

# Estratégia de Investimento 3T 2024

Extenso ciclo expansivo na economia e nos mercados, apesar da geoestratégia e da política. Investir exige saber esperar... mas bem posicionado.



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	12
2.1.- Bolsas	12
2.2.- Obrigações	17
2.3.- Divisas	19
3.- Contexto Económico 2024	20
3.1.- EUA	20
3.2.- UE	22
3.3.- Espanha	24
3.4.- Portugal	26
3.5.- Outras economias	28
Síntese de estimativas	34
ANEXO I: Carteiras Modelo de Fundos, ETFs e Ações. Bankinter Roboadvisor e Capital Advisor	38
ANEXO II: Rácios e estimativas para as empresas do Ibex-35 e EuroStoxx-50	40
ANEXO III: Estatística de recomendações emitidas sobre empresas avaliadas nos últimos 12 meses	44

## 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

▪ **Poucas descidas de taxas de juros, mas é melhor assim. Compensa.**- A questão fundamental de fundo é como conseguir um saldo equilibrado entre **taxas de juros** adequadas, **crescimento** suficiente e **inflação** aceitável, maximizando o emprego. Apesar das incertezas e dúvidas a respeito, o equilíbrio entre estes 4 fatores parece satisfatório, embora não seja perfeito. Na verdade, nunca o é. O realmente importante é a **evolução razoavelmente coordenada** destas 4 variáveis-chave. A **inflação** resiste, mas cede pouco a pouco. Não até aos desejados 2%, mas devemos aceitar um **novo contexto de inflação um pouco superior** de forma semiestrutural (2,5% na Europa e 3,0%/3,5% nos EUA), que será compatível com **taxas de juros** diretoras positivas em níveis razoáveis e inferiores aos atuais, embora não demasiado (aprox. 3,50% e 4,00%/4,50%, respetivamente), e que permitirão crescimentos suficientes na Europa (+1,5%/+2%) e generosos para a economia americana (superiores a +2%), que, por sua vez, darão continuidade ao atual contexto de pleno **emprego** nas economias desenvolvidas. Por isso, afirmamos que a nova situação para a qual nos dirigimos, composta por esta combinação, compensará: porque, com uma inflação aceitável, as taxas de juros só baixariam mais perante uma deterioração apreciável de crescimento e emprego. Mas esse cenário alternativo seria pior, não compensaria a possível "troca" de situação. Não compensaria ter taxas de juros inferiores em troca de problemas com o crescimento e o emprego. Assim, defendemos que tanto a **situação** como as **perspetivas são melhores do que o que parecem e melhores do que o esperado...** particularmente no que diz respeito ao mercado.

▪ **Os resultados corporativos têm estado e estarão à altura, justificando os avanços das bolsas, num contexto de taxas de juros em baixa.**- Os benefícios empresariais – quantidade e qualidade – determinarão a evolução das bolsas a médio e longo prazo. O curto prazo costuma responder às notícias inesperadas, ao "ruído" do dia a dia. Por isso, agora a política condiciona a curto prazo, mas não determinará a direção do mercado. Reduz a sua importância e pode mesmo bloqueá-lo temporariamente, mas nada mais. O realmente importante, **o fator-chave para as avaliações, são os benefícios**. Estima-se que estes, em grandes números, expandirão em 2024/25 no intervalo +11%/+14% anual nos EUA, e +3%/+8% na Europa. A vantagem americana continua a ser clara. Por isso, a nossa estratégia de investimento continua a favorecer a bolsa americana em relação à europeia. É também por isso coerente que o **nosso potencial de reavaliação** estimado seja, aproximadamente, **+23%** para a bolsa americana e **+8%** para a europeia. Consideremos que, com a chegada de junho, as avaliações estimadas "avançam" um ano no tempo, pelo que os potenciais são calculados já para dezembro de 2025, não para dezembro de 2024. **Tais potenciais parecem coerentes com o avanço acumulado estimado para o período 2024/25 em termos de benefícios empresariais**, ao qual se deve acrescentar a **melhoria das avaliações derivadas das descidas de taxas de juros**, embora sejam poucas e lentas. Portanto, o **contexto continuará a ser pró-bolsas, pró-riscos**, sem tensões especiais nas *yields* das **obrigações** (exceto casos singulares como França devido à influência da política), com o **petróleo** com tendência a abaratar-se lentamente para o intervalo 80/70\$/b. e o **dólar** bastante apreciado (1,04/1,06 €/€) à medida que se confirma a recorrência de crescimento (PIB) mais sólidos nos EUA do que na Europa, o que tornará mais difíceis as descidas de juros por parte da Fed.

▪ **Política e geoestratégia como fatores de distorção exógenos, mas menos imprevisíveis do que no trimestre anterior. Provavelmente, o seu perfil de risco foi reduzido.** - Este último pode parecer contraintuitivo considerando a situação política em França, a proximidade das eleições americanas (5 de novembro) e as 2 guerras em curso. Mas devemos construir a nossa estratégia de investimento com sangue-frio e com base nos desenvolvimentos mais prováveis, não nos mais destrutivos. Se os EUA e Itália (pelo menos) sobreviveram dignamente ao populismo, no que diz respeito ao mercado, é razoável pensar que França também o conseguiria, se necessário. Na frente geoestratégica, nenhuma das 2 guerras em curso (Ucrânia e Israel) terminarão a curto prazo, mas é improvável que o seu impacto negativo aumente. Converter-se-ão em **conflitos abertos de intensidade média e de médio/longo prazo**, embora com ocasionais altos e baixos imprevisíveis. Exceto por improváveis desenvolvimentos destrutivos, o mercado continuará a conviver desconfortavelmente com eles e sobreviverá dignamente às suas consequências indesejáveis.

## 1.- Visão Global.

*"Não é sensato pagar demasiado, mas tampouco pagar muito pouco. Quando paga muito, perde um pouco de dinheiro. Isso é tudo. Quando paga muito pouco, em alguns casos, perde-o todo, porque aquilo que comprou não serve para aquilo que queria.*

*A norma geral nos negócios estabelece que não se pode pagar pouco e conseguir muito. Isso não é possível.*

*Se negocia com a oferta mais baixa, deverá fazer uma provisão de fundos para o risco que corre. E se assim o fizer, tem já o suficiente para comprar algo melhor."*

*John Ruskin. Crítico de arte, escritor e sociólogo inglês (1819/1900).*

A questão-chave de fundo – agora e quase sempre – é como conseguir um saldo equilibrado entre taxas de juros adequadas, crescimento suficiente e inflação aceitável, maximizando o emprego. Apesar das incertezas e dúvidas a respeito, o equilíbrio entre estes 4 fatores parece satisfatório referente ao período 2024/25, embora não seja perfeito. Na realidade, nunca o é. Há sempre problemas. Mas enquanto os problemas vivos não geram uma situação de bloqueio e/ou desconfiança grave, nada verdadeiramente preocupante ocorre. Por isso, defendemos que, efetivamente, nada preocupante ocorre agora.

O realmente importante é a evolução razoavelmente coordenada dessas 4 variáveis-chave: inflação, taxas de juros, crescimento e emprego. A inflação resiste a suavizar-se, mas insistimos que é altamente improvável que as inflações das economias desenvolvidas (e ainda mais improvável nas restantes) regressem a esse número-objetivo dos seus bancos centrais antes do final de 2026. Isso no caso de finalmente o conseguirem, porque além das estimativas formais (incluindo as nossas), consideramos que houve uma mudança de contexto referente à inflação. Nas economias desenvolvidas e em todo o mundo. Uma provável mudança de contexto semiestrutural, no sentido de aceitar níveis de inflação um pouco superiores – não de forma transitória, mas recorrente – e que poderíamos identificar à volta de +2,5% (Europa) e +3,0%/+3,5% (EUA).

*Poucas descidas de taxas de juros, mas é melhor assim. Compensa.*

**Tabela 1.1.- Crescimento e Inflação. Estimativas 2024/2026, anteriores e atuais.**

	PIB						Inflação					
	2023r	2024e		2025e		2026e	2023r	2024e		2025e		2026e
		Anterior <sup>(1)</sup>	Atual	Anterior <sup>(1)</sup>	Atual			Anterior <sup>(1)</sup>	Atual	Anterior <sup>(1)</sup>	Atual	
UE	+0,6%	+0,7%	<b>+0,8%</b>	+1,7%	<b>+1,7%</b>	<b>+1,9%</b>	+2,9%	+2,7%	<b>+2,7%</b>	+2,1%	<b>+2,1%</b>	<b>+2,1%</b>
Espanha <sup>(2)</sup>	+2,5%	+1,8%	<b>+2,2%</b>	+2,1%	<b>+2,1%</b>	<b>+1,8%</b>	+3,1%	+3,3%	<b>+3,4%</b>	+2,3%	<b>+2,3%</b>	<b>+2,1%</b>
Portugal	+2,3%	+1,7%	<b>+2,0%</b>	+1,8%	<b>+1,8%</b>	<b>+2,1%</b>	+1,4%	+2,7%	<b>+2,9%</b>	+2,2%	<b>+2,2%</b>	<b>+2,2%</b>
EUA	+2,5%	+2,3%	<b>+2,5%</b>	+2,0%	<b>+2,0%</b>	<b>+2,0%</b>	+3,4%	+3,0%	<b>+3,1%</b>	+2,6%	<b>+2,6%</b>	<b>+2,4%</b>
R.Unido	+0,1%	+0,4%	<b>+0,5%</b>	+1,3%	<b>+1,3%</b>	<b>+1,7%</b>	+4,0%	+3,0%	<b>+2,9%</b>	+3,0%	<b>+2,5%</b>	<b>+2,0%</b>
Irlanda	-3,0%	+2,5%	<b>+2,6%</b>	+4,2%	<b>+3,6%</b>	<b>+3,3%</b>	+4,6%	+2,5%	<b>+2,1%</b>	+2,1%	<b>+2,0%</b>	<b>+1,9%</b>
Suíça	+0,8%	+1,3%	<b>+1,1%</b>	+1,5%	<b>+1,4%</b>	<b>+1,5%</b>	+1,7%	+1,8%	<b>+1,5%</b>	+1,4%	<b>+1,3%</b>	<b>+1,3%</b>
Japão <sup>(3)</sup>	+1,9%	+0,8%	<b>+0,5%</b>	+1,1%	<b>+1,1%</b>	<b>+0,9%</b>	+2,6%	+2,2%	<b>+2,6%</b>	+1,6%	<b>+1,8%</b>	<b>+1,7%</b>
China	+5,2%	+4,2%	<b>+4,9%</b>	+4,5%	<b>+4,8%</b>	<b>+4,5%</b>	-0,3%	+1,3%	<b>+1,3%</b>	+2,0%	<b>+2,0%</b>	<b>+1,9%</b>
Índia <sup>(3)</sup>	+7,5%	+6,5%	<b>+7,2%</b>	+6,3%	<b>+7,0%</b>	<b>+6,7%</b>	+5,7%	+5,0%	<b>+4,7%</b>	+4,0%	<b>+4,5%</b>	<b>+4,3%</b>
Brasil	+2,9%	+2,0%	<b>+2,0%</b>	+2,4%	<b>+2,3%</b>	<b>+2,3%</b>	+4,6%	+4,1%	<b>+3,8%</b>	+3,5%	<b>+3,5%</b>	<b>+3,3%</b>
Turquia	+4,4%	+3,3%	<b>Excluída</b>	+3,0%	<b>Excluída</b>	<b>Excluída</b>	+64,8%	+50,0%	<b>Excluída</b>	+30,0%	<b>Excluída</b>	<b>Excluída</b>

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

Essas inflações serão compatíveis com as taxas de juros diretoras positivas em níveis razoáveis e inferiores aos atuais, embora não demasiado (aprox.

3,50% (Europa) e 4,00%/4,50% (EUA)), e que, portanto, serão superiores aos que se descontam atualmente. Contudo, permitirão crescimentos suficientes na Europa (+1,5%/+2%) e generosos nos EUA (superiores a +2%), que, por sua vez, darão continuidade ao atual contexto de pleno emprego nas economias desenvolvidas.

*Houve uma mudança de contexto referente à inflação.*

Gráfico 1.1.- Taxas de Desemprego Principais economias desenvolvidas

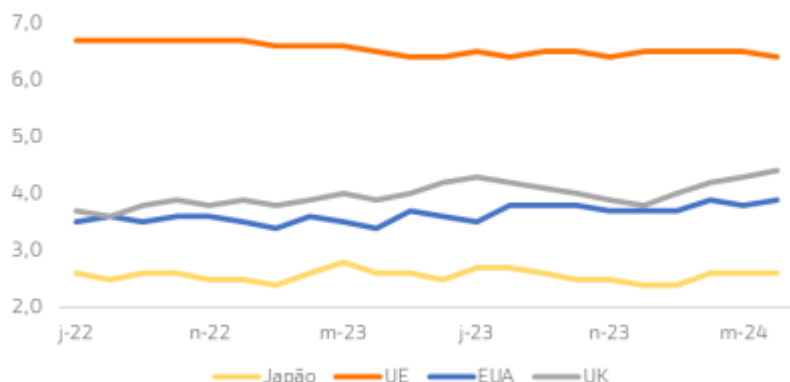
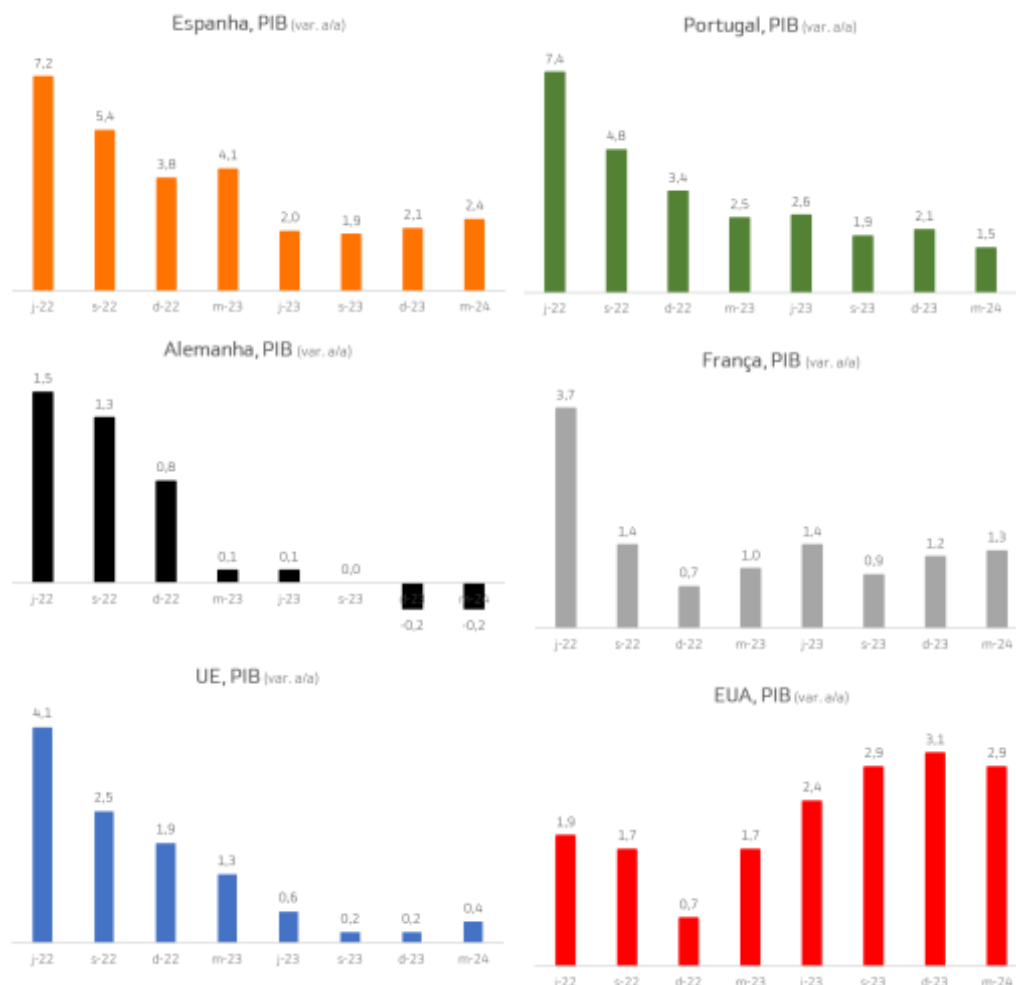


Gráfico 1.2.- Crescimentos (PIB) trimestrais recentes das principais economias.



*Não parece razoável, nem conveniente, desejar ansiosamente taxas de juros demasiado baixas.*

Por isso, afirmamos que a nova situação para a qual nos dirigimos, composta por uma combinação deste tipo, compensará: porque, com uma inflação aceitável, embora superior à esperada, as taxas de juro só baixariam substancialmente em 2024/25 caso ocorressem deteriorações apreciáveis do crescimento e do emprego. Mas **esse cenário alternativo seria pior, não compensaria a possível "troca" de situação. Isto é, não compensaria ter taxas de juros inferiores em troca de problemas com o crescimento e emprego.** Por isso, convém não desejar ansiosamente taxas de juros demasiado baixas. Como orientação, diríamos que é melhor, estruturalmente mais prudente, ter taxas de juros (isto é, intervenção dos bancos centrais) no intervalo 3,00%/4,00%, que é para o qual efetivamente nos dirigimos, do que inferiores a 3,00%. Assim, também defendemos que, tanto a situação como as perspetivas 2024/25 são melhores do que o que parecem e do que o esperado... no que diz respeito ao mercado, tanto para as bolsas como para as obrigações.

Tabela 1.2.- Inflação<sup>(\*)</sup> e seguinte movimento de taxas de juros estimado para as principais economias.

		IPC	Subj.	Juro Diretor		Spread (pb)	Movimento seguinte estimado	Probabilidade estimada	Quando
EUA	Fed	3,30%	3,40%	5,25%	5,50%	210	-25pb até 5,00/5,25%	80%	18/12/2024
UE	BCE	2,60%	2,90%	3,75%	4,25%	135	-25pb até 3,50/4,00%	70%	30/01/2025
UK	BoE	2,00%	3,50%	5,25%		175	-25pb até 5,00%	90%	01/08/2024
Japão	BoJ	2,50%	2,40%	0,00%	0,10%	-230	+10pb até 0,10/0,20%	80%	20/09/2024
Austrália	RBA	3,60%	4,00%	4,35%		35	-25pb até 4,10%	50%	20/05/2025
N. Zelândia	RBNZ	4,00%	4,10%	5,50%		140	-25pb até 5,25%	60%	27/11/2024
Suíça	SNB	1,40%	1,20%	1,25%		5	-25pb até 1,00%	50%	12/12/2024
Suécia	Risbank	3,70%	3,00%	3,75%		75	-25pb até 3,50%	60%	20/08/2024
Noruega	Norges	3,00%	4,10%	4,50%		40	-25pb até 4,25%	50%	07/11/2024

(\*) Registo mais recente disponível para cada economia. Maio, geralmente.

Tabela 1.3.- Movimentos de taxas de juros nas principais economias. Reunião a reunião. Situação atual e estimativas 24/25.

	2024					2025							
	Real 06-jun	Estimado 18-jul	Estimado 12-sep	Estimado 17-oct	Estimado 12-dic	Estimado 30-ene	Estimado 06-mar	Estimado 17-abr	Estimado 05-jun	Estimado 24-jul	Estimado 11-sep	Estimado 30-oct	Estimado 18-dic
BCE	Dep.* Dtor.* 3,75 4,25	3,75 4,25	3,75 4,25	3,75 4,25	3,75 4,25	3,50 4,00	3,25 3,75	3,25 3,75	3,00 3,50	3,00 3,50	3,00 3,50	2,75 3,25	2,75 3,25
	→-25	+0	+0	+0	+0	-25	-25	+0	-25	+0	+0	-25	+0
FOMC	Real 12-jun	Estimado 31-jul	Estimado 18-sep	Estimado 07-nov	Estimado 18-dic	Estimado enero	Estimado marzo	Estimado mayo	Estimado junio	Estimado julio	Estimado sept	Estimado nov	Estimado dic
	Low* High* 5,25 5,50	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	4,00 4,25
	+0	+0	+0	+0	→-25	-25	-25	+0	-25	+0	-25	+0	+0
BoE	Real 20-jun	Estimado* 01-ago	Estimado 19-sep	Estimado* 07-nov	Estimado 19-dic	Estimado* feb	Estimado marzo	Estimado* mayo	Estimado junio	Estimado* agosto	Estimado sept	Estimado* nov	Estimado dic
	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25	4,00
	+0	→-25	+0	+0	+0	+0	-25	+0	+0	-25	+0	-25	-25
BoJ	Real 14-jun	Estimado 31-jul	Estimado 20-sep	Estimado 31-oct	Estimado 19-dic	Estimado Enero	Estimado Marzo	Estimado Abril	Estimado Junio	Estimado Julio	Estimado Sept	Estimado Oct	Estimado Dic
	0,00 0,10	0,00 0,10	0,10 0,20	0,10 0,20	0,20 0,30	0,20 0,30	0,30 0,40	0,30 0,40	0,30 0,40	0,40 0,50	0,40 0,50	0,40 0,50	0,40 0,50
	+0	+0	→+10	+0	+10	+0	-10	+0	+0	+10	+0	+0	+0

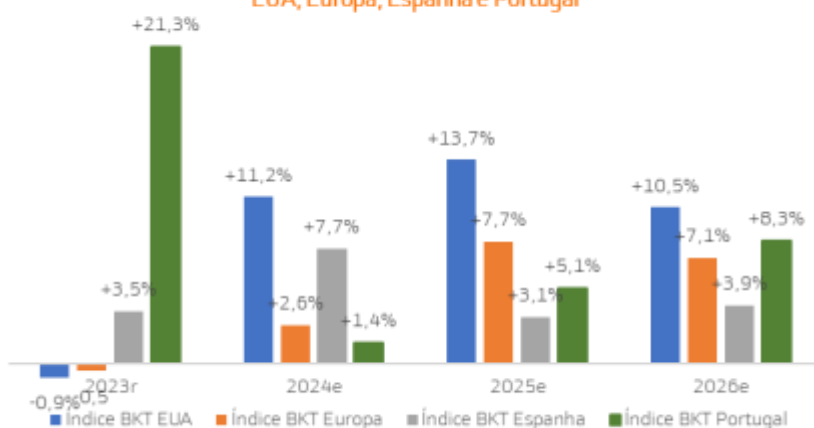
(\*) Reuniões com atualização de perspetivas macroeconómicas.

Os resultados corporativos têm estado e continuarão à altura em 2024/26, justificando os avanços das bolsas, num contexto de taxas de juros em

baixa. Os benefícios empresariais – quantidade e qualidade – determinam a evolução das bolsas a médio e longo prazo. O curto prazo costuma responder às notícias inesperadas, ao “ruído” do dia a dia. Por isso, agora a política condiciona a curto prazo, mas não determinará a direção do mercado. Reduz a sua importância e pode mesmo bloqueá-lo temporariamente, mas nada mais. O realmente importante, **o fator-chave para as avaliações, são os benefícios**. Estima-se que estes, em grandes números, expandirão em 2024/25 nos intervalos **+11%/+14%** anual para os EUA, e **+3%/+8%** na Europa. A **vantagem americana** continua a ser clara.

*A política condiciona a curto prazo, mas não determinará a direção do mercado.*

**Gráfico 1.3.- Resultados empresariais estimados, anuais (var.%)  
EUA, Europa, Espanha e Portugal**



Fonte: Elaboração própria com dados de Refinitiv, atualizados a 19 de junho de 2024.

Assim, a nossa estratégia de investimento continua a favorecer a bolsa americana em relação à europeia. É também coerente que o nosso **potencial de reavaliação estimado seja, aproximadamente, +23% para a bolsa americana e +8% para a europeia**. Consideremos que, com a chegada de junho, as avaliações estimadas “avançam” um ano no tempo, pelo **que os potenciais são calculados já para dezembro de 2025**, não para dezembro de 2024. Tais potenciais parecem coerentes com o avanço acumulado estimado para o período 2024/25 em termos de benefícios empresariais, ao qual **se deve acrescentar a melhoria das avaliações derivada das descidas de taxas de juros**, embora sejam poucas e lentas.

*Os benefícios empresariais determinam a evolução das bolsas a médio e longo prazo.*

**Tabela 1.4.- Potenciais estimados para as principais bolsas.**

Bolsas	Potencial 2025	PER'25e <sup>(1)</sup>		PER'26e <sup>(1)</sup>		EPS <sup>(2)</sup>		Obrigação 10A <sup>(3)</sup>	WACC
		Objetivo	Atual	Objetivo	Atual	2025e	2026e		
Índice BKT EUA	<b>+23,2%</b>	24,8x	20,2x	22,5x	18,2x	+13,7%	+10,5%	3,8%	7,1%
Índice BKT Europa	<b>+7,7%</b>	14,0x	13,0x	13,0x	12,1x	+8,2%	+7,1%	2,4%	8,8%
Índice BKT Espanha	<b>+17,4%</b>	12,6x	10,7x	12,1x	10,3x	+3,1%	+3,9%	2,8%	9,4%
Índice BKT Portugal	<b>+17,6%</b>	14,8x	12,6x	13,6x	11,6x	+5,1%	+8,3%	2,7%	8,1%

Nota importante: avaliações calculadas assumindo como referência as empresas incluídas nos índices próprios do Bankinter sobre as bolsas dos EUA, Europa, Espanha e Portugal e que mantêm níveis de correlação no intervalo 86,7% a 99,9% com os índices e ETFs indexados mais comumente assumidos como referência.

(1) PER calculado assumindo como referência os EPSs 2025 e 2026 esperados, segundo o consenso recolhido por LSEG/Reuters.

(2) Estimativa de crescimento anual do Benefício Líquido Atribuível em 2025e e 2026e.

(3) Média do intervalo de estimativas do Bankinter da O10A para final do ano, em 2025. Na Europa, calcula-se uma obrigação sintética ponderada de acordo com o peso das empresas de cada país.



Até agora, em 2024, Wall St. só retrocedeu no mês de abril (aprox. -4%). Nos restantes meses, produziu saldos positivos e 2024, no seu conjunto, até ao término deste relatório, aprox. +15%. E não só a Tecnologia aumentou, como por vezes se afirma inexplicavelmente, mas também Média, Consumo Básico, Consumo Discricionário, Seguros, Bancos, Farmacêuticas, Energia, Materiais... e mais setores estão em positivo no ano. Esse é o contexto observado objetivamente. É certo que as obrigações estão a sofrer alguma confusão e erraticidade provocadas pelos bancos centrais que resistem em baixar taxas de juros, mas as suas *yields* são, em geral, reduzidas e permitem **avaliações de bolsas confortáveis**, já para 2025. E as avaliações melhoram porque os resultados continuam a melhorar e as taxas de juros movem-se em baixa. Tudo isso explica a subida recorrente das bolsas, em combinação com uma volatilidade reduzida ou muito reduzida. Consideramos difícil que isto mude.

Até a **liquidez joga a favor** do mercado (bolsas e obrigações). Não só a originada pelas empresas perante a recorrente melhoria dos seus benefícios e pelas famílias graças aos bons níveis de emprego, mas também pelo facto dos **saldos de grandes dimensões dos bancos centrais** (devido aos estímulos monetários aplicados durante a crise financeira e a pandemia). Até agora, só o BCE e a Fed é que se atreveram a iniciar uma redução lenta dos seus saldos... mas a Fed decidiu reduzir o ritmo de redução desde 95.000M\$/mês para 60.000M\$/mês a partir, precisamente, de junho deste ano, como provável medida de precaução para o equilíbrio a médio prazo na previsão das descidas de taxas de juros que aplicará nos próximos trimestres. Esta redução do ritmo de redução do saldo da Fed quase não foi notada no mercado. Talvez – só talvez – tenha contribuído de forma muito modesta para que a *yield* do T-Note se tenha reconduzido para cerca de 4,25%, depois de se ter elevado pontualmente até aproximadamente 4,70% em finais de maio, evitando o regresso à fronteira psicológica de 4,50%.

Mas **nem tudo ajuda**. Alguns riscos mantêm-se vivos, embora estimemos que têm tendência a diminuir o seu impacto. O bom é que são exógenos, isto é, não são gerados pelo próprio ciclo económico nem pelo mercado. O mau, igualmente, é que são exógenos... e, portanto, incontrolláveis e quase imprevisíveis. Trata-se da **política** e **geoestratégia**, fatores já bem conhecidos neste momento e que continuam a atuar como variáveis exógenas distorcidas, embora pensemos que **o seu perfil de risco provavelmente se tenha reduzido** um pouco.

Este último pode parecer contraintuitivo considerando a situação **política em França**, a proximidade das **eleições americanas** (5 de novembro) e as **2 guerras** em curso. Mas devemos construir a nossa estratégia de investimento com sangue-frio e com base nos desenvolvimentos mais prováveis, não os mais destrutivos. E os desenvolvimentos mais prováveis parecem um pouco menos adversos do que há três meses.

Quanto ao risco político colocado pela provável propagação de populismos que dificultam o comércio, favorecem os desequilíbrios fiscais e aumentam a dívida pública (entre outras coisas), as recentes experiências sofridas, primeiro nos EUA com Trump e, depois, em Itália com Meloni, revelam que o mercado resiste desportivamente ao seu impacto. Principalmente porque, uma vez ganhas as eleições, muitas das medidas anunciadas são, na prática, inaplicáveis. E se os EUA e a Itália (pelo menos) sobreviveram dignamente ao populismo, no que diz respeito ao mercado, é razoável pensar que França também o conseguiria, se necessário.

*Os nossos potenciais de reavaliação estimados são, aproximadamente, +23% para a bolsa americana e +8% para a europeia.*

*À contínua expansão dos benefícios empresariais deve-se acrescentar a melhoria das avaliações derivada das descidas de taxas de juros, embora sejam poucas e lentas.*

*Provavelmente, os riscos implicitamente associados à política e à geoestratégia foram um pouco reduzidos durante os últimos 3 meses.*

A questionável decisão de Macron de convocar **eleições antecipadas na Assembleia Nacional Francesa** com base nos resultados das eleições para o Parlamento Europeu (em inícios de junho) poderá resultar na vitória de algum dos populismos extremos: ou de RN (Renovação Nacional) de Le Pen, ou de NFP (Nova Frente Popular) neocomunista. No que diz respeito à economia, ambos partilham a intenção de romper com a política *business friendly* desenvolvida por Macron, revocar o atraso da reforma recentemente aprovada e assumir défices fiscais superiores que poderão elevar a dívida pública desde os atuais 110% até 120% ou superior... entre outras medidas que teriam consequências dificilmente mensuráveis de antemão, mas nenhuma delas favoráveis ao investimento e mercado. Contudo, na prática, os desenvolvimentos das recentes experiências americanas e italianas dão esperança de que o pragmatismo necessário para governar conduza a um abrandamento ou mesmo à impossibilidade de aplicar as medidas mais nefastas.

*Embora França se incorpore na lista de riscos vivos, o pragmatismo que exige governar conduz a um abrandamento ou mesmo à impossibilidade de aplicar as medidas mais nefastas anunciadas na campanha eleitoral.*

Em relação ao desenvolvimento das **eleições americanas** a 5 de novembro, a força das instituições permitiu superar até um assalto violento ao Congresso. Isso permite relativizar a inevitável preocupação em relação a 2 candidatos que oferecem défices e debilidades óbvias, embora em frentes diferentes. É necessário colocar o "dado" objetivo ao "relato" subjetivo. Abaixo, oferecemos 3 realidades estatísticas interessantes:

(i) Um ano eleitoral é bom para Wall St. Desde 1972, a bolsa americana subiu em 11 dos 13 anos eleitorais (85%); em 9 das 13 vezes (69%), nos 4 meses prévios às eleições.

(ii) A subida média nos 4 meses prévios às eleições foi de +1,2%, e em todo o ano eleitoral +7,6%.

(iii) A subida média nos 4 meses prévios às eleições foi de +3,6%, quando venceu um republicano vs -1,6% quando venceu um democrata.

*Os anos eleitorais foram historicamente bons, na maioria, para Wall St.: desde 1972, a bolsa americana subiu em 11 dos 13 anos eleitorais (85%); em 9 das 13 vezes (69%), nos 4 meses prévios às eleições.*

Talvez estas 3 realidades estatísticas derivadas de dados objetivos deverão contribuir para neutralizar os frequentes "relatos" mais ou menos alarmantes em relação a estas eleições americanas. A seguinte tabela mostra um maior detalhe sobre tais dados.

**Tabela 1.5.- Reação da bolsa americana nos anos eleitorais desde 1972.**

Vencedor	D	R	D	D	R	R	D	D	R	R	R	D	R	Média*	Anos (+)	Anos (-)
S&P500	2020	2016	2012	2008	2004	2000	1996	1992	1988	1984	1980	1976	1972	Média*		
Pre-eleição	+5,8%	+1,4%	+3,7%	-25,8%	-0,9%	-1,4%	+5,3%	+2,6%	+2,2%	+8,5%	+11,2%	-1,2%	+4,1%	+1,2%	9	4
Outubro	-2,8%	-1,9%	-2,0%	-16,9%	+1,4%	-0,5%	+2,6%	+0,2%	+2,6%	-0,0%	+1,6%	-2,2%	+0,9%	Média R*		
Setembro	-3,9%	-0,1%	+2,4%	-9,1%	+0,9%	-5,4%	+5,4%	+0,9%	+4,0%	-0,4%	+2,5%	+2,3%	-0,5%	+3,6%		
Agosto	+7,0%	-0,1%	+2,0%	+1,2%	+0,2%	+6,1%	+1,9%	-2,4%	-3,9%	+10,6%	+0,6%	-0,5%	+3,5%	Média D*		
Julho	+5,5%	+3,6%	+1,3%	-1,0%	-3,4%	-1,6%	-4,6%	+3,9%	-0,5%	-1,7%	+6,5%	-0,8%	+0,2%	-1,6%		
Ano completo	+16,3%	+9,5%	+13,4%	-38,5%	+9,0%	-10,1%	+20,3%	+4,5%	+12,4%	+1,4%	+25,7%	+19,2%	+15,6%	+7,6%	11	2

(\*) Em período pré-eleitoral julho/outubro

Finalmente, devemos abordar a imprevisível **frente geoestratégica** e a sua influência sobre o mercado. **Nenhuma das 2 guerras em curso (Ucrânia e Israel) terminarão a curto prazo, mas é improvável que o seu impacto negativo aumente.** Pensamos que converter-se-ão em conflitos abertos de intensidade média e de médio/longo prazo, embora com ocasionais altos e baixos imprevisíveis. Exceto improváveis desenvolvimentos destrutivos, o mercado continuará a conviver desconfortavelmente com as guerras e sobreviverá dignamente às suas consequências indesejáveis. Acreditamos

que o risco de desenvolvimentos extremos ou destrutivos tenha sido reduzido em ambos os casos.

Por um lado, **Rússia apresenta indícios de um certo esgotamento** em meios materiais (efetivos e armamento) e começa a sentir as consequências do seu isolamento em relação às economias desenvolvidas, o que reduz a probabilidade de considerar a realização de campanhas em grande escala para continuar a ocupar território. Parece bastante disposta a ganhar tempo para encontrar forma de armar-se novamente (Coreia do Norte, Irão...), fingindo estar disposta a aceitar um cessar-fogo se Ucrânia assumir condições especiais, como a cessão de mais de 20% do seu território. E está a fortalecer a frente de guerra em zonas militarmente ocupadas, o que encaixaria com uma estratégia de confronto de desgaste de longo prazo. Em relação ao potencial uso de armas nucleares, parece menos provável perante a credibilidade das novas advertências da NATO de que ninguém pode vencer uma guerra nuclear e a retaliação por qualquer utilização de armas nucleares. Consideramos agora mais provável que antes um estancamento do conflito e a sua deriva a médio prazo para um desenvolvimento semelhante ao da Coreia do Norte e Coreia do Sul: um cessar-fogo, inclusive não declarado formalmente, com uma zona desmilitarizada e ocasionais fases de tensão/distensão.

Por outro lado, a **guerra em Israel** provavelmente irá estender-se até ao sul do Líbano para neutralizar Hezbollah, facção militarizada apoiada pelo Irão, pelo que também se prolongará no tempo. Mas o risco de extensão do conflito a mais países ou até a sua generalização no Oriente Próximo parece ter sido reduzido. Converter-se-á em outro foco de tensão com o qual o mercado conviverá a médio e, talvez também, a longo prazo. Mas com reduzidas consequências a curto prazo.

Apesar dos inconvenientes que a política e a geoestratégia implicam, defendemos que **o contexto continuará a ser pró-bolsas, pró-riscos, sem tensões especiais nas *yields* das obrigações** (exceto em casos singulares, como França, pela influência da política), com o **petróleo** a tender a abaratar-se lentamente para o intervalo 80/70\$/b. e o **dólar** bastante apreciado (1,04/1,06 €/€) à medida que se confirme a recorrência de um crescimento (PIB) mais sólido nos EUA do que na Europa, o que dificultará ainda mais descidas de taxas de juros por parte da Fed.

Em suma, a combinação inflação/taxas de juros/crescimento/emprego parece-nos razoavelmente construtiva, os resultados empresariais continuarão a expandir-se e a apoiar as avaliações das bolsas. **As avaliações atualizadas são confortáveis e os riscos políticos e geoestratégicos provavelmente movem-se em baixa.** Mantemos uma **Estratégia de Investimento que prioriza a bolsa americana** devido ao seu superior potencial de revalorização e com oportunidade nas obrigações americanas e europeias seletivas. **Por setores:** colocamos Tecnologia, Semicondutores, Cibersegurança, Defesa, Tecnologia da Saúde e Imobiliárias (e ativos imobiliários que cumpram determinados requisitos). Não aplicamos mudanças significativas em relação a trimestres anteriores, porque consideramos razoavelmente acertada a estratégia aplicada até agora. Assim se revela, por exemplo, nas rentabilidades acumuladas em 2024 nas nossas [Carteira Modelo Top Seleção EUA](#) (+13,5%), [Carteiras Modelo Europeias](#) (Ampliada +23,4% e Média +27,2%), [Carteiras Modelo Espanholas](#) (Ampliada +12,2%, Média +17,7% e Simplificada +16,9% - em espanhol) e Carteiras Modelo Temáticas ([Cibersegurança](#) +3%, [MedTech](#) +16% e [Semicondutores](#) +40% - em espanhol).

*As guerras na Ucrânia e Israel converter-se-ão em conflitos abertos de intensidade média e de médio/longo prazo, embora com ocasionais altos e baixos imprevisíveis. Exceto improváveis desenvolvimentos destrutivos, o mercado continuará a conviver desconfortavelmente com as guerras.*

*A nossa estratégia continua a ser pró-bolsas e pró-riscos. Não estimamos tensões especiais nas *yields* das obrigações. Petróleo abarata-se lentamente e dólar bastante apreciado.*

## 2.- Mercados e Estratégia de Investimento

### 2.1.- Bolsas. Os resultados empresariais apoiam as avaliações, apesar de um contexto de taxas de juros mais altas durante mais tempo.

Fechamos um **primeiro semestre muito positivo nas bolsas**, com saldos acumulados de +14% (EUA) e +7% (Europa). O principal catalisador são os resultados empresariais, que permitem compensar um contexto de taxas de juros altas por mais tempo do que inicialmente previsto.

*Mantemos a estratégia pró-bolsas.*

O **ciclo económico surpreende positivamente** e isso reflete-se nos **benefícios empresariais**, que continuarão a crescer com força, principalmente nos EUA (+11% 2024e e +14% 2025e). Na Europa, deverão crescer de forma mais modesta (+3% 2024e e +8% 2025e).

Por outro lado, a **inflação** tende a moderar-se, embora de forma mais progressiva do que o inicialmente estimado e, portanto, **atrasam-se as descidas de taxas de juros** por parte dos bancos centrais. Contudo, embora seja de forma mais progressiva, a inflação tende a aproximar-se do seu objetivo, o que dará lugar a novas descidas de taxas de juros no final deste ano e em 2025.

Por último, os **riscos** mantêm-se **estáveis na frente geoestratégica**. Duas guerras abertas, mas localizadas e com preços de energia razoavelmente estáveis. O mercado aprendeu a conviver com esta incógnita.

*Ciclo forte, crescimento em EPSs e expetativas de descidas de taxas de juros mais estáveis.*

**Mantemos, portanto, a nossa estratégia "pró-bolsas"**, com níveis elevados de exposição à renda variável. Vão desde 30% para perfis mais defensivos até 80% em perfis agressivos.

#### Tabela 2.1.1. Exposição recomendada à Renda Variável por 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 que podem ser assumidos são: Agressivo 100%; Dinâmico 80%; Moderado 65%; Conservador 50%; e Defensivo 40%.*

Fonte: Research Bankinter

Como novidade, este trimestre lançamos os nossos próprios índices de referência para os principais mercados globais e locais (BKT EUA, BKT Europa, BKT Espanha e BKT Portugal). São índices de elaboração própria, que incluem uma amostra mais ampla de empresas e oferecem correlações muito elevadas (entre 87% e 99%) com os principais índices e ETFs de tais geografias.

As nossas avaliações passam, portanto, a estar baseadas nestes novos índices de elaboração própria. Apontam para **potenciais** de reavaliação de **+23,2% nos EUA, +7,7% na Europa, +17,4% em Espanha e +17,6% em Portugal** para dezembro de 2025.

As principais **variáveis** do nosso modelo são:

- (i) **Obrigação a 10 anos como ativo livre de risco** nas diferentes zonas geográficas. Aumentamos, de forma geral, as nossas estimativas de *yields*, dado o atraso nas descidas de taxas de juros. A do T-Note até 4,10% em 2024e (vs. 3,80% anterior) e 3,80% em 2025e (vs. 3,60% anterior). A do Bund até 2,20% em 2024e (vs. 2,10% anterior) e 2,00% em 2025e (vs. 2,00% anterior).
- (ii) **Geoestratégia estável e maior risco político nos EUA**. As tensões geoestratégicas mantêm-se (Rússia/Ucrânia, Israel/Palestina e Taiwan), enquanto aumentam os riscos políticos perante a proximidade das eleições nos EUA (novembro). Na Europa, mantêm-se os riscos políticos após os resultados das eleições para o parlamento europeu, embora se moderem os provenientes de China. A queda do consumo chinês já é uma realidade incorporada aos benefícios empresariais. Continuamos a penalizar Portugal, pela elevada concentração dos seus índices em algumas empresas.
- (iii) **Crescimentos de resultados empresariais** de duplo dígito nos EUA (+11% 2024e e +14% 2025e), mais moderados na Europa (+3% 2024e e +8% 2025e).

*Potenciais de reavaliação para dezembro de 2025:*

- *EUA +23%*
- *Europa +8%*
- *Espanha +17%*
- *Portugal +18%*

**Tabela 2.1.2. Divisão de prémios de risco por região.**

Prémio de risco								Classes de risco
ESPANHA		PORTUGAL		EUA		UE		
3T 2024	2T 2024	3T 2024	2T 2024	3T2024	2T 2024	3T2024	2T 2024	
50	50	50	50	50	25	50	50	Geoestratégia
25	50	25	50	50	25	25	25	Eleições/Política
0	0	0	0	0	0	0	0	Matérias Primas
0	0	0	0	0	0	0	0	BCE/Fed
0	0	0	0	0	0	0	25	China
0	0	75	50	0	0	0	0	Outros (índice...)
<b>75</b>	<b>100</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>100</b>	<b>50</b>	<b>75</b>	<b>100</b>	<b>Prémio de risco</b>

Por geografias, centramos a nossa estratégia nos EUA devido ao maior crescimento de resultados. O potencial na Europa é mais incerto ao estar principalmente apoiado nas descidas de taxas de juros do BCE, em vez de no crescimento de benefícios. Por isso, estimamos um 3T 2024 de bolsas estáveis na Europa e ligeiramente em alta nos EUA. Grande parte do potencial das bolsas será cobrado a partir do 4T 2024, momento em que deverão convergir o crescimento de resultados empresariais e as descidas de taxas de juros.

*Preferência geográfica pelos EUA.*

Tabela 2.1.3. Potenciais de bolsas para dezembro de 2025

Bolsas	Potencial 2025	PER'25e <sup>(1)</sup>		PER'26e <sup>(1)</sup>		EPS <sup>(2)</sup>		Obrigação 10A <sup>(3)</sup>	WACC
		Objetivo	Atual	Objetivo	Atual	2025e	2026e		
Índice BKT EUA	+23,2%	24,8x	20,2x	22,5x	18,2x	+13,7%	+10,5%	3,8%	7,1%
Índice BKT Europa	+7,7%	14,0x	13,0x	13,0x	12,1x	+8,2%	+7,1%	2,4%	8,8%
Índice BKT Espanha	+17,4%	12,6x	10,7x	12,1x	10,3x	+3,1%	+3,9%	2,8%	9,4%
Índice BKT Portugal	+17,6%	14,8x	12,6x	13,6x	11,6x	+5,1%	+8,3%	2,7%	8,1%

Nota importante: avaliações calculadas assumindo como referência as empresas incluídas nos índices próprios de Bankinter sobre as bolsas dos EUA, Europa, Espanha e Portugal e que mantêm níveis de correlação no intervalo 86,7% e 99,9% com os índices e ETFs indexados mais comumente assumidos como referência.

(4) PER calculado assumindo como referência os EPSs 2025 e 2026 esperados segundo o consenso recolhido por LSEG/Reuters.

(5) Estimativa de crescimento anual do Benefício Líquido Atribuível em 2025e e 2026e.

(6) Média do intervalo de estimativas do Bankinter de O10A para final de ano em 2025. Na Europa, calcula-se uma obrigação sintética ponderada segundo o peso das empresas de cada país.

Os setores em que centramos a nossa estratégia de investimento são: **Tecnologia**, **Semicondutores** (Carteira Temática - em espanhol), **Cibersegurança** (Carteira Temática - em espanhol), **Defesa**, **Tecnologia da Saúde** (Carteira Temática - em espanhol), e **Imobiliário**. Também mantemos, embora de forma **seletiva**, **Infraestruturas**, **Transição Energética**, **Utilities** e **Seguros**. Como principal novidade em relação à nossa última Estratégia Trimestral, mantemos a nossa recomendação no setor de **Luxo**, só de forma seletiva, e introduzimos empresas promotoras no setor imobiliário.

*Por setores: Tecnologia, Cibersegurança, Defesa, Tecnologia da Saúde e Imobiliário.*

Tabela 2.1.4. Setores recomendados

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

Tabela 2.1.5. Tabela detalhada das nossas avaliações para as bolsas para dezembro de 2025.

Índice BKT EUA	Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável
1.- Obrigação 10A	3,80%	3,80%	3,80%
2.- Inc. EPS 2025e <sup>(1)</sup>	+18,7%	+13,7%	+8,7%
<b>Potencial estimado <sup>(2)</sup></b>	<b>+29,3%</b>	<b>+23,2%</b>	<b>+17,0%</b>
PER 2025 estimado atual	19,2x	20,2x	21,2x
<b>PER 2025 estimado Teórico</b>	<b>26,1x</b>	<b>24,8x</b>	<b>24,8x</b>

Índice BKT Europa	Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável
1.- Obrigação 10A <sup>(3)</sup>	2,44%	2,44%	2,44%
2.- Inc. EPS 2025e <sup>(1)</sup>	+13,2%	+8,2%	3,2%
<b>Potencial estimado <sup>(2)</sup></b>	<b>+13,1%</b>	<b>+7,7%</b>	<b>+2,3%</b>
PER 2025 estimado atual	12,4x	13,0x	13,7x
<b>PER 2025 estimado Teórico</b>	<b>14,7x</b>	<b>14,0x</b>	<b>13,3x</b>

Índice BKT Espanha	Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável
1.- Obrigação 10A	2,80%	2,80%	2,80%
2.- Inc. EPS 2025e <sup>(1)</sup>	+8,1%	+3,1%	-1,9%
<b>Potencial estimado <sup>(2)</sup></b>	<b>+20,3%</b>	<b>+17,4%</b>	<b>+14,5%</b>
PER 2025 estimado atual	10,2x	10,7x	11,3x
<b>PER 2025 estimado Teórico</b>	<b>12,9x</b>	<b>12,6x</b>	<b>12,3x</b>

Índice BKT Portugal	Estimativas segundo cenários		
	Favorável	Central	Desfavorável
1.- Obrigação 10A	2,65%	2,65%	2,65%
2.- Inc. EPS 2025e <sup>(1)</sup>	+10,1%	+5,1%	+0,1%
<b>Potencial estimado <sup>(2)</sup></b>	<b>+23,5%</b>	<b>+17,6%</b>	<b>+11,7%</b>
PER 2025 estimado atual	12,0x	12,6x	13,2x
<b>PER 2025 estimado Teórico</b>	<b>15,5x</b>	<b>14,8x</b>	<b>14,0x</b>

(1) EPS de consenso ajustados segundo estimativas Bankinter.

(2) Cálculos com fecho 19 de junho de 2024. Preço objetivo a dez-2025. Calculado segundo método PER Objetivo.

(3) Composto da O10A europeu segundo o peso das empresas de cada país no BKT Europa

**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 potencial 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: Bolsa EUA**

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		4,3%	4,1%	3,8%	3,6%	3,3%
EPS vs Consenso	-10%	-3,7%	3,0%	10,8%	19,9%	30,6%
	-5%	1,6%	8,8%	17,0%	26,6%	37,8%
	0%	7,0%	14,5%	<b>23,2%</b>	33,2%	45,1%
	5%	12,3%	20,2%	29,3%	39,9%	52,3%
	10%	17,7%	25,9%	35,5%	46,5%	59,6%

**Tabela 2.1.7. Análise de sensibilidade: Bolsa Europa**

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		2,9%	2,7%	2,4%	2,2%	1,9%
EPS vs Consenso	-10%	-11,1%	-7,3%	-3,1%	1,5%	6,6%
	-5%	-6,2%	-2,1%	2,3%	7,2%	12,5%
	0%	-1,2%	3,0%	<b>7,7%</b>	12,8%	18,4%
	5%	3,7%	8,2%	13,1%	18,5%	24,4%
	10%	8,6%	13,3%	18,5%	24,1%	30,3%

**Tabela 2.1.8. Análise de sensibilidade: Bolsa Espanha**

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		3,3%	3,1%	2,8%	2,6%	2,3%
EPS vs Consenso	-10%	8%	9,6%	11,6%	13,8%	16,2%
	-5%	10,4%	12,4%	14,5%	16,8%	19,4%
	0%	13,1%	15,1%	<b>17,4%</b>	19,8%	22,5%
	5%	15,7%	17,9%	20,3%	22,8%	25,6%
	10%	18,4%	20,7%	23,1%	25,8%	28,7%

**Tabela 2.1.9. Análise de sensibilidade: Bolsa Portugal**

		Rentabilidade da Obrigação Soberana 10A				
		3,2%	2,9%	2,7%	2,4%	2,2%
EPS vs Consenso	-10%	-4,1%	0,6%	5,8%	11,6%	18,1%
	-5%	1,2%	6,2%	11,7%	17,8%	24,7%
	0%	6,5%	11,8%	<b>17,6%</b>	24,0%	31,2%
	5%	11,9%	17,4%	23,5%	30,2%	37,8%
	10%	17,2%	23,0%	29,4%	36,4%	44,3%

Fonte: Tabelas de sensibilidades: Análise e Mercados Bankinter



## 2.2.- OBRIGAÇÕES. Momento de aumentar Duração (risco) para obter rentabilidade interessante em 2025/2026. Continuamos positivos nas obrigações corporativas.

O principal marco do trimestre foi a recente descida de taxas de juros do BCE (crédito -25 p.b. até 4,25%). Não foi o 1.º banco central a baixar taxas de juros, mas foi o primeiro entre os de maior relevância. As explicações e a mensagem tornaram-se mais *hawkish*/duras e isto pesa negativamente sobre o mercado de obrigações (*yields* em alta/preço em baixa).

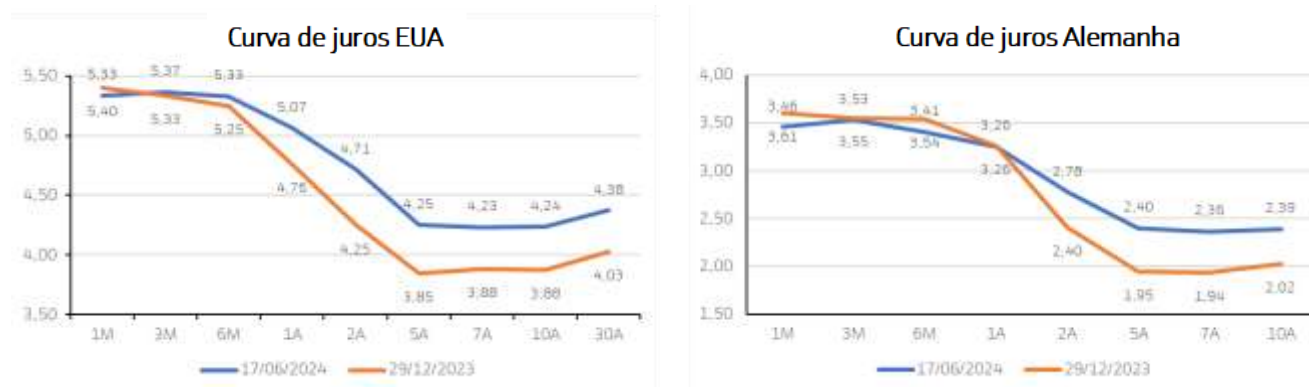
*Após a descida de taxas de juros do BCE, a mensagem dos bancos centrais torna-se mais hawkish.*

Após vários anos de políticas monetárias restritivas para controlar uma inflação "pegajosa", quase todas as principais economias estão a crescer, o desemprego é baixo e os salários aumentaram. As inflações superam o objetivo de 2% fixado pelos bancos centrais, e continuamos com a opinião de que será difícil alcançar o seu objetivo em 2024, inclusive no 1S de 2025. Perante este cenário, **os bancos centrais não deverão ter pressa em baixar taxas de juros. Impõem-se a cautela e a necessidade de ganhar confiança antes de começarem a relaxar as suas políticas monetárias.**

*Os bancos centrais não têm pressa, nem necessidade, em baixar taxas de juros. Entramos numa fase de taxas de juros altas que durará, previsivelmente, até ao final de 2024.*

Entramos num período que durará até ao final do ano, com taxas de juros elevadas. A única nota positiva será do Banco de Inglaterra, que irá fazer uma descida a 1 de agosto, de -25 p.b. até 5,00%, porque o Reino Unido celebra eleições antecipadas a 4 de julho e, assim, não se envolve na política. Possivelmente, **os restantes bancos centrais não farão nada até dezembro e aplicarão a máxima de taxas de juros altas durante mais tempo.** Assim, esperamos que a Fed não baixe taxas de juros até 18 de dezembro. Poderá baixar -25 p.b. para fechar o ano em 5,00%/5,25%. Para 2025, estimamos quatro descidas de -25 p.b. até 4,00%/4,25%. O BCE acaba de baixar -25 p.b., não esperamos que volte a fazer outra descida este ano. Embora uma descida na reunião a 12 de dezembro não seja totalmente descartável, pensamos que preferirá esperar por 2025 para continuar o seu ciclo de descidas. Mudamos as próximas descidas do BCE para 2025 e prevemos 4 descidas, que levarão a taxa diretora para 3,25%.

Gráfico 2.2.1. Evolução das curvas de taxas de juros em 2024 na Alemanha e EUA.



Fonte: Bloomberg

Nas obrigações **soberanas**, durante 2024 ocorreu um **nivelamento das curvas de taxas de juros** pelo **aumento na *yield* das secções longas** (+37 p.b. a 10 anos para o Bund e +36 p.b. para o T-Note, até 2,39% e 4,24%, respetivamente), enquanto as secções mais curtas consolidaram as suas rentabilidades.

**Estratégia:** Modificamos as nossas preferências para os prazos longos da curva de taxas de juros, onde consideramos que aumenta o atrativo. Os prémios de risco por prazo foram ajustados e, às taxas atuais, vemos valor nas secções longas. Assim, **recomendamos aumentar duração para antecipar-se às descidas de taxas de juros que se avizinham em 2025.**

Nas **obrigações soberanas europeias**, vemos mais atrativo na periférica (vs. Alemanha e/ou França). Enquanto **Alemanha** sofre de estagnação económica, **França** acaba de sofrer um corte no *rating* pelo S&P de AA até AA- devido à desconfiança no seu Déficit Fiscal, algo que se agrava pela demissão do presidente Macron. Pelo contrário, as notícias desde a periférica são positivas: Fitch melhora a qualificação da **Irlanda** desde AA- até AA pela boa gestão do seu déficit, e DBRS eleva a Perspetiva sobre **Espanha** desde Estável até Positiva e mantém *rating* em A ao dar credibilidade a um objetivo de déficit fiscal para -3%.

Mantemos a nossa estratégia de investimento em **obrigações corporativas** (alta qualidade/IG) e *High Yield* (baixa qualidade de crédito) para os perfis mais dinâmicos com a particularidade de que **umentamos o risco de duração.**

Em relação ao **crédito IG**, o comportamento dos diferenciais entre janeiro e junho é semelhante na Europa e nos EUA, com uma ligeira vantagem para o último. **Os fundamentos das empresas são sólidos** e terão tendência para melhorar num contexto de recuperação económica e de redução das taxas de juros. Os crescimentos esperados de EPSs são atrativos e os rácios de endividamento permanecem em níveis reduzidos. Como referência, a Dívida Líquida/EBITDA das empresas americanas é 1,3x, e para as europeias é 2,3x. Não é uma preocupação.

O **diferencial IG** situa-se, **na Europa**, em 77,3 p.b. (-4 p.b. em 2024), superando a média dos últimos 10 anos de 63,6 p.b. **Nos EUA**, são 126,2 p.b. (-8 p.b. em 2024) vs a média de 129,5 p.b.

Em **High Yield**, os diferenciais reduziram-se em -14 p.b. no ano, **na Europa**, e -18 p.b., **nos EUA**, até níveis inferiores às suas médias de longo prazo: 317,1 vs 348,9 na Europa, e 366,8 vs 456,2 nos EUA. Os níveis atuais de crédito HY **continuam a parecer-nos atrativos para os perfis mais dinâmicos**, num contexto favorável ao risco.

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 (**telecomunicações/utilities**) e beneficiar-se das descidas de taxas de juros no final de 2024.





*Obrigações soberanas: melhoria do atrativo dos prazos longos.*

*Nas obrigações europeias, vemos mais potencial na periférica, onde as economias crescem a bom ritmo.*

*O crédito IG continua a oferecer potencial, o crédito HY também, mas para os perfis mais dinâmicos.*

*Por setores: recomendamos bancos, saúde, infraestruturas, telecomunicações e utilities.*

### 2.3.- DIVISAS: O contexto de taxas de juros e a situação económica favorecem o dólar.

DIVISA	INTERVALO PROVÁVEL (Dez. 2024)	RACIONAL	TENDÊNCIA
Dólar	1,05/1,10	Esperamos que, em 2024, o dólar mantenha uma <b>tendência lateral-apreciação</b> 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 +0,8% na Europa). <b>Ao longo do 3T'24, esperamos um pouco de apreciação (que poderá chegar até perto de 1,05/1,07)</b> . Em 2025, o nosso cenário é o 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, <b>as nossas estimativas para a taxa de câmbio EuroDólar consideram um intervalo entre 1,05/1,10 em 2024, e 1,04/1,09 em 2025.</b>	Lateral/Apreciação 
Yen	173/181	O diferencial de taxas de juros entre a Europa e o Japão continuará a debilitar o yen face ao euro. Mas esperamos que esta tendência de depreciação do yen se modere na segunda metade do ano graças à redução de compra de obrigações governamentais e às subidas de taxas de juros previstas pelo Banco do Japão. Além disso, o BoJ poderá intervir novamente no mercado, se for necessário, para evitar um impacto negativo sobre a inflação. <b>Estimamos um câmbio EuroYen de 173/181 para finais de 2024, e de 178/186 para 2025.</b>	Depreciação 
Franco Suíço	0,93/0,99	Num contexto de crescimento modesto e inflação controlada, o SNB continuará a relaxar a sua política monetária e a baixar taxas de juros. Estimamos que o banco central coloque a sua taxa diretora em 1,0%, no final do ano. Enquanto isso, o BCE poderá demorar mais tempo para fazer novas descidas perante o aumento do IPC. Isto poderá continuar a debilitar o franco face ao euro. Contudo, o aumento da incerteza política na Europa irá moderar esta debilidade. Além disso, o SNB poderá intervir, se for necessário, para evitar uma maior depreciação e travar possíveis pressões inflacionistas do exterior. <b>Estimamos um intervalo para o EuroFranco de entre 0,93/0,99 para finais de 2024, e de 0,94/1,00 para 2025.</b>	Lateral/Depreciação 
Libra	0,83/0,87	Estimamos que a libra continuará em fase de apreciação nas próximas semanas até situar-se em 0,83 EURGBP após a descida de taxas de juros do BCE e a incerteza na Europa, fruto das eleições para o Parlamento. A descida de taxas de juros prevista do BoE para agosto e as próximas eleições no Reino Unido, a 4 de julho, poderão reverter esta tendência até ao final do ano. Neste contexto, <b>estimamos um intervalo para o EuroLibra entre 0,83/0,87 em 2024, e 0,84/0,90 em 2025.</b>	Lateral/Apreciação 

### 3.- Contexto Económico 2024

#### 3.1.- EUA: O cenário de descidas de taxas de juros modera-se perante uma inflação que cede um pouco mais lentamente do que o esperado.

O contexto económico nos EUA continua a ser favorável. Na frente macroeconómica, o crescimento do PIB dos EUA, embora se tenha moderado no primeiro trimestre do ano (PIB 1T'24: +1,3% a/a), continua confortavelmente em zona positiva e afasta totalmente qualquer dúvida sobre a possibilidade da economia entrar em recessão. Pelo lado da Inflação, a política monetária dura *hawkish* mantida durante os últimos dois anos por parte da Fed vai alcançando progressivamente o seu objetivo, embora seja verdade que a moderação dos preços evolui um pouco mais lentamente do que o esperado.

Na frente corporativa, a situação é positiva, dado que a **evolução dos resultados das empresas do S&P-500 continua a surpreender em alta**, com o EPS do 1T'24 a crescer +7,1% (a/a) vs +4,2% esperado (antes da publicação da primeira empresa). Para o resto do ano, a perspetiva é também positiva e o consenso de mercado desconta **crescimentos dos benefícios empresariais acima de +10,5%**. A longo prazo, a tendência é semelhante e esperam-se crescimentos de EPS de +13,7% em 2025, e +11,7% em 2026, atuando como apoio para a evolução das bolsas.

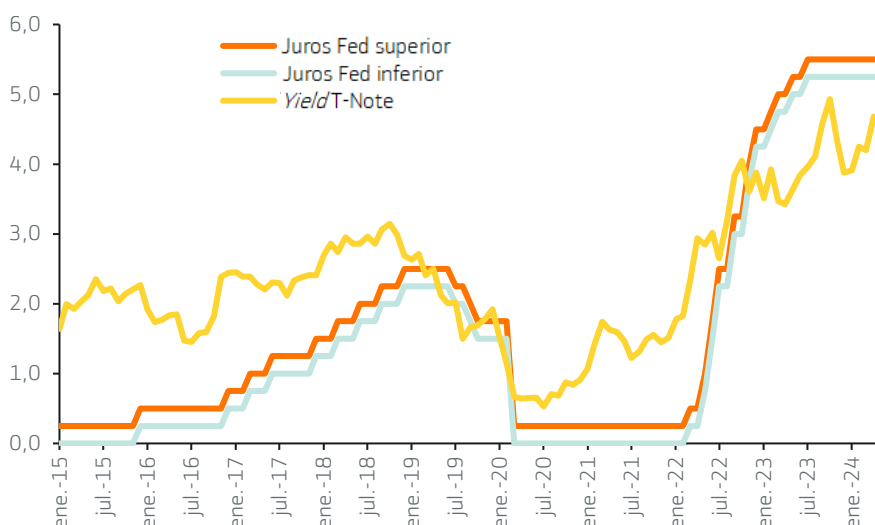
Neste contexto de crescimento apoiado e inflação a ceder de forma um pouco mais lenta do que o esperado, a Fed não está pressionada para acelerar os movimentos de taxas de juros e, portanto, não esperamos **descidas até ao final do ano 2024, onde poderá descer 25 p.b.** em dezembro. De facto, na última reunião do FOMC, a 12 de junho, os membros do comité apontaram, no seu diagrama de pontos, uma única descida de 25 p.b. em 2024, e 100 p.b. adicionais em 2025.

*O contexto económico nos EUA continua a ser favorável.*

*Os crescimentos esperados dos benefícios empresariais implicam um importante apoio para as bolsas.*

*Os membros do FOMC, no seu último diagrama de pontos, apontam uma descida de 25 p.b. em 2024.*

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



Fonte: Bloomberg

Neste contexto, **revimos ligeiramente em alta as nossas previsões de PIB para 2024**. Após os crescimentos publicados do primeiro trimestre do ano e perante as perspetivas do GDP Now da Fed de Atlanta (que para o 2T24 apontava para um crescimento à volta de 3%), estimamos que, em 2024, o PIB se eleve para +2,5% (vs ant. +2,3%) e, para 2025, mantemos a nossa previsão sem alterações, em +2,0%.

*Revimos em altas as nossas estimativas para o PIB24 até 2,5%.*

Em relação aos **preços, reiteramos a nossa abordagem cautelosa** e acreditamos que o movimento em baixa do IPC será um pouco mais lento do que se esperava no início do ano (especialmente no segmento de serviços). As nossas estimativas consideram que a taxa de Inflação situar-se-á em +3,1% no fecho de 2024 (vs +3,0% anterior), e mantemos a previsão de +2,6% para 2025. 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 a um ritmo superior à da subjacente).

*O movimento em baixa da Inflação será um pouco mais lento do que o esperado.*

O **emprego** começa a perder relevância num contexto em que a Taxa de Desemprego se mantém estável, à volta de 3,7%-4,0% desde há dois anos. A evolução dos salários deve continuar a ser monitorizada, visto que os atuais níveis (Salários Médios/Hora: +4,1% 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 (sem mudanças em relação à nossa previsão anterior) e, neste contexto de taxa de desemprego relativamente estável, não contemplamos que a pressão salarial vá aumentar.

**Taxas de juros:** nas **taxas de referência da Fed**, modificamos a nossa visão anterior e **esperamos que, em 2024, ocorra uma descida de 25 p.b.** (em relação à nossa estimativa anterior de três descidas) até terminar o ano em 5,00%/5,25%. Consideramos que esta descida seria no final do ano (nomeadamente na reunião de 18 de dezembro), visto que é quando a Fed terá mais informação sobre a evolução dos preços, assim como do emprego e do crescimento. Para 2025, estimamos quatro descidas de 25 p.b. até terminar o ano em 4,00%/4,25%. Em relação à evolução da **yield do T-Note**, continuamos a pensar que, à medida que ocorram as descidas de taxas de juros, o T-Note irá refleti-lo também na sua **yield**. **A nossa previsão é de 4,10% para o fecho de 2024 e 3,80% para o fecho de 2025** (vs. anterior de 3,80% em 2024 e 3,60% em 2025).

*Acreditamos que, em 2024, possa ocorrer uma descida de 25 p.b. até terminar o ano em 5,00%/5,25%.*

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 PIB que será claramente mais sólido nos EUA do que na Europa (+2,5% nos EUA vs +0,8% na Europa). **Ao longo do 3T24, esperamos um pouco de apreciação (que poderá chegar até perto de 1,05/1,07)**. Em 2025, o nosso cenário é 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 isto, **as nossas estimativas para a taxa de câmbio EuroDólar consideram um intervalo entre 1,05/1,10 em 2024, e 1,04/1,09 em 2025**.

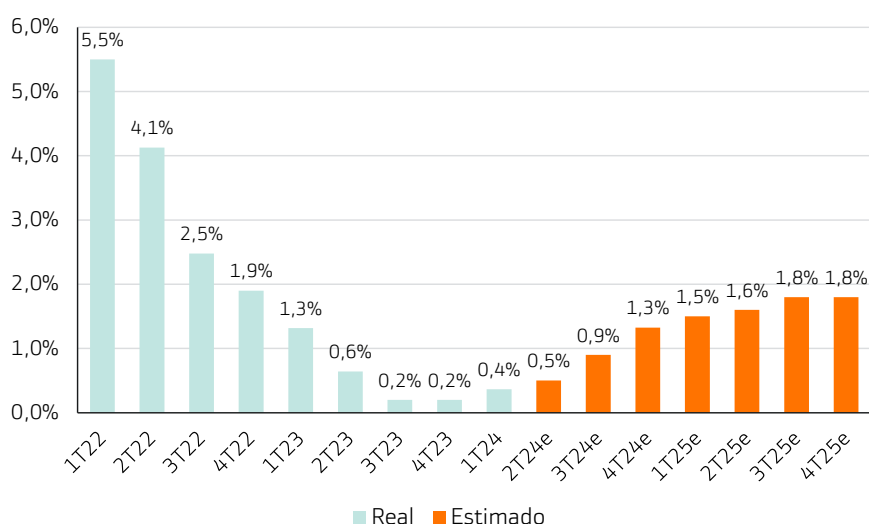
*A tendência do dólar é lateral-apreciação face ao euro, em 2024 e 2025.*

### 3.2.- UE: "O crescimento melhora, mas a inflação tardará em moderar-se. O BCE entrará em modo pausa até 2025."

A UE encontra-se em ponto de inflexão para melhor. Após finalizar 2023 em contração (-0,1% t/t no 4T), a atividade ganha inércia progressivamente e o PIB consegue avançar no primeiro trimestre (+0,3% t/t; +0,4% a/a). 2024 será um ano de menos a mais. O Consumo continuará a melhorar graças ao avanço dos Salários, que provocará um aumento da renda disponível, num contexto de força do mercado laboral e recuperação dos níveis de confiança do consumidor. A queda dos custos de financiamento dinamizará este processo, que será também um deslocamento para o Investimento nos próximos meses. Com tudo isso, revimos em alta a nossa previsão para o PIB em 2024 até +0,8% a/a (desde +0,7%), mantemos +1,7% em 2025 e estabelecemos +1,9% em 2026.

*O crescimento ganhará tração, impulsionado principalmente pelo Consumo.*

Gráfico 3.2.1.- Zona Euro: PIB por trimestres (Var. a/a).



Fonte: Eurostat e estimativas elaboradas por Análise e Mercados Bankinter

A inflação continuará acima dos +2,0% objetivo do BCE durante os próximos meses. A taxa geral aumentou até +2,6% em maio e voltará a avançar durante os últimos meses do ano, penalizada por um efeito base negativo. Mantemos a nossa estimativa de +2,7% para o fecho de 2024. Será a partir do segundo semestre de 2025 que os preços começarão a reduzir-se gradualmente até fechar o ano em +2,1%.

*A inflação não se aproximará dos 2% objetivo até 2025.*

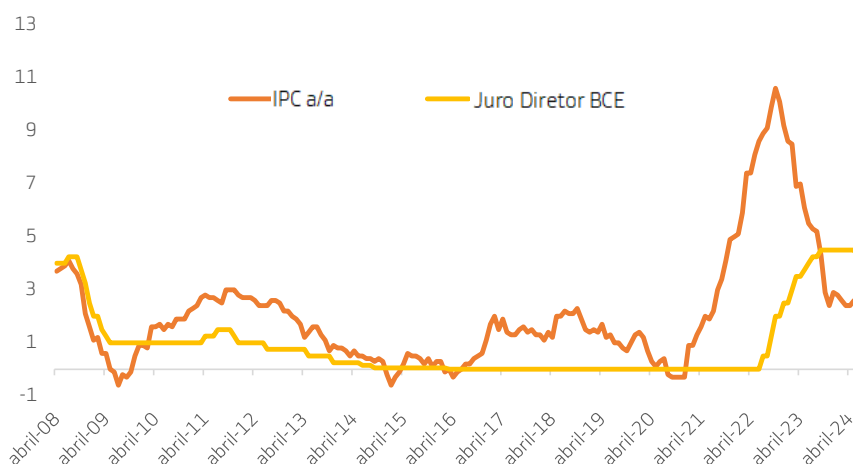
Neste contexto, o nosso cenário central é que o BCE não voltará a baixar a taxa diretora este ano. Embora uma descida na reunião de 12 de dezembro não seja totalmente descartável, pensamos que o BCE preferirá esperar por 2025 para continuar o seu ciclo de descidas. Tem boas razões para não se precipitar. Os Salários continuam a ser a chave para antecipar a evolução dos preços e, em consequência, da política monetária. No primeiro trimestre, os Salários negociados avançaram até +4,7% (desde +4,5%) e o Índice de Custos Laborais, que inclui outros setores indiretos como a despesa na Segurança Social, subiu até +4,9% (desde +3,4%) enquanto a Taxa de Desemprego alcançou níveis mínimos, perto de 6,4%. Com isso, a inflação de serviços avançou até +4,1% em junho (vs. +3,7% em maio).

*Os Salários aceleram e implicam um desafio para a inflação. Com isso, o BCE esperará até 2025 para retomar o seu ciclo de descidas de taxas de juros.*

Além disso, uma atitude mais *dovish* (suave) em termos relativos em relação à Fed provocaria uma depreciação não desejada do euro, que por sua vez implicaria uma fonte de importação de inflação. Nos EUA, estimamos uma única descida de taxas de juros, que situamos na reunião de 18 de dezembro, logo após a reunião do BCE, a 12 de dezembro. Este desfase temporal leva-nos a antecipar que o BCE preferirá esperar pela sua reunião de 30 de janeiro de 2025 para anunciar o seu próximo movimento.

*Uma atitude demasiado suave por parte do BCE pesaria sobre o euro.*

### Gráfico 3.2.2.- Zona Euro: IPC geral (a/a) vs. Taxa Diretora BCE.



Fonte: Eurostat, BCE e estimativas Análise Bankinter.

Em suma, divimos para 2025 as próximas descidas do BCE. Estimamos 4 descidas, que levarão a taxa diretora até 3,25% e a de depósito a 2,75%. Em 2026, prevemos uma descida adicional até 3,00%/2,50%.

*Estimamos 4 descidas em 2025 e uma adicional em 2026. Com isso, a taxa diretora situar-se-á em 3,0% e a de depósito em 2,50%.*

Em relação ao saldo, não antecipamos mudanças. Os vencimentos do PEPP continuarão a ser reinvestidos até à segunda metade de 2024. A partir de então, reduzirão o programa a um ritmo de 7.500M€ mensais. No APP, continuarão sem reinvestir os vencimentos e o ritmo de redução médio ao longo de 2024 manter-se-á à volta de 28.000M€ mensais.

A curto prazo, o principal risco deriva da incerteza política após as eleições europeias. Os seus resultados desencadearam a demissão do Primeiro-Ministro belga, a convocatória de eleições antecipadas em França e o debilitamento do governo alemão. **As implicações serão negativas para o euro**, que permanecerá pressionado até à conclusão do processo eleitoral francês (a primeira ronda a 30 de junho e a segunda a 7 de julho). Estimamos que se moverá perto de 1,05/1,07 vs. o dólar ao longo do terceiro trimestre.

*A instabilidade política pesará sobre o euro, que avaliará perto de 1,05/1,07 no terceiro trimestre.*

Em suma, o crescimento move-se em boa direção, impulsionado pelo Consumo, enquanto a inflação se modera lentamente. Contudo, os riscos para os preços continuam em alta e irão impor uma atitude prudente ao BCE, que provavelmente manter-se-á à espera de 2025. Principalmente ao considerar a pressão em baixa sobre o euro que provém da política, que é a grande frente a vigiar.

### 3.3.- ESPANHA. "Início de 2024 continua a surpreender em alta".

Reveremos em alta a nossa projeção de PIB para 2024 para +2,2% a/a (+0,4pp), após um início de ano mais sólido do que o esperado e, em particular, a maior contribuição do Setor Exterior. Para 2025, mantemos a nossa estimativa PIB em 2,1% e projetamos uma moderação para +1,8% a/a para 2026.

A revisão em alta para 2024 ocorre perante: (1) o crescimento superior ao esperado no 1T 2024 (preliminar). Repetiu em +0,7% t/t, que já supôs uma surpresa no 4T 2023. Além disso, a contribuição para o crescimento do 1T parece-nos de **maior qualidade**: melhoria na contribuição t/t dos Investimentos (FBC) (+0,3pp desde 0,1 ant.); estabilidade do Consumo Privado (contribuição +0,2pp); e menor peso da despesa pública (-0,2pp t/t desde +0,2 ant). Em qualquer caso, o principal motor foi o Setor Exterior (0,5 pp de contribuição trimestral) graças ao Turismo. (2) **A evolução dos indicadores adiantados continua a apontar em alta**; O PMI Industrial (ascendeu a 54 pontos; +1,8 pontos no mês, quatro meses em zona de expansão) e Serviços (56,9; +0,7 pontos, em expansão desde novembro de 2022, exceto um mês).

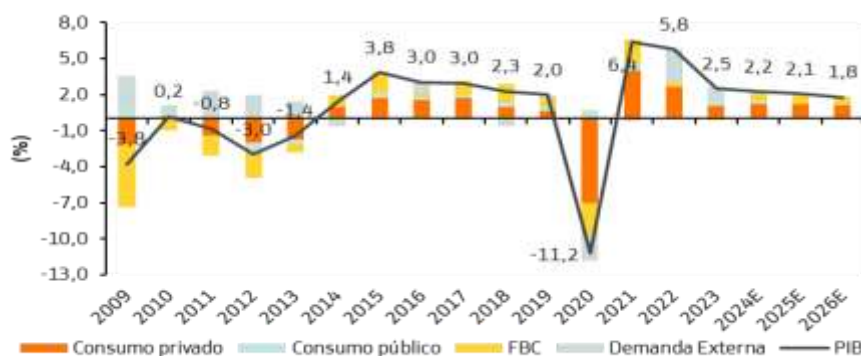
Os fatores que apoiam o crescimento:

1.- A força do crescimento das Exportações de Serviços, em particular do Turismo, conduz-nos à revisão em alta da sua contribuição em 2024 para +0,1pp (desde negativa estimada anteriormente e a forte contribuição em 2023 +0,8pp). A médio prazo, o relevo deverá vir pela reativação do crescimento nos países da UE, principais sócios comerciais.

2.- A estabilidade do Consumo perante: um mercado laboral com um nível de afiliação à SS superior a 21M de trabalhadores nos últimos três meses; revisão dos salários (+2,9% total de convênios em maio de 2024) em relação à moderação da inflação, que contribuirão para a melhoria da Renda Real dos Lares. Além disso, a Taxa de Poupança é elevada (+11,7%/RBD em 2023 vs média histórica à volta de 9%).

3.- A recuperação do Investimento, num contexto de taxas de juros em baixa por parte dos bancos centrais (o BCE baixou -25 p.b. a 6 de junho). Embora os movimentos sejam mais tardios do que o antecipado no início do ano, deverão impulsionar as decisões de investimento nos próximos anos. Além disso, a expectativa de aceleração na execução dos fundos europeus, após o *impasse* eleitoral de 2023.

Gráfico 3.3.1. Evolução PIB por componentes, 2009r/26e



Fonte: Dados INE e estimativas Análise Bankinter

**PIB est. (revisão):**

2024e +2,2% a/a (+0,4pp).

2025e +2,1% a/a (sem alterações). 2026e +1,8% a/a.

**Revisão em alta em 2024**

perante: (1) efeito do 1T superior ao esperado; e (2) indicadores adiantados que continuam em alta.

**Fatores de apoio:**

(1) força do turismo e posterior recuperação do crescimento na UE;

(2) Consumo estável e;

(3) reativação do Investimento.



Ajustamos a nossa estimativa de IPC 2024 em duas décimas em alta, **+3,1% a/a média** (+3,4% a/a dez.24), enquanto a de 2025 mantém-se em **+2,3% a/a em média e final do ano**, e projetamos pela primeira vez **+2,2% a/a para 2026** (+2,1% dez.26). A tendência continua a ser de progressiva moderação, embora, como antecipávamos em trimestres anteriores, o caminho não esteja isento de altos e baixos perante: (1) a retirada das medidas anti-inflacionistas; e (2) os efeitos base que antecipam possíveis subidas (como a que estamos a ver no 2T e possivelmente no 4T). **Os riscos continuam em alta** perante: (i) a força dos Serviços (custos laborais); (ii) os associados a aspetos geopolíticos, que podem derivar em tensões em petróleo ou logísticos (Mar Vermelho – Canal de Suez).

No mercado laboral, os resultados da **Afiliação à Segurança Social** ajustada sazonalmente mantêm-se em **máximos históricos**, acima dos 21M afiliados desde março de 2024. Nos últimos anos, cresceu menos o número de horas trabalhadas do que a Ocupação, tendência que poderá se moderar no futuro. **A moderação dos Custos Laborais Unitários** (+5,4% a/a para o 1T 2024 preliminar) favorecerá a competitividade da economia, para o qual é relevante a melhoria da Produtividade (-0,9% a/a por posto de trabalho equivalente e +1,1% a/a por hora efetivamente trabalhada para o 1T 2024). Projetamos uma Taxa de Desemprego em relação a dezembro de 2023 (11,76%), que se mantém no contexto de +11,8% em 2024; 11,2% em 2025 e 11,0% para 2026.

Reveremos ligeiramente em baixa as nossas projeções de **Défice Público para 2024**, que apontam para **-3,1% e -3,2% 2025e e -3,3% 2026e**. Isto implicaria um nível de Dívida Pública/PIB de 105,3% em 2024e (vs. 107,7% 2023); 104,3% em 2025e e 103,8% em 2026e. A melhoria das expetativas de crescimento reflete-se no crescimento de receitas esperadas para este ano. Contudo, a recuperação das regras fiscais a partir de 2024 e a progressiva subida do custo médio da dívida nos próximos anos mantêm a necessidade de ajustar o défice primário.

Igual às previsões macro, as de preços de habitação também melhoram. **Reveremos a nossa estimativa até +3% 2024e (vs. +1,5% anterior) e +2% 2025e (sem alterações)**. Continuarão apoiados por: (i) um mercado laboral forte, com criação de emprego e subidas salariais; (ii) Escassez de oferta nas principais cidades, costa mediterrânea e ilhas; (iii) Subida de preço das rendas; e (iv) descidas de taxas de juros. Os fundamentos da habitação são bons e não existe bolha.

Os cenários laterais continuam a refletir fundamentalmente a existência dos **riscos externos (geopolíticos) em baixa**; e internamente a necessidade de apoios parlamentares para a adoção de medidas durante a legislatura e a incerteza sobre o uso de fundos NGEU. O ritmo de recuperação do Investimento implica um risco, mas também uma oportunidade num contexto de taxas de juros em baixa.

*A tendência em preços continua o seu caminho para a normalização a médio prazo.*

*IPC 2024 +3,1% a/a média (revisto +0,2pp); +2,3% em 2025 sem alterações e primeira projeção para 2026 +2,2% a/a.*

*Os riscos continuam em alta.*

*Mercado laboral, a Afiliação à Segurança Social mantém-se em máximos.*

*Projetamos moderação na criação de emprego: Taxa de Desemprego 11,8% em 2024e; 11,2% em 2025e; e 11,0% em 2026e.*

*O Défice Público melhora perante o maior crescimento, mas mantém-se a necessidade de ajustes a médio prazo.*

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

*Cenários alternativos tratam de refletir os riscos (geopolíticos e de ritmos de execução).*

**Tabela 3.3.1: Resumo de estimativas 2019r/26e e cenários Otimista e Pessimista 24e/26e**

Espanha, números chave (%) (Probabilidade Cen.: 30%/60%/10%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e			2025e			2026e		
						Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista
<b>PIB (a/a)</b>	<b>2,0</b>	<b>-11,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,5</b>	-1,6	<b>2,2</b>	2,6	1,5	<b>2,1</b>	2,6	1,2	<b>1,8</b>	2,3
Consumo Privado	1,1	-12,3	4,6	4,7	1,8	1,9	2,2	2,4	1,9	<b>2,1</b>	2,4	1,7	<b>2,0</b>	2,2
Consumo Público	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,8	0,8	1,0	1,2	0,3	0,5	0,5	0,3	0,5	0,6
Formação Bruta de Capital	4,5	-9,0	4,3	2,4	-0,4	1,9	3,0	3,9	1,8	3,2	4,2	1,5	2,9	3,9
Procura interna (aportação)	1,6	-9,0	6,6	2,9	1,7	1,6	2,1	2,4	1,5	2,0	2,3	1,3	1,8	2,1
Setor exterior (aportação)	0,4	-2,2	-0,2	2,9	0,8	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,2
<b>Défice Público/PIB*</b>	<b>-2,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-6,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,6</b>	-3,4	<b>-3,1</b>	-2,9	-3,5	<b>-3,2</b>	0,5	-3,6	<b>-3,3</b>	-3,1
<b>Dívida/PIB*</b>	<b>95,5</b>	<b>120,3</b>	<b>116,8</b>	<b>111,6</b>	<b>107,7</b>	106,2	<b>105,3</b>	105,0	105,8	<b>104,2</b>	93,2	106,1	<b>103,7</b>	101,5
<b>Taxa de desemprego*</b>	<b>13,8</b>	<b>16,1</b>	<b>13,3</b>	<b>12,9</b>	<b>11,8</b>	12,6	<b>11,8</b>	11,2	12,7	<b>11,2</b>	6,5	12,9	<b>10,9</b>	10,1
<b>IPC*</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>3,1</b>	3,7	<b>3,4</b>	3,3	2,5	<b>2,3</b>	2,1	2,3	<b>2,1</b>	2,0
<b>IPC (médio)</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>5,8</b>	<b>8,4</b>	<b>3,6</b>	3,2	<b>3,1</b>	3,0	2,7	<b>2,3</b>	1,9	2,4	<b>2,2</b>	2,1

\*Dados do final do exercício

Fonte: dados INE, BdE e estimativas Research Bankinter

### 3.4.- PORTUGAL. "Melhoria do cenário para uma economia apoiada pelo emprego e ameaçada pela política interna."

O presente ano começou melhor do que o esperado para a economia portuguesa, cujo dinamismo procede um sólido mercado laboral que impulsiona o consumo. O PIB 1T bateu as nossas próprias estimativas (+1,5% vs +1,2% estimado) e acreditamos que esta tendência de forte crescimento se manterá durante o resto do ano. Contudo, esta força do consumo e a economia, em geral, têm como contraindicação uma **inflação superior**, que estimamos mais do que duplicará este ano em relação ao ano passado (+2,9% vs +1,4%). A *última milha* no combate da inflação será a mais difícil de superar. No entanto, **a aterragem suave da economia continua a ser o nosso cenário central** para 2025/26: PIB um pouco superior a +2% em combinação com uma inflação perto desse mesmo número.

No início de 2024 identificávamos 3 fatores-chave que determinarão o futuro da economia portuguesa: inflação, taxas de juros e situação política interna. Para o segundo semestre, isto não muda.

*Pendente da incerteza política e económica, o cenário muda para melhor.*

Em primeiro lugar, os primeiros 6 meses do ano deram sinais de que, como esperávamos, **a evolução da inflação tornou-se mais errática**. O impacto dos efeitos da segunda ronda (salários...) e o fim de algumas ajudas governamentais resultarão numa inflação que, após suavizar-se até apenas +1,4% em finais de 2023, aumentará até ao intervalo +2,5%/+3,0% em 2024, antes de reconduzir-se até ao objetivo forma de +2% ao longo de 2025/26.

Em segundo lugar, **o futuro da política monetária continua a ser uma incógnita**. Os primeiros bancos centrais de economias desenvolvidas baixaram taxas de juros ao longo do 2T: Suíça, Suécia e até o BCE. Contudo, a incerteza em relação à futura evolução das taxas de juros mantém-se.

E em terceiro lugar, após as eleições legislativas portuguesas do passado dia 10 de março, **o cenário político no país parece mais pacífico**. A vitória marginal do *Partido Socialista* e a derrota significativa do populismo de *Chega* nas eleições europeias dão alguma tranquilidade à maioria relativa da *Alternativa Democrática* no Parlamento.

A *prova de fogo* para o governo continua a ser a apresentação dos Orçamentos 2025, em novembro. Parece menos provável que algum dos partidos da oposição queira assumir o custo político de provocar novas eleições antecipadas. Portugal continua pendente da incerteza económica e política, embora **o cenário tenha mudado ligeiramente para melhor**.

#### Gráfico 3.4.1. Resumo de estimativas 2019r/26e e cenários Otimista e Pessimista 24e/26e

Portugal, números chave(%) (Probabilidade Cen.: 30%/60%/10%)	2020	2021	2022	2023	2024e			2025e			2026e		
					Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista
PIB (a/a)	-8,3	5,7	6,8	2,3	1,7	2,0	2,4	1,7	1,9	2,2	1,8	2,1	2,2
Consumo Privado	-7,0	4,7	5,6	1,6	1,4	1,5	2,0	1,4	1,6	1,8	1,3	1,5	1,6
Consumo Público	0,3	4,5	1,4	1,2	1,1	1,3	1,5	1,1	1,2	1,3	1,0	1,2	1,5
Formação Bruta de Capital	-4,7	11,4	3,5	0,8	2,3	2,7	2,9	2,8	3,0	3,7	2,9	3,3	3,6
Exportações	-18,6	12,3	17,4	4,2	3,2	3,4	3,8	3,0	3,8	3,9	3,6	3,9	3,9
Importações	-11,8	12,2	11,1	2,2	2,8	2,6	2,8	2,8	3,5	3,6	3,0	3,0	3,4
Défice Público/PIB*	-5,8	-2,9	-0,3	1,1	0,0	0,3	0,4	0,1	0,3	0,5	0,0	0,2	0,5
Dívida/PIB*	134,9	124,5	112,4	99,0	98,9	97,0	96,8	97,7	94,0	93,2	92,9	91,0	89,7
Taxa de desemprego*	6,9	6,0	6,7	6,5	6,8	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,7	6,5	6,4
IPC*	-0,2	2,7	9,6	1,4	3,2	2,9	2,5	2,6	2,2	2,1	2,3	2,2	2,0
IPC (médio)	0,0	1,3	7,8	4,4	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	1,9

\*Dados do final do exercício

Mantemos a nossa perspetiva do PIB em 2024 e 2025, antes de acelerar novamente em 2026. Contudo, revemos em alta as nossas estimativas para os dois primeiros anos até: +2,0% em 2024, +1,8% em 2025 e +2,1% em 2026. A desaceleração temporal é inevitável e desejável, após a forte expansão em 2021/22 (+5,7% e +6,8%, respetivamente) e uma inflação errática.

A economia continua apoiada por **3 forças motrizes** que continuam a surpreender positivamente: Consumo Privado, Investimento e S. Exterior.

Estimamos **um ligeiro abrandamento do Consumo em 2024. Mesmo assim, manter-se-á apoiado pela força do emprego.** É o setor com maior peso no PIB. Pensamos que, como no ano passado, a maior volatilidade do Consumo Privado ver-se-á compensada pelo ligeiro aumento da Despesa Pública. A evolução mais volátil da inflação, o adiamento das descidas de taxas de juros e a instabilidade política são os riscos abertos.

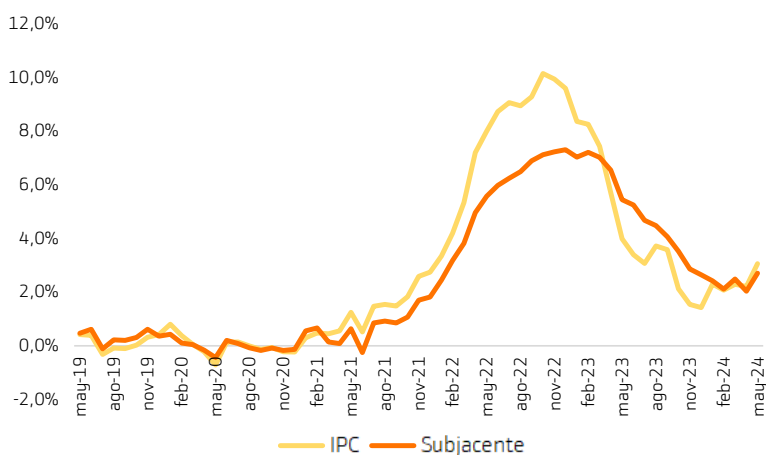
Em relação ao **Investimento**, a execução do **PRR (Plano de Recuperação e Resiliência)** continua a ser a maior fonte de incerteza. Embora o cenário político português tenha melhorado, a capacidade de execução de um governo com maioria relativa continua a ser uma incógnita.

Finalmente, estimamos um ligeiro **abrandamento da Procura Exterior em 2024, antes de voltar a ganhar tração.** A UE representa aprox. 72% das Exportações, pelo que a perspetiva da sua melhoria progressiva permite sermos otimistas em relação às Exportações.

Em suma, revimos para melhor o nosso diagnóstico sobre a economia portuguesa. Embora o PIB abrande em 2024 e 2025, antes de acelerar novamente em 2026, a economia continuará apoiada por um desemprego friccional. Por isso, **re vemos ligeiramente para melhor as nossas estimativas sobre a Taxa de Desemprego** para 2024 e 2025: 6,6% e 6,5% vs 6,7% e 6,6% anterior.

*Esperamos um abrandamento da economia em 2024 e 2025, antes de ganhar tração, novamente, em 2026.*

### Gráfico 3.4.2. IPC e Taxa Subjacente



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

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

Finalmente, **re vemos a nossa estimativa de preços imobiliários (residencial) para melhor: +2% desde -2% para 2024e, +1% desde -2% para 2025e e +2,0% para 2026e.** Estimamos um abrandamento de preços, após anos de forte crescimento. No entanto, perante a força de economia em geral, e do emprego em particular, descartamos o cenário de quedas. Mesmo apesar da política interna ser uma fonte de incerteza.

### 3.5.- OUTRAS ECONOMIAS

#### REINO UNIDO. As eleições atrasam as descidas de taxas de juros. Aumento da inflação até ao final do ano.

A boa evolução da inflação nos últimos meses (+2,0% maio de 2024 vs +4,0% dezembro de 2023) dá alguma margem de atuação ao BoE para começar a suavizar a sua política monetária, seguindo o rasto do BCE. Esperamos que a primeira e única descida de taxas de juros este ano (-25 p.b. até 5,00%) atrase até à reunião de 1 de agosto, para evitar qualquer leitura política antes das eleições gerais a 4 de julho. As sondagens mostram uma possibilidade elevada de mudança radical no Parlamento, dando o governo aos trabalhistas pela primeira vez em 14 anos.

Estimamos que a economia irá reunindo inércia após ter saído da recessão técnica no 1T deste ano (+0,2% a/a). Projetamos um crescimento de +0,5% em 2024, para depois acelerar até +1,3% em 2025 e +1,7% em 2026 graças a uma maior despesa pública, mas com uma abordagem fiscal prudente e uma progressiva recuperação do consumo e investimento privado. Em relação ao mercado laboral, o desemprego continua a mostrar-se tensionado com a Taxa de Desemprego a alcançar níveis historicamente baixos (4,4% abril de 2024) e os salários a crescer para +5,9% a/a. Estimamos que se situe em 4,6% em 2024 para depois suavizar-se pouco a pouco até 4,4% em 2025 e 4,3% em 2026.

Depois da primeira descida, não consideramos que o BoE volte a mover as taxas de juros este ano devido a vários motivos: (i) estimamos um aumento da inflação na segunda metade do ano até situar-se em +2,9% em dezembro de 2024, ao terminar o efeito base da Energia e continuarem os problemas na inflação de serviços (+5,7% a/a maio de 2024) derivados do *Brexit*: encarecimento dos custos logísticos, escassez de mão de obra em alguns setores... Progressivamente projetamos uma moderação da inflação até 2,5% em 2025 e 2,0% em 2026. (ii) As pressões salariais continuam ainda em níveis elevados (+5,9% a/a) e dificultam o efeito do endurecimento acumulado da política monetária. (iii) A taxa subjacente situa-se ainda acima do objetivo do banco central (+3,5% a/a maio).

O BoE voltará a baixar taxas de juros em 2025 e 2026, com a inflação mais controlada e para evitar um maior diferencial com o BCE, que poderá afetar negativamente a divisa. Esperamos que a Taxa Diretora se situe em 5,00% (-25 p.b.) em finais de 2024, em 4,00% (-100 p.b.) em 2025 e em 3,50% (-50 p.b.) em 2026. Neste contexto, estimamos que a libra continuará a apreciar-se nas próximas semanas, até situar-se em 0,83 após a descida de taxas de juros do BCE e a incerteza na Europa, fruto das eleições para o Parlamento. A descida de taxas de juros prevista do BoE para agosto e as próximas eleições do Reino Unido poderão reverter esta tendência até ao final do ano. Projetamos um intervalo de 0,83/0,87 em 2024, 0,84/0,90 em 2025 e 0,83/0,88 em 2026.

*A inflação ao situar-se em níveis próximos de +2,0% favorece a única descida de taxas de juros (-25 p.b.) que estimamos este ano até 5,00%.*

*A economia irá melhorando, embora cresça a um ritmo inferior à Europa e EUA.*

*Não estimamos mais descidas de taxas de juros para este ano (além da descida na reunião a 1 de agosto) devido ao aumento da inflação no 2S 2024.*

## IRLANDA: Crescimento e Superavit é uma boa combinação.

**Situação atual:** Irlanda tem **fundamentos macro sólidos**. Com uma Dívida Pública/PIB de apenas 43,7% em 2023 (vs. 88,6% na UE) e um Superavit orçamental de 1,7%/PIB (vs. 3,6% na UE), tem uma Taxa de Desemprego inferior à média europeia (4,0% em junho vs. 6,4% na UE). Em relação ao crescimento, o PIB ajustado mede melhor a atividade do que os resultados oficiais, porque exclui o impacto volátil que as multinacionais têm. Com uma subida de +0,5% no PIB ajustado (vs. -3,2% publicado em 2023), Irlanda consegue manter a série do crescimento graças à solidez da procura interna (+3,1% no Consumo Privado).

**Perspetivas:** O panorama macro 2024/2026 é positivo porque: (1) os **indicadores de atividade** mais recentes refletem uma mudança clara para melhor. O PIB oficial sobe +0,9% t/t no 1T 2024 (vs. -3,4% ant.) com o PMI Composto de maio em 52,5 pontos (vs. 50,4 ant.), (2) a resiliência do **mercado laboral** é uma rede de segurança para os lares e a Procura Interna. Como referência, os salários médios crescem a um ritmo de +2,5%, com uma Taxa de Desemprego próxima a mínimos históricos (4,0% em junho de 2024 vs 3,9% em março de 2021), (3) a **Inflação** avança em boa direção (+2,6% em maio vs. 9,3% em outubro de 2022) e as descidas de taxas de juros do BCE previstas para 2025/2026 deverão reativar o **investimento**, (4) a banca tem excesso de liquidez com rácios de solvência elevados (CET1>14,5%) e cresce o interesse pelo **mercado imobiliário**. O preço médio da habitação acelera até +7,3% em março de 2024 (vs. +1,1% em agosto de 2023), e (5) a agência de **qualificação de crédito** Fitch acaba de rever em alta o **rating** da dívida até AA (desde AA-) e estima uma redução da Dívida Pública/PIB até 37% em 2028 (vs. 43,7% em 2023 vs. ~50% que agora têm os países com *Rating* AA).

Ajustamos as nossas previsões de crescimento em PIB até +2,6% em 2024 (vs. +2,5% ant.), +3,6% em 2025 (+4,2% ant.) e +3,3% em 2026. Revemos em baixa as nossas perspetivas de Inflação até +2,1% em 2024 (vs. +2,5% ant.), +2,0% em 2025 (vs. +2,1% ant.) e +1,9% em 2026.

## SUIÇA: O crescimento é moderado e a inflação está controlada. O SNB continuará a relaxar a sua política monetária.

**Crescimento.** O PIB avançou +0,5% (t/t) no 1T, com o consumo dos lares como principal motor de crescimento (+1,1%) e com uma contribuição negativa do investimento e da despesa pública. Esperamos uma melhoria da atividade económica nos próximos meses, favorecida pelas descidas de taxas de juros do SNB, subidas salariais e maior dinamismo global. Mas o ritmo de avanço continuará a ser modesto. O nosso cenário contempla um crescimento médio do PIB de +1,1% em 2024 e +1,4% em 2025. A taxa de desemprego manter-se-á em níveis baixos, perto de 2,3% em 2024-2025.

**Inflação.** O IPC de maio situou-se em +1,4%, com a Taxa Subjacente em +1,2%, mantendo-se confortavelmente no objetivo do banco central (SNB), que estabelece um crescimento de preços inferior a 2%. A inflação doméstica é a principal impulsionadora deste avanço no IPC, com uma menor contribuição da inflação importada. Estimamos um IPC em 1,5% para finais de 2024, e em 1,3% para 2025. As expetativas de inflação a longo prazo mantêm-se no intervalo entre 1,0% e 1,5%.

*Irlanda tem fundamentos macro sólidos...*

*Com um rácio Dívida/PIB de apenas 43,7% e Superavit orçamental, a Taxa de Desemprego ronda mínimos históricos.*

*A inflação avança em boa direção e os indicadores de atividade refletem uma mudança para melhor.*

*A banca tem excesso de liquidez e solvência, cresce o interesse pelo imobiliário e a agência Fitch melhora o rating da dívida.*

*O crescimento melhora, mas continuará a ser modesto: +1,1% em 2024 e +1,4% em 2025.*

*As expetativas de inflação mantêm-se dentro do objetivo do SNB.*

**Política monetária.** O SNB baixou taxas de juros duas vezes neste ano (abril e junho) até 1,25% (-50 p.b. no total). Neste contexto de inflação controlada e crescimento modesto, esperamos uma nova descida que colocaria a taxa diretora em 1,0% no final do ano, onde permaneceria durante 2025.

*Estimamos que a taxa diretora se situe em 1,0% em dezembro.*

**Franco suíço.** Na primeira metade do ano, o franco depreciou-se face ao euro em 3%, após vários anos consecutivos de apreciação (14% em 2020-23). O SNB baixou taxas de juros, enquanto o BCE atrasou as suas expectativas de novas descidas. Esperamos que esta tendência de depreciação se modere na segunda metade do ano. O aumento da incerteza política na Europa favorecerá este movimento. Além disso, o SNB poderá intervir se for necessário – vendendo divisas – para evitar uma maior depreciação e travar possíveis pressões inflacionistas desde o exterior. Neste contexto, esperamos um câmbio de EURCHF de 0,93/0,99 para finais do ano e de 0,94/1,00 para finais de 2025.

*O aumento da incerteza política na Europa favorece o franco.*

## JAPÃO: O BoJ continuará a normalizar a sua política monetária à medida que se consolide o círculo virtuoso salários-preços.

**Inflação.** A debilidade do yen continua a pressionar em alta a inflação via maiores custos de importação. O IPC situou-se, em abril, em 2,5% e continuará em alta nos próximos meses. A supressão dos subsídios para o gás e eletricidade e as subidas salariais manterão o IPC acima de +2,5% na última parte do ano. Para finais de 2025, estimamos um IPC à volta de +1,8%. As pressões do exterior moderar-se-ão, mas as pressões internas via melhorias salariais e recuperação da atividade económica terão uma maior contribuição. Para que a inflação seja sustentável, os salários reais têm de ser positivos.

*Menores pressões inflacionistas desde o exterior, mas maior contribuição interna.*

**Salários:** A ronda anual entre empresários e sindicatos para subidas salariais (*shunto*) fechou com o maior aumento dos últimos 33 anos (+5,2% de média). Mas apenas 16% da força laboral está em sindicatos e favorece destas subidas. É necessário que as subidas se estendam também às pequenas e médias empresas, que representam a grande maioria do emprego. Estas subidas salariais deveriam, simultaneamente, apoiar a despesa nominal e obrigar as empresas a subir os preços para proteger as suas margens. Uma Taxa de Desemprego baixa (2,4%/2,5%) deverá favorecer estas subidas em salários.

*As históricas subidas salariais deverão estender-se a toda a força laboral e traduzir-se nos preços.*

**Economia:** A atividade económica foi fraca no início do ano, com o PIB em negativo no 1T (-0,2% a/a e -2,0% t/t). A queda reflete o impacto negativo do terremoto a noroeste de Tóquio, os constrangimentos na produção de carros após o escândalo sobre certificações e a atonia do consumo dos lares, num contexto de salários reais negativos. Nos próximos trimestres, a atividade deverá melhorar, favorecida pelas subidas salariais, descidas de impostos e normalização na produção de automóveis. Estimamos um crescimento de +0,5% em média em 2024, melhorando para +1,1% em 2025.

*Recuperação do crescimento: PIB +0,5% estimado para 2024 e +1,1% em 2025.*

**Política Monetária:** O objetivo do BoJ é que se consolide na economia um círculo virtuoso entre salários e preços que lhe permita continuar a normalizar a sua política monetária sem causar um impacto negativo sobre a economia. Mas após a reunião de 14 de junho, parece que este processo poderá ser mais lento do que o inicialmente esperado. O Banco do Japão quer ter mais provas de que as subidas salariais se estendem a toda a força laboral e de que se traduzem, finalmente, nos preços, antes de tomar medidas mais restritivas na política monetária. [Link para o comunicado \(em inglês\)](#).

*O Banco do Japão irá normalizar gradualmente a sua política monetária.*

Em relação às compras de obrigações governamentais, o BoJ atrasou para a reunião de 31 de julho, ao proporcionar detalhes para a redução nos próximos um ou dois anos. Atualmente, está a comprar 6bn¥/mês (35.200M€/mês), e no saldo tem um total de 594bn¥ em obrigações, o que representa mais de 50% do saldo vivo.

*Redução de compras de obrigações governamentais.*

Quanto às taxas de juros, as expectativas de novas subidas também se atrasam. Em março, o BoJ subiu taxas de juros pela primeira vez em 17 anos, até ao intervalo +0,0%/+0,1%. Esperamos que aplique novas subidas na segunda parte do ano, começando em setembro/outubro. **No final do ano, poderão colocar em +0,20%/+0,30% e em +0,40%/+0,50% para dezembro de 2025.** Apesar destas subidas, as condições financeiras continuarão a ser acomodáticas, com taxas reais ainda negativas, já que as expectativas de inflação a 5 anos estão à volta de 1,6%.

*Novas subidas de taxas de juros no horizonte.*

**Yen:** Em maio, o BoJ interviu no mercado com compras de ca. 10bn¥ (59.000 M€) numa tentativa de travar a depreciação do yen (-11% face ao dólar e -10% face ao euro no ano) e avisa que poderá voltar a intervir, se considerar que a debilidade do yen poderá trazer consequências negativas para a economia através dos custos de importação. Estimamos que a depreciação do yen se modere no segundo semestre perante a redução de compras de obrigações e as prováveis subidas de taxas de juros. Além disso, o BoJ poderá voltar a intervir no mercado ao comprar yenes, se for necessário. Estimamos um intervalo de EURJPY de 173/181 para dezembro de 2024, e de 178/186 para 2025.

*Moderação na tendência de depreciação do yen.*

## **EMERGENTES: Só a Índia vale a pena. Subimos recomendação para Comprar. Continuamos a deixar a China e o Brasil de fora.**

Índia é a única opção de investimento que encontramos entre os países emergentes. A sua inclusão entre as nossas recomendações de investimento é um movimento incipiente e será progressivo à medida que vemos a capacidade que Modi tem para implementar o seu progresso político. Isto é, está sujeita a este fator. Esta decisão apoia-se na aposta pela industrialização do país, um crescimento apoiado pelo PIB com aumento a duplo dígito de EPSs e o auge da classe média. No caso da **China**, o binómio rentabilidade/risco não é atrativo. Continuamos a manter-nos à margem desta economia até vermos sinais suficientes de melhoria que podem compensar os riscos. Por último, também descartamos o **Brasil**. O crescimento da economia é baixo para ser um país emergente e a sua divisa deprecia-se perante a redução do diferencial de taxas de juros face aos EUA. Isto, junto a uma alta concentração em certos setores (financeiro, energia, materiais), retira atrativo. De facto, estes fatores pesaram sobre o seu principal índice de referência, que se comportou pior em termos absolutos e relativos em relação a outras opções de investimento.

## Índia

Voltamos a incluir Índia entre as nossas recomendações de investimento, num movimento incipiente e progressivo, à medida que vemos a capacidade do novo governo de Modi para implementar as suas políticas pró-negócio. Apesar da debilidade mostrada pelo BJP (partido liderado por Modi) nas últimas eleições, perdendo a maioria absoluta, conseguiu formar governo com o apoio de partidos regionalistas. Ao depender dos seus aliados, a curto prazo, poderá ter um impacto negativo. Terá mais dificuldades para aplicar um programa que consideramos mais alinhado com o mundo ocidental. Este programa inclui incentivos ao investimento empresarial, descida de impostos e taxas alfandegárias para a importação e flexibilização do mercado laboral. Em suma, Índia aspira a substituir a China, ou pelo menos retirar-lhe grande parte da sua quota como principal país produtor a nível global. A longo prazo, um terceiro mandato na debilidade terá um impacto positivo para a democracia na Índia, já que trava a tendência para a autocracia em que Modi estava a cair.

*Subimos a recomendação de Índia para Comprar num movimento incipiente e progressivo.*

Investir na Índia implica assumir mais riscos, já que não deixa de ser um país emergente, e a nossa subida de recomendação está sujeita à evolução do novo governo, mas esta decisão apoia-se numa série de fatores que consideramos positivos a médio prazo: (i) o governo indiano está focado na industrialização. É uma aposta clara que se vê refletida em vários aspetos. A despesa em bens de capital sobre o PIB aumentou até 3,4% desde 1,7% de média antes da pandemia. Desta forma, conseguirão aumentar a capacidade produtiva e o investimento. Neste aspeto, o investimento estrangeiro terá um papel importante, para o qual também dispõem de um programa de incentivos. É importante no meio de um contexto em que as empresas procuram a diversificação das suas cadeias de fornecimento. Estas aspirações da Índia estão numa fase inicial, já que apenas representa 3% da produção mundial em relação a >30% de China. De momento, empresas tecnológicas líderes como Apple, Foxconn e Micron já estão a aumentar as suas operações no país. (ii) Este foco na industrialização, junto com uma demografia favorável, apoiará o crescimento do PIB nos próximos anos, que se situará entre +6%/+7%. Isto, em combinação com um aumento da produtividade, poderá gerar surpresas positivas em termos de EPSs. No caso do seu principal índice de referência, o consenso aponta para um crescimento de EPSs de +17,5% em 2024, e +15% em 2025. Por último, um aspeto bastante técnico. (iii) O auge da classe média favorece a entrada de fluxos ao mercado bursátil indiano. Este segmento continuará a aumentar nos próximos anos, após um abrandamento coincidente com a pandemia. Resta recordar que a Índia é o país com maior população do mundo (>1.400M), mas o seu PIB *per capita* é baixo. Portanto, o potencial aumento de uma classe média com aspirações de criação de riqueza é significativo.

## China

Continuamos fora de China. O binómio rentabilidade/risco continua sem ser atrativo, apesar da má evolução das suas bolsas. Nestes últimos 3 anos, nos quais permanecemos fora de China, as bolsas chinesas retrocederam -32%/-36%, enquanto as americanas avançaram +26%/+38%, conforme o índice de referência. O início do ano foi melhor do que esperávamos para a economia, embora não para as bolsas. O PIB 1T 2024 cresceu +5,3%, o que compara com +5,2% no 4T 2023 e +4,9% no 3T 2024. Esta melhoria deve-se principalmente aos estímulos proporcionados pelo governo. Contudo, o consumo continua a mostrar debilidade e o setor imobiliário continua a ser a principal entrave para a economia devido ao seu elevado excesso de

*Mantemo-nos de fora. O binómio rentabilidade/risco não é atrativo.*



oferta. O **governo** estabelece o crescimento-objetivo perto de 5% e fará todos os possíveis para que se aproxime de tal nível. **Para dar apoio ao crescimento, estão a implementar medidas fiscais e monetárias expansivas.** Em termos de política monetária, o **PBoC continuará a baixar taxas de juros** ao longo do ano. Até ao momento do ano, baixou a taxa de referência a 5 anos, referência para as hipotecas, em -25 p.b. até **X** e a taxa de referência a 1 ano, referência para empréstimos, em -10 p.b. até 3,45%. No entanto, até ao momento, o PBoC focou-se mais em aumentar a quantidade de crédito disponível mediante a redução do **requerimento de reservas** do setor bancário (-250 p.b. desde 2021). Fá-lo num contexto de inflação praticamente nula (+0,3% em abril) e com os Preços Industriais em negativo desde setembro de 2022. Continuarão as medidas de estímulo fiscal por parte do governo. Embora este impulse a economia a curto prazo, tem uma dupla leitura a longo prazo, já que se traduzirá num maior endividamento público, afetando negativamente a sua qualidade de crédito. Portanto, até ao momento, **não vemos sinais de recuperação que compensem o risco de investir numa economia** na qual encontramos 3 problemas de fundo. Além disso, estes são difíceis de reverter a curto prazo. Referimo-nos ao já conhecido problema **demográfico**, às tensões **geopolíticas** e ao **intervencionismo**. A população reduziu-se pelo segundo ano consecutivo em 2023 (-2,08M pessoas) e mantém-se imersa num progressivo envelhecimento, que leva a uma diminuição de mão de obra. Em relação ao foco geopolítico, temos Taiwan. Embora as tensões estejam a aumentar nos últimos anos, o pior ainda não chegou. Por último, o **intervencionismo**. Parece que o regulador chinês quer aproximar-se do mercado, obrigando as empresas a aumentar a retribuição aos seus acionistas, mas o **intervencionismo**, que está atualmente na sombra, pode vir à luz a qualquer momento, como já vimos no passado. Trata-se de um risco latente com o qual é difícil viver.

### Brasil

**Não o consideramos uma opção de investimento neste momento.** O PIB surpreendeu em alta no 1T 2024, mas enfrenta um 2T mais complicado, sem o efeito positivo das transferências governamentais (pagamentos por casos judiciais perdidos) aos seus cidadãos e com o efeito negativo das destrutivas **inundações** na parte sul do país. Afetaram o estado de Rio Grande do Sul, que supõe cerca de 7% do PIB. Portanto, o **crescimento moderar-se-á no 2T**. Apesar de, no conjunto anual, a corrida para as eleições municipais implicará uma despesa pública superior para apoiar o crescimento. Principalmente num ano em que se poderá revelar a baixa taxa de aprovação de Lula, o que criaria alguma **incerteza política**. O seu banco central reduziu **taxas de juros (taxa Selic)** até 10,50% desde 13,75%, a um ritmo de 50 p.b. Na sua última reunião já moderaram o ritmo a 25 p.b. A partir deste momento, as próximas descidas serão de forma mais gradual no tempo e com a mesma profundidade (25 p.b.). Um novo padrão que servirá para travar a depreciação da sua divisa, que retrocedeu -9% face ao euro desde que iniciaram as descidas de taxas de juros (2 de agosto de 2023). O seu principal índice de referência está muito concentrado em relacionados com o setor energético/material e o setor financeiro, com uma concentração de 48% e 25%, respetivamente. Isto, junto à depreciação da sua divisa, pesou sobre o seu índice, que retrocede -14% (em euros) face a uma reavaliação dos principais índices europeus superior a +10%.

*Não é uma opção de investimento. Crescimento baixo, depreciação de divisa e mercado concentrado em certos setores.*

## Síntese de Estimativas, Bankinter.

Estimativas Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e
<b>1.- PIB (média anual)</b>											
Espanha	+3,0	+3,0	+2,3	+2,0	-11,2	+6,4	+5,8	+2,5	+2,2	+2,1	+1,8
Zona Euro	+1,8	+2,8	+1,8	+1,6	-6,2	+6,1	+3,5	+0,6	+0,8	+1,7	+1,9
Diferencial Portugal - UE	+22	+71	+105	+108	-210	-18	+340	+170	+120	+20	+20
Portugal	+2,0	+3,5	+2,8	+2,7	-8,3	+5,9	+6,9	+2,3	+2,0	+1,9	+2,1
EUA	+1,8	+2,5	+3,0	+2,5	-2,2	+5,9	+2,0	+2,5	+2,5	+2,0	+2,0
R.Unido	+2,3	+2,1	+1,7	+1,7	-9,4	+8,3	+4,5	+0,1	+0,5	+1,3	+1,7
Irlanda	+1,7	+9,4	+8,7	+5,3	+6,6	+15,3	+9,4	-3,0	+2,6	+3,6	+3,3
Suíça	+2,1	+1,4	+2,9	+1,2	-2,3	+5,5	+2,7	+0,8	+1,1	+1,4	+1,5
Japão	+0,8	+1,7	+0,7	-0,4	-4,3	+2,3	+1,1	+1,9	+0,5	+1,1	+0,9
China	+6,8	+6,9	+6,7	+6,0	+2,2	+8,4	+3,0	+5,2	+4,9	+4,8	+4,5
Índia	+8,0	+6,1	+7,3	+4,6	-6,1	+9,8	+7,1	+7,5	+7,2	+7,0	+6,7
Brasil	-3,3	+1,3	+1,8	+1,2	-3,3	+5,2	+2,6	+2,9	+2,0	+2,3	+2,3
<b>2.- IPC</b>											
Espanha	+1,6	+1,1	+1,2	+0,8	-0,5	+6,5	+5,7	+3,1	+3,4	+2,3	+2,1
Zona Euro	+1,1	+1,3	+1,5	+1,3	-0,3	+5,0	+9,2	+2,9	+2,7	+2,1	+2,1
Portugal	+0,9	+1,5	+0,7	+0,4	-0,2	+2,7	+9,6	+1,4	+2,9	+2,2	+2,2
EUA	+2,1	+2,1	+1,9	+2,3	+1,4	+7,0	+6,5	+3,4	+3,1	+2,6	+2,4
R.Unido	+1,6	+3,0	+2,1	+1,3	+0,6	+5,4	+10,5	+4,0	+2,9	+2,5	+2,0
Irlanda	+0,0	+0,4	+0,7	+1,3	-1,0	+5,5	+8,2	+4,6	+2,1	+2,0	+1,9
Suíça	+0,0	+0,8	+0,7	+0,2	-0,8	+1,5	+2,8	+1,7	+1,5	+1,3	+1,3
Japão	+0,3	+1,0	+0,3	+0,8	-1,2	+0,8	+4,0	+2,6	+2,6	+1,8	+1,7
China	+2,1	+1,8	+1,9	+4,5	+0,2	+1,5	+1,8	-0,3	+1,3	+2,0	+1,9
Índia	+3,4	+5,2	+2,1	+7,4	+4,6	+5,7	+5,7	+5,7	+4,7	+4,5	+4,3
Brasil	+6,3	+3,0	+3,8	+4,3	+4,5	+10,1	+5,8	+4,6	+3,8	+3,5	+3,3
<b>3.- Desemprego</b>											
Espanha (EPA)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	11,7	11,8	11,2	10,9
Zona Euro	9,7	8,7	7,9	7,5	8,2	7,0	6,7	6,5	6,5	6,5	6,4
Portugal	10,5	8,1	6,7	6,7	7,1	6,3	6,8	6,5	6,6	6,5	6,5
EUA	4,7	4,1	3,9	3,5	6,7	3,9	3,5	3,7	3,9	3,9	3,8
R.Unido	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	3,8	4,6	4,4	4,3
Irlanda	7,5	6,3	5,5	4,8	6,2	5,0	4,5	4,7	4,4	4,3	4,3
Suíça	3,3	2,9	2,4	2,3	3,3	2,4	1,9	2,2	2,3	2,2	2,2
Japão	3,0	2,7	2,5	2,2	3,0	2,7	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4
China	5,2	5,0	4,9	5,2	5,2	5,1	5,5	5,0	5,1	5,0	5,0
<b>4.- Crédito S. Privado (Var.% a/a)</b>											
Espanha, empresarial Stock (%)	-4,5	-2,8	-6,5	-1,5	+8,3	+0,6	-0,1	-4,3	-1,3	-0,6	+0,2
Espanha, empresarial Nova Produç. (%)	-17,8	+5,1	+2,4	+0,4	+2,5	-16,2	+19,9	-7,3	+0,5	+2,0	+2,0
Espanha, hipotecário Stock (%)	-2,9	-2,4	-1,2	-0,6	-1,2	+1,3	-0,1	-3,1	-1,6	-1,2	-0,7
Espanha, hip. Nova Produç. (%)	+5,0	+3,6	+10,8	+1,2	+0,9	+35,2	+9,7	-13,8	+2,5	+4,5	+5,0
Espanha, consumo Stock (%)	+3,1	+4,8	+4,4	+0,3	-0,7	-1,4	+0,1	-0,4	+1,9	+1,8	+1,7
Espanha, consumo Nova Produç. (%)	+28,4	+15,9	+17,0	+5,4	-26,6	+6,8	+5,3	+8,0	+3,5	+2,5	+2,5

Estimativas Bankinter	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e
<b>5.- Juros oficiais (Dez.)**</b>											
UE. Juro intervenção	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	4,25	3,25	3,00
UE. Juro depósito	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,75	2,75	2,50
UE. Compra ativos ('000ME / mês)***	80,00	60,00	15,00	20,00	120,00	70,00	0,00	-7,75	-27,17	-47,81	-62,81
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	5,00/5,25	4,00/4,25	3,50/3,75
EUA. Compra ativos (MM\$/mês)	0,00	0,00	0,00	0,00	120,00	90,00	-95,00	-95,00	-60,00	-60,00	-60,00
R.Unido	0,00	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	3,50	5,25	5,00	4,00	3,50
Suíça	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	1,00	1,00	1,00
Japão	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,2/0,3	0,4/0,5	0,4/0,5
China(*)	4,35	4,35	4,35	4,15	3,85	3,80	3,65	3,45	3,35	3,15	3,05
Índia	6,25	6,00	6,50	5,15	4,00	4,00	6,25	6,50	6,50	6,00	5,50
Brasil	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	10,25	9,00	8,50
<b>6.- Euribor (Dez.)**</b>											
Euribor 3M	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,54	-0,57	2,13	3,91	3,75	3,25	3,00
Euribor 12M	-0,08	-0,19	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	3,29	3,51	3,50	3,00	3,25
<b>7.- Obrigação 10A (Dez.)**</b>											
Espanha	1,38	1,56	1,41	0,46	0,04	0,56	3,65	2,98	3,00	2,80	2,60
Prémio de risco Portugal	354	149	148	62	60	64	101	61	75	65	60
Alemanha	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,57	-0,18	2,57	2,02	2,20	2,00	1,80
Portugal	3,75	1,91	1,71	0,43	0,03	0,46	3,58	2,63	2,95	2,65	2,40
EUA	2,45	2,41	2,69	1,92	0,92	1,51	3,88	3,88	4,10	3,80	3,50
R.Unido	1,24	1,19	1,27	0,82	0,19	0,97	3,66	3,53	3,90	3,60	3,00
Irlanda	0,74	0,66	0,90	0,11	-0,31	0,24	3,08	2,35	2,55	2,35	2,15
Suíça	-0,22	-0,18	-0,28	-0,50	-0,58	-0,15	1,58	0,65	0,85	1,05	1,15
Japão	0,04	0,04	-0,01	-0,02	0,02	0,07	0,41	0,61	1,20	1,25	1,30
<b>8.- Moedas**</b>											
Euro/dólar	1,052	1,201	1,147	1,121	1,222	1,137	1,071	1,104	1,05/1,10	1,04/1,09	1,02/1,06
Euro/yen	123,0	135,3	125,8	121,8	126,2	130,9	140,4	155,7	173,0/181,0	178,0/186,0	180,0/188,0
Euro/libra	0,853	0,888	0,899	0,846	0,894	0,841	0,885	0,867	0,83/0,87	0,84/0,90	0,83/0,88
Euro/f. suíço	1,072	1,170	1,126	1,086	1,081	1,038	0,990	0,929	0,93/0,99	0,94/1,00	0,93/0,99
Euro/yuan (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	7,50/8,10
<b>9.- Matérias primas (Dez.)**</b>											
Petróleo (Brent, \$/b.)	56,8	66,9	53,8	66,0	51,8	77,8	85,9	77,0	80,0	75,0	70,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	53,7	60,4	45,4	61,1	48,5	75,2	80,3	71,7	75,0	70,0	65,0
Ouro (\$/oz.)	1.148	1.303	1.282	1.517	1.898	1.829	1.824	2.063	2.250	2.170	2.000
<b>10.- Preços da habitação (Dez.)</b>											
Espanha (%)	4,5	7,2	6,6	3,6	1,5	6,4	5,5	4,2	3,0	2,0	2,0
Portugal (%)	7,1	9,2	10,3	9,6	8,4	8,1	12,7	8,3	2,0	1,0	2,0
Irlanda (%)	9,0	12,1	6,3	0,3	2,2	11,0	7,7	4,1	8,0	5,0	3,5

Fonte: Estimativas Jun. '24 Research Bankinter

Nota: 1 Year Benchmark Lending Rate até 2018. Depois, Loan Prime Rate 1 Year

(\*\*) Em obrigações, moedas, Euribor, juros oficiais e matérias primas: 2023 e anteriores com fechos de a 31 dez.

(\*\*\*) Montante estimado para dezembro de cada ano

## Síntese de Estimativas detalhadas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2023r	1T'24p	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EUA	2,5	2,9	3,0	2,3	1,9	2,5	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
ESPAÑA	2,5	2,4	2,4	2,3	1,9	2,2	1,8	1,9	2,2	2,4	2,1	2,2	1,9	1,7	1,4	1,8
UE	0,6	0,4	0,5	0,9	1,3	0,8	1,5	1,6	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	1,9
PORTUGAL	2,3	1,5	1,9	2,5	2,1	2,0	1,8	1,7	1,9	2,2	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9	2,1
R. UNIDO	0,1	0,2	0,3	0,6	0,9	0,5	1,1	1,2	1,4	1,5	1,3	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7
IRLANDA	-3,0	-6,5	4,5	6,0	6,5	2,6	5,0	4,0	3,5	2,0	3,6	3,5	3,5	3,0	3,0	3,3
SUÍÇA	0,8	0,6	0,8	1,3	1,5	1,1	1,5	1,4	1,3	1,3	1,4	1,3	1,5	1,5	1,4	1,5
JAPÃO	1,9	-0,2	-0,1	0,8	1,4	0,5	1,5	1,4	0,9	0,7	1,1	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9
CHINA	5,2	5,3	4,9	4,8	4,6	4,9	4,9	4,8	4,7	4,7	4,8	4,6	4,6	4,5	4,4	4,5
BRASIL	2,9	2,5	1,5	2,0	2,1	2,0	2,0	2,2	2,4	2,5	2,3	2,0	2,3	2,3	2,4	2,3
ÍNDIA	7,8	7,8	7,2	7,0	6,9	7,2	7,2	7,0	6,8	6,8	7,0	6,9	6,7	6,7	6,5	6,7
IPC	2023r	1T'24r	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EUA	3,4	3,5	3,4	3,2	3,1	3,1	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4
ESPAÑA	3,1	3,2	3,4	2,4	3,4	3,4	2,1	2,4	2,1	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
UE	2,9	2,4	2,5	1,9	2,7	2,7	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
PORTUGAL	1,4	2,3	3,0	2,1	2,9	2,9	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2
R. UNIDO	4,0	3,2	2,1	2,5	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	2,5	2,5	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0
IRLANDA	4,6	2,9	2,6	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
SUÍÇA	1,7	1,0	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3
JAPÃO	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
CHINA	-0,3	0,0	0,8	1,0	1,3	1,3	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	1,8	1,9	1,9	1,9
BRASIL	4,6	3,9	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,5	3,6	3,5	3,5	3,4	3,5	3,4	3,3	3,3
ÍNDIA	5,7	4,9	4,8	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3

Desemprego	2023r	1T'24r	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EUA	3,7	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8
ESPAÑA	11,7	12,3	12,1	11,7	11,8	11,8	11,8	11,9	11,5	11,2	11,2	10,7	10,7	10,8	10,8	10,8
UE	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	6,4
PORTUGAL	6,6	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,7	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,5	6,6	6,5	6,5
R. UNIDO	3,8	4,3	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
IRLANDA	4,7	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3
SUÍÇA	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
JAPÃO	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
CHINA	5,1	5,2	5,0	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Juro Diretor (banco central)	2023r	1T'24r	2T'24e	3T'24e	4T'24e	2024e	1T'25e	2T'25e	3T'25e	4T'25e	2025e	1T'26e	2T'26e	3T'26e	4T'26e	2026e
EUA	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,25/5,50	5,00/5,25	5,00/5,25	4,50/4,75	4,25/4,50	4,00/4,25	4,00/4,25	4,00/4,25	3,75/4,00	3,50/3,75	3,50/3,75	3,50/3,75	3,50/3,75
UE, Crédito	4,50	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	3,75	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
UE, Depósito	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
UE. Compra ativos ('000M€/mês)**	-7,75	-31,02	-21,73	-33,04	-27,17	-27,17	-56,65	-47,81	-47,81	-47,81	-47,81	-62,81	-62,81	-62,81	-62,81	-62,81
R. UNIDO	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	4,75	4,75	4,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
SUÍÇA	1,75	1,50	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
JAPÃO	-0,10	0,0/0,1	0,0/0,1	0,10/0,20	0,20/0,30	0,20/0,30	0,30/0,40	0,40/0,50	0,40/0,50	0,40/0,50	0,40/0,50	0,40/0,50	0,40/0,50	0,40/0,50	0,40/0,50	0,40/0,50
CHINA (*)	3,45	3,45	3,45	3,45	3,35	3,35	3,25	3,25	3,15	3,15	3,15	3,05	3,05	3,05	3,05	3,05
BRASIL	11,75	10,75	10,50	10,50	10,25	10,25	9,75	9,50	9,25	9,00	9,00	9,00	9,00	8,75	8,50	8,50
ÍNDIA	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50

Fonte: Estimativas Jun. '24 Research Bankinter

(\*) China: *Loan Prime Rate 1 Year*

(\*\*) Montante estimado para o mês final de cada trimestre

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

(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**  
 28 de junho de 2024

**1 - ENFOQUE DA CARTEIRA EM TIPO**  
 Este relatório de análise de mercado de ETFs tem como objetivo apresentar:  
 1. Tendências e oportunidades de mercado relevantes.  
 2. Estratégias recomendadas e alocações sugeridas.  
 3. Carteira Modelo Global (Internacional, Doméstica e Internacionalizada).  
 4. Modelo de alocação de ativos.  
 Anexo: Top Seleção de ETFs e Fundos de Investimento.

**2 - ALOCAÇÃO RECOMENDADA A NÍVEL DE MERCADO, SECTOR E NÍVEL DE INVESTIMENTO**  
 Alocação recomendada em % de cada categoria:

Globalizado	20%	Doméstica	20%	Internacionalizada	20%
-------------	-----	-----------	-----	--------------------	-----

**3 - EVOLUÇÃO HISTÓRICA AL TERMO DE REFERÊNCIA**  
**Introdução recente:**  
 A análise de mercado de ETFs tem como objetivo apresentar as principais tendências de mercado e as oportunidades de investimento. O relatório apresenta a evolução histórica dos principais ETFs de mercado, setorial e internacionalizado, bem como a evolução histórica das principais estratégias de alocação de ativos. O relatório também apresenta a evolução histórica das principais estratégias de alocação de ativos, bem como a evolução histórica das principais estratégias de alocação de ativos.

### Carteiras Modelo de Ações Europeias

**ANÁLISE E MERCADOS**  
**Carteiras Modelo Europeias**  
 28 de junho de 2024

**1 - ENFOQUE DA CARTEIRA EM TIPO**  
 Este relatório de análise de mercado de ações europeias tem como objetivo apresentar:  
 1. Tendências e oportunidades de mercado relevantes.  
 2. Estratégias recomendadas e alocações sugeridas.  
 3. Carteira Modelo Europeia (Internacionalizada, Doméstica e Internacionalizada).  
 4. Modelo de alocação de ativos.  
 Anexo: Top Seleção de Ações Europeias e Fundos de Investimento.

**2 - ALOCAÇÃO RECOMENDADA A NÍVEL DE MERCADO, SECTOR E NÍVEL DE INVESTIMENTO**  
 Alocação recomendada em % de cada categoria:

Globalizado	20%	Doméstica	20%	Internacionalizada	20%
-------------	-----	-----------	-----	--------------------	-----

### Carteiras Modelo de Ações Americanas

**ANÁLISE E MERCADOS**  
**Carteiras Modelo Ações EUA**  
 28 de junho de 2024

**1 - ENFOQUE DA CARTEIRA EM TIPO**  
 Este relatório de análise de mercado de ações americanas tem como objetivo apresentar:  
 1. Tendências e oportunidades de mercado relevantes.  
 2. Estratégias recomendadas e alocações sugeridas.  
 3. Carteira Modelo Americana (Internacionalizada, Doméstica e Internacionalizada).  
 4. Modelo de alocação de ativos.  
 Anexo: Top Seleção de Ações Americanas e Fundos de Investimento.

**2 - ALOCAÇÃO RECOMENDADA A NÍVEL DE MERCADO, SECTOR E NÍVEL DE INVESTIMENTO**  
 Alocação recomendada em % de cada categoria:

Globalizado	20%	Doméstica	20%	Internacionalizada	20%
-------------	-----	-----------	-----	--------------------	-----

### Carteiras Modelo de Ações Dividendo

**ANÁLISE E MERCADOS**  
**Carteiras Modelo Ações Dividendo**  
 28 de junho de 2024

**1 - ENFOQUE DA CARTEIRA EM TIPO**  
 Este relatório de análise de mercado de ações dividendo tem como objetivo apresentar:  
 1. Tendências e oportunidades de mercado relevantes.  
 2. Estratégias recomendadas e alocações sugeridas.  
 3. Carteira Modelo de Ações Dividendo (Internacionalizada, Doméstica e Internacionalizada).  
 4. Modelo de alocação de ativos.  
 Anexo: Top Seleção de Ações Dividendo e Fundos de Investimento.

**2 - ALOCAÇÃO RECOMENDADA A NÍVEL DE MERCADO, SECTOR E NÍVEL DE INVESTIMENTO**  
 Alocação recomendada em % de cada categoria:

Globalizado	20%	Doméstica	20%	Internacionalizada	20%
-------------	-----	-----------	-----	--------------------	-----





## Empresas Espanholas Não Ibex-35

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac. Ano	Capitaliz.	PER			BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE				Rentab. Div24e	ROE			EV/EBITDA 2024e	DFN/FFPP (Último)	PVC			Recomend.	P. Objetivo	
						2023r	2024e	2025e	2023r	2024e	Var.%	2025e		Var.%	2019/23	2024e			2025e	Media 2019/23	2024e			2025e
<b>No Ibex:</b>																								
Cie Automotive	26,60	-3,3	-3,8	+3,4	3.187	10,0 x	9,3 x	8,9 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	38,40	+1,9	+3,5	+24,3	4.608	8,3 x	8,4 x	8,3 x	552	548	-1%	552	1%	3,1%	11,6%	10,9%	10,1%	n.a.	n.a.	0,9 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	40,00
Faes Farma	3,69	-2,3	+0,7	+16,6	1.165	12,7 x	12,8 x	14,2 x	92	91	-1%	82	-10%	4,3%	15,0%	12,9%	11,2%	8,9x	Caja Neta	2,2 x	1,7 x	1,6 x	Vender	3,10
Reig Jofre	2,86	-6,2	+6,7	+27,1	228	24,2 x	24,2 x	22,8 x	9	9	0%	10	6%	4,2%	3,5%	4,4%	4,5%	7,9x	0,3 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	3,25
Viscofan	60,70	-0,2	-3,3	+13,2	2.823	20,0 x	18,6 x	16,5 x	141	152	8%	171	13%	3,5%	15,3%	15,1%	15,9%	9,8x	0,1 x	3,1 x	2,8 x	2,6 x	Comprar	61,10
Ence	3,30	-0,1	-6,1	+16,4	812	Negativo	24,9 x	15,4 x	-35	33	n.a.	53	61%	2,7%	8,6%	5,2%	8,6%	6,4x	0,3 x	1,2 x	1,5 x	1,4 x	Comprar	3,66
Almirall	9,68	-1,0	+2,2	+14,8	2.065	Negativo	72,7 x	56,3 x	-39	28	n.a.	37	29%	2,0%	4,8%	1,9%	2,4%	11,3x	0,0 x	1,5 x	1,4 x	1,4 x	Vender	9,00
PharmaMar	33,70	-8,4	-4,6	-16,5	619	562,3 x	618,6 x	106,6 x	1	1	-9%	6	480%	1,9%	52,8%	0,6%	3,3%	61,2x	Caja Neta	19,4 x	3,4 x	3,6 x	Comprar	38,00
CAF	35,00	+2,0	+3,7	+7,4	1.200	13,5 x	10,3 x	7,9 x	89	117	31%	152	30%	3,7%	6,8%	12,5%	14,6%	4,7x	0,3 x	1,6 x	1,3 x	1,1 x	Comprar	41,90
Talgo	4,38	-0,8	+0,1	-0,2	543	44,5 x	18,8 x	14,4 x	12	29	136%	38	31%	1,8%	6,8%	9,1%	10,9%	9,8x	1,0 x	2,1 x	1,7 x	1,6 x	Vender	4,20
Técnicas Reunidas	12,44	+0,1	+14,7	+49,0	999	Negativo	11,3 x	14,9 x	60	88	48%	67	-24%	0,0%	8,3%	15,0%	10,2%	3,0x	-0,6 x	3,4 x	1,7 x	1,5 x	Neutral	7,30
Gestamp	2,86	-3,5	-4,8	-18,6	1.643	5,8 x	5,1 x	5,0 x	281	325	16%	330	2%	6,0%	5,5%	10,6%	9,8%	2,9x	0,8 x	1,0 x	0,5 x	0,5 x	Vender	3,00
Lar España	6,92	-0,3	-3,4	+13,3	579	10,2 x	10,2 x	10,1 x	57	57	0%	57	1%	8,6%	5,1%	6,5%	6,5%	15,5x	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	7,86
Linea Directa	1,16	+4,3	+5,8	+36,8	1.267	Negativo	27,3 x	15,8 x	-4	46	n.a.	80	72%	2,8%	28,1%	14,9%	25,6%	n.a.	n.a.	3,0 x	3,9 x	3,9 x	Restringido	
Neinor Homes	12,10	-0,5	+8,0	+20,2	907	9,9 x	14,2 x	14,2 x	92	64	-30%	64	0%	13,8%	9,4%	7,6%	8,2%	10,0x	0,2 x	0,9 x	1,1 x	1,2 x	Comprar	12,40
Aedas Homes	21,60	-0,2	+6,7	+18,6	944	8,9 x	8,1 x	8,4 x	106	117	10%	112	-4%	10,3%	8,8%	11,8%	11,2%	6,9x	0,3 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	Comprar	25,40
Prosegur	1,78	-1,2	+2,0	+0,9	968	14,8 x	10,6 x	8,4 x	66	91	39%	115	26%	8,6%	16,0%	13,0%	16,3%	4,2x	1,7 x	1,8 x	1,3 x	1,2 x	Neutral	n/d
Prosegur Cash	0,55	+1,5	+2,6	+2,2	815	13,0 x	8,6 x	7,0 x	63	94	50%	117	24%	6,0%	45,4%	59,0%	70,8%	4,2x	5,6 x	9,7 x	4,2 x	3,7 x	Neutral	n/d
Umbrella Solar	5,25	+0,0	+0,0	-18,0	113	Negativo	15,5 x	8,8 x	-3	7	n.a.	13	77%	0,0%	57,0%	26,5%	30,1%	Negativo	1,4 x	n.a.	4,1 x	2,6 x	Comprar	7,60



## Empresas Europeias Não EuroStoxx-50

	Último	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitaliz.	2023r	PER 2024e	2025e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE					Rentab. Div24e	Media 2019/23	ROE		EV/EBITDA 2023r	DFN/FFPP (Último)	Media 2019/23	P/V		Recomendación	
									2023r	2024e	Var. %	2025e	Var. %			2024e	2025e				2024e	2025e		
<b>No EuroStoxx 50:</b>																								
Carrefour	13,93	-6,0	-14,7	-15,9	9.444	7,1 x	7,6 x	6,7 x	1.659	1.239	-25%	1.407	14%	6,2%	11,2%	8,6%	9,1%	2,88	0,8 x	1,1 x	0,8 x	0,8 x	En Revisión	
RWE	33,10	-2,8	-4,7	-19,6	24.621	6,7 x	12,6 x	15,1 x	4.536	1.959	-57%	1.627	-17%	3,3%	18,2%	5,8%	4,7%	6,80	0,2 x	1,2 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	
Deutsche Bank	14,71	-1,7	-6,2	+19,0	29.342	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	190,98	+3,9	+5,3	+8,1	307.694	32,8 x	20,8 x	18,5 x	8.752	14.823	69%	16.622	12%	3,4%	13,8%	28,6%	28,7%	6,98	Caja Neta	5,1 x	6,0 x	5,4 x	Vender	
Hellofresh	5,10	-8,9	-10,2	-64,4	883	130,1 x	15,8 x	20,5 x	19	56	195%	43	-23%	0,0%	19,7%	5,2%	3,8%	2,90	0,1 x	10,0 x	0,8 x	0,8 x	Vender	
E.ON	12,51	+0,9	-1,3	+2,9	33.030	10,4 x	11,7 x	11,8 x	3.068	2.821	-8%	2.802	-1%	4,4%	15,0%	19,9%	19,1%	8,57	2,7 x	2,2 x	2,3 x	2,3 x	Comprar	
Maersk	11.540,00	-0,3	+1,0	-1,2	180.129	8,1 x	Negativo	186,2 x	3.822	-917	-124%	142	115%	1,6%	20,5%	Negativo	0,3%	5,10	Caja Neta	1,0 x	0,6 x	0,6 x	Vender	
Nestlé	94,56	-0,6	-2,1	-3,0	247.747	23,2 x	22,6 x	21,8 x	11.209	10.948	-2%	11.360	4%	3,3%	27,3%	31,7%	30,3%	15,75	1,3 x	6,6 x	7,1 x	6,6 x	Comprar	
Richemont	140,95	-3,5	-2,6	+21,8	83.349	18,7 x	21,5 x	19,2 x	3.664	3.875	6%	4.351	12%	2,7%	12,4%	19,0%	19,8%	11,90	Caja Neta	3,3 x	4,0 x	3,7 x	Neutral	
Ryanair	16,74	-4,1	-7,5	-12,3	18.948	273,0 x	9,5 x	8,9 x	1.314	1.984	n/r	2.132	n/r	3,0%	17,7%	27,5%	24,3%	5,42	Caja Neta	3,8 x	2,6 x	2,1 x	Comprar	
Soc. Generale	22,07	-5,5	-20,7	-8,1	17.722	7,7 x	4,7 x	3,9 x	2.493	3.750	50%	4.525	21%	4,8%	3,4%	5,6%	6,5%	n.a.	0,0 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	Vender	
Unilever	52,54	+1,0	+4,8	+19,8	131.159	16,9 x	20,5 x	20,5 x	6.487	6.385	-2%	6.385	0%	3,4%	39,9%	30,9%	31,6%	12,85	1,1 x	7,6 x	6,7 x	6,2 x	Vender	
Lufthansa	6,00	-4,5	-9,6	-25,4	7.184	10,2 x	4,7 x	3,8 x	938	1.521	62%	1.914	26%	0,0%	14,7%	19,5%	23,3%	3,87	2,1 x	1,3 x	0,6 x	0,6 x	Comprar	
Porsche	68,46	-5,4	-15,3	-14,3	62.367	14,1 x	12,2 x	10,7 x	5.157	5.108	-1%	5.832	14%	3,3%	20,4%	20,6%	21,1%	5,31	Caja Neta	n.a.	2,5 x	2,3 x	Comprar	
Siemens Energy	24,09	+0,3	-1,1	+100,8	19.255	Negativo	Negativo	108,8 x	-4.532	-125	-	177	-	0,0%	Negativo	Negativo	2,1%	Negativo	0,1 x	n.a.	2,3 x	2,3 x	Vender	
Rheinmetall	487,90	-5,0	-8,2	+70,0	21.252	36,9 x	23,0 x	17,0 x	535	926	73%	1.256	36%	1,6%	15,0%	21,9%	25,1%	12,40	0,3 x	2,4 x	5,4 x	4,4 x	Comprar	
Leonardo	22,64	-1,0	-4,1	+51,6	13.089	18,6 x	14,2 x	13,1 x	658	912	39%	1.021	12%	1,5%	10,8%	9,6%	9,8%	7,45	0,3 x	0,8 x	1,5 x	1,4 x	Comprar	
Thales	154,35	-5,5	-8,7	+15,2	32.446	20,1 x	18,1 x	16,1 x	1.023	1.763	72%	1.975	12%	2,3%	21,2%	20,6%	19,0%	11,12	0,6 x	3,3 x	4,2 x	3,7 x	Comprar	
Vonovia	26,16	-3,2	-11,3	-8,3	21.526	11,9 x	13,5 x	14,1 x	2.020	1.847	-9%	1.885	2%	4,2%	6,2%	7,5%	7,4%	18,72	1,6 x	1,0 x	0,7 x	0,7 x	Comprar	

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

	% Comprar	% Neutro	% Vender
28.06.2023	50,8%	41,7%	7,5%
28.09.2023	51,7%	42,5%	5,8%
18.12.2023	52,9%	34,5%	12,6%
22.03.2024	65,3%	15,3%	19,5%
20.06.2024	59,5%	18,1%	22,4%