

RELATÓRIO DE GESTÃO – EXERCÍCIO DE 2024

A TORRASPAPEL PORTUGAL, LDA, com sede na Rua Mário Sampaio nº 1, Lisboa, com um capital social de 3.024.065 euros, tem como atividade principal a comercialização de papel para artes gráficas e de revestimentos decorativos. O presente documento relata a situação financeira e os resultados da atividade exercida no exercício económico findo em 31 de dezembro de 2024.

Ambiente global

O ano de 2024 começou com expectativas de menor crescimento económico, a continuidade do processo desinflationário e o início da normalização da política monetária, após o aperto dos últimos anos. A divergência cíclica, entre emergentes e desenvolvidos, e dentro destes últimos, entre os EUA e a zona do euro, caracterizou o ano, em que o foco mudou dos preços para a atividade. O menor dinamismo da economia chinesa foi um fator-chave durante o ano e o recente aumento do protecionismo não augura nada de bom para breve.

A economia mundial terminou o ano marcada por três elementos: (i) o alargamento do diferencial cíclico e das taxas de juro entre os EUA e a Zona Euro, a favor dos primeiros; (ii) a maior incerteza no ambiente comercial, após a vitória de Trump (com maioria nas duas câmaras), e (iii) o progresso na contenção do risco geopolítico, tanto no conflito Ucrânia-Rússia como no Médio Oriente (embora, em ambos os casos, seja um cenário de "paz instável"). A atividade, embora com divergências geográficas, deverá manter um crescimento moderado, ligeiramente acima de 3% a nível mundial nos próximos dois anos (em torno da média histórica).

O dinamismo da economia norte-americana surpreendeu positivamente, especialmente devido à extraordinária força do consumo privado. O PIB cresceu acima do seu potencial, a taxas médias no ano passado de 0,6% em termos trimestrais em cadeia. A boa dinâmica do rendimento das famílias, explicada pelo bom desempenho do emprego e dos salários, uma certa reserva de poupança remanescente e um baixo nível de endividamento, constituíram uma situação financeira muito boa para as famílias.

A inflação nos EUA continuou a ser uma fonte de preocupação para a Reserva Federal. A componente central manteve-se muito enraizada a taxas superiores a 3% em termos homólogos para o IPC e próximas de 2,8% no caso do deflator de consumo. A Reserva Federal baixou

as taxas de juro de referência três vezes em 2024, acumulando um corte de 100 pb para o intervalo de 4,25-4,50%. No entanto, espera-se que o entrincheiramento dos preços leve a autoridade monetária a desacelerar os próximos cortes e deixar as taxas de juros na zona restritiva ao longo de 2025.

Na zona euro, a fraqueza económica intensificou-se, embora de forma diferente entre os grandes países. Enquanto a Alemanha, nomeadamente afetada pela debilidade da indústria transformadora, ou a França apresentaram um crescimento muito fraco e não se espera uma recuperação notável nos próximos meses, os países periféricos, como Espanha ou Portugal, têm mostrado uma dinâmica muito positiva e diferencial.

Do lado dos preços, a inflação global na área do euro mostrou sinais de melhoria, atingindo níveis muito próximos do objetivo de 2%. No entanto, a inflação subjacente ainda mostrou sinais de elevada inércia, acima de 2.5% em termos homólogos, apesar da fraqueza cíclica.

O Banco Central Europeu também iniciou o seu ciclo de cortes, fazendo quatro cortes durante 2024 e acumulando uma redução de 100 pb para 3%. Embora, na atual conjuntura, não se espere que o BCE leve as taxas para território expansionista, espera-se que leve as taxas a um nível de atividade económica mais estimulante do que o atual, estimando-se 2% como o nível de chegada da Facilidade Permanente de Depósito em meados de 2025.

Do lado da China, o menor crescimento e a crise do mercado imobiliário implicaram a implementação de um grande número de anúncios de política económica. O foco das autoridades chinesas tem sido, e bem, a limpeza dos balanços: o aumento das linhas de liquidez para os promotores imobiliários, a recapitalização dos bancos e a melhoria do financiamento para os governos locais têm sido as principais linhas de ação. Embora as medidas estruturais devam ser, e sejam, uma prioridade para as autoridades chinesas, os estímulos à procura também são importantes. Até agora não têm sido eficazes (os estímulos têm sido canalizados para a poupança e não para a despesa), embora se espere (à medida que a confiança for restabelecida) que comecem a permear a economia real em 2025.

Olhando para 2025, espera-se alguma moderação no crescimento nos EUA, embora a tendência seja ascendente. A expansão fiscal, juntamente com a desregulamentação proposta por Trump, está a gerar uma recuperação da confiança (tanto no setor empresarial como nas famílias), o que pode atrasar esta moderação. Na área do euro, prevê-se alguma recuperação, com o fosso cíclico entre os dois territórios a diminuir ligeiramente. De qualquer modo, subsistem

riscos significativos decorrentes do aumento do protecionismo comercial e da incerteza geopolítica em regiões-chave, como a Europa Oriental e o Médio Oriente. Estas tensões podem gerar volatilidade nos mercados e abrandar a recuperação esperada, especialmente se as barreiras comerciais se intensificarem ou os conflitos regionais se intensificarem.

Evolução recente e perspetivas económicas para Portugal

A atividade em Portugal surpreendeu positivamente no último trimestre do ano, avançando 1,5% em termos trimestrais em cadeia. O bom desempenho da atividade foi causado por um novo trimestre positivo para o consumo das famílias e pela recuperação da procura externa. Do lado negativo, o investimento privado caiu no final de 2024, resultando num contributo negativo. A economia portuguesa fechou o ano com um crescimento homólogo de 1,9%, duas décimas de ponto percentual acima do que esperávamos. Do mesmo modo, o efeito de transição estatística para o próximo ano é significativo. No caso de se manter a mesma dinâmica trimestral esperada, estima-se que o crescimento do próximo ano melhore 0,7pp a 2,5% ao ano. No entanto, tendo em conta a robustez da economia portuguesa e tendo em conta as políticas de apoio orçamental ao rendimento, espera-se um melhor desempenho da economia portuguesa.

Estima-se um crescimento de 2,8% ao ano em 2025. A procura interna continuará a ser a chave do crescimento. A recuperação dos salários reais, uma política monetária mais acomodatória e um mercado de trabalho robusto deverão apoiar um bom desempenho do consumo privado. Por sua vez, espera-se que o investimento privado continue a contribuir para o crescimento.

A inflação em Portugal prosseguiu em 2024 numa trajetória de moderação, fechando em 2,4% ao ano. Pressões de energia mais baixas e moderação na componente de bens têm sido as chaves. A componente dos serviços, associada às pressões salariais existentes, manteve-se em níveis elevados e continuou a mostrar sinais de dificuldade e lentidão no ritmo de moderação. Numa análise prospetiva até 2025, espera-se que a tendência observada ao longo do último ano se mantenha, com a inflação global e subjacente a rondar os 2%. A este respeito, estima-se que a inflação global e subjacente fique um décimo abaixo do observado em 2024, para 2,3% ao ano e 2,4%, respetivamente.

Por componente, espera-se que a redução das pressões inflacionárias venha da mão da inflação de serviços, estimada em torno de 3,6% ao ano em 2025. Espera-se que a contribuição da inflação de bens aumente ligeiramente em 2025, atualmente em níveis abaixo de 1% ao ano.

Mercados financeiros

O ano caracterizou-se por uma elevada volatilidade das taxas de juro, embora inferiores ao anterior, mas muito elevadas face à última década. Olhando para o comportamento do MOVE, índice que mede a volatilidade implícita nas opções na T-Note, caiu pela primeira vez, em média anual, desde 2020 e fechou o ano em média anual em 103 pontos (121 pontos em 2023).

Por componente, o fator impulsionador para os movimentos nos longos trechos das curvas soberanas do G4 tem sido a taxa de juros real, já que as expectativas de cortes dos bancos centrais para o acumulado do ano foram reduzidas. No caso da área do euro, a facilidade permanente de depósito esperada pelo mercado para o Conselho do BCE a partir de dezembro de 2024, no início do ano, situava-se no intervalo de 2-2.25%, muito abaixo dos 3% a que fechámos o ano. Comportamento semelhante no caso do Federal Reserve, onde o mercado havia descontado um intervalo para os fundos federais em 3,5%-3,75%, também longe de fechar em níveis de 4,25%-4,5%.

O forte direcionamento de encostas de 2-10a de 60bp no Reino Unido, Alemanha e EUA também foi palpável, mas com movimentos totalmente diferentes. A taxa alemã a dois anos caiu 34 pontos base para 2,05%, em comparação com uma subida de 9 pontos base nos EUA (4,34%) e 44 pontos base no Reino Unido (4,39%). Este alargamento dos spreads tem sido fundamental na valorização do dólar.

Em relação aos spreads periféricos na Europa, Espanha e Itália cederam 26 e 50 bps, respetivamente. A principal vítima foi a França, onde a incerteza política e a dificuldade de aprovar um orçamento levaram o país francês a aumentar os spreads contra a Alemanha em 28 pb. Por fim, destacou a forte redução dos preços na Alemanha em comparação com o IRS. A estagnação (mais um ano) da economia alemã, a incerteza política que levou a novas eleições em 2025 e a possibilidade de aumentar o volume de emissões líquidas nos próximos anos pressionaram para cima os spreads da economia alemã.

No caso do crédito às empresas, dois comportamentos relevantes acentuaram-se em 2024. Em primeiro lugar, o desempenho relativo superior do crédito de alto rendimento em USD em relação ao EUR. Na reta final do ano, a divergência nas expectativas de crescimento para a Zona Euro e os EUA divergiu a favor desta última economia, favorecendo uma maior compreensão relativa dos emitentes de USD face ao EUR. Em segundo lugar, a elevada liquidez continuou a ser um fator crucial que não só ajudou a comprimir os prémios de

emissão de obrigações, mas também a comprimir os prêmios de emissão de obrigações. pelo contrário, o caso dos emitentes em USD acentuou a emissão líquida negativa de obrigações a favor de empréstimos alavancados e Private Equity (este último concentrava um elevado pó seco ou capacidade de investimento).

Olhando para 2025, espera-se que, tendo em conta que o crescimento terminou 2024 em níveis um pouco mais robustos para as nossas expectativas, e que o risco para a trajetória da inflação permanece do lado ascendente, a trajetória de descidas esperada para os Fed Funds seja adiada e se antecipe um nível mais elevado de chegada. 4%. As previsões refletem também um aumento da trajetória das taxas médias e longas na curva do Tesouro dos EUA (meta a 10 anos em 4,75%). Esperam-se poucas alterações em relação à área do euro, com exceção da redução para 2% do nível terminal da facilidade permanente de depósito. Mantêm-se as previsões de uma pressão ascendente moderada sobre os spreads e durações neutras. Especificamente, espera-se que a dívida francesa se equilibre em torno de 90-100 bps, com uma qualidade de crédito semelhante à da Espanha, com um prazo de 1-2 anos mais curto. No crédito às empresas, embora o nosso underweight em high yield tenha sido rebaixado, continuamos a apostar em carteiras barbell com elevado peso no grau de investimento ($\pm 75\%$) e no capital próprio ($\pm 25\%$).

No mercado FX, 2024 foi mais uma vez um ano de consolidação da força do dólar, com um retorno médio de 7% em relação ao universo FX. Este resultado foi apoiado pela correção em alta acentuada das taxas norte-americanas no último trimestre do ano, impulsionada pela resiliência do ciclo económico e pelas expectativas de uma trajetória mais lenta de cortes por parte da Fed. A vitória de Donald Trump reforçou esta narrativa tanto nas taxas (expectativas de inflação e prêmios de prazo da dívida pública) como no mercado bolsista (desregulamentação e redução de impostos), impulsionando a entrada de fluxos em ativos domésticos. A pausa no caminho de normalização do BoJ, por outro lado, devolveu o JPY ao seu papel como moeda de financiamento, aumentando o apelo dos longos carry trades em USD.

Por grupos monetários, a dinâmica do ano anterior inverteu-se. Em 2024, as moedas da Latam negociaram uma forte depreciação em relação ao dólar, enquanto as moedas asiáticas registaram perdas limitadas. No primeiro grupo, onde já foram implementados cortes nas taxas de juro - um apoio fundamental em 2023 -, o comércio de Trump representa um risco maior: maior vulnerabilidade financeira (dívida em dólares e a taxas variáveis) e vulnerabilidade comercial (via China). Na Ásia, as medidas de estímulo na China e a defesa cambial do CNY, bem como os cortes de taxas nas economias

desenvolvidas (redução dos spreads) serviram de apoio. No G10, moedas com beta cíclico mais alto (NOK, SEK) e exposição à China (AUD, NZD) lideraram as perdas, embora toda a cesta tenha sido comprometida em relação ao dólar. O euro fechou 2024 nos níveis mais baixos em dois anos, castigado pela crescente divergência cíclica contra os EUA e pela incerteza política no núcleo franco-alemão.

Até 2025, espera-se que o dólar mantenha sua força, com o Fed normalizando a política monetária em uma velocidade de cruzeiro mais lenta do que outros bancos centrais. O crescimento excepcional dos EUA e o impacto inflacionário de uma política comercial agressiva de Trump justificariam taxas mais altas por mais tempo. O ambiente geopolítico também convida a alguma cautela, dados os equilíbrios instáveis que se antecipam para os conflitos no Médio Oriente e na Rússia-Ucrânia. Quando muito, a forte sobrevalorização do dólar deve limitar ainda mais o upside no balanço de 2025. Da mesma forma, a dinâmica explosiva do déficit sob iniciativas republicanas – e o consequente apontamento da curva do Tesouro – poderá reduzir o apetite dos investidores externos pela dívida em dólares no médio prazo.

Nas ações, 2024 assistiu a uma elevada dispersão de retornos em termos geográficos. Os EUA lideraram, com o S&P 500 e o Nasdaq 100 subindo mais de 20%. Seguiram-se a China e o Japão, que registaram aumentos superiores a 10%. As ações europeias também tiveram um ano positivo, mas os retornos foram, na maioria dos mercados bolsistas do continente, inferiores a 10%.

Os principais fatores que impulsionaram os movimentos foram (i) a dinâmica entre crescimento e inflação (expectativa de um pouso suave), (ii) expectativas sobre inteligência artificial e (iii) a vitória de Trump nas eleições americanas (esta última foi muito bem recebida pelo mercado de ações americano, mas em outros o medo do impacto negativo das tarifas sobre as empresas dominou).

A decomposição dos retornos mostrou um equilíbrio entre a contribuição da expansão do múltiplo e o crescimento dos ganhos nos EUA. Na Europa, o retorno foi explicado principalmente pela melhoria das avaliações. Assim, o ano fechou com um diferencial elevado (EUA superior à Europa) nas valorizações entre as duas regiões.

A nível sectorial, em termos globais, foram os sectores em crescimento (especialmente tecnologia e serviços de comunicação) que mais apreciaram. De qualquer forma, após a vitória de Trump, houve outros fatores com maior viés de valor que recuperaram terreno e fecharam o ano com alto retorno (as empresas financeiras se destacam).

De acordo com o cenário macro proposto, estima-se que em 2025 o lucro por ação continue a crescer (mais nos EUA do que na Europa). Por outro lado, as avaliações são muito exigentes em alguns mercados (como EUA, Índia e Taiwan) e estão alinhadas com a média em outros (como Europa, Japão e China). A convergência de múltiplos entre regiões dependerá da evolução dos fundamentos nas respetivas economias. Em todo o caso, em termos gerais, há menos margem para melhorias nesta variável, pelo que deve ser o crescimento dos lucros a suportar a subida dos preços das ações. Diante do exposto, a expectativa da Afi é de retornos para as bolsas americanas e europeias entre 4% e 6% (sem dividendos).

O atrito com as taxas de juro (que voltaram a subir no final de 2024), a força do ciclo económico e o protecionismo global são os principais fatores a observar.

Atividade da TORRASPAPEL PORTUGAL, LDA

O ano de 2024 apresentou uma pequena alteração para a Torrapapel, refletindo uma diminuição do volume de vendas de 3%.

O Resultado Operacional foi positivo, em cerca de 618 880,57 euros.

Gestão de Riscos Financeiros

A exposição da Sociedade a riscos financeiros está essencialmente relacionada com risco de liquidez.

O risco cambial é muito reduzido, uma vez que o número de transações em moedas diferentes do euro é reduzido.

A concentração de risco de crédito é diminuída pela existência de um seguro de crédito que cobre 90% da dívida.

Aplicação de Resultados

A Torrapapel Portugal, Lda apurou um resultado líquido depois de impostos de 444 566,14 Euros, os quais decidiu que fossem distribuídos da seguinte forma:

Resultados transitados :444 566,14 Euros

Lisboa, 31 de março de 2025

Gustavo Rivilla

Michele Ferrari