4 x	-2.941	3.796	n.r.	3.758	n.r.	0,4%	7,5%	10,4%	9,3%	2,88	1,0 x	1,3 x	0,8 x	0,7 x	Vender	
BBVA	10,98	+4,3	+19,5	+33,4	64.071	6,0 x	7,7 x	7,7 x	8.019	8.353	4%	8.371	0,2%	5,0%	10,5%	15,6%	14,8%	n.a.	0,0 x	0,7 x	1,2 x	1,1 x	Comprar	
BMW	106,36	+0,0	-2,6	+5,5	67.536	4,8 x	5,3 x	5,3 x	13.195	12.760	-3%	12.829	1%	5,8%	12,8%	12,0%	11,1%	1,70	Caja Neta	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	
BNP Paribas	65,28	+5,4	+17,9	+4,3	74.907	6,5 x	7,2 x	6,7 x	10.975	10.450	-5%	11.150	7%	7,0%	9,3%	8,4%	8,7%	n.a.	0,0 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	
Danone	59,92	+0,9	+1,5	+2,1	40.612	23,9 x	24,0 x	25,2 x	1.667	1.689	1%	1.609	-5%	3,5%	9,8%	9,2%	8,6%	2,01	0,5 x	2,2 x	2,1 x	2,0 x	Comprar	
Deutsche Boerse	189,15	+2,2	-2,3	+1,4	35.939	20,4 x	19,8 x	18,7 x	1.724	1.814	5%	1.921	6%	2,1%	18,7%	16,3%	15,8%	0,90	2,2 x	3,9 x	3,3 x	2,9 x	Neutral	
DHL	40,46	+4,2	-5,7	-9,8	50.132	14,1 x	12,4 x	11,2 x	3.922	4.034	3%	4.471	11%	4,4%	20,8%	15,1%	15,6%	5,78	0,7 x	2,9 x	1,9 x	1,7 x	Comprar	
Deutsche Telekom	22,51	+2,9	+2,4	+3,5	112.245	Negativo	12,7 x	11,4 x	-1.280	8.837	590%	9.805	11%	7,9%	17,3%	9,2%	9,7%	5,42	2,3 x	2,0 x	1,8 x	1,7 x	Comprar	
Enel	6,15	+0,7	+4,5	-8,6	62.505	10,5 x	9,2 x	9,2 x	6.488	6.774	4%	6.824	1%	7,3%	15,0%	21,8%	21,5%	8,37	4,3 x	2,4 x	2,0 x	2,0 x	Comprar	
Eni	14,61	+2,0	+2,5	-4,8	49.309	10,7 x	7,0 x	6,6 x	4.836	7.030	45%	7.483	6%	6,6%	11,9%	12,2%	12,1%	3,87	0,2 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x	Vender	
EssilorLuxottica	211,30	+0,6	+7,7	+16,4	95.901	28,9 x	31,2 x	28,4 x	2.855	3.078	8%	3.381	10%	1,9%	4,1%	7,7%	8,1%	14,70	1,6 x	2,0 x	2,3 x	2,2 x	Comprar	
Ferrari	407,20	+2,0	+4,4	+33,4	73.456	44,0 x	54,1 x	49,3 x	1.257	1.358	8%	1.491	10%	0,6%	37,6%	30,7%	27,7%	29,03	Caja Neta	17,1 x	16,7 x	13,7 x	Comprar	
Hermes	2.398,00	-0,3	+3,7	+25,0	253.155	47,0 x	55,0 x	50,0 x	4.311	4.603	7%	5.068	10%	0,7%	27,3%	27,7%	24,2%	35,58	Caja Neta	13,1 x	14,0 x	12,8 x	Comprar	
Iberdrola	11,60	+4,7	+9,2	-2,3	74.478	15,6 x	14,6 x	14,1 x	4.803	5.087	6%	5.265	3%	4,9%	10,1%	11,4%	11,4%	8,11	1,1 x	10,1 x	1,7 x	1,6 x	Comprar	
Inditex	46,78	+1,4	+14,1	+18,6	145.797	22,8 x	24,5 x	23,3 x	5.381	5.942	10%	6.248	5%	3,5%	21,2%	30,5%	30,6%	13,45	Caja Neta	5,8 x	7,5 x	7,1 x	Comprar	
Infineon	31,28	+0,9	-5,5	-17,3	40.843	15,7 x	15,5 x	12,9 x	3.138	2.630	-16%	3.155	20%	1,2%	12,9%	14,0%	14,7%	8,10	0,1 x	3,5 x	2,2 x	1,9 x	Comprar	
ING	14,99	+4,3	+18,1	+10,8	52.431	6,5 x	9,0 x	8,9 x	7.287	5.850	-20%	5.900	1%	6,3%	8,4%	11,0%	10,7%	n.a.	0,0 x	0,8 x	1,0 x	0,9 x	Neutral	
Intesa	3,37	+2,9	+14,6	+27,3	61.531	6,3 x	7,5 x	7,5 x	7.724	8.150	6%	8.230	1%	9,8%	9,5%	14,1%	13,9%	n.a.	0,0 x	0,7 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	
Kering	364,00	-3,0	-14,4	-8,8	44.925	16,5 x	14,1 x	12,7 x	2.983	3.180	7%	3.529	11%	4,2%	21,5%	19,3%	19,7%	6,22	1,3 x	6,0 x	2,9 x	2,7 x	Vender	
L'Oréal	439,50	+0,6	-0,5	-2,5	235.012	37,1 x	36,1 x	33,6 x	6.487	6.504	0%	6.988	7%	1,7%	18,0%	20,3%	19,9%	21,53	0,6 x	7,2 x	7,3 x	6,7 x	Vender	
LVMH	827,40	-2,2	-1,8	+12,8	414.859	24,3 x	26,5 x	24,0 x	15.174	15.665	3%	17.290	10%	1,8%	22,1%	22,6%	22,0%	12,97	0,5 x	6,5 x	6,0 x	5,3 x	Comprar	
Mercedes Benz Group	73,64	-0,2	+0,0	+17,7	77.852	4,6 x	6,4 x	6,3 x	14.261	12.189	-15%	12.326	1%	6,2%	14,6%	12,1%	11,4%	0,83	Caja Neta	0,8 x	0,8 x	0,7 x	Comprar	
Munich RE	450,50	+0,6	+4,7	+20,1	61.479	11,2 x	12,1 x	11,4 x	4.606	5.083	10%	5.407	6%	3,3%	11,7%	16,6%	16,5%	n.a.	n.a.	1,5 x	1,9 x	1,7 x	Neutral	
Nokia	3,31	+2,3	+1,7	+8,6	18.606	26,0 x	11,8 x	11,0 x	665	1.573	137%	1.696	8%	4,2%	9,0%	7,6%	7,9%	1,61	Caja Neta	1,3 x	0,9 x	0,8 x	Neutral	
Nordea	10,50	-6,0	-6,6	-6,4	36.816	8,1 x	7,5 x	7,7 x	4.908	4.915	0%	4.810	-2%	9,0%	10,0%	15,1%	13,6%	n.a.	0,0 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	Neutral	
Pernord Ricard	148,95	+1,9	-3,6	-6,8	38.076	18,1 x	17,4 x	16,9 x	2.262	2.189	-3%	2.254	3%	3,0%	9,5%	11,1%	12,0%	13,26	0,6 x	3,0 x	2,3 x	2,2 x	Neutral	
Prosus	28,83	+5,0	+6,8	+6,8	74.344	7,1 x	15,5 x	13,8 x	10.112	4.801	-53%	5.385	12%	0,2%	22,0%	8,8%	9,1%	n.a.	Caja Neta	2,6 x	1,5 x	1,4 x	Neutral	
Safran	211,90	+3,4	+9,4	+32,9	90.537	19,8 x	31,0 x	25,8 x	3.444	2.918	-15%	3.505	20%	1,3%	13,2%	21,8%	22,7%	17,04	Caja Neta	4,6 x	6,6 x	5,7 x	Neutral	
Saint Gobain	72,27	+2,5	+1,5	+8,4	36.601	10,4 x	11,5 x	10,7 x	3.242	3.174	-2%	3.426	8%	3,1%	10,0%	12,7%	12,6%	5,97	0,3 x	1,2 x	1,4 x	1,4 x	Comprar	
Sanofi	91,87	+4,8	+4,5	+2,4	116.206	21,0 x	15,2 x	13,9 x	5.400	7.622	41%	8.336	9%	4,2%	10,4%	9,9%	10,4%	9,07	0,1 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x	Neutral	
SAP	182,52	+5,2	+5,6	+30,9	224.227	27,1 x	52,8 x	45,7 x	6.325	4.244	-33%	4.911	16%	1,2%	11,3%	9,4%	10,4%	26,77	Caja Neta	3,8 x	4,7 x	4,5 x	Comprar	
Schneider Electric	209,80	-2,5	+0,0	+15,4	120.181	26,0 x	27,3 x	24,8 x	4.003	4.397	10%	4.841	10%	1,8%	12,7%	15,1%	15,2%	15,88	0,4 x	3,0 x	3,9 x	3,6 x	Vender	
Siemens	175,96	+0,1	-3,8	+6,6	140.768	17,0 x	18,9 x	16,4 x	7.950	7.432	-7%	8.573	15%	2,9%	12,0%	14,5%	15,6%	9,79	0,2 x	2,2 x	2,5 x	2,3 x	Neutral	
Stellantis	26,72	+0,2	+10,7	+26,3	84.579	3,6 x	5,2 x	5,1 x	18.596	16.131	-13%	16.607	3%	5,4%	21,1%	16,6%	15,2%	1,94	Caja Neta	0,8 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	
TotalEnergies	63,42	+0,3	+7,5	+3,0	151.374	6,9 x	10,0 x	10,1 x	21.510	15.089	-30%	14.993	-1%	5,2%	15,0%	11,7%	10,9%	4,17	0,2 x	1,0 x	1,2 x	1,1 x	Vender	
Unicredit	34,56	+1,9	+11,8	+40,7	58.116	4,6 x	7,0 x	7,3 x	9.507	8.350	-12%	7.925	-5%	6,2%	7,5%	13,4%	12,1%	n.a.	0,0 x	0,5 x	1			

Empresas Europeias Não EuroStoxx-50

Não EuroStoxx 50:																							
Carrefour	16,18	+2,9	+4,2	-2,4	11.465	7,1 x	9,3 x	8,2 x	1.659	1.239	-25%	1.407	14%	5,4%	11,2%	8,6%	9,1%	3,29	0,8 x	1,1 x	0,9 x	0,9 x	Em Revisão
RWE	31,48	+1,4	+1,5	-23,6	23.416	6,7 x	11,1 x	13,2 x	4.536	2.111	-53%	1.780	-16%	3,5%	18,2%	6,4%	5,1%	5,95	0,2 x	1,2 x	0,7 x	0,7 x	Comprar
Deutsche Bank	14,70	+7,8	+18,9	+18,9	29.318	5,9 x	6,8 x	6,1 x	4.274	4.325	1%	4.825	12%	4,1%	2,3%	6,5%	7,0%	n.a.	0,0 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	Neutral
H&M	178,10	+18,4	+27,4	+0,8	290.345	32,8 x	19,6 x	17,5 x	8.752	14.823	69%	16.622	12%	3,6%	13,8%	28,6%	28,7%	6,58	Caja Neta	5,1 x	5,6 x	5,0 x	Vender
Hellofresh	6,59	-3,7	-48,6	-54,0	1.141	130,1 x	20,4 x	26,5 x	19	56	195%	43	-23%	0,0%	19,7%	5,2%	3,8%	3,62	0,1 x	10,0 x	1,1 x	1,0 x	Vender
E.ON	12,88	+2,9	+9,0	+6,0	34.007	10,4 x	11,8 x	12,2 x	3.068	2.880	-6%	2.795	-3%	4,3%	15,0%	18,6%	16,7%	8,21	2,7 x	2,2 x	2,2 x	2,0 x	Comprar
Maersk	8.982,00	-0,8	-7,8	-26,0	155.921	8,1 x	Negativo	161,2 x	3.822	-917	-124%	142	115%	2,1%	20,5%	Negativo	0,3%	4,43	Caja Neta	1,1 x	0,4 x	0,5 x	Vender
Nestlé	95,92	+1,4	+4,5	-1,6	256.106	23,2 x	23,4 x	22,5 x	11.209	10.948	-2%	11.360	4%	3,2%	27,3%	31,7%	30,3%	16,20	1,3 x	6,6 x	7,2 x	6,7 x	Comprar
Richemont	136,55	-0,2	-2,9	+18,0	80.748	18,7 x	20,8 x	18,6 x	3.664	3.875	6%	4.351	12%	2,8%	12,4%	19,0%	19,8%	11,48	Caja Neta	3,3 x	3,9 x	3,6 x	Neutral
Ryanair	20,98	-0,1	+4,1	+10,0	23.915	273,0 x	12,1 x	11,2 x	1.314	1.984	n/r	2.132	n/r	2,4%	17,7%	27,5%	24,3%	6,94	Caja Neta	3,8 x	3,3 x	2,6 x	Comprar
Soc. Generale	24,38	+1,3	+8,7	+1,5	19.577	7,7 x	5,2 x	4,3 x	2.493	3.750	50%	4.525	21%	4,3%	3,4%	5,6%	6,5%	n.a.	0,0 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Vender
Unilever	46,18	+1,5	+2,0	+5,3	115.482	16,9 x	18,1 x	18,1 x	6.487	6.385	-2%	6.385	0%	3,9%	39,9%	30,9%	31,6%	11,55	1,1 x	7,6 x	5,9 x	5,5 x	Vender
Lufthansa	7,15	+4,3	-0,6	-11,2	8.550	10,2 x	5,6 x	4,5 x	938	1.521	62%	1.914	26%	0,0%	14,7%	19,5%	23,3%	4,14	2,1 x	1,3 x	0,8 x	0,7 x	Comprar
Porsche	93,92	+0,4	+8,8	+17,5	85.561	14,1 x	16,8 x	14,7 x	5.157	5.108	-1%	5.832	14%	2,4%	20,4%	20,6%	21,1%	7,49	Caja Neta	n.a.	3,5 x	3,1 x	Comprar
Siemens Energy	16,38	+10,2	+15,3	+36,5	13.089	Negativo	Negativo	73,9 x	-4.532	-125	-	177	-	0,0%	Negativo	Negativo	2,1%	Negativo	0,1 x	n.a.	1,6 x	1,5 x	Vender

ANEXO III.- Estatística de recomendações emitidas sobre empresas avaliadas nos últimos 12 meses

	% Comprar	% Vender	% Neutro
A 24.03.2023	51,2%	39,8%	8,9%
A 28.06.2023	50,8%	41,7%	7,5%
A 28.09.2023	51,7%	42,5%	5,8%
A 18.12.2023	52,9%	34,5%	12,6%
A 22.03.2024	65,3%	15,3%	19,5%