

Nota de Mercados

Global Investments
25 de outubro 2024

1. Cenário de crescimento económico
2. Mercados
3. Conclusões

Cenário de crescimento económico e bom tom nos resultados empresariais

- As previsões do FMI, a revisão das séries estatísticas nos EUA e os dados mais recentes confirmam que a economia global continua a mover-se na fase intermédia do ciclo económico, apoiada em bons fundamentais.
- Com o início do ciclo de descida da Fed e do BCE, que “confirma” que a inflação está a moderar na direção certa, a narrativa do mercado centra-se agora no ritmo de crescimento económico: o mercado ajusta as previsões para a taxa final da Fed.
- A temporada de resultados empresariais nos EUA começou com bons resultados, tanto nos números trimestrais como em previsões futuras, e as principais bolsas continuam com fortes ganhos no ano.

1. Crescimento: previsões do FMI....

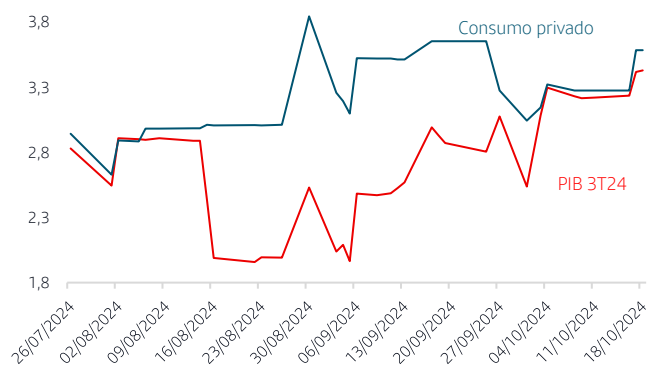
A atualização das previsões económicas publicadas todos os anos pelo FMI nesta altura é especialmente relevante. O aproximar do final do ano permite, por um lado, ajustar muito mais as estimativas para o período que está prestes a terminar e, por outro, ter maior visibilidade para estimar os números do próximo ano. Neste sentido, o FMI confirma que o mundo continuará a crescer a uma taxa de 3,2% em 2025 e as revisões afetam mais os números específicos por país: a previsão de crescimento é reforçada no sentido de um *soft landing* para os EUA e na Zona Euro, constata-se a fragilidade da segunda parte do ano mas com previsão de reativação em 2025.

... soft landing em EUA, e a revisão das séries estadísticas domésticas reforça a solidez do setor privado.....

Nos EUA, o FMI reviu em alta o crescimento em 2024 em uma décima, +2,8%, e mantém o crescimento em 2025 em 2,2%. Estes números estão muito em linha com as nossas previsões e excluem claramente o risco de recessão. Olhando para o horizonte mais próximo, a estimativa feita pela Fed de Atlanta com os números correspondentes ao 3T24 até agora divulgados, mostra um ritmo anualizado do PIB e do consumo privado superior a 3%.

EUA: estimativa da Fed de Atlanta do PIB e consumo privado para o 3T24

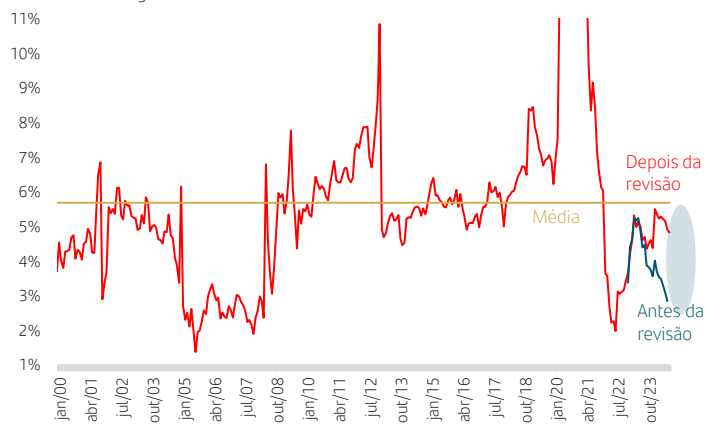
Fonte: Bloomberg 23/10/2024



Tudo isto coincide também com a atualização periódica das Contas Nacionais dos EUA realizada pelo *Bureau of Economic Analysis* que demonstrou ainda uma maior força do setor privado, maior ainda do que a inicialmente publicada. Assim, no último ano o rácio de poupança das famílias não diminuiu, mas continuou a aumentar e está de facto muito próximo da média histórica. Uma posição sem dúvida muito saudável, especialmente tendo em conta que no mesmo período o consumo privado cresceu 2,6%.

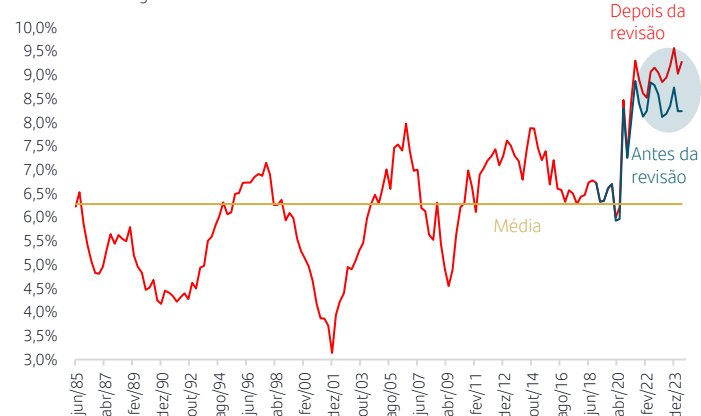
Posição financeira das famílias: poupança em % do rendimento disponível

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



Posição financeira das empresas: lucros antes de impostos em % do PIB

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



No caso das empresas, a revisão em alta dos lucros antes de impostos afeta os últimos três anos e acentua ainda mais os níveis máximos históricos em que se situa o rácio. Destaca-se também que isso deveu-se ao aumento do rendimento líquido, o que sem dúvida reforça a nossa estimativa do apoio que o investimento empresarial tem para continuar a crescer a bom ritmo e, portanto, favorecendo a criação de emprego.

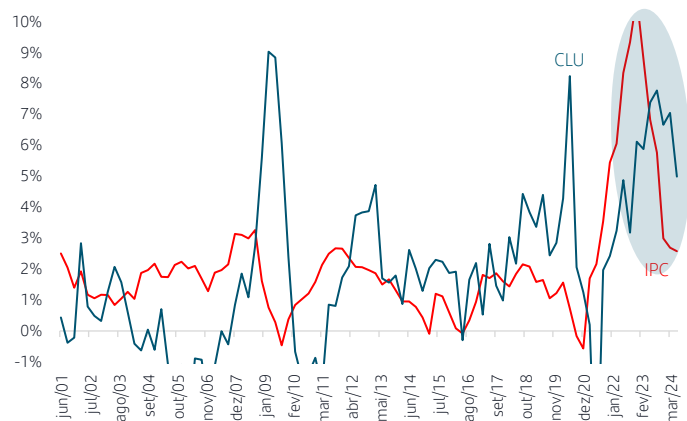
... a fraqueza da Alemanha reduz o crescimento na Zona Euro, mas os fundamentais apontam para uma melhoria até 2025...

Na Zona Euro, o FMI ajustou em baixa as suas previsões (crescimento de 0,8% este ano e de 1,2% em 2025), resultado, em grande parte, da situação de fragilidade da economia alemã, para a qual prevê estagnação este ano e crescimento de 0,8% em 2025.

A situação na Alemanha responde a fatores que estão a afetar toda a Zona Euro mas que, devido à natureza industrial da sua economia, a penalizam de forma mais intensa.

Alemanha: evolução da inflação (IPC) vs custos de trabalho unitários (CLUs)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



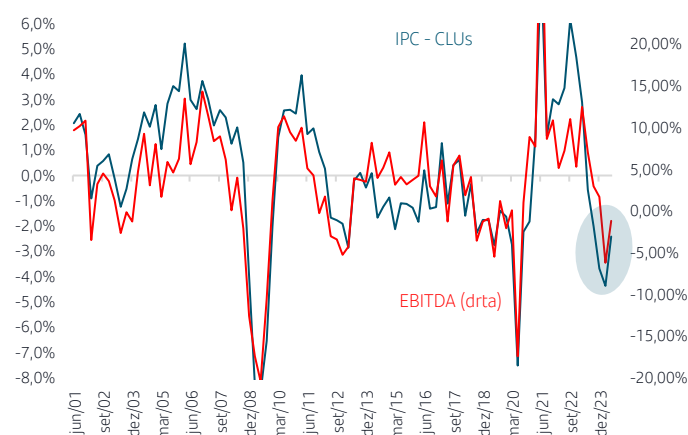
A forte subida da inflação desde o final de 2021 teve um impacto relevante e progressivo nos custos do trabalho (CLUs), cujo aumento só atingiu o pico em setembro de 2023. A moderação iniciou o seu curso, mas, até agora, ainda está longe da moderação que a inflação tem vindo a registar.

A diferença entre o ritmo dos CLUs e a inflação pode ser tomada como uma aproximação das margens empresariais e, como se verifica no gráfico abaixo, é evidente a redução que estas sofreram, o que por sua vez tem impactado os lucros do setor empresarial e, portanto, diminuindo a capacidade de investimento. Isto ficou evidente na queda do investimento na Alemanha no 2ºT24, enquanto tudo indica que voltou a acontecer durante o 3ºT24.

A boa notícia é que os números mais recentes mostram que esta situação atingiu o seu nível mais baixo e está a ser revertida. A manter-se esta tendência, a fragilidade desta segunda parte do ano dará lugar progressivamente a uma nova fase de reativação do crescimento na Alemanha e, por extensão, na Zona Euro.

Alemanha: evolução proxy margem empresarial vs EBITDA

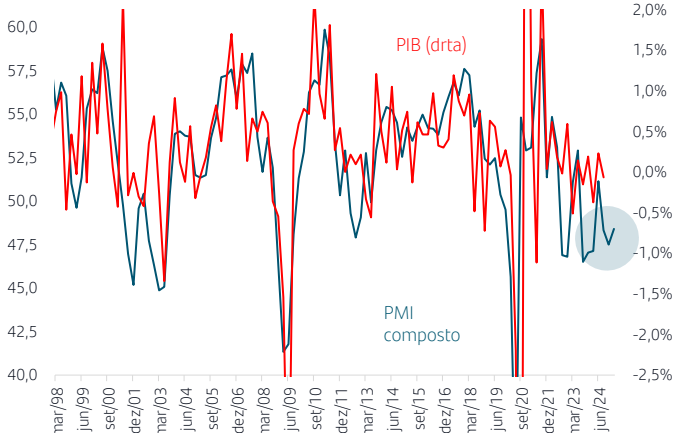
Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



Neste sentido, esta semana foi publicada a confiança empresarial, PMIs, de outubro, de destacar os sinais de melhoria na Alemanha: o PMI Indústria recuperou para os 42,6 desde os mínimos anuais de setembro (40,6) e o PMI dos Serviços avançou para 51,4. O conjunto deixa o PMI Composto em 48,4, mais próximo do nível de 50 que corresponde à expansão económica.

Alemanha: PMI Composto e PIB trimestral

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



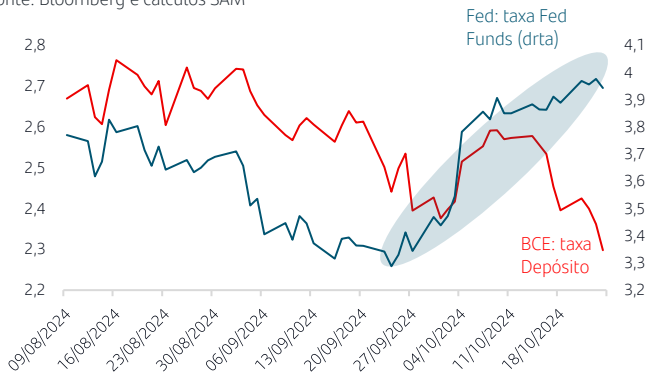
2. Mercados: expectativas sobre Bancos Centrais, lucros empresariais e eleições nos Estados Unidos

Assim que os investidores perceberam que tanto o BCE como a Fed já estão imersos no ciclo de baixa das taxas, a narrativa do mercado passou a centrar-se na inflação, e focalizou-se no crescimento económico. E aí surge uma diferença substancial entre o ritmo dos EUA e da Zona Euro. Esta mudança de narrativa (também reforçada pelos dados mais recentes) fez com que o mercado ajustasse as suas previsões relativamente aos movimentos da Fed e do BCE desde o início de outubro.

Olhando para além de dezembro e tomando como referência o horizonte até março de 2025, o mercado eliminou +50b.b. nas suas previsões para cortes da Fed, enquanto para o BCE prevê quase -25b.b. adicionais de redução.

Fed e BCE: previsões do mercado sobre o nível das taxas oficiais para março 2025

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



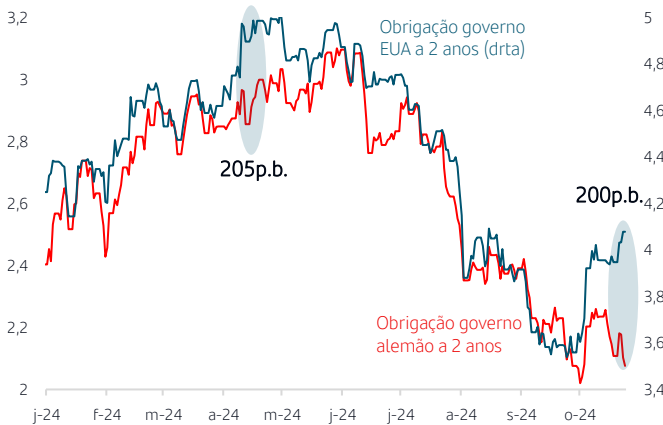
Este ajustamento também foi transferido ao longo da curva de rendimentos e especialmente nas secções mais curtas (tendo também em conta a forte tendência descendente das Yields desde junho até atingir os mínimos anuais). Assim, e embora o ajustamento em alta das taxas nos EUA tenha influenciado inicialmente também as da Zona Euro, o movimento foi diluído e o spread entre a Yield do Treasury a 2 anos e a das obrigações alemãs a 2 anos aumentou para 200bps, muito próximo dos máximos do ano passado. No caso das obrigações a 10 anos, o alargamento do spread situa-o em níveis de maio. Este ajuste está de acordo com a nossa visão para os ativos, uma vez que, de acordo com o nosso cenário central, o mercado vinha descontando uma trajetória bastante agressiva de reduções para a Fed.

Nas bolsas, a semana passada terminou com máximos históricos no S&P500 e no DAX, dando lugar a ligeiras realizações de mais-valias nestes dias. Além do impacto geral que o ajuste em alta da Yield do Treasury a 10 anos pode ter no mercado, o foco dos investidores está nos resultados empresariais do 3T24.

A temporada começou muito bem nos EUA, onde quase 30% das empresas do S&P500 já publicaram. Até agora, o crescimento dos lucros é de 4,4% (para o índice como um todo, o consenso espera 4%). 83% das empresas superaram as previsões, número que está confortavelmente acima da média histórica. Embora a força dos resultados do sector bancário se tenha claramente destacado, é de salientar que os bons números e as surpresas positivas estão a ser generalizados por sector e, até ao momento, nenhum sector está a causar preocupação aos investidores. Outro fator a destacar é a reação positiva do mercado: as empresas que superaram as previsões em vendas e resultados estão registando um aumento médio no dia muito superior ao aumento médio histórico. Em relação às previsões/diretrizes que oferecem, a perceção do mercado também é favorável. A título de exemplo, nas apresentações de resultados, as menções à "procura fraca" estão nos níveis mais baixos dos últimos dois anos. Na Europa, apenas 10% das empresas publicaram o que neste momento não permite tirar conclusões.

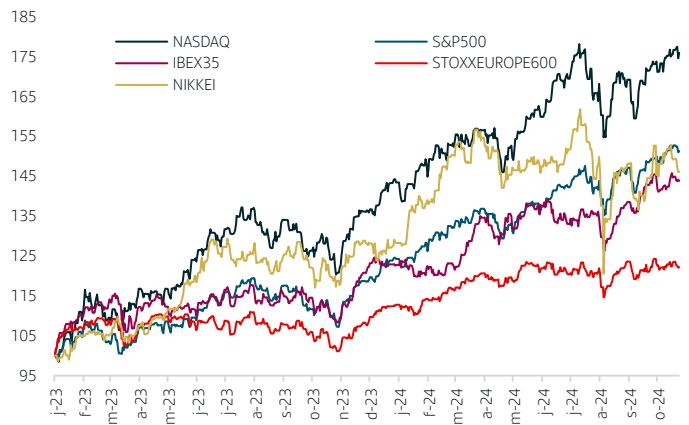
Yields obrigações governo dos EUA e Alemanha a 2 anos

Fonte: Bloomberg 24/10/2024



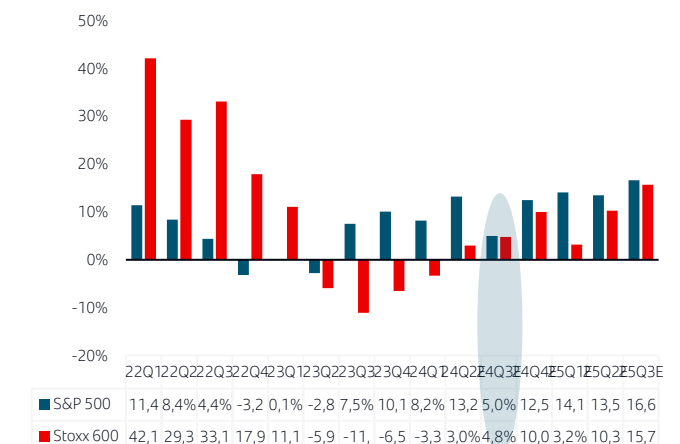
Evolução das bolsas desde 2023

Fonte: Bloomberg 24/10/2024



Estimativa crescimento dos lucros empresariais

Fonte: Bloomberg 24/10/2024



Conclusões

- O nosso cenário central de "crescimento global, com *soft landing* nos EUA, e os Bancos Centrais a reduzirem as taxas para o neutral" (favorável em termos relativos para o crédito e para as ações) é reforçado pelas previsões do FMI, pela revisão das Contas Nacionais nos EUA e pela sequência de dados que continuam a ser publicados:
 - Nos EUA, a taxa de crescimento anualizado no 3T24 teria ultrapassado os 3% e a posição financeira do setor privado é ainda mais sólida do que inicialmente estimado;
 - Na Zona Euro, a fraqueza da Alemanha estaria em mínimos e os fundamentais apontam para a recuperação da reativação económica em 2025.
- Uma vez que o ciclo de decidas do BCE e do Fed já está em curso, a narrativa do mercado deixa de concentrar-se na inflação e centra-se no crescimento: ajuste em alta das expectativas sobre a taxa final da Fed. O movimento em alta da Yield das obrigações do governo dos EUA a 2 anos faz com que o spread com o título do governo alemão se amplie para 200bps, praticamente máximos anuais, comportamento alinhado com o nosso cenário central.
- A temporada de resultados empresariais do 3T24 está progredindo bem nos EUA (na Europa, ainda não foram publicadas empresas suficientes para tirar conclusões): bom ritmo de crescimento dos lucros, surpresas positivas na intervalo alto e tom favorável nas previsões/diretrizes dos próximos trimestres.
- As atenções dos investidores continuarão centradas nos resultados empresariais, mas sem esquecer que começa a contagem decrescente para as eleições presidenciais e para o Congresso dos EUA. As sondagens ainda não mostram um vencedor claro e não revelam qual poderá ser a composição final do Congresso, o que deixa em aberto quatro possibilidades com diferentes implicações para os mercados (Ver Nota Especial sobre os Mercados Eleitorais dos EUA, 10/10/2024).

Fonte: Bloomberg, Reuters, LSE I/B/E/S 24/10/2024

Aviso Legal:

O presente documento foi preparado pela Santander Asset Management, S.A. (doravante denominado "SAM"). Contém prognósticos económicos e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste documento podem ter sido recolhidas de terceiros. Todas as fontes são consideradas confiáveis. No entanto, a sua exatidão, integridade ou atualização não pode ser garantida, nem de forma expressa nem implícita, e está sujeita a mudanças sem aviso prévio. As opiniões incluídas neste documento não devem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir, ou ser de alguma forma inconsistentes ou contraditórias com outras opiniões expressas, seja de forma oral ou escrita, ou com as recomendações ou decisões de investimento adotadas por outras unidades do Santander.

Este documento não foi elaborado e não deve ser considerado em função de nenhum objetivo de investimento. Foi elaborado com fins exclusivamente informativos. Este documento não é uma recomendação, oferta ou solicitação de compra ou venda de ativos, serviços, contratos bancários ou de outro tipo, ou de quaisquer outros produtos de investimento (conjuntamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser considerado como base para avaliar, ou valorar, quaisquer Ativos Financeiros. Além disso, a simples disponibilização deste documento a um cliente ou a um terceiro não implica prestação de um serviço de consultoria em matéria de investimento. Os clientes do Santander estão enquadrados num modelo de Consultoria Pontual ou de Consultoria Global, atribuindo-lhe esta última modalidade, um Perfil de Investimento próprio, pelo que, quaisquer investimentos fora desse Perfil são da sua exclusiva iniciativa e responsabilidade.

O Santander e a SAM não garante as opiniões ou os prognósticos contidos neste documento, sobre os mercados ou Ativos Financeiros, incluindo sobre o seu rendimento atual e futuro. Qualquer referência a resultados passados ou presentes não deverá ser interpretada como uma indicação dos resultados futuros dos mencionados mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste documento podem não ser aptos para distribuição ou venda em determinadas jurisdições ou para algumas categorias ou tipos de investidores.

Exceto nos casos em que seja indicado de forma expressa nos documentos oficiais de um determinado Ativo Financeiro, estes: i) não estão e não estarão segurados nem garantidos por nenhuma entidade governamental; ii) não representam uma obrigação do Santander, nem estão garantidos por esta entidade e; iii) podem estar sujeitos a riscos de investimento por perdas de rendimento ou de capital.

Entre os riscos de investimento, cabe mencionar, a título enunciativo e não limitativo, riscos de mercado e de taxas de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e contrapartida, risco de liquidez. Recomendamos que os investidores consultem seus assessores financeiros, jurídicos e fiscais, bem como qualquer outro meio que considerem necessário a fim de determinar se os Ativos Financeiros são apropriados com base nas suas circunstâncias pessoais e situação financeira. O Santander e os seus respetivos assessores, representantes, advogados, funcionários ou agentes não assumem nenhum tipo de responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado ou que venha a surgir devido ao uso de todo ou de parte desta Apresentação Comercial.

Qualquer referência a tributação não pode ser considerada como aconselhamento, nem o Santander assume qualquer responsabilidade pela mesma, cabendo ao investidor verificar por sua iniciativa, em cada momento, qual o regime fiscal a que está sujeito.

Em qualquer momento, o Santander, por si ou através dos seus colaboradores, pode ter posições convergentes ou contrárias com o estabelecido neste documento para comprar ou vender Ativos Financeiros na qualidade de entidade principal ou de agente. Também poderá prestar serviços de assessoria ou de outro tipo ao emissor de um Ativo Financeiro ou a uma sociedade vinculada ao respetivo emissor.

Este documento não pode ser reproduzido inteiro ou parcialmente, distribuído, publicado ou entregue, sob nenhuma circunstância, a nenhuma pessoa. Tão pouco se deve conter informações ou opiniões sobre este documento sem a autorização prévia por escrito, caso a caso, pelo Santander.