

GLOBAL OUTLOOK 2025

UM MUNDO EM TRANSFORMAÇÃO

Um mundo em transformação

Global Outlook 2025

• Índice

01•	Editorial UM MUNDO EM TRANSFORMAÇÃO	4
02•	Mensagens fundamentais CINCO MENSAGENS FUNDAMENTAIS DE ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO	6
03•	Macroeconomia O EFEITO BORBOLETA	10
04•	Asset allocation MULTIATIVOS EM 2025: O MELHOR DE DOIS MUNDOS	14
05•	Foco	18
	Ações SERÁ A IA O NOVO MOTOR DO CRESCIMENTO DA PRODUTIVIDADE?	19
	Obrigações UMA HISTÓRIA MACROECONÓMICA DE LONGO PRAZO: ESCRITA NA TAXA DE JURO NATURAL (R-STAR)	22
	Forex HISTÓRIA DE UMA MOEDA: OS MITOS DO DÓLAR E OS CAÇADORES DE OURO	25
	Mercados emergentes EMERGÊNCIA DA ASEAN NUM QUADRO DE REFORMAS NA CHINA	29
	Finanças sustentáveis ELETRIFICAÇÃO: O NOVO ELDORADO?	32
	Private markets PRIVATE MARKETS EM 2025: UM DINAMISMO CRESCENTE!	35
06•	Presença internacional	38
07•	Glossário	40
08•	Termo de responsabilidade	42



01 | Editorial



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

UM MUNDO EM TRANSFORMAÇÃO

Caro leitor,

Na nossa edição anterior do Global Outlook, intitulada “Em busca de um novo regime de inflação”, salientámos “a necessidade de nos afastarmos de uma inflação elevada, de evitarmos a estagflação e de chegarmos a um regime de redeflação”. Será que o conseguimos? A inflação global nos EUA desceu de 3,4% para 2,4% e, na zona euro, caiu de 2,9% para 2,0%, o objetivo do Banco Central Europeu (BCE). Estes progressos permitiram que sete dos dez principais bancos centrais das economias desenvolvidas começassem a reduzir as suas taxas de juro, com o BCE a iniciar os cortes em junho, três meses antes da Reserva Federal Americana (Fed). Ambos os conselhos de administração estão agora no início da normalização da política monetária. Missão cumprida para 2025?

ALTITUDE DE CRUZEIRO

Ao longo de 2024, mantivemos um cenário de aterragem suave (*soft landing*) da economia dos EUA, apesar de termos passado pelo susto de inflação no primeiro trimestre de 2024 e pelo susto de recessão durante o verão.

Em nada mudámos a nossa opinião e acreditamos que esta situação irá provavelmente manter-se até 2025. Antecipamos um crescimento da economia dos EUA de 2%, ligeiramente acima do potencial, enquanto a inflação deverá rondar um valor médio de 2,2%. De facto, a narrativa da aterragem suave tornou-se um tanto obsoleta, já que a economia dos EUA nunca chegou a aterrar e continua a operar a altitude de cruzeiro. Relativamente a 2025, a questão fundamental reside em saber se a nova administração Trump será reflacionista ou estagflacionista.

DAS INCERTEZAS POLÍTICAS ÀS INCERTEZAS DA POLÍTICA ECONÓMICA

Para 2024, estava previsto que 40% da população mundial fosse chamada a votar. As eleições na Índia e na União Europeia (UE) trouxeram surpresas, enquanto o resultado das eleições nos EUA, claro e incontestado, abriu a porta a muitas questões. Estamos a transitar de uma era de incertezas políticas, em 2024, para uma era de incertezas de política económica, em 2025.



A nova administração Trump é largamente vista como pró-crescimento, pró-empresas e pró-desregulamentação e, provavelmente, irá prolongar os cortes fiscais e reduzir os impostos sobre as empresas. Com a economia dos EUA já numa trajetória positiva, estas políticas reflacionistas poderiam resultar num sobreaquecimento. Neste cenário de não aterragem (*no landing*), a Fed poderia ver-se forçada a interromper prematuramente o seu ciclo de redução das taxas, o que representa um risco para as ações no seu já elevado nível de cotações. Será um delicado equilíbrio a manter.

UMA BATALHA DE GIGANTES

Outra incerteza na frente económica reside na política aduaneira dos EUA. Não é claro se a administração Trump irá avançar com a proposta de aplicação de uma taxa aduaneira geral de 10%-20% sobre todas as importações e de uma taxa de 60% relativamente à China. É provável que as taxas sejam mais moderadas e semelhantes às registadas em 2018/2019, uma vez que Donald Trump procura obter acordos como troféus. Embora o mercado se possa preocupar com os anúncios e com as decisões executivas, pensamos que Donald Trump evitará criar um novo pico de inflação, concentrando-se, antes, na obtenção de acordos comerciais. Donald Trump foi eleito porque a subida dos preços durante a administração Biden se revelou fatal, e procurará evitar a repetição desse erro.

A outra batalha poderá ser com a Fed. Prevemos que a Fed reduza as taxas de juro para chegar aos 3,5% em 2025, embora exista o risco de uma menor descida caso a Fed antecipe ameaças inflacionistas resultantes das taxas aduaneiras. No entanto, se as taxas aduaneiras se mantiverem como um efeito pontual e as expectativas de inflação permanecerem contidas, a Fed poderá não ter em conta os efeitos a curto prazo e prosseguir os seus ajustamentos de política monetária. Jerome Powell foi claro quando afirmou que “não adivinhamos, não especulamos e não fazemos suposições” relativamente às futuras políticas económicas de Donald Trump.

Em última análise, acreditamos que o mercado obrigacionista será o árbitro a decidir quais são as políticas aceitáveis. O S&P 500 será o barómetro da política económica de Donald Trump, mas será a taxa de juro do Tesouro a 10 anos a avaliar a sua viabilidade financeira. Com a dívida dos EUA a poder atingir 160% do produto interno bruto (PIB) até 2035, no pior dos cenários, o Senado terá todo o interesse em evitar uma fatura de juros fora de controlo, o que obrigará a um maior cuidado com as finanças públicas.

CUSTE O QUE CUSTAR

E que dizer da Europa, apanhada entre estes dois gigantes, os EUA e a China? Prevemos que a economia da zona euro registe, em 2025, um crescimento abaixo do potencial, ao nível de 0,8%, e com riscos de abrandamento. O BCE, consciente das fragilidades da economia, está pronto para agir. Antecipamos cortes adicionais até aos 2% em 2025, mas notamos que esta previsão tende para o lado negativo em resposta a qualquer nova debilidade associada a taxas aduaneiras e do seu impacto económico.

Uma segunda administração Trump poderá ser um momento decisivo e transformador para a Europa, nomeadamente no que respeita à sua própria defesa. Como declarou o presidente francês após a vitória de Donald Trump, “Queremos ler a história escrita por outros?”. Por outras palavras, a Europa tem de escrever a sua própria história e proteger os seus próprios interesses. A súbita rutura da coligação alemã vem reabrir o debate sobre o travão constitucional da dívida¹. Com um défice ao nível de 63% do PIB, a Alemanha tem uma margem de manobra considerável para estimular o investimento, tanto em seu próprio benefício como para integrar o esforço conjunto de endividamento em prol da defesa europeia. Este poderá ser o momento “custe o que custar” para a proteção da Europa, embora seja provável que tal demore algum tempo e que possa não ser um catalisador de curto prazo no sentido de alterar a perceção que os investidores têm da Europa.

Esta nova edição, “Um mundo em transformação”, explora a evolução do panorama macroeconómico, incluindo o impacto da IA no crescimento, a determinação das taxas de juro de equilíbrio, os movimentos de afastamento do dólar nos mercados cambiais, o reequilíbrio económico da China e a transição energética para a eletrificação. Examinamos estes temas cativantes para podermos apresentar perspetivas enriquecedoras”.

Por último, é também um mundo em transformação para a Indosuez Wealth Management, na sequência da aquisição da Degroof Petercam. Nesta edição, damos as boas-vindas a dois novos colaboradores: Jérôme van der Bruggen, que partilha as nossas mensagens fundamentais, e Hans Bevers, que apresenta um fascinante artigo sobre a determinação da taxa de juro neutra da política do banco central, “Uma história macroeconómica de longo prazo: escrita em taxas de juro neutrais”².

Espero que apreciem a leitura desta nova edição do Global Outlook.

1 - Na Alemanha, o governo federal e os 16 Estados estão obrigados a equilibrar as suas contas e praticamente proibidos de contrair novos empréstimos.

2 - A taxa de juro neutra é aquela em que a economia está em pleno emprego e a inflação é estável, sem estimular nem desacelerar o crescimento económico.



02 | Mensagens fundamentais



CINCO MENSAGENS FUNDAMENTAIS DE ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO



Jérôme VAN DER BRUGGEN
Chief Investment Officer Private Banking,
Degroof Petercam

As dificuldades que os decisores mundiais enfrentam na formulação de uma política económica unificada global são proporcionais ao que está em jogo. O abrandamento acentuado (e, nalguns locais, mesmo, o declínio) do crescimento demográfico e as alterações climáticas exigem respostas políticas corajosas e coordenadas.

É verdade que o mundo parece dividido em relação a muitas questões, mas, numa perspetiva mais global, vemos que os três grandes blocos monetários, os EUA, a China e a zona euro, estão a apontar, em termos gerais, para a mesma resposta, embora com diferente intensidade: grandes investimentos públicos e privados para estimular o aumento da produtividade com o apoio de uma política monetária acomodatória. Neste mundo, há muitos riscos, mas as recompensas para o investidor de longo prazo são atrativas.

Resumimos a nossa estratégia de investimento em cinco mensagens fundamentais e remetemos os leitores para os artigos específicos desta edição do Global Outlook.

OS CORTES NAS TAXAS PODERÃO SER ADIADOS, MAS DIFICILMENTE SERÃO INTERROMPIDOS

Relativamente ao mercados de ações, o cenário continua a ser positivo

Abrandar ou não abrandar... numa edição do podcast Odd Lots gravada em Jackson Hole no final de agosto de 2024, Adam Posen, atual presidente do Peterson Institute e antigo membro votante do Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra, expressou a opinião de que a Fed deveria ter uma postura mais matizada. Classificou a muito aguardada intervenção de Jerome Powell, na convenção dos Bancos Centrais, como um discurso de “tiro de espingarda”. O que ele pretendia dizer é que o presidente da Fed, que, em 2022, tinha apontado a sua arma à inflação, estava agora a redirecioná-la de forma demasiado restrita para o mercado de trabalho, de modo a abater os riscos de recessão.

De facto, a agenda de cortes de impostos e de aplicação de taxas aduaneiras de Donald Trump poderá abrandar o ritmo de descida das taxas de juro. No entanto, conforme explica **Bénédicte Kukla**, ainda que os cortes nas taxas sejam adiados, é provável que não sejam interrompidos. O ciclo de abrandamento ainda tem pernas para andar. Assim sendo, onde (em que taxa terminal) pararão os cortes da Fed no ciclo atual?

Hans Bevers defende uma taxa de juro neutra em torno de 1,5%. Considerando que a Fed mantém como objetivo uma taxa de inflação de 2%, tal significa que uma taxa terminal de 3,5% não seria nem acomodatória nem restritiva. Entretanto, prevê-se que os EUA cheguem a uma aterragem suave (*soft landing*), com o crescimento normalizado em torno dos 2%. Face a um crescimento ainda robusto e a uma maior flexibilização no horizonte, o cenário para as ações continua a ser positivo. O mercado obrigacionista, novamente penalizado em 2024 pela reavaliação em alta da inflação e do crescimento global, poderá recuperar o seu interesse em 2025, com maiores benefícios para as obrigações de curto–médio prazo do que para as obrigações de longo prazo, as quais continuam vulneráveis às inquietações suscitadas pelos prémios de prazo e pela sustentabilidade da dívida pública. Por último, e no que se refere aos *Private Markets*, **Nicolas Renault**, **Remy Pomathios** e **Matthieu Roumagnac** consideram que a melhoria das condições dos mercados financeiros constitui o primeiro sinal de otimismo para os investidores no que poderá ser um ano de viragem.



PREVALECE O CARÁTER DE EXCEÇÃO DOS EUA

O peso das ações dos EUA nas carteiras globais continua a aumentar

A maioria dos observadores atribui a resiliência do mercado de ações dos EUA ao longo da última década a um conjunto de condições excepcionais que sustentam o também excepcional crescimento económico registado nos EUA. Em primeiro lugar, a sólida base representada tanto pela grande dimensão da sua economia como pelos seus vastos recursos naturais. Depois, a sua cultura empresarial de inovação e capacidade de execução, apoiada por mercados financeiros em que se pode confiar para oferecer grandes volumes de financiamento.

A robustez dos mercados financeiros dos EUA resulta também, em parte, do estatuto da sua moeda. O dólar é a moeda do comércio mundial e representa mais de 58% das reservas mundiais de divisas.

Conforme afirma **Lucas Meric**, embora o domínio do dólar esteja a ser posto em causa pelo desejo das economias emergentes de reduzirem a sua dependência desta moeda, os receios de “desdolarização” parecem exagerados. Um último elemento, que ajuda a explicar o carácter de exceção dos EUA, são as políticas estratégicas das instituições norte-americanas, que implementaram medidas arrojadas, tais como a Lei de Reduções de Impostos e Emprego (Tax Cuts and Jobs Act - TCJA) de 2017 ou a Lei de CHIPS e Ciência (CHIPS and Science Act) de 2022. Tudo isto contribuiu para que as empresas norte-americanas apresentassem um crescimento dos lucros superior ao das suas congéneres de todo o mundo e sustentou o desempenho do mercado acionista norte-americano e o crescente peso das ações norte-americanas nas carteiras globais.

AI E ELETRIFICAÇÃO: DOIS TEMAS QUE PERDURAM

Ambos os temas deverão continuar a atrair investimentos maciços

Duas áreas são suscetíveis de contribuir para o tão necessário aumento do crescimento da produtividade nos próximos anos. Uma destas áreas, a inteligência artificial (IA), está atualmente a impulsionar em alta o mercado das ações tecnológicas dos EUA. **Nicolas Mougeot** explica como a IA, apesar dos elevados custos de desenvolvimento e do aumento da procura de energia, deverá impulsionar o crescimento da produtividade à semelhança de anteriores revoluções tecnológicas no passado.

Áreas como a IA generativa, que cria novos conteúdos a partir de dados existentes, têm um enorme potencial económico. Nicolas Mougeot identifica várias outras áreas, como a automatização, a complementaridade de tarefas, a criação de novas tarefas e os avanços na robótica, em que são, sobretudo, as empresas tecnológicas dos EUA a liderar a adoção da IA.

A outra área, a eletrificação, tem impacto em mais do que um setor. **Fabrice de Sousa** e **Laura Corrieras** classificam a eletrificação como o Novo Eldorado e descrevem como ela molda a transição energética que, por seu turno, assenta na produção de eletricidade renovável. Até 2050, prevê-se que a produção de eletricidade mais do que duplique e se torne mais ecológica: 70% a partir de fontes não fósseis contra os atuais 11%. Os setores que, provavelmente, irão beneficiar com os investimentos incluem as energias renováveis, o armazenamento de energia, a transformação das redes e os veículos elétricos.



REFORMAS NA CHINA E EMERGÊNCIA DA ASEAN

Mantemos uma perspectiva positiva relativamente a uma seleção de ações de mercados emergentes, especialmente na Ásia

Em 2024, o crescimento real do PIB da China manteve-se ao nível dos 5% apesar dos atuais problemas no setor imobiliário que penalizam o investimento e o consumo. Em 2023, as incertezas políticas refletiram-se nas taxas aduaneiras aplicadas aos produtos chineses, reduzindo as exportações da China em 4,7%, a nível mundial, e em 13% para os EUA. Em resposta, a China adotou, no final de 2024, fortes medidas políticas com ênfase na reestruturação industrial e no apoio orçamental.

Os otimistas, como **Francis Tan**, consideram estes esforços estabilizadores e com implicações positivas para os mercados emergentes (ME) e a Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN). As alterações nas cadeias de abastecimento, impulsionadas pelas tensões comerciais entre os EUA e a China, beneficiam a ASEAN, que também regista um crescimento demográfico robusto, um aumento do investimento direto estrangeiro (IDE) e reformas favoráveis aos mercados. As dinâmicas económicas da ASEAN estão em condições de continuar a promover o crescimento mundial. Continuamos positivos em relação a uma seleção de ações dos ME, especialmente da Ásia, onde o potencial de crescimento é apoiado pelo ciclo de flexibilização monetária em curso e pela perspectiva de medidas de estímulo na China, que poderão funcionar como catalisador a nível regional.

CARTEIRAS MULTIATIVOS: O MELHOR DE DOIS MUNDOS

Carteiras equilibradas, diversificadas e geridas com convicção

Muitas vezes, os investidores ficam confusos sobre como exprimir as suas convicções em carteiras de ações ou de obrigações. **Grégory Steiner** e **Adrien Roure** explicam por que razão consideram que uma abordagem multiativos proporciona o melhor de dois mundos. O objetivo desta abordagem consiste em proporcionar uma valorização do capital através do investimento numa vasta gama de instrumentos financeiros, contando com o prémio de risco inerente a todas as classes de ativos. Assim, estas carteiras são construídas de forma a tirar partido de várias características atrativas que permitem aos investidores ter uma perceção clara da volatilidade dos mercados financeiros. São equilibradas e concebidas para otimizar o rendimento em relação ao risco assumido. São altamente diversificadas, do ponto de vista tanto geográfico como setorial, e incluem divisas e matérias-primas como, por exemplo, o ouro. Por último, são objeto de uma gestão ativa e, no Indosuez Wealth Management, refletem as convicções fundamentais expressas na estratégia de investimento acima resumida.



03 | Macroeconomia



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

2024 foi crucial para a democracia, com eleições importantes que tiveram consequências significativas e de efeitos globais. Em 2025, as incertezas políticas darão lugar às incertezas económicas com Trump 2.0, o que poderá criar repercussões em todo o mundo. A procura interna será a principal fonte de crescimento, tanto na Europa como na China, à medida que prossegue a reformulação da globalização e é realçado o risco da dependência do comércio externo. Embora as taxas aduaneiras representem um risco no que respeita às expectativas de inflação, prevê-se que os bancos centrais continuem a reduzir as suas taxas em 2025.



Perspetiva-se um cenário de
"SOFT
LANDING"
nos EUA

UMA VIRAGEM GLOBAL

Em última análise, as eleições de 2024 não foram uma viragem estadual ou setorial a favor de Donald Trump, mas, sim, uma viragem nacional à direita que deu a Donald Trump um mandato claro relativamente à economia e à "americanização" dos EUA. O impacto no crescimento dependerá do grau de cumprimento das vibrantes promessas eleitorais de Donald Trump. Os EUA estão a caminho de um cenário de aterragem suave (*soft landing*), em que o crescimento deverá normalizar em torno dos 2% até 2025, ligeiramente acima do crescimento potencial a longo prazo (estimado em 1,8%), isto à medida que o consumo arrefece em linha com os salários num mercado de trabalho menos tenso (a taxa de desemprego regressou aos 4% de 2019).

A provável extensão em 2025 dos anteriores cortes fiscais de Trump (TCJA) é tida em conta no nosso cenário e deverá contribuir para manter o ritmo de crescimento. A aplicação de uma taxa aduaneira de 60% sobre os produtos chineses também parece provável, sendo justificada por alegados subsídios injustos à produção. Ambas estas medidas populares poderão travar a atual queda da inflação dos bens. Um pico de inflação no curto prazo levaria a Fed a adotar uma postura cautelosa. Contudo, tal não deverá impedir a Fed de manter uma política menos restritiva, ainda que com uma taxa de juro neutral indiscutivelmente mais elevada (ver o artigo "Uma história macroeconómica de longo prazo: escrita na taxa de juro natural (R-star)" na página 22).

Num documento do Federal Open Market Committee (FOMC) de 2018 (na sequência das primeiras restrições comerciais de Donald Trump), a Fed deixou claro que uma política "transparente", em que a resposta monetária consiste em ignorar um aumento da inflação de curta duração e em baixar a taxa diretora, seria a reação adequada a aumentos aduaneiros, desde que as expectativas de inflação permaneçam firmemente contidas e sem afetar os salários. Por conseguinte, serão estes dois últimos aspetos a ter em conta. Elementos que não foram tidos em conta no nosso cenário, devido às incertezas quanto à sua integração no mesmo, incluem a redução para 15% do imposto sobre as sociedades, o que representa um risco no sentido da alta no nosso cenário. Inversamente, os efeitos da proposta de uma taxa aduaneira global de 10% e de medidas para reduzir drasticamente a imigração são estagflacionários.

UM TRAVÃO OU UMA RUTURA ORÇAMENTAL?

O crescimento do PIB deverá aumentar refletindo a subida do poder de compra e o facto de o investimento beneficiar de taxas de juro mais baixas. Contudo, a divergência de crescimento na zona euro irá persistir em 2025. A Alemanha é a principal incerteza no nosso cenário. Apresenta uma poupança excessiva das famílias (20% do rendimento no segundo trimestre), que poderia ser desbloqueada devido à descida das taxas de juro, mas as incertezas políticas continuam a minar a confiança das empresas. A súbita rutura da coligação governamental vai reabrir o debate em torno do travão constitucional da dívida e da crescente necessidade de estimular o investimento na Alemanha.



A formação de um novo governo leva tempo, mas poderá haver uma réstia de esperança para esta Europa desanimada. Infelizmente, as boas notícias acabam aqui. A Alemanha continua na defensiva no que respeita à concorrência fiscal com os EUA (a taxa do imposto sobre o rendimento coletivo alemã - 29,9% - é a sexta mais elevada da OCDE) e à concorrência de preços com a China. Em França, onde a dívida pública atingirá 115% do PIB em 2025, os esforços estruturais (descontando os impactos do ciclo económico e os pagamentos de juros) para conter as despesas são consequentes, estando previsto no projeto de orçamento um ajustamento superior a 1% do PIB. Nos últimos 20 anos, a França registou apenas um caso de restrição orçamental superior a um ponto percentual do PIB (e foi durante a crise da dívida soberana europeia). No caso da Espanha e da Itália, a contração orçamental interna será provavelmente compensada, pelo menos em parte, pelas despesas no quadro do Mecanismo de Recuperação e Resiliência da UE, as quais deverão aumentar no próximo ano e até ao prazo limite de 2026 (apenas foram desembolsados 40% dos 650 mil milhões de euros atribuídos aos Estados-Membros).

No México, a continuidade da liderança da presidente Claudia Sheinbaum poderá viabilizar alguma consistência política. No entanto, a sua administração enfrenta desafios, incluindo a gestão de um elevado défice e a iminente renegociação do acordo comercial Estados Unidos-México-Canadá (USMCA), em 2026, o que limitará a sua flexibilidade política, nomeadamente em relação à China.

A Ásia emergente continuará a ser o principal motor do crescimento do PIB em 2025, apesar de uma moderação do crescimento chinês e da normalização para níveis pré-pandémicos do crescimento indiano. A China deveria consagrar mais recursos ao desenvolvimento da procura interna e regional. A transformação em curso da globalização irá aprofundar-se (gráfico 1, página 13) e os mercados emergentes (ME) são vulneráveis às taxas aduaneiras aplicadas à China, que poderão prejudicar o crescimento deste país e afetar as economias que dele dependem. Contudo, países como o Vietname, a Índia e a Coreia do Sul poderão beneficiar dessas potenciais taxas aduaneiras aplicadas à China, conforme já é evidente. Por conseguinte, prevê-se que a Ásia ultrapasse a América Latina, com a força do crescimento do PIB do Brasil a destacar-se relativamente ao México.

RISCOS EXPONENCIAIS DE GUERRA COMERCIAL

Ultrapassadas as eleições nos EUA, diminuíram as incertezas políticas, mas com o regresso de Trump à presidência, aumentaram as incertezas em termos de política económica. O principal risco destacado no recente relatório do Fundo Monetário Internacional (FMI) é que um aumento global dos direitos aduaneiros resulte numa subida da inflação, com poucos efeitos nas balanças comerciais. Por outro lado, direitos aduaneiros mais elevados nos EUA diminuirão a procura americana de bens produzidos na zona euro ou na China, com a consequente redução da inflação nestas regiões.



Crescimento da
zona euro
INFERIOR A
1%
em 2025

Com ambos os principais motores económicos a funcionar a baixo ritmo em 2025, prevê-se que a zona euro cresça nesse ano menos de 1% (quadro 1). Se o crescimento do PIB europeu enfraquecer significativamente, o Banco Central Europeu (BCE) poderá ter de reduzir as taxas de forma mais agressiva. Entretanto, uma desvalorização significativa do euro, juntamente com a retaliação aduaneira europeia, poderá desencadear receios de inflação.

MERCADOS EMERGENTES

Nos mercados emergentes, os resultados eleitorais foram díspares em termos de estabilidade. Na Índia, assistiu-se à queda de governos maioritários, o que poderá dificultar a prossecução dos ambiciosos programas de reforma.

QUADRO 1: PREVISÕES MACROECONÓMICAS 2024-2026, %

	PIB			INFLAÇÃO		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Estados Unidos	2,7	2,1	2,0	2,9	2,2	2,2
Zona euro	0,7	0,8	1,2	2,3	1,7	2,0
China	4,8	4,7	4,5	0,7	1,8	1,5
Japão	0,3	1,1	0,8	2,2	2,0	2,0
Mundo	3,1	2,9	2,7	-	-	-

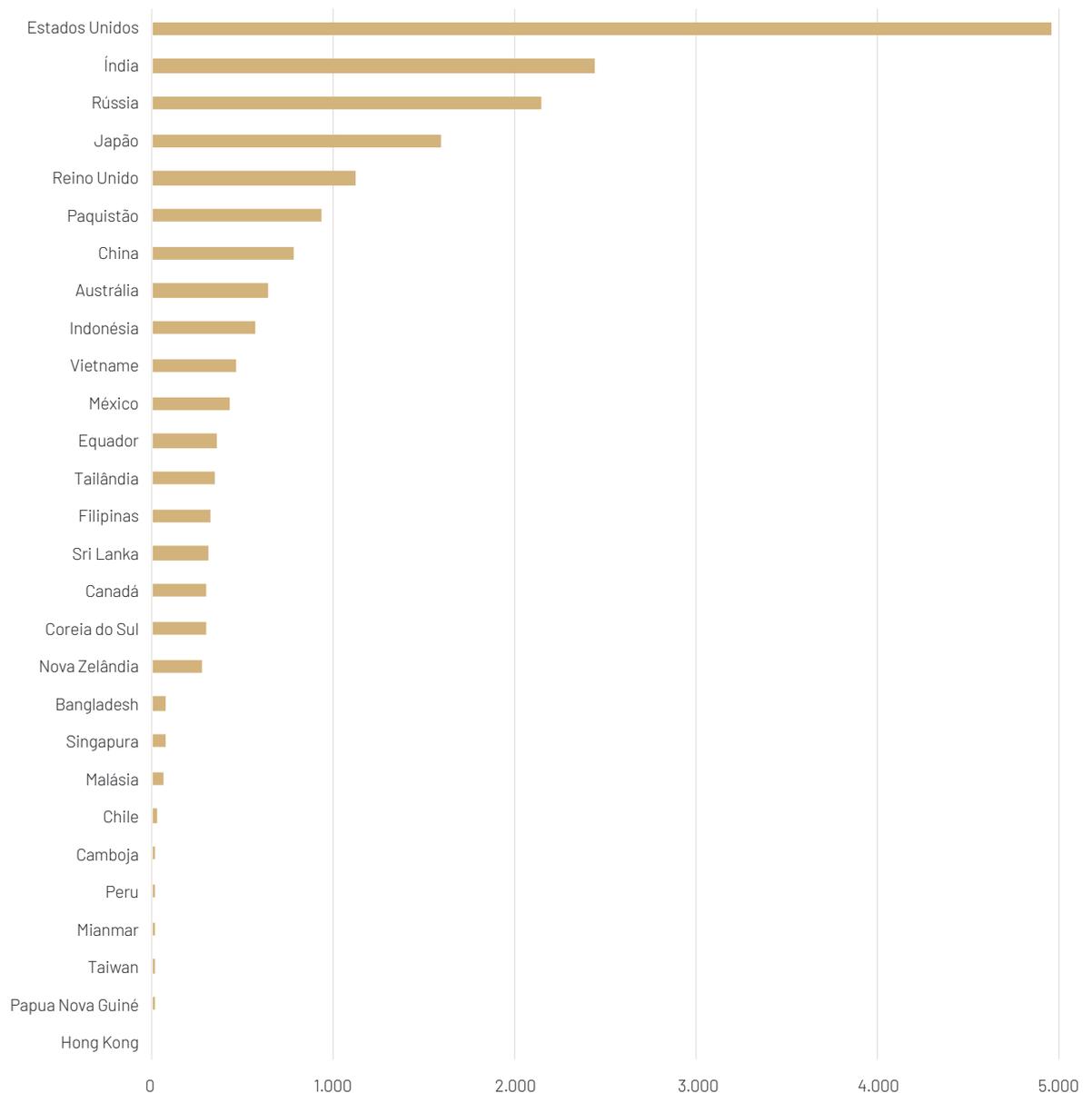
Fonte: Indosuez Wealth Management.



Outra consequência será uma apreciação do dólar norte-americano, tornando as importações mais caras para consumidores de todo o mundo. Além disso, prevê-se que, até 2026, sejam aplicadas taxas de retaliação, o que fará subir ainda mais os preços no consumidor. Sob a presidência de Donald Trump, uma inflação mais elevada, taxas de juro mais altas e um dólar mais forte poderão, também, ter um impacto negativo nas moedas dos mercados emergentes. Se estas tendências se prolongarem ou se forem excessivas, os bancos centrais dos países emergentes poderão ser pressionados a estabilizar as suas moedas mediante subidas (ou menos cortes) das taxas de juro.

Por último, prevê-se que o conflito na Ucrânia e as operações no Médio-Oriente se prolonguem pelo próximo ano. No entanto, o impacto nos preços mundiais do petróleo (frequentemente, o bode expiatório da geopolítica) pode ser atenuado por uma mudança estrutural na procura de energia, uma vez que a adoção de veículos elétricos reduz o consumo e a produção de petróleo incentivados pelos EUA, principal produtor mundial de petróleo.

GRÁFICO 1: NÚMERO DE TAXAS ADUANEIRAS PREJUDICIAIS³



Fontes: Sustainable Trade Index(2022), Indosuez Wealth Management.

3 - De acordo com a Global Trade Alert, uma taxa aduaneira prejudicial é qualquer taxa sobre bens importados que discrimine interesses comerciais estrangeiros.



04 | Asset allocation



Grégory STEINER, CFA
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

2025 deverá ser um ano de desafios, em que a adaptabilidade será um fator fundamental na captação das rotações setoriais, na gestão do aumento da volatilidade e na navegação em ambientes políticos e monetários fragmentados. O sucesso assentará numa gestão baseada em convicções e na manutenção de uma abordagem seletiva das ações dos EUA e dos mercados emergentes, dos ativos de rendimento de alta qualidade e, ainda, dos ativos de diversificação.



2025: os investidores terão de revelar AGILIDADE E FLEXIBILIDADE

2024: UM ANO DE TRANSIÇÃO E DE RESILIÊNCIA ECONÓMICA

2024 revelou-se um marco fundamental no ciclo económico global, com uma normalização gradual das dinâmicas económicas e monetárias. Apesar dos economistas anteciparem um crescimento global uniformemente débil, as economias desenvolvidas seguiram trajetórias divergentes. Nos EUA, a robustez da economia desafiou as expectativas, impulsionada pelo vigor dos consumidores norte-americanos. Esta dinâmica contribuiu para uma desinflação mais lenta do que se previa, resultando em cortes nas taxas de juro mais tardios e mais contidos do que noutras economias avançadas.

Na Europa, os contrastes são dignos de nota. Após uma ligeira recuperação no início do ano, a zona euro acabou por registar um crescimento modesto e heterogéneo. As economias do Sul da Europa beneficiaram dos pacotes de estímulo comunitários e de uma retoma do turismo, enquanto as economias do Norte, em particular a Alemanha, foram prejudicadas pela sua dependência da indústria transformadora e dos laços comerciais com a China.

Nas economias emergentes, as situações foram variadas, mas a realocação industrial global e o início de um ciclo de flexibilização monetária impulsionaram o crescimento, especialmente na Ásia. A China continua a ser uma exceção notável, dado que continua a enfrentar as consequências da crise imobiliária e desafios estruturais. Todavia, a implementação de novos e importantes planos de estímulo no final de 2024 poderá dar um impulso à economia chinesa nos próximos trimestres.

2025: UM ANO VOLÁTIL INFLUENCIADO PELOS DADOS ECONÓMICOS?

Relativamente a 2025, a mensagem fundamental parece-nos ser clara: os investidores terão de ser ágeis e flexíveis face a episódios de volatilidade que, provavelmente, se irão multiplicar e intensificar. Identificámos uma série de fatores que contribuem para esta perspetiva:

- **Incertezas quanto à trajetória da economia dos EUA:** embora o consenso se tenha rapidamente ajustado à previsão de uma economia norte-americana robusta em 2024, as perspetivas para 2025 continuam divididas. Embora apostemos num *soft landing* da atividade económica dos EUA, as frequentes mudanças de política entre crescimento sustentado e abrandamento poderão aumentar o nervosismo dos investidores, e conduzir a rotações setoriais significativas.
- **Políticas monetárias assíncronas:** a robustez da economia norte-americana relativamente à da zona euro faz-nos antecipar cortes mais moderados nas taxas de juro dos EUA. Esta divergência é suscetível de conduzir a diferenças significativas de desempenho entre zonas geográficas. Contudo, acreditamos que o atual ciclo de flexibilização monetária global está a criar condições favoráveis para que determinados segmentos, como o imobiliário cotado na Europa e as pequenas e médias capitalizações nos EUA, recuperem o seu atraso.
- **Implicações políticas e protecionistas:** esperamos que surjam as primeiras implicações concretas das eleições de 2024, em particular nos EUA, onde as ações poderão beneficiar de uma reavaliação das prioridades económicas.



Na Europa, a consolidação orçamental poderá reduzir o crescimento e tornar o ambiente mais difícil para os ativos europeus. Entretanto, os mercados emergentes terão de continuar a adaptar as suas estratégias, nomeadamente através de novas alianças comerciais, enquanto a China e os seus esforços de estímulo orçamentais estarão no centro das atenções.

- **Fatores geopolíticos:** as omnipresentes tensões geopolíticas apontam para um cenário de investimento mais incerto e, potencialmente, para mais episódios de volatilidade. De qualquer modo, o contexto geopolítico e o aumento do protecionismo podem representar oportunidades táticas para os mercados e podem, também, beneficiar segmentos específicos, como sejam, no longo prazo, as ações dos setores da defesa e dos semicondutores.

MERCADOS DE AÇÕES: RUMO A UM MERCADO DE CONVICÇÕES?

Em 2024, o quadro macroeconómico viabilizou uma subida acentuada e direcional dos mercados acionistas, com desempenhos concentrados em determinados segmentos, com destaque para as empresas tecnológicas dos EUA. Para 2025, antecipamos a mudança para um ambiente em que a capacidade de escolher os setores e as empresas certos será fundamental. Embora mantenhamos uma visão construtiva dos ativos de risco, os desafios do próximo ano exigem uma postura flexível e oportunística.

Conservamos a ênfase nas ações dos EUA, não apenas devido a perspetivas económicas mais robustas, mas também porque as empresas estão em melhores condições para responder às expectativas de crescimento dos lucros. Embora a forte procura de inteligência artificial (IA) tenha impulsionado, inicialmente, as ações tecnológicas, acreditamos que a sua difusão por toda a economia deverá permitir um alargamento do desempenho dos mercados de ações, especialmente à medida que alguns segmentos esquecidos deste mercado recuperam o seu atraso. No entanto, o atual nível de cotações limita o potencial de expansão dos múltiplos no curto prazo.

Por outro lado, apesar do nível atrativo das cotações na zona euro, continuamos cautelosos face a uma dinâmica económica menos favorável, a perspetivas de consolidação orçamental e ao crescente protecionismo global que poderá afetar esta região. O Reino Unido, porém, poderá ser uma área de melhor desempenho, beneficiando de uma dinâmica política renovada, de uma posição mais conciliatória dos EUA e de uma possível aproximação à União Europeia.

Por fim, continuamos positivos em relação a uma seleção de ações dos mercados emergentes, especialmente da Ásia, onde o potencial de crescimento é apoiado pelo ciclo de flexibilização monetária em curso e pela perspetiva de medidas de estímulo na China que poderão funcionar como catalisador a nível regional.



2025:

a escolha dos

SETORES E
EMPRESAS
CERTOS

será fundamental



O
**MERCADO
OBRIGACIO-
NISTA**
poderá recuperar
o seu interesse em
2025

DIVERSIFICAÇÃO PARA AS OBRIGAÇÕES A PAR DAS AÇÕES

Embora antecipemos rendimentos positivos do mercado de ações, o mercado de obrigações, que, em 2024, foi reavaliado em alta em função das perspetivas de inflação e de crescimento global, poderá recuperar o seu interesse em 2025.

Por um lado, é provável que a correlação entre ações e obrigações se normalize, devolvendo às obrigações o seu papel de cobertura nas carteiras. Por outro lado, o ciclo de flexibilização monetária está em curso, beneficiando, sobretudo, as obrigações de curto e médio prazo. Em contrapartida, as obrigações de longo prazo permanecem vulneráveis às inquietações suscitadas pelos prémios de prazo e pela sustentabilidade das dívidas públicas.

Do ponto de vista geográfico, as obrigações governamentais europeias, embora oferecendo rendimentos mais baixos, poderão beneficiar de cortes mais pronunciados nas taxas de juro, proporcionando um potencial de valorização adicional do capital investido em relação às obrigações do Tesouro dos EUA. No crédito, reiteramos a nossa ênfase na dívida empresarial *investment grade* e nos melhores segmentos do *high yield*, o que nos permite tirar partido de um nível atrativo de rendimentos que compensa devidamente os riscos envolvidos.

INDO MAIS LONGE: ALGUMAS OPORTUNIDADES DE DIVERSIFICAÇÃO

Determinadas classes de ativos também poderão desempenhar um papel fundamental na diversificação das carteiras:

- **US linkers:** num cenário de *no landing*, os rendimentos reais proporcionados pelas obrigações indexadas à inflação dos EUA são muito positivos em termos de custo de carteira.
- **Dívida dos mercados emergentes em moeda local:** para além de oferecer um rendimento atrativo, esta classe de ativos continua a ser relevante na perspetiva de um ambiente monetário mais favorável.
- **Ouro e dólares dos EUA:** o ouro continua a ser um ativo de diversificação e o seu preço continua a ser sustentado pela crescente procura por parte dos bancos centrais dos mercados emergentes. Entretanto, o dólar mantém o seu papel de proteção contra cenários alternativos e potencial volatilidade.



05 | Foco



SERÁ A IA O NOVO MOTOR DO CRESCIMENTO DA PRODUTIVIDADE?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

As revoluções tecnológicas têm vindo sucessivamente a remodelar a economia global. Hoje, é a inteligência artificial (IA) a impulsionar a mais recente transformação. Este artigo explora o potencial impacto económico da IA, os seus efeitos em vários setores e o desafio de medir a sua verdadeira influência.



A potência
DOS CHIPS
DUPLICA
a cada 2 anos

Ao longo dos últimos 200 anos, a economia global passou por inúmeras revoluções tecnológicas. Entre estas, contam-se o advento da eletricidade e o desenvolvimento dos caminhos-de-ferro no século XIX, a expansão das comunicações telefónicas no início do século XX, o aparecimento dos computadores pessoais na década de 1970 e a emergência da Internet no final da década de 1990.

A década atual não é diferente, sendo marcada por uma nova revolução tecnológica: a inteligência artificial e, em particular, a IA generativa. A IA generativa é um ramo da inteligência artificial com capacidade para criar novos conteúdos – como sejam textos, imagens, músicas ou ambientes virtuais inteiros – através da aprendizagem de padrões e estruturas a partir de dados existentes. Com base em técnicas como as redes neuronais e a aprendizagem profunda, os modelos de IA generativa podem produzir resultados altamente realistas e inovadores que imitam a criatividade humana. Por conseguinte, abordamos, aqui, o potencial impacto que a IA poderá ter na economia global e a forma como poderá afetar as ações de diferentes setores.

PORQUE É DIFÍCIL MEDIR O IMPACTO DA IA?

Começemos por algumas palavras de prudência, inspiradas no Paradoxo de Solow e na Lei de Moore. Em primeiro lugar, Robert Solow, economista norte-americano laureado com o Prémio Nobel, observou um dia: “A era dos computadores pode ser vista em todo o lado, menos nas estatísticas da produtividade”. Esta observação veio realçar o facto de a rápida expansão dos computadores pessoais nas décadas de 1970 e 1980 não ter conseguido aumentar significativamente a produtividade durante esse período. É provável que esta observação se possa aplicar, também, ao advento de outras tecnologias, como a Internet ou o 5G.

Muitas vezes, o entusiasmo inicial em torno de novas tecnologias desvanece-se à medida que as suas aplicações práticas se revelam mais limitadas do que inicialmente previsto.

Poderá a IA ser diferente? Sim. Gordon Moore, um engenheiro, ficou famoso por ter previsto, em 1965, que o número de transistores num microprocessador duplicaria, aproximadamente, a cada dois anos. Quase 60 anos depois, esta previsão continua a ser verdadeira, conforme ilustra o gráfico 2 (página 20). Embora os semicondutores tenham aumentado exponencialmente a sua potência, os nossos cérebros estão programados para pensar de forma linear. Isto faz com que seja difícil para nós compreender o potencial aumento futuro da capacidade de computação e as suas implicações para a IA. Essencialmente, os avanços reais da IA poderão ultrapassar em muito as nossas expectativas atuais.

O IMPACTO DA IA NO CRESCIMENTO ECONÓMICO

Numerosos estudos avaliaram o impacto da IA no crescimento económico mundial. A inteligência artificial está em vias de exercer um impacto transformador tanto no crescimento económico como no mercado de trabalho. Por um lado, as tecnologias de IA prometem aumentar a produtividade, racionalizar as operações e promover a inovação em vários setores. Este aumento da eficiência pode conduzir a um crescimento económico substancial, dado que as empresas poderão produzir mais com menos recursos, reduzir os seus custos e criar novos produtos e serviços. A Goldman Sachs afirmou que a adoção da IA generativa poderia aumentar o PIB mundial em quase 7 biliões de dólares, ou 7%, ao longo de uma década. Entretanto, um relatório do McKinsey Global Institute aponta para um potencial aumento do PIB entre 17 e 25 biliões de dólares, o que representa um aumento anual de 1,5 a 2,4% nos próximos 10 anos.



A IA poderá
aumentar o

**PIB
MUNDIAL
EM 2%
ou mais**

No entanto, Daron Acemoglu, galardoado com o Prémio Nobel da Economia em 2024 e professor do Massachusetts Institute of Technology (MIT), argumenta, num recente artigo, que, embora a IA conduza a poupanças de custos e a melhorias de produtividade, não há provas de um efeito tão revolucionário da IA na economia que possa validar impactos tão significativos no crescimento do PIB⁴. Ele centra-se antes na capacidade da IA para melhorar a produtividade e reduzir os custos em várias tarefas, assim como no seu impacto nos salários e na desigualdade. Os ganhos de produtividade imputáveis à IA podem ter a sua origem em:

- **Automatização:** os modelos de IA podem assumir algumas tarefas ou reduzir os seus custos.
- **Complementaridade de tarefas:** os trabalhadores poderiam utilizar a IA para aceder a melhores informações ou a fatores de produção complementares, aumentando assim a sua produtividade.
- **Aprofundamento da automatização:** as tarefas já automatizadas podem ser melhoradas pela IA generativa.
- **Criação de novas tarefas:** a IA pode criar novas tarefas que aumentem a produtividade geral.

Daron Acemoglu estima que a IA poderá aumentar a produtividade total dos fatores - medida como o rácio entre o PIB e o total dos fatores de produção - em 0,7% ao longo de uma década, o que se traduz num modesto aumento anual de 0,07%. Consoante a escala do investimento em IA, este autor acredita que o impacto global no crescimento do PIB poderá variar entre 0,9% e 1,8% num período de 10 anos. Embora as estimativas de Acemoglu sejam mais conservadoras em comparação com as de outros estudos, estão longe de ser insignificantes.

Um acréscimo de 15 a 20 pontos base no crescimento do PIB não deixa de ser notável, especialmente quando os economistas projetam que o crescimento do PIB mundial ronde os 2,7% a 2,8% ao ano.

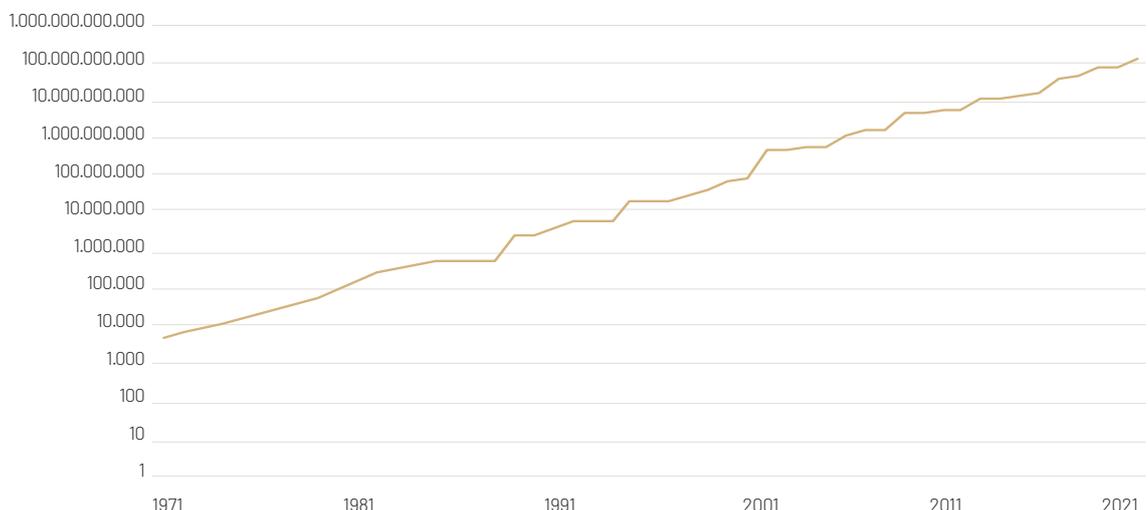
QUAIS SÃO AS EMPRESAS MAIS SUSCETÍVEIS DE BENEFICIAR COM A IA?

Sem lugar para se esconder. Nos EUA

A IA generativa fez progressos significativos nas últimas décadas, mas foi em 2022, com o lançamento público do ChatGPT, que captou verdadeiramente as atenções de todo o mundo. Conforme ilustra o gráfico 3 (página 21), muitas empresas estão a aproveitar esta onda. As menções à IA durante as conferências de resultados das empresas norte-americanas dispararam de menos de 500, antes da estreia do ChatGPT, para mais de 3.000 atualmente. Em contrapartida, as empresas europeias e asiáticas parecem estar atrasadas na adoção da IA, com as referências à IA a variar entre 500 e 900 em cada trimestre.

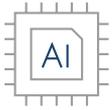
A disparidade entre os EUA e a Europa pode ser atribuída a diferenças setoriais, uma vez que os EUA acolhem numerosas empresas tecnológicas que estão na vanguarda do desenvolvimento da IA. Isto sugere que o impacto da IA será provavelmente mais pronunciado nas empresas norte-americanas do que nas suas congéneres europeias. O domínio dos EUA na IA é ainda evidenciado pelo número significativamente inferior de referências à IA feitas pelas empresas asiáticas durante as suas conferências de resultados, isto apesar da presença de muitos especialistas em IA na China, Coreia do Sul e Taiwan.

GRÁFICO 2: TRANSÍSTORES POR MICROPROCESSADOR, ESCALA LOGARÍTMICA



Fontes: Our World in Data, Indosuez Wealth Management.

4 - Ver Daron Acemoglu, "The Simple Macroeconomics of AI", 2024, Economic Policy.



10 MIL
MILHÕES
DE USD:

poderá o custo da
IA tornar-se
demasiado
proibitivo?

Produção vs. automatização e complementaridade de tarefas

As empresas podem beneficiar com a IA, quer na produção e em todo o seu ecossistema, quer na automatização de tarefas. Na verdade, as tecnológicas, desde os fabricantes de semicondutores às empresas de hardware e software, estão preparadas para tirar partido da crescente adoção da IA. No entanto, são as empresas de serviços públicos que poderão surgir como os próximos grandes beneficiários. Os modelos de IA requerem grandes volumes de dados para treino, chips cada vez mais eficientes e potentes e, por conseguinte, implicam uma procura crescente de eletricidade. Não é de surpreender que, em 2024, empresas do setor da energia, como a Vistra, uma empresa de eletricidade do Texas, tenham visto subir o preço das suas ações. Do mesmo modo, Sam Altman, fundador da OpenAI, assumiu a presidência da Oklo, uma empresa sediada na Califórnia e especializada em pequenos reatores nucleares, o que salienta uma interseção crítica dos setores da IA e da energia.

A automatização e a complementaridade de tarefas terão impacto em vários setores, mas, provavelmente, serão os serviços públicos a sofrer mais perturbações. Estes setores empregam trabalhadores altamente qualificados em profissões marcadamente cognitivas, o que os torna mais suscetíveis à integração da IA. Por exemplo, no setor dos média, a IA pode melhorar a criação de conteúdos, enquanto no setor financeiro pode ser utilizada para melhorar a gestão dos riscos, detetar fraudes e oferecer aconselhamento financeiro personalizado.

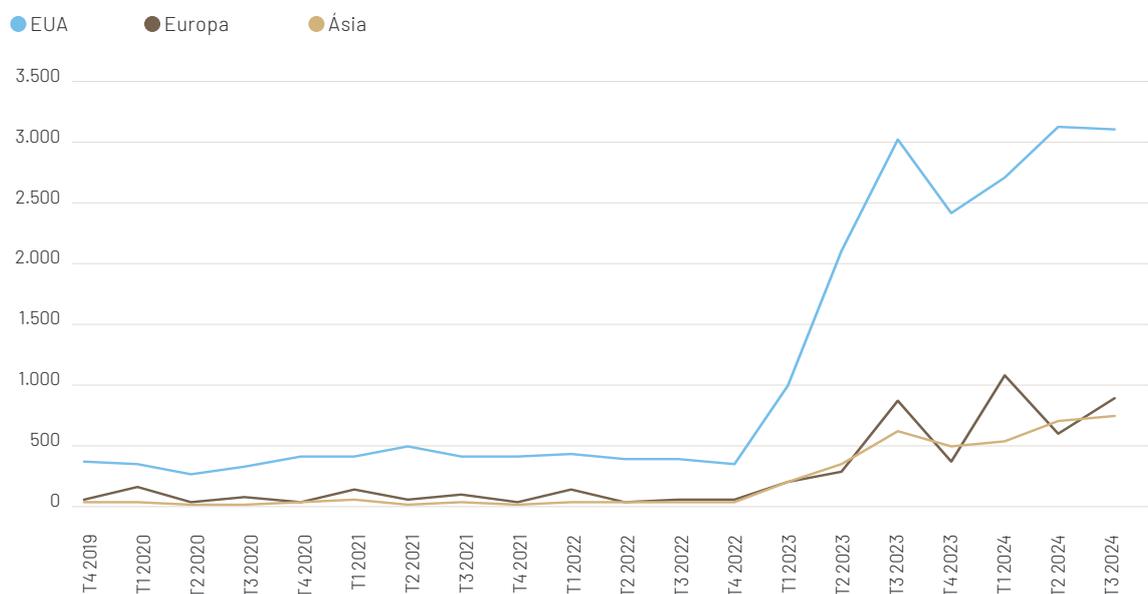
O aumento da produtividade não deve ser feito a qualquer preço. Atualmente, o treino de um modelo de IA generativa custa cerca de 10 mil milhões de dólares e, de acordo com Dario Amodei, diretor executivo da Anthropic, uma empresa de IA, e antigo vice-presidente de investigação da OpenAI, este custo pode aumentar dez ou mesmo mil vezes. Esta despesa crescente representa um risco: o desenvolvimento de futuros modelos de IA pode tornar-se proibitivamente caro e criar uma barreira significativa à entrada de novas startups.

Ascensão dos robots: a próxima fronteira?

Por último, para além da IA generativa, que pode aumentar a produtividade de empregos altamente qualificados (e, possivelmente, substituí-los), a próxima grande tendência poderá ser o desenvolvimento de robots capazes de executar tarefas pouco qualificadas, da recolha de resíduos à atividade mineira, por exemplo. Provavelmente, será demasiado cedo para prever o impacto económico de robots altamente qualificados, uma vez que a sua comercialização está ainda a alguns anos de distância.

Nos últimos dois anos, a IA tem estado no centro das atenções dos investidores, provocando mudanças estruturais na forma como trabalhamos e interagimos e causando impacto na economia global e no panorama do investimento. No entanto, pode haver uma diferença entre a velocidade a que a IA se pode desenvolver e o ritmo a que é adotada. A sintaxe deste artigo foi melhorada com recurso à IA generativa. Marcamos encontro daqui a um ano para ver se a nossa edição Global Outlook 2026 será totalmente redigida por IA e robots!

GRÁFICO 3: NÚMERO DE MENÇÕES À IA DURANTE AS CONFERÊNCIAS DE RESULTADOS DE EMPRESAS NORTE-AMERICANAS E EUROPEIAS



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



UMA HISTÓRIA MACROECONÓMICA DE LONGO PRAZO: ESCRITA NA TAXA DE JURO NATURAL (R-STAR)

**Hans BEVERS**Chief Economist
Degroof Petercam

Assim como os astrónomos estudam a luz das estrelas para compreender a história do universo, os economistas examinam o conceito de taxa de juro natural (R-star) para identificar as forças que moldaram a sua evolução passada. Além disso, esta taxa constitui uma referência para discutir os níveis das taxas de juros numa perspetiva estrutural. Num mundo em rápida transformação, teremos algo de significativo a dizer sobre a trajetória futura da taxa natural? Ou será que isto é em vão e nada sairá deste debate?

TAXA DE JURO NATURAL: CONCEITO E RELEVÂNCIA

A taxa de juro natural, ou R-star, é um conceito macroeconómico fundamental. Independente das intervenções do banco central, representa a taxa de juro real quando a economia está a funcionar em todo o seu potencial, com uma inflação estável (cerca de 2%) e com pleno emprego. Essencialmente, a taxa natural é a taxa de juro de equilíbrio que não estimula nem restringe a atividade económica.

Os bancos centrais utilizam a taxa de juro natural para fixar as taxas de juro. A comparação da taxa diretora real atual com a taxa de juro natural ajuda a determinar se a política monetária é expansionista ou contracionista. Mais especificamente, uma taxa de juro atual inferior à taxa natural sugere uma política expansionista e uma taxa superior, como foi o caso na maioria dos países ao longo de 2023 e 2024, sugere uma política contracionista. Como tal, orienta o ajustamento atempado das políticas para manter a estabilidade económica.

Para os investidores, a taxa natural pode ajudar a tomar decisões informadas no sentido da maximização dos rendimentos. Por exemplo, num ambiente de taxas de juro baixas, os investidores podem decidir diversificar os seus fundos para instrumentos financeiros que possam oferecer rendimentos ajustados ao risco mais elevados. A taxa natural também pode ajudar os investidores a avaliar os riscos potenciais das suas carteiras de investimento. Por exemplo, carteiras com obrigações de menor duração são menos sensíveis a um ambiente de subida estrutural das taxas de juro.

O conceito de taxa de juro natural (R-star) foi introduzido pelo economista sueco Knut Wicksell no final do século XIX, influenciando o trabalho de John Maynard Keynes na década de 1930. Ambos os economistas compreenderam que a taxa de juro natu-

ral é fundamentalmente determinada pelo equilíbrio entre poupança e investimento. Quando a intenção de poupança excede a procura de investimento, a taxa natural tende a baixar. Inversamente, quando a procura de investimento é elevada relativamente à intenção de poupança, a taxa natural aumenta.

OLHANDO PARA A TAXA DE JURO NATURAL: AS FORÇAS DO PASSADO

Embora a taxa de juro natural seja notoriamente difícil de determinar com precisão, os economistas são unânimes em afirmar que a mesma baixou de forma significativa nas quatro décadas anteriores à pandemia. Segundo estimativas da Reserva Federal de Nova Iorque, as taxas de juro de equilíbrio reais das economias avançadas situaram-se, em média, em torno dos 3% desde finais da década de 1970 e até princípios da década de 1990, caindo, depois, para menos de 1% na década de 2010. De notar, contudo, que este valor esconde diferenças significativas entre regiões. A taxa de juro natural baixou em todas as economias avançadas, mas esta evolução foi mais acentuada na Europa. Enquanto a taxa de juro neutra nos EUA caiu de 2,5% em meados da década de 1990 para cerca de 1% nas vésperas da pandemia, na zona euro caiu de cerca de 2,5% para apenas 0%.

Numa perspetiva de muito longo prazo, a taxa de juro natural poderá ser melhor explicada pelo crescimento potencial. Um crescimento económico mais lento implica um menor retorno esperado do investimento e, por conseguinte, conduz a uma menor procura de investimento. Ao mesmo tempo, o facto de as perspetivas de crescimento serem menos favoráveis reduz os rendimentos antecipados, o que leva as famílias (previdentes) a consumir menos e a poupar mais. No entanto, num horizonte de médio prazo, o crescimento potencial não é o único fator determinante.



A
**TAXA DE
JURO
NATURAL**
caiu abaixo de
1%
**NA DÉCADA
DE 2010**



O gráfico 4, ilustra como a descida da taxa de juro natural durante a década de 2010 foi mais acentuada do que a descida do crescimento potencial do PIB. De facto, enquanto as famílias e as empresas se esforçavam por ajustar os seus balanços após a crise financeira mundial, revelando maiores intenções de poupança do que de investimento, a taxa de juro natural sofreu uma pressão descendente adicional.

Numa abordagem mais pormenorizada das perspetivas de longo prazo, os estudos económicos reconhecem a importância primordial das alterações demográficas (apesar das incertezas quanto à exata contribuição das mesmas). O envelhecimento da população nas economias avançadas traduziu-se por um aumento da poupança à medida que os trabalhadores se preparavam para a reforma.

Além disso, com menos novos trabalhadores a entrar no mercado de trabalho e um abrandamento do crescimento demográfico, a necessidade de investimento adicional em infraestruturas diminuiu. Para além do envelhecimento demográfico, o abrandamento do crescimento da produtividade (a par de um menor investimento público) é frequentemente identificado como outro dos principais fatores que contribuem para o declínio secular da taxa de juro natural. De facto, o crescimento da produtividade nas últimas décadas foi bastante dececionante - uma média de apenas 1% ao ano na OCDE desde o início do milénio,

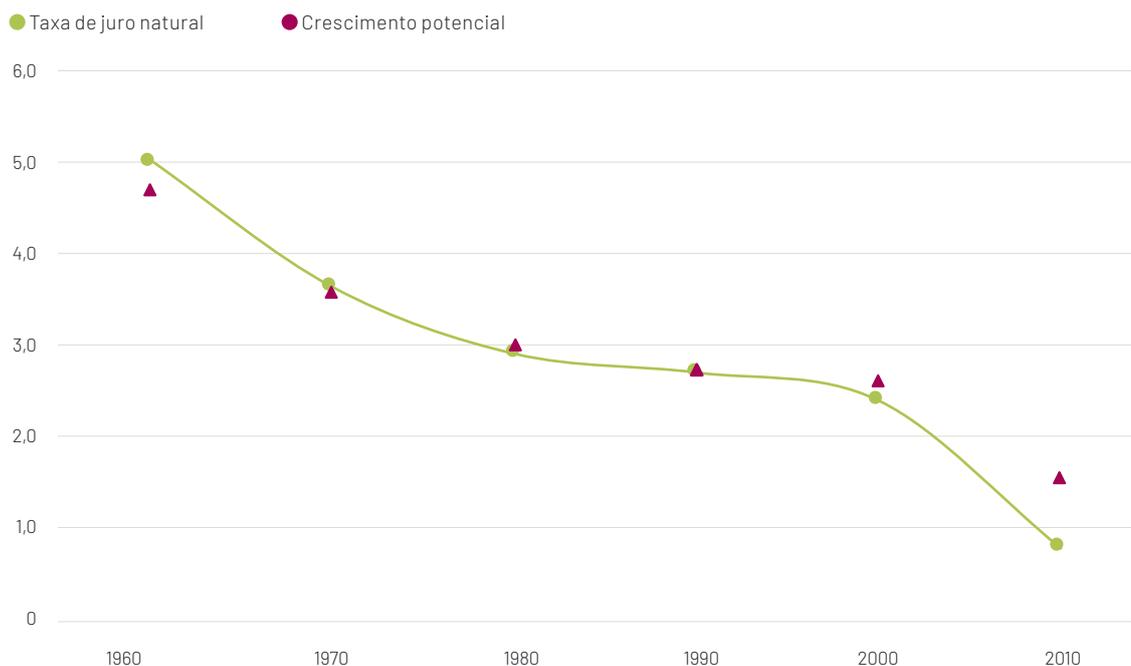
contra 2% nos 25 anos anteriores - reduzindo a rentabilidade antecipada dos investimentos e diminuindo a atratividade de investimentos futuros, arrastando assim a taxa de juro natural para baixo.

TAXA DE JURO NATURAL: QUE NOS RESERVA O FUTURO?

Naturalmente que as cautelas acima expressas apenas irão aumentar quando se discute o que o futuro nos reserva. Há quem considere que falar da taxa de juro natural é absolutamente inútil dado que o seu nível não pode ser diretamente observado. Mas este ponto de vista ignora um elemento crucial: para um decisor político ou um economista, é indispensável ter um quadro ou uma teoria, independentemente do grau de incerteza. Citando a famosa expressão de Jerome Powell, o presidente da Fed, "estamos a guiar-nos pelas estrelas sob um céu nublado". Também os investidores financeiros não se podem dar ao luxo de cruzar os braços. Em suma, intuitivamente, existem várias razões para pensar que a taxa de juro natural já recuperou dos seus recentes mínimos (e que poderá subir ainda mais).

Em primeiro lugar, à medida que foi decorrendo o processo de correção dos balanços das empresas sob a forma de desalavancagem, foi-se também desvanecendo um importante fator de contenção da taxa de juro natural.

GRÁFICO 4: TAXA DE JURO NATURAL E CRESCIMENTO POTENCIAL NA AMÉRICA DO NORTE E NA ZONA EURO, %



Nota: média ponderada do PIB dos Estados Unidos, do Canadá e da zona euro (utilizando um substituto para o crescimento potencial da zona euro antes da década de 1990).

Fontes: New York Fed, OCDE, Comissão Europeia, Indosuez Wealth Management.



As ESTIMATIVAS ATUAIS

da taxa de juro natural dos EUA

RONDAM 1,5%

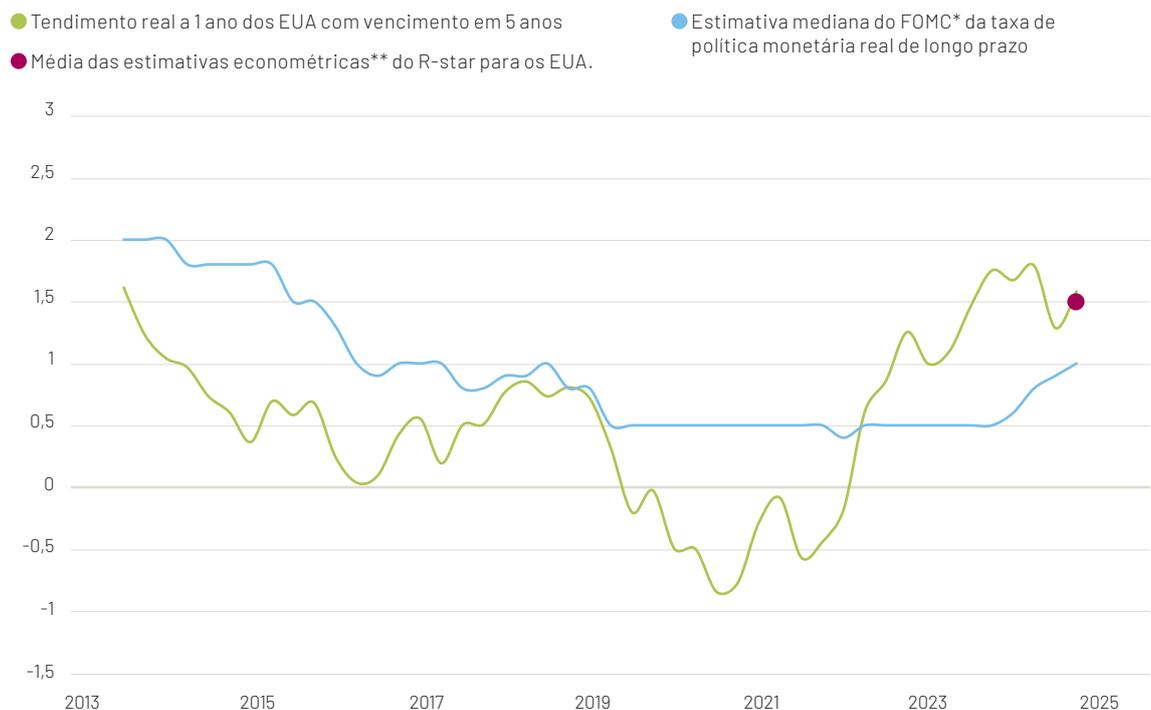
Além disso, parece haver uma premente necessidade e procura de mais investimento privado e público num quadro de importantes desenvolvimentos estruturais, incluindo a transição energética, as crescentes tensões geopolíticas, assim como a rápida difusão da IA. Com o tempo, este último fator também pode, por si só, tornar-se uma fonte fundamental de inovação, aumentando, desse modo, o crescimento da produtividade e os rendimentos potenciais. E, embora seja verdade que o abrandamento do crescimento demográfico e do emprego contribui negativamente para o futuro crescimento potencial, prevê-se que o envelhecimento da população provoque uma diminuição a longo prazo da poupança das famílias. De facto, embora o escalão etário dos quarenta aos sessenta anos (com elevados níveis de poupança) tenha aumentado constantemente nas últimas quatro décadas, prevê-se que venha a diminuir nos próximos vinte anos.

Outro aspeto a considerar é a resiliência da atividade económica global (e até mesmo marcadamente robusta nos EUA) durante e após o agressivo processo de aperto monetário registado nos últimos dois anos. Entretanto, tanto Janet Yellen como Jerome Powell avançaram com a ideia de que a produtividade e o crescimento potencial podem ter aumentado e que, numa situação de défices orçamentais permanentemente mais elevados, a taxa de juro natural poderá estar a sofrer uma pressão ascendente.

De forma gradual, mas insistente, este ponto de vista parece também estar a ser integrado nas projeções a mais longo prazo da Fed relativamente à taxa diretora real. Os preços praticados nos mercados financeiros e as estimativas econométricas recentes, por seu turno, apontam de forma mais clara para uma taxa de juro de equilíbrio mais elevada (gráfico 5). As estimativas econométricas recentes da taxa de juro natural dos EUA rondam 1,5%. Em contrapartida, na zona euro, é mais provável que o valor esteja próximo de 0,5%, isto se tomarmos em consideração a diferença pré-pandémica em relação aos EUA.

A prudência e a humildade continuam a ser essenciais na estimativa da taxa de juro natural, mas parece improvável um regresso para breve do ambiente de taxas de juro extremamente baixas da década de 2010, pelo menos não de forma estrutural. Este cenário não está escrito nas estrelas, mas os decisores políticos ficarão muito satisfeitos se ele se concretizar. Tal significaria que a política monetária seria menos propensa a atingir o limite inferior (zero) durante as recessões económicas, reduzindo, assim, a necessidade de uma flexibilização quantitativa alargada. Também diminuiriam as queixas sobre taxas de juro “artificialmente” baixas. E se, contrariamente às expectativas atuais, se regressasse ao ambiente de taxas ultra-baixas, poderia argumentar-se que a taxa de juro “natural” reflete forças estruturais em larga medida fora do controlo dos bancos centrais.

GRÁFICO 5: SINAIS INDICATIVOS DE UMA FUTURA TAXA DE EQUILÍBRIO REAL MAIS ELEVADA NOS EUA



* FOMC: Comité Federal de Mercado Aberto.

** Os modelos incluem: Del Negro et al, Lubik e Matthes, Holston-Laubach-Williams, Johanssen e Mertens, Lewis e Vazquez-Grande.

Fontes: Reserva Federal, Bloomberg, Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



HISTÓRIA DE UMA MOEDA: OS MITOS DO DÓLAR E OS CAÇADORES DE OURO



Lucas MERIC
Investment Strategist

Nos últimos anos, o panorama económico mundial tem sido caracterizado pelo aumento das dívidas públicas, pela subida da inflação e pela fragmentação económica, reacendendo o debate em torno da “desdolarização”. Esta tendência reflete a grande vontade dos países emergentes de reduzir a sua dependência do dólar americano. Embora a perspetiva de um declínio significativo do dólar possa parecer ambiciosa, estas mudanças estruturais e estratégias de diversificação impulsionaram os preços do ouro para novos patamares em 2024, sublinhando a importância dos ativos reais nas carteiras de investimento.



54%

do PIB mundial
está indexado ao

**DÓLAR
AMERICANO**

GUERRA DOS TRONOS: UM DÓLAR SEM RIVAL

A desdolarização tem sido um tema recorrente desde que o dólar se tornou a moeda de reserva internacional. Em 1971, Valéry Giscard d'Estaing, ministro das finanças francês, referiu-se ao “privilegio exorbitante” do dólar, salientando o seu papel central no sistema financeiro mundial. Um privilégio que permite aos EUA sustentar défices perpétuos sem deteriorar o valor da sua moeda ou a sua capacidade de endividamento graças ao apetite de instituições e investidores estrangeiros por ativos denominados em dólares.

Nos últimos anos, contudo, este domínio do dólar tem enfrentado um crescente desafio por parte de atores internacionais, devido às persistentes políticas inflacionistas, à escalada da dívida e ao desejo dos países emergentes de diversificarem a sua exposição ao dólar, especialmente na sequência das sanções financeiras impostas à Rússia em 2022. Já são visíveis alguns sinais de desdolarização. Por exemplo, a percentagem de dólares nas reservas dos bancos centrais estrangeiros tem vindo a diminuir gradualmente nos últimos anos, enquanto alguns países emergentes intensificaram as suas compras de energia sem recurso ao dólar, nomeadamente de petróleo russo.

Porém, numa perspetiva global, veremos que o domínio do dólar americano não é, para já, posto em causa. De facto, o dólar ainda representa 58% das reservas cambiais oficiais (gráfico 6, página 26), quase metade dos títulos de dívida internacionais, e está envolvido em cerca de 90% das transações internacionais, enquanto 47% dos créditos bancários transfronteiriços são denominados em dólares. Além disso, 54% do PIB mundial está indexado ao dólar americano. Este domínio assenta em fundamentos sólidos: os EUA são a maior economia do mundo, representando 25,4% do PIB mundial, e mantêm a liderança em inovação tecnológica. Os EUA oferecem mercados financeiros de grande profundidade e liquidez (o seu mercado obrigacionista representa 40% do mercado obrigacionista mundial), a par de uma ausência de controlos de capitais e de um Estado de direito forte, o que faz do dólar a porta de entrada para a economia mais competitiva do mundo e um veículo de investimento inigualável para os investidores estrangeiros.



Embora estas vantagens sejam indiscutíveis em comparação com outras potenciais moedas de reserva, poderá argumentar-se que a quota dos EUA na economia mundial diminuiu desde que se tornou a moeda de reserva internacional, caindo de 50% em 1945 para 25% em 2024, enquanto a China, atualmente com 17% do PIB mundial, deverá tornar-se a maior economia do mundo até 2038 (de acordo com o Centre for Economics and Business Research). Tal poderá potencialmente abrir caminho para que o renminbi desafie o estatuto do dólar como principal moeda internacional.

No entanto, é importante notar que a internacionalização do renminbi está atualmente longe da posição do dólar, representando apenas 3% das reservas de divisas dos bancos centrais mundiais, 7% do comércio internacional e 5% dos títulos de dívida internacionais, nomeadamente devido aos controlos de capitais. Além disso, a simples projeção de uma economia chinesa a ultrapassar a dos EUA não garante um domínio imediato do renminbi, dado que as mudanças históricas no estatuto das moedas demoram, normalmente, algum tempo. Por exemplo, o dólar ultrapassou a libra esterlina como principal moeda internacional em 1945, numa altura em que a economia dos EUA já era cinco vezes maior do que a do Reino Unido. Estas transições são principalmente catalisadas por crises dramáticas e não por mudanças progressivas nos fundamentais.

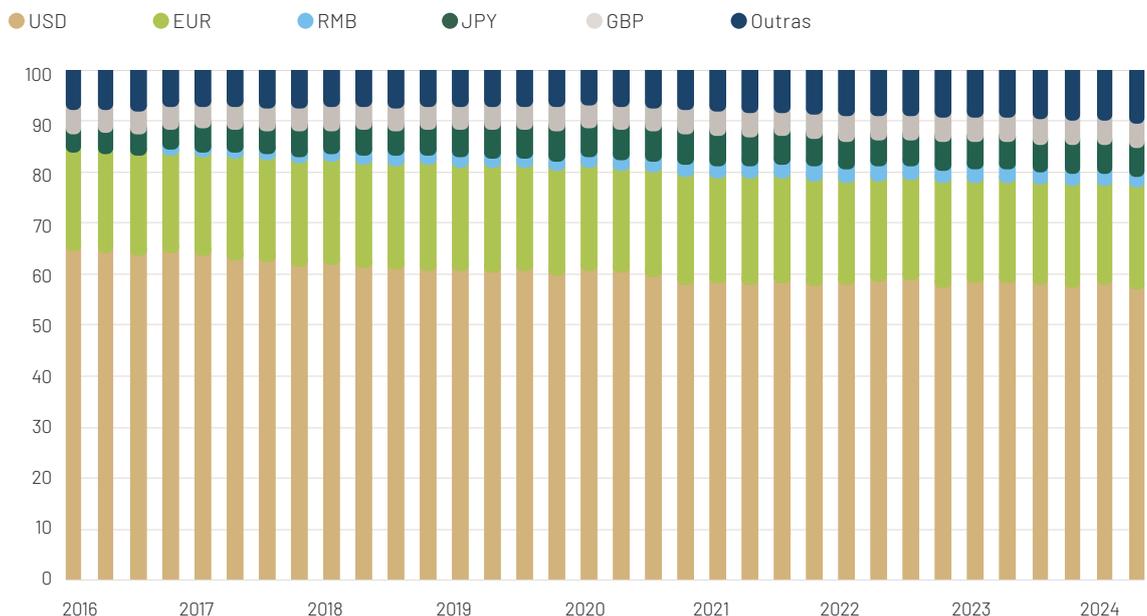
CAMINHANDO NOS CAMPOS DE OURO

O principal beneficiário desta diversificação em relação ao dólar tem sido o ouro, que teve um excelente desempenho, ganhando 35% em 2024 (a partir de outubro de 2024), isto apesar de um marcado aumento das taxas de juro reais desde 2022. Este aumento foi parcialmente sustentado pela forte procura de ouro por parte dos bancos centrais para diversificação das suas reservas oficiais (gráfico 7, página 27). Os bancos centrais de economias emergentes, em particular China, Polónia, Índia e Turquia, têm sido compradores importantes, procurando uma maior independência em relação ao dólar, que, por vezes, tem sido visto como um instrumento de guerra política e económica, conforme evidenciado pelo congelamento de ativos russos em dólares em 2022. Embora a procura por parte dos bancos centrais tenha começado a diminuir desde o seu pico de 2023, o inquérito do World Gold Council Central Bank de junho de 2024 revelou que 81% dos bancos centrais anteviam um aumento das reservas mundiais de ouro no próximo ano. Este crescimento das reservas de ouro dos bancos centrais de países emergentes também reflete um esforço para alcançar as economias desenvolvidas, que, em 2021, detinham 17% das suas reservas oficiais em ouro contra apenas 7% nos países emergentes.



Os bancos centrais
DOS PAÍSES
EMER-
GENTES
DETÊM
APENAS 7%
das suas reservas
em
OURO

GRÁFICO 6: PERCENTAGEM DAS MOEDAS DE RESERVA MUNDIAIS, %



Fontes: IMF (COFER) Indosuez Wealth Management.



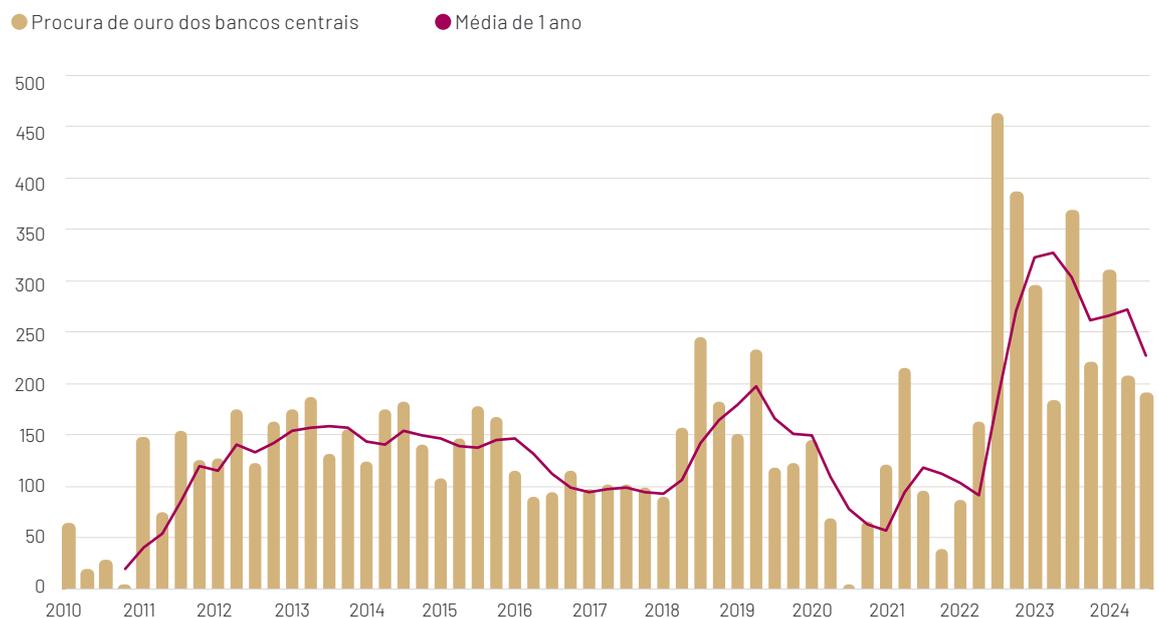
Para além das preocupações geopolíticas, a corrida para o ouro reflete preocupações mais profundas sobre uma alteração estrutural em direção a dívidas públicas mais elevadas e de aumento da oferta monetária. Desde 2019, o rácio dívida/PIB dos EUA subiu de 79% para 97% (no segundo trimestre de 2024), com o Gabinete de Orçamento do Congresso a projetar um aumento para 116% até 2034. Esta trajetória suscita preocupações entre os investidores quanto à sustentabilidade da dívida dos EUA. Embora o estatuto do dólar como moeda de reserva facilite o financiamento dos défices dos EUA em comparação com outros países, receia-se que a resposta ao crescente peso da dívida possa envolver políticas mais inflacionistas, conduzindo, potencialmente, à chamada “desvalorização monetária”.

Historicamente, a desvalorização era efetuada através da mistura de metais preciosos com metais de menor valor para aumentar a circulação monetária. Os imperadores romanos, por exemplo, reduziram sistematicamente o teor em prata das moedas, de 90% sob Nero em 64 d.C. para apenas 2% no século III d.C., para financiar campanhas militares. Nas economias modernas, a desvalorização manifestou-se sob a forma de criação monetária extensiva por parte dos bancos centrais, particularmente desde 1971, quando as moedas deixaram de estar indexadas ao ouro.

Tal levou, automaticamente, a uma perda do poder de compra das moedas. O contraste é acentuado se considerarmos os ativos reais (gráfico 8, página 28). Em 1924, o preço médio da habitação nos EUA era de cerca de 10.000 dólares, o que, na altura, era equivalente a 500 onças de ouro. Atualmente, 10.000 dólares mal dão para comprar um carro nos EUA, enquanto 500 onças de ouro valem mais de um milhão de dólares.

Esta divergência realça a atratividade do ouro enquanto cobertura da inflação e sublinha a diferença entre um ativo com uma oferta teoricamente infinita (o dólar americano) e um ativo com uma oferta semi-infinita (o ouro). Neste contexto, alguns ativos modernos, como sejam algumas criptomoedas (por exemplo, o bitcoin), beneficiam de uma oferta finita, o que leva alguns investidores a considerá-los um “porto seguro” contra a expansão monetária.

GRÁFICO 7: PROCURA DE OURO PELOS BANCOS CENTRAIS, EM TONELADAS



Fontes: World Gold Council, Indosuez Wealth Management.



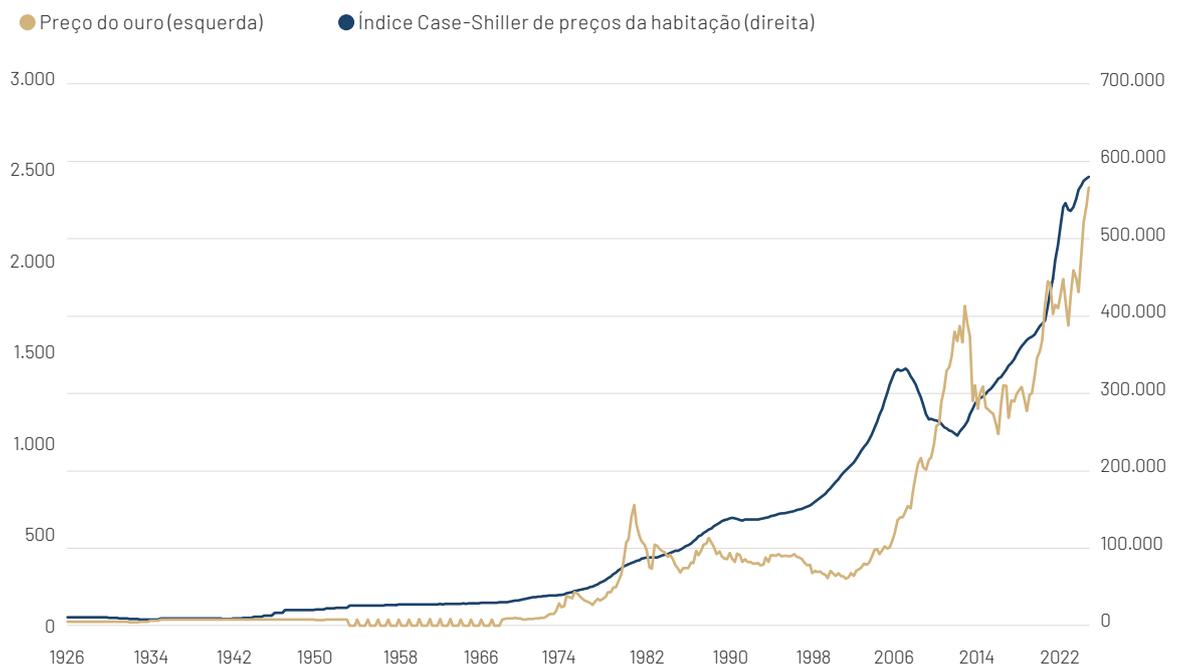
Um
**MUNDO
INCERTO**
que apoia
estratégias para
todas as
**CONDIÇÕES
(ALL-WEATHER)?**

UM MUNDO EM TRANSFORMAÇÃO. APOSTAR NOS ATIVOS REAIS?

Embora os receios de “desdolarização” possam parecer exagerados, a economia mundial está a atravessar mudanças estruturais significativas, caracterizadas por um risco geopolítico acrescido e pelo aumento das dívidas públicas. Esta combinação sustentou a subida do ouro desde 2022 e é provável que estes fatores continuem no centro das atenções dos investidores nos próximos anos. Em 2021, a Fed alterou o seu objetivo de inflação de 2% para um objetivo de inflação média, permitindo períodos de ultrapassagem (*overshoot*). Neste contexto, políticas mais inflacionistas poderiam tornar-se uma solução amplamente aceite para fazer face ao peso da dívida, reforçando o argumento estrutural em favor dos ativos reais, em particular o ouro, como proteção contra a “desvalorização monetária”.

Do ponto de vista da construção de uma carteira, um mundo mais fragmentado, com grandes riscos geopolíticos e políticas económicas incertas, poderá conduzir a choques de oferta mais frequentes com a consequente volatilidade da inflação, uma situação semelhante ao choque de estagflação vivido em 2022, de que resultaram correções nos mercados de ações e de obrigações. Esta indesejável correlação positiva deixou os investidores sem a sua tradicional cobertura em obrigações. No longo prazo, um mundo mais incerto poderá ser favorável às estratégias “*all-weather*”, com carteiras que incluam não apenas ações e obrigações, mas também uma base mais ampla de ativos, nomeadamente ativos reais como o ouro ou as matérias-primas.

GRÁFICO 8: OURO VS. PREÇOS DA HABITAÇÃO DESDE 1925



Fontes: Longtermtrends.net, Indosuez Wealth Management.

Francis TAN
Chief Strategist Asia

Num contexto de desafios do crescimento do PIB e de problemas do setor imobiliário na China, as crescentes tensões comerciais e incertezas políticas globais estão a provocar mudanças económicas estratégicas. Enquanto os pessimistas consideram os esforços dos decisores políticos como insuficientes, os otimistas veem-nos como fundamentais para a estabilização da economia. A ASEAN poderá beneficiar destas mudanças, tirando partido das vantagens demográficas e das reformas favoráveis aos mercados para se tornar uma alternativa fundamental nas cadeias de abastecimento mundiais.

O APOIO DA POLÍTICA CHINESA ASSINALA UMA VIRAGEM MARCADA

Embora o crescimento real do PIB da China se tenha mantido em “cerca de 5%” em 2024, havia uma preocupação generalizada em torno dos efeitos do aparentemente duradouro problema do setor imobiliário no crescimento do investimento e do consumo.

A nível interno, o sentimento dos consumidores chineses mantém-se num mínimo histórico, enquanto o índice de preços da habitação em 70 cidades continua em retração.

A nível externo, as incertezas políticas em 2024 (um ano de eleições) levaram a que os líderes mundiais procurassem obter um maior número de votos atacando os beneficiários das últimas décadas de globalização (entenda-se, a China) e propondo fortes barreiras comerciais, nomeadamente direitos aduaneiros sobre as economias exportadoras.

Por esse motivo, as exportações chinesas para o resto do mundo caíram 4,7% em 2023, enquanto as suas exportações para os EUA caíram 13% - uma ocorrência rara num ano não recessivo (gráfico 9).

Este impacto negativo sobre os dois motores do crescimento chinês (interno e externo) levou o governo chinês a adotar fortes medidas políticas em finais de 2024. A reestruturação industrial, mesmo antes dos recentes anos de tensões comerciais lideradas pelos EUA, fez com que o setor transformador (“setor secundário”) caísse de 47% do PIB para os atuais 38% (gráfico 10, página 30). Entretanto, o setor dos serviços (“setor terciário”) aumentou de 44% para os atuais 55%. Prevendo que um dos motores (fabrico/exportação) da sua “dupla circulação” irá abrandar ou, mesmo, quase parar devido à potencial retórica da nova administração dos EUA, a China teve de apoiar fortemente o outro motor (serviços/consumo interno).



A indústria transformadora chinesa representa

38%

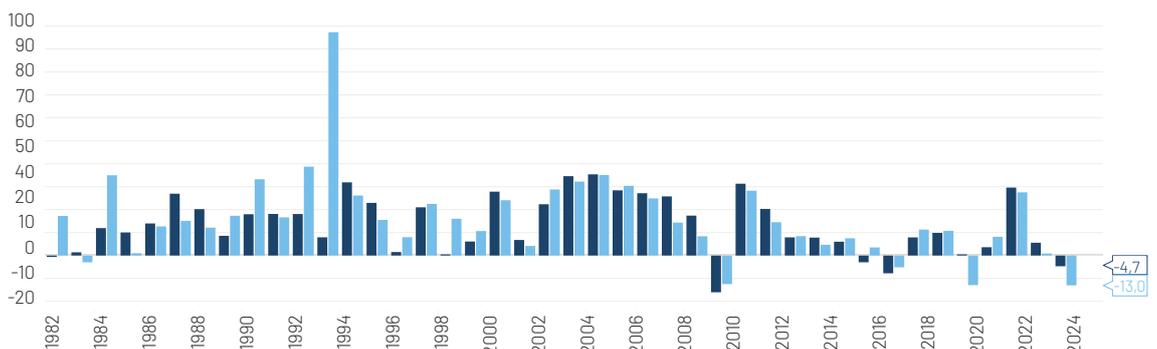
do PIB, enquanto os serviços representam

55%

GRÁFICO 9: A CONTRAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES FOI UM SINAL DE ALARME, EM USD

● Exportações totais da China

● Exportações da China para os EUA



Fontes: Macrobond, Centro de Informação de Estatísticas Aduaneiras da China (CCS), S&P Global, Administração Geral das Alfândegas da China (GAC), Indosuez Wealth Management.



QUALQUER NOTÍCIA

de apoios dos decisores políticos é

MELHOR DO QUE NENHUMA NOTÍCIA

INDÚSTRIA TRANSFORMADORA PENALIZADA...MUDANÇA DE RUMO PARA OS SERVIÇOS

Os pormenores do apoio monetário chinês são transparentes e foram tornados públicos e os que envolvem o potencial estímulo orçamental à altura de 10 biliões de renminbi serão provavelmente revelados em 2025.

Neste contexto, qualquer notícia sobre apoios dos decisores políticos é melhor do que nenhuma notícia. Pensamos que isto marca uma inversão de marcha e que assinala a urgência de conter um maior abrandamento da economia chinesa, ao mesmo tempo que as indústrias locais (em especial a transformadora) se preparam para novas tensões comerciais, especialmente num mundo em transformação.

Os pessimistas encaram estes esforços políticos concertados como “demasiado pouco e demasiado tarde”, mas os otimistas, como é o nosso caso, veem nesta iniciativa arrojada uma intenção clara de colocar um limite mínimo nas cotações das ações, de sustar o processo de deflação e de restaurar a confiança dos consumidores. Assim, como reflexo destes apoios políticos, revemos em alta a nossa previsão do PIB da China em 2025 para 4,7% contra os anteriores 4,2%. Para 2026, prevemos um crescimento do PIB de 4,5%.

De um modo geral, continuamos otimistas em relação aos mercados emergentes, aos quais a China fornecerá um motor adicional e muito necessário, com repercussões positivas no resto da Ásia e, em particular, nos países da ASEAN.

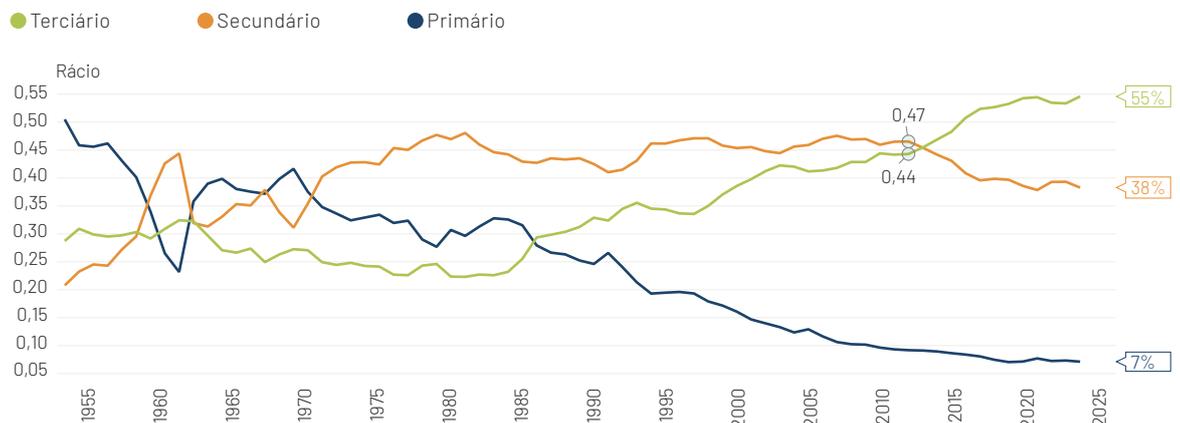
A INDÚSTRIA TRANSFORMADORA CHINESA DESLOCA-SE PARA O EXTERIOR, BENEFICIANDO OS PAÍSES DA ASEAN

A escalada do conflito comercial entre os EUA e a China, juntamente com as perturbações de abastecimento causadas pela pandemia COVID-19, levou as empresas a reavaliarem as suas cadeias de abastecimento. Esta situação conduziu a um aumento do *nearshoring*, processo em que as empresas reestruturam as suas cadeias de abastecimento de modo a deslocar a produção para mais perto do seu país de origem.

Prevemos que esta será uma tendência de longo prazo e potencialmente benéfica para os países da ASEAN, os quais poderão tirar partido das suas tendências demográficas favoráveis, da sua abundância de mão de obra e das suas reformas políticas destinadas a estimular a cooperação comercial. Deste modo, um dos principais beneficiários da estratégia “China Plus One” serão as economias da ASEAN.

Entre 2018 e 2021, os países da ASEAN aumentaram as suas exportações para os EUA em mais de 50%. Os investidores começam a ver os mercados da ASEAN como alternativas viáveis à China. A título de exemplo, a ASEAN registou três anos consecutivos de fluxos recorde de investimento direto estrangeiro (IDE) e de comércio total, mantendo a sua posição como principal destino mundial de fluxos de IDE em 2023 (226,3 mil milhões de dólares), a seguir aos EUA.

GRÁFICO 10: CONTRIBUIÇÃO SETORIAL PARA O PIB REAL DA CHINA



Fontes: Macrobond, Gabinete Nacional de Estatística da China (NBS), Indosuez Wealth Management.



A região da ASEAN destaca-se como tendo um dos melhores rácios de população ativa a nível mundial. Este bloco integra cerca de 224 milhões de pessoas com idades compreendidas entre os 15 e os 34 anos, um número que deverá aumentar até 2038. Este exército de nativos digitais deverá continuar a impulsionar o consumo nos próximos anos. Os níveis de educação aumentaram significativamente, com taxas de alfabetização na idade adulta superiores a 90% em todos os membros da ASEAN, exceto em Myanmar (89,1%) e no Camboja (84,7%). A população ativa também é robusta, ultrapassando os 65%. Além disso, a região registou uma diminuição das taxas de pobreza e uma melhoria da igualdade de rendimentos, conforme indicado pelos coeficientes Gini. Esta tendência faz antever um crescimento económico mais alargado e suscetível de sustentar as tendências do consumo interno no longo prazo.

Várias grandes empresas tomaram decisões estratégicas no sentido de transferir a respetiva produção da China para países da ASEAN, refletindo uma tendência mais marcada para o *nearshoring*, em resposta a vários fatores económicos e geopolíticos. Por exemplo:

- A Samsung expandiu significativamente as suas instalações de produção no Vietname, tornando este país num importante centro de produção global para os seus produtos eletrónicos.
- A Nike transferiu uma parte substancial da sua produção de calçado para a Indonésia e para o Vietname, tirando partido das vantagens competitivas acima referidas destes mercados.
- A Apple tem vindo a diversificar a sua cadeia de abastecimento, aumentando os seus investimentos em países como a Índia e o Vietname, e planeando a implementação de novos centros de produção.
- A Intel anunciou planos para investir em novas instalações de produção na Malásia, tirando partido da mão de obra qualificada e do ambiente empresarial favorável deste país.

Os exemplos acima ilustram a crescente importância dos países da ASEAN no panorama da cadeia de abastecimento global, à medida que as empresas procuram otimizar as suas operações e reduzir potenciais vulnerabilidades.

Além disso, espera-se que as reformas favoráveis ao mercado nesta região estimulem significativamente o desempenho das ações no médio prazo. Alguns exemplos:

- O novo Fundo de Investimento Estatal da Tailândia, que tem a característica única de garantia de rendimento por parte do Estado, começou a investir na Bolsa de Valores da Tailândia em 1 de outubro de 2024.
- A Malásia está a incentivar o investimento e a atividade económica, oferecendo taxas de imposto de rendimento coletivo de 0-5% para as sociedades gestoras de patrimónios (*family offices*) na sua Zona Financeira Especial, à semelhança de Shenzhen e do Dubai. Este país também aprovou reformas fiscais abrangentes, racionalizou os subsídios, controlou os custos da função pública e estabeleceu um objetivo de défice orçamental de 3% para atrair o IDE e melhorar as condições empresariais, com destaque para os setores de elevado valor como o fabrico de semicondutores e as tecnologias digitais.
- O ambicioso programa “Golden Vision 2045” da Indonésia tem como objetivo transformar o país numa força de trabalho mais qualificada e com salários mais elevados, posicionando-se para se tornar uma nação de altos rendimentos.

Perante o aumento das tensões comerciais, o panorama económico mundial está a sofrer alterações significativas. Os países estão agora a aceitar estas tensões como o novo normal, o que os motiva a adaptarem-se e a fazerem evoluir as suas estratégias económicas. Este ajustamento é evidente na reestruturação das cadeias de abastecimento, na implementação de reformas favoráveis ao mercado e na procura de novas parcerias comerciais. À medida que se adaptam a este ambiente em mudança, as nações estão a encontrar formas inovadoras de sustentar o crescimento e de promover a resiliência. Em última análise, é a capacidade para singrar neste ambiente de tensões que definirá a futura trajetória das economias mundiais. Estamos otimistas quanto ao futuro da ASEAN no âmbito da estratégia “China Plus One”.



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

O combate às alterações climáticas exige uma reformulação profunda da forma como produzimos e consumimos energia. De entre os promotores cruciais da transição energética, a eletrificação da economia destaca-se enquanto caminho essencial. Ao substituir a utilização de combustíveis fósseis pela eletricidade em setores-chave, como os transportes, a indústria e os edifícios, esta transformação visa reduzir as emissões de gases com efeito de estufa, promovendo, simultaneamente, o crescimento das energias renováveis.

ALINHAMENTO COM OBJETIVOS DE SUSTENTABILIDADE

A eletrificação da economia implica a substituição dos combustíveis fósseis (petróleo, gás natural e carvão) por eletricidade descarbonizada, que é idealmente produzida a partir de fontes renováveis.

Tudo isto implica alterações na produção, distribuição e consumo de energia. A eletrificação dos transportes será, talvez, o exemplo mais emblemático deste fenómeno, com o surgimento dos veículos elétricos. Mas, esta transição também tem impacto noutros setores. A indústria pesada, tradicionalmente um grande consumidor de energias fósseis, assim como os sistemas de aquecimento dos edifícios, estão a mudar para soluções à base de eletricidade, com recurso a tecnologias como as bombas de calor e a eletrólise.

O objetivo global da eletrificação é simples: reduzir a dependência dos combustíveis fósseis, cuja extração e combustão são fontes significativas de emissões de gases com efeito de estufa (GEE), e utilizar eletricidade produzida a partir de fontes descarbonizadas, como a energia eólica, solar ou hídrica. Esta transformação é essencial para alcançar os objetivos climáticos estabelecidos no Acordo de Paris e para limitar o aumento das temperaturas globais a menos de 2°C até 2100. Além disso, não só reduz as emissões de carbono como também limita a dependência dos combustíveis fósseis, reforçando assim a segurança energética.

A eletrificação também promove a integração de soluções avançadas, como sejam o armazenamento de energia, as redes elétricas inteligentes e a produção de eletricidade verde em larga escala (gráfico 11, página 33). Todos estes avanços são respostas diretas aos compromissos assumidos pelos governos e pelas empresas no sentido de um futuro

mais sustentável. Ao estabilizar os custos da energia e ao limitar a volatilidade associada aos preços do petróleo e do gás, a eletrificação também contribui para uma maior resiliência económica.

DESAFIOS DA ELETRIFICAÇÃO DA ECONOMIA

A eletrificação da economia envolve vários desafios cruciais que afetam as infraestruturas energéticas, as políticas públicas e as dinâmicas económicas.

De um ponto de vista ambiental, o principal desafio reside na redução das emissões de gases com efeito de estufa. Presentemente, o setor da energia é responsável por mais de 70% das emissões globais de dióxido de carbono (CO₂). A eletrificação de setores como os transportes e a indústria, ainda fortemente dependentes dos combustíveis fósseis, é crucial para se atingir um nível significativo de descarbonização. A utilização de eletricidade “limpa” permitirá reduzir substancialmente a pegada de carbono global.

Contudo, esta transição envolve desafios em termos de segurança energética. As energias renováveis, como sejam a solar e a eólica, são intermitentes por natureza, pelo que exigem uma reformulação das infraestruturas de modo a garantir a estabilidade e a resiliência da rede elétrica. As soluções de armazenamento de energia, como as baterias de grande capacidade, são essenciais para garantir um fornecimento contínuo.

Além disso, a eletrificação da economia exige investimentos maciços. Tal inclui a modernização das redes elétricas, a instalação de recursos adicionais e descentralizados de produção de eletricidade a partir de fontes renováveis e a implantação de equipamentos, como sejam veículos elétricos e bombas de calor.



300 MIL
MILHÕES
DE USD

de investimento
global na
modernização das
redes em 2022



UM PROMOTOR DE CRESCIMENTO ECONÓMICO SUSTENTÁVEL

A procura de eletricidade triplicou desde 1980, uma tendência que se acelerou nos últimos anos, impulsionada por avanços tecnológicos como a inteligência artificial (IA), pela crescente necessidade de centros de dados, pela deslocalização de determinadas indústrias ou pela ascensão do veículo elétrico, tudo isto moldando um mundo em rápida transformação.

Segundo um relatório da Agência Internacional de Energia (AIE), prevê-se que a eletricidade consumida pelos centros de dados a nível mundial duplique até 2026, principalmente devido aos complexos cálculos associados à IA e ao crescimento das criptomoedas (para estabelecer uma comparação, este aumento corresponde ao consumo atual da Alemanha).

Segundo a McKinsey, a procura de eletricidade pelos centros de dados nos EUA deverá crescer 15% ao ano até 2030 (gráfico 12, página 34). Ao mesmo tempo, as políticas de reindustrialização dos países ocidentais, após décadas de *offshoring*, estão a aumentar a pressão sobre as infraestruturas existentes.

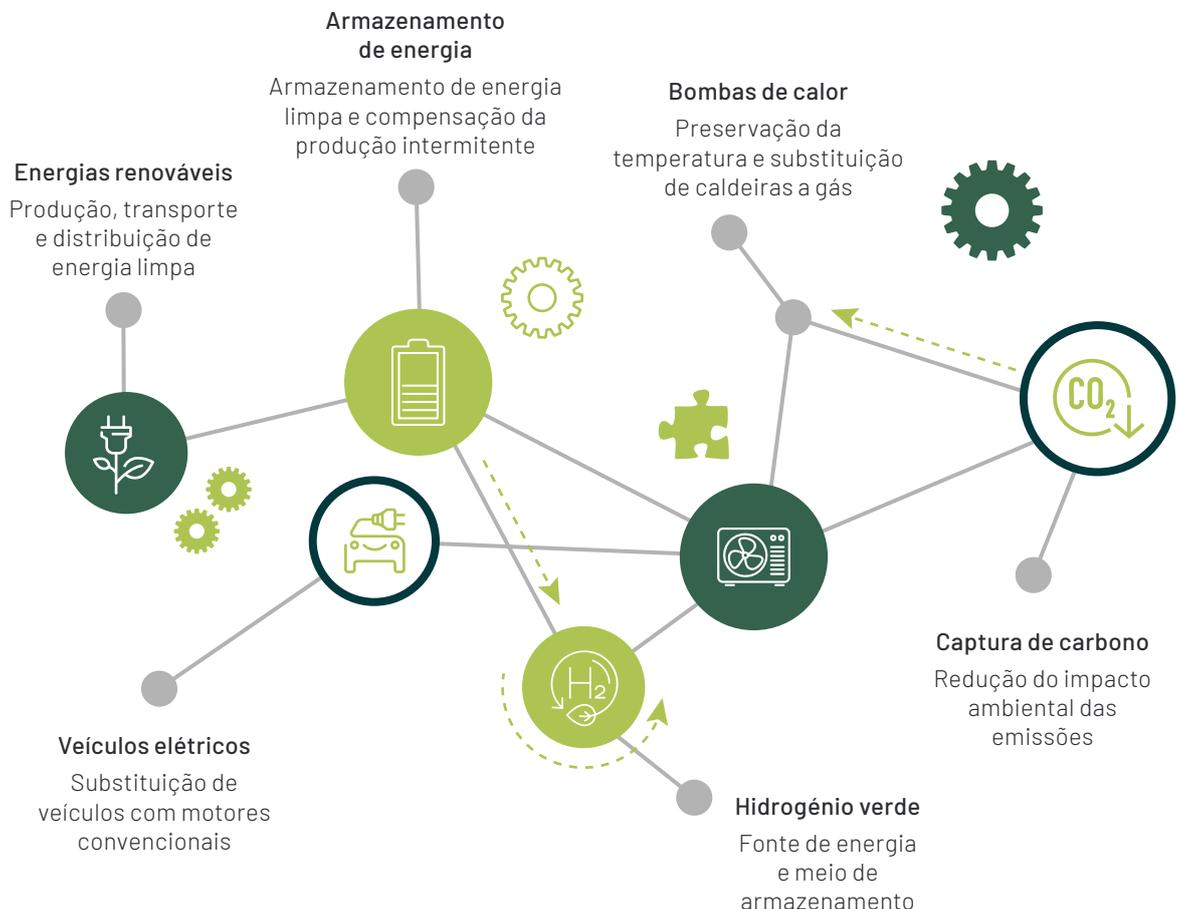
Este rápido crescimento da procura de energia representa um grande desafio para as nações e para as empresas no sentido de garantir um abastecimento fiável e constante.

ELETRIFICAÇÃO: EXEMPLOS CONCRETOS DE OPORTUNIDADES

Embora os desafios sejam significativos, a eletrificação também abre perspectivas de crescimento promissoras em vários setores que irão beneficiar diretamente desta transformação. A eletrificação não é apenas um conceito. Já está em curso. Multiplicam-se, em vários setores, exemplos concretos que ilustram como esta transformação já está em curso.

As tecnologias de armazenamento de energia (como as baterias) e a produção de energia renovável e com baixo teor de carbono (solar, eólica e nuclear) são essenciais para satisfazer uma crescente procura. A transformação das redes também constitui um aspeto fundamental na resposta ao aumento da procura. Os investimentos em infraestruturas de transporte e em redes inteligentes permitem uma gestão mais eficiente da energia e uma maior fiabilidade.

GRÁFICO 11: SEIS EXEMPLOS DE APLICAÇÃO DA ELETRIFICAÇÃO



Fonte: Indosuez Wealth Management.



96,4%:

taxa de penetração
dos
**VEÍCULOS
ELÉTRICOS**
na Noruega⁵

O setor dos transportes, por exemplo, está a atravessar uma profunda transformação com a transição para os veículos elétricos. Paralelamente, muitos governos, como o da Noruega, estabeleceram objetivos ambiciosos, nomeadamente a proibição da venda de automóveis com motor de combustão até 2025.

A aceleração do desenvolvimento de soluções de eficiência energética também proporciona novas oportunidades a nível industrial, nomeadamente na produção de aço e de cimento. Projetos-piloto, como a iniciativa HYBRIT na Suécia, visam produzir aço sem carbono utilizando hidrogénio por sua vez produzido com eletricidade renovável. A Europa oferece outro exemplo, com várias grandes empresas a investir no hidrogénio para descarbonização de processos com utilização intensiva de energia, nomeadamente a produção de amoníaco, a refinação e os produtos químicos. A Thyssenkrupp e a ArcelorMittal estão a experimentar o hidrogénio verde para reduzir o teor de minério de ferro utilizado na produção de aço, um processo em que o hidrogénio poderá vir a substituir o carvão.

Confrontados com as crescentes necessidades energéticas, particularmente as associadas à IA, os gigantes tecnológicos norte-americanos estão agora a voltar-se para a energia nuclear como uma solução sustentável. A Microsoft, por exemplo, estabeleceu uma parceria com a Constellation Energy, líder no setor da eletricidade nuclear, para garantir um fornecimento constante e com baixas emissões de carbono.

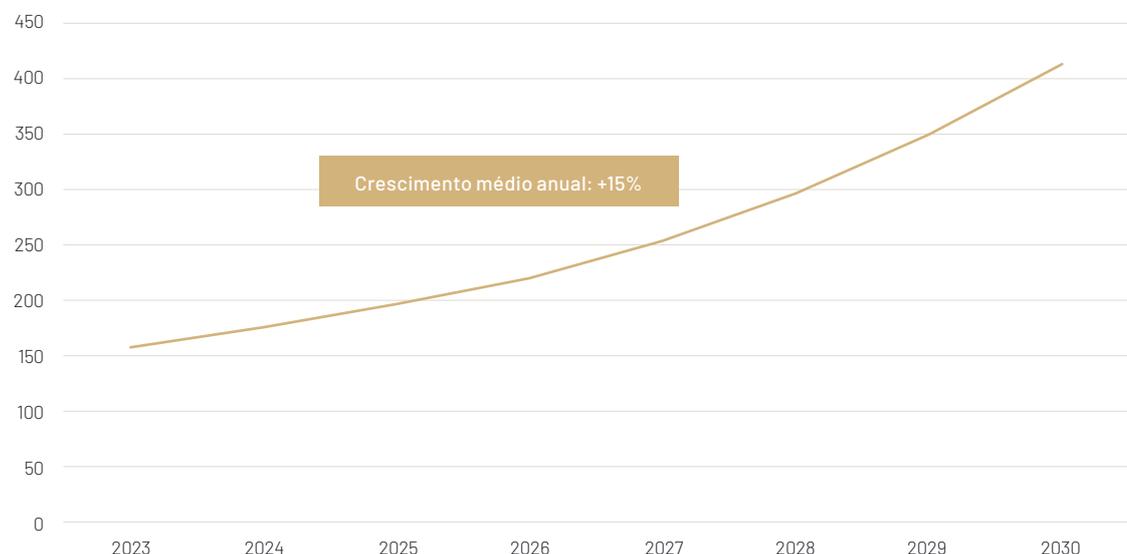
CONCLUSÃO

A eletrificação da economia perfila-se como uma importante alavanca na resposta aos desafios da transição energética e às necessidades de um mundo em transformação. A descarbonização de setores-chave e a aceleração da adoção de energias renováveis não apenas reduzem as emissões de CO₂, como também promovem o desenvolvimento de novos setores económicos e reforçam a resiliência energética dos países. Para além dos desafios, as oportunidades oferecidas pela eletrificação são imensas, especialmente para investidores e empresas que saibam aproveitar este ponto de viragem tecnológico e ambiental. A economia mundial futura será, sem dúvida, amplamente eletrificada.

Com base no consumo médio de eletricidade de um francês (fonte: ADEME), a redação deste artigo terá exigido cerca de 3800 W de eletricidade, o equivalente à energia consumida por um radiador elétrico durante 2 horas.

GRÁFICO 12: PROCURA DE ELETRICIDADE DOS CENTROS DE DADOS NOS EUA

(em TWh)



Fontes: McKinsey Energy Solutions Global Energy Perspective 2023, Indosuez Wealth Management.



Nicolas RENAULD
Global Head of Private
Markets



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets
Investments



Matthieu ROUMAGNAC
Head of Real Assets
Investments

Nos últimos dois anos, taxas de juro mais elevadas perturbaram significativamente a atividade dos Private Markets, criando um ambiente difícil para a realização de operações e de alienações (exits). À medida que nos aproximamos do final do ano, podemos ver claramente que a atividade de fusões e aquisições (F&A) começou a recuperar alguma dinâmica em 2024. A melhoria das condições dos mercados financeiros e a desinflação estão na base dos primeiros sinais de otimismo por parte dos investidores no que poderá vir ser um ano de viragem para os Private Markets. De seguida, destacamos as nossas previsões para 2025 relativamente a cada segmento deste setor em transformação.



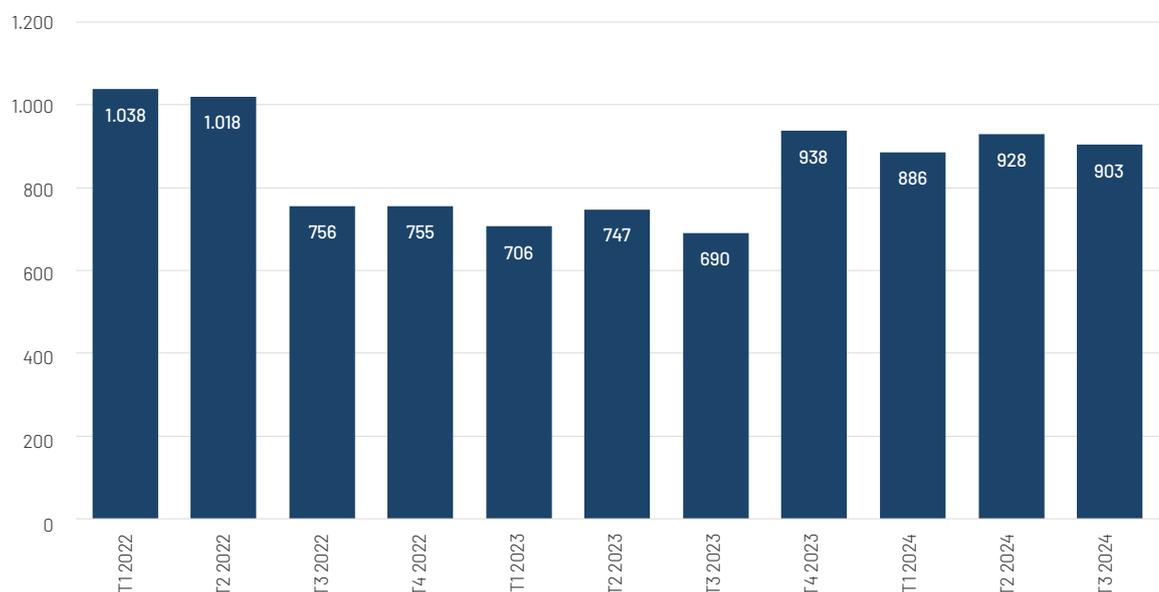
Os volumes de
F&A AUMENTARAM 27%
até ao final de
setembro de 2024

A RETOMA DO MERCADO DE F&A

Com as políticas monetárias a passarem de restritivas para acomodáticas em combinação com uma recuperação da oferta de financiamento, a retoma das fusões e aquisições, que teve início no último trimestre de 2023, continuou a ganhar alguma força em 2024. Tanto os compradores estratégicos como os promotores financeiros tiraram partido da redução dos *spreads* compra-venda para retomar a sua atividade, o que acabou por se traduzir por um aumento de 27% no valor das operações de F&A (até setembro de 2024 - gráfico 13).

Nas nossas previsões relativas aos *Private Markets* feitas no ano transato, apontávamos 2024 como um ano de viragem para o mercado de F&A, mas estamos convencidos de que, em 2025, haverá uma nova aceleração estimulada pelos cortes adicionais nas taxas de juro que se antecipam tanto na Europa e, em menor medida, nos EUA. Isto, naturalmente, assumindo que não surgirão grandes perturbações macroeconómicas nem uma escalada das tensões geopolíticas.

GRÁFICO 13: ATIVIDADE GLOBAL DE F&A POR TRIMESTRE, EM MIL MILHÕES DE USD



Fontes: Pitchbook Global M&A Report Q3-2024, Indosuez Wealth Management.



OS FUNDOS DE BUYOUT ESTÃO A ABRIR CAMINHO

Em 2024, os fundos de *Buyout*⁶ foram os mais ativos em termos de operações, com um aumento dos volumes transacionados em todas as regiões do mundo. Este crescimento foi nomeadamente reforçado pelo segmento das grandes capitalizações, com a realização de várias aquisições na ordem dos milhares de milhões de dólares (em especial no setor do software), um segmento totalmente ignorado em 2023. Tal foi especialmente sustentado pelo regresso dos grandes bancos ao mercado do crédito, conforme evidenciado pelo grande aumento dos volumes de empréstimos alavancados (gráfico 14) associados aos custos de financiamento.

Em termos de alienações (exits), o mercado do *Buyout* mantém-se ligeiramente abaixo da média de longo prazo, mas demonstrou alguma resistência durante o ano, com os volumes trimestrais de alienações a aumentarem de forma constante, impulsionados nomeadamente por uma forte recuperação nos EUA. É de notar que, uma vez mais, os compradores se concentraram claramente nos ativos de maior qualidade, onde a concorrência e os preços se mantiveram relativamente elevados. Pensamos que o ritmo de alienações (exits) irá acelerar substancialmente em 2025, devido a várias tendências do mercado: (1) o significativo volume de capital parado detido pelos promotores de aquisições (mais de 1 bilião de dólares) à espera de ser utilizado após 2 anos de atividade moderada; (2) a pressão de sócios limitados que pretendem obter liquidez para reinvestir nas primeiras entradas de

capital em novas operações; e (3) a contínua recuperação do mercado das fusões e aquisições na sequência da prevista redução das taxas diretoras dos bancos centrais em particular da Europa.

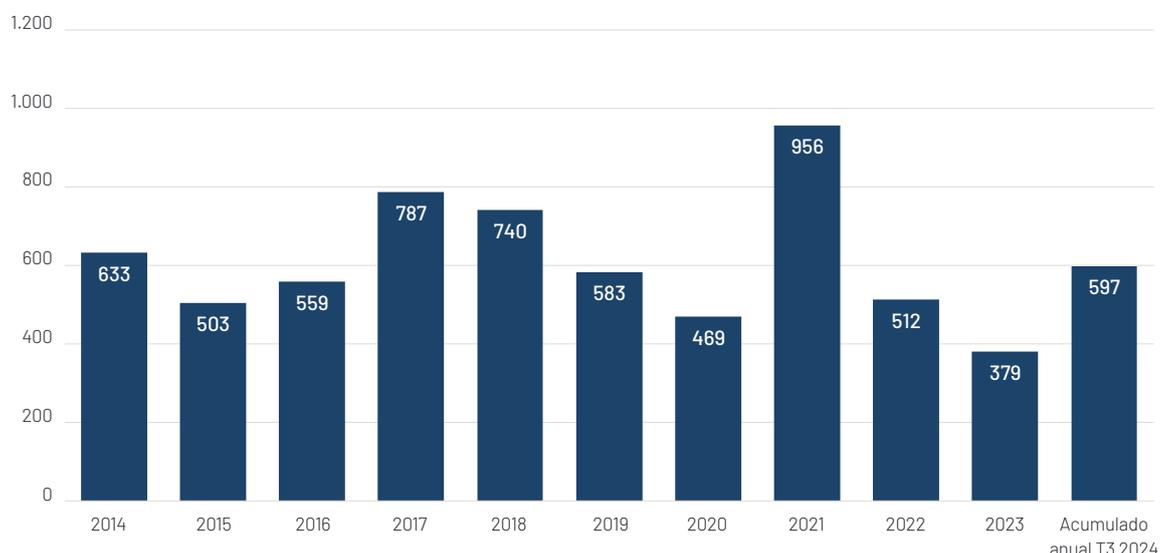
No que diz respeito ao *Venture Capital*, a história é relativamente diferente, uma vez que o volume de operações se manteve sensivelmente consistente com os níveis observados em 2023, após dois anos de declínio constante desde o pico do setor em 2021. O ajustamento dos preços de mercado, que teve início em 2022, continua em curso, enquanto o maior desafio enfrentado pelos fundos de *Venture Capital* é a falta de oportunidades de alienação (exits). Acreditamos que os investidores se devem manter cautelosos e extremamente seletivos neste segmento, mas pensamos que as cotações praticadas no mercado são, agora, mais atrativas como pontos de entrada, o que deverá oferecer oportunidades interessantes na vertente da compra.

CRÉDITO PRIVADO, UM MERCADO EM NORMALIZAÇÃO

Do ponto de vista do desempenho e da angariação de fundos, os fundos de crédito privado têm sido claramente beneficiados com o aumento das taxas de juro desde 2022.

Com o efeito combinado (i) do regresso dos bancos aos mercados de empréstimos de alavancagem e (ii) dos primeiros cortes nas taxas de juro dos bancos centrais, assistimos, em 2024, ao início da descida das taxas de rendibilidade, o que impulsionou significativamente a atividade de refinanciamento.

GRÁFICO 14: NOVAS EMISSÕES DE EMPRÉSTIMOS ALAVANCADOS (EUA E EUROPA), EM MILHARES DE MILHÕES DE USD



Fontes: LCD Global Leveraged Finance report (Q3 2024), Indosuez Wealth Management.

6 - Leveraged Buyout ou aquisição alavancada.



Face à perspectiva de novos cortes nas taxas, esperamos que esta tendência se mantenha em 2025, reduzindo assim os rendimentos esperados dos fundos de crédito privado. No entanto, com a normalização da inflação, os rendimentos reais manter-se-ão atrativos em termos absolutos.

Embora tenhamos sido mais prudentes em 2022 e 2023 em relação às estratégias de concessão de crédito prioritário, dado o abundante afluxo de capital angariado e a escassez de oportunidades, o mercado está agora a normalizar-se, com as taxas de juro e a recuperação da atividade de fusões e aquisições a apoiar a atividade dos empréstimos alavancados.

Por último, acreditamos que as estratégias de crédito privado prioritário semilíquido são particularmente atrativas, proporcionando uma combinação equilibrada e atrativa de proteção, liquidez e desempenho.



Rumo a um
**ANO
RECORDE**
para o mercado
secundário
EM 2024

INFRAESTRUTURAS, UM SEGMENTO RESILIENTE

Relativamente a outras estratégias de *Private Equity*, a atividade envolvendo ativos na área das infraestruturas sofreu, em 2023, uma redução de cerca de 20%, em termos tanto de valor como de número de operações. Se considerarmos os três primeiros trimestres de 2024, detetamos os primeiros sinais de uma recuperação no nível de atividade, particularmente em termos de número de operações, sugerindo (i) a preferência dos investidores por operações mais pequenas, que são menos dependentes do financiamento, e/ou (ii) uma queda no valor dos ativos. Em 2024, a angariação de fundos manteve-se relativamente resiliente no que respeita aos fundos de infraestruturas, embora seja necessário ter alguma cautela, uma vez que uma grande parte das entradas de capitais foi captada por megafundos.

A correção das cotações tem sido evidente no espaço das energias renováveis desde o pico de 2021, pelo que acreditamos haver hoje um ponto de entrada mais atrativo para estes ativos. Na frente das infraestruturas digitais, prevê-se que o fenomenal avanço da inteligência artificial acelere ainda mais em 2025, reforçando a necessidade de maior capacidade dos centros de dados.

Face ao exposto, mantemos uma perspetiva positiva das infraestruturas para os próximos anos, uma vez que esta classe de ativos deverá continuar a beneficiar das megatendências associadas às necessidades de transição energética, de transformação digital e de mobilidade. A escassez de fundos públicos significa que o capital privado está a preencher a lacuna naquilo que acreditamos ser uma oportunidade de investimento geracional. De um modo geral, continuamos fortemente convictos de que, em 2025, todas as tecnologias da eletrificação deverão estar no centro das atenções dos investidores em infraestruturas.

MERCADO SECUNDÁRIO... UM CLARO VENCEDOR NESTE AMBIENTE

2024 tem sido um bom ano para o mercado secundário, prevendo-se que atinja um volume total de operações da ordem dos 140 mil milhões de dólares, o que representaria um aumento de cerca de 25% em relação a 2023 e um recorde para o setor. Esta forte atividade resultou tanto (i) da procura de liquidez por parte dos investidores (Limited Partners) para compensar a falta de distribuições de lucros, vendendo assim participações nos fundos mais maduros das suas carteiras, como (ii) da maior atividade dos gestores de fundos (General Partners) no espaço GP-Led, onde conseguiram gerar liquidez com os seus ativos de melhor desempenho através de fundos de continuação.

O mercado secundário evoluiu significativamente nas últimas duas décadas e, o que era anteriormente um nicho de mercado, converteu-se num mercado mais amplo, mais líquido e cada vez mais sofisticado. Esperamos que o mercado secundário continue a evoluir e a expandir-se nos próximos anos, com base (i) no crescimento muito forte a que assistimos nos últimos 10 anos em termos de ativos sob gestão na classe de ativos *Private Market*, o que deverá, naturalmente, aumentar o conjunto de oportunidades para os operadores secundários, e (ii) na necessidade crescente de liquidez por parte dos investidores num universo de investimento tradicionalmente ilíquido. Prevemos que, nos próximos anos, este mercado atinja um volume de mais de 150 mil milhões de dólares, ou seja, cerca de cinco vezes mais do que o atingido há 10 anos atrás.



06

Presença internacional



A NOSSA HISTÓRIA

O Indosuez Wealth Management é a marca internacional de Gestão de Fortuna do grupo Crédit Agricole, o 9º maior banco do mundo em termos de balanço (The Banker 2023). O Indosuez Wealth Management acompanha, há mais de 150 anos, grandes clientes privados, famílias, empreendedores e investidores profissionais na gestão do seu património privado e profissional. O banco oferece uma abordagem personalizada que permite a cada um dos seus clientes preservar e desenvolver o seu património de acordo com as suas aspirações. As suas equipas oferecem um continuum de serviços e ofertas que integram Consultoria, Financiamento, Soluções de Investimento, *Fund servicing*, Soluções tecnológicas e bancárias.

Em 2024, o Indosuez Wealth Management finalizou a aquisição do banco belga Degroof Petercam.

Esta integração permite ao Indosuez enriquecer a sua proposta de valor com uma oferta entre as mais completas do mercado. O Indosuez Wealth Management reúne cerca de 4.500 colaboradores em 16 territórios no mundo: na Europa (Alemanha, Bélgica, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal, Mónaco e Suíça), na Ásia-Pacífico (Hong Kong RAE, Nova Caledónia e Singapura), no Médio Oriente (Abu Dhabi, Dubai) e no Canadá (escritório de representação).

Com mais de 200 mil milhões de euros em ativos de clientes, o grupo Indosuez está entre os líderes europeus em gestão de fortuna.

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

O Indosuez Wealth Management conta com uma herança excepcionalmente rica, baseada em relacionamentos de longo prazo, experiência financeira e na nossa rede financeira internacional:

ÁSIA PACÍFICO

HONG KONG RAE

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NOUMÉA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque, Anse Vata
98800 Nouméa - Nova Caledónia
T. +687 27 88 38

SINGAPURA

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower
068912 Singapura
T. +65 64 23 03 25

EUROPA

BRUXELAS

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg
1000 Bruxelas - Bélgica
T. +32 2 566 92 00

Rue de l'Industrie 44
1040 Bruxelas - Bélgica
T. +32 2 287 91 11

GENEBRA

Quai Général-Guisan 4
1204 Genebra - Suíça
T. +41 58 321 90 00

LISBOA

Avenida da Liberdade, n.º190, 2ºB
1250 - 147 Lisboa - Portugal
T. +351 211 255 360

LUXEMBURGO

39, Allée Scheffer
L-2520 Luxemburgo
T. +352 24 67 1

12, rue Eugène Ruppert
L-2453 Luxemburgo
T. +352 45 35 45 1

MADRID

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Espanha
T. +34 91 310 99 10

MILÃO

Piazza Cavour 2
20121 Milão - Itália
T. +39 02 722 061

MÓNACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Mónaco
T. +377 93 10 20 00

PARIS

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - França
T. +33 1 40 75 62 62

ORIENTE MÉDIO

ABU DHABI

Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower,
5th Floor office 504
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
T. +971 4 350 60 00



07 | Glossário



A estratégia "China Plus One": A estratégia "China Plus One" é uma abordagem comercial em que as empresas diversificam as suas cadeias de abastecimento adicionando operações de fabricação ou de sourcing em países além da China. Esta estratégia visa a reduzir a dependência da China e mitigar os riscos associados às tensões geopolíticas, guerras comerciais, custos da mão-de-obra e interrupções nas cadeias de abastecimento. Ao ter bases de produção adicionais noutros países, as empresas podem fortalecer a sua resiliência, aumentar a flexibilidade e ter uma melhor gestão das incertezas potenciais no mercado global. Os países alternativos comuns incluem o Vietname, a Índia, a Tailândia e o México.

A lei de Moore: A observação de que o número de transistores num microchip duplica aproximadamente a cada dois anos, resultando num aumento constante da potência de cálculo e uma diminuição do custo relativo dos dispositivos eletrónicos. Este princípio levou ao rápido avanço e à miniaturização da tecnologia nas últimas décadas.

AIE: Agência Internacional da Energia.

ASEAN: Associação de Nações do Sudeste Asiático.

BCE: O Banco Central Europeu, que rege a política monetária do euro e dos países membros do euro.

CBO (Congressional Budget Office): Gabinete do Orçamento do Congresso dos Estados Unidos.

Chips Power: Refere-se às características de potência e desempenho dos chips semicondutores, frequentemente utilizados em dispositivos informáticos e eletrónicos.

Deflação: A deflação é o oposto da inflação. Ao contrário desta, a deflação se caracteriza por uma queda duradoura e autossustentável do nível geral de preços.

Duration: Reflete a sensibilidade de um título ou fundo de títulos a alterações nas taxas de juro; expressa em anos. Quanto maior a duração de um título, mais seu preço é sensível a quaisquer alterações nas taxas de juro.

ESG: Ambiental, Social e Governança: utilizado para avaliar as práticas e o desempenho de uma empresa em três áreas-chave: o impacto ambiental, a responsabilidade social e a governança corporativa. Os critérios ambientais avaliam como uma empresa gere o impacto no planeta, os critérios sociais consideram como ela trata as pessoas, incluindo empregados, clientes e comunidades, e os critérios de governança avaliam a qualidade e a transparência da direção e dos controles internos.

Estagflação: Refere-se a uma economia que experimenta simultaneamente um aumento da inflação e uma estagnação da produção económica.

Fed: Reserva Federal dos EUA, ou seja, o banco central dos Estados Unidos.

FMI: O Fundo Monetário Internacional.

FOMC (Federal Open Market Committee): É o órgão de política monetária da Federal Reserve dos EUA.

GEE: Gases do efeito estufa.

General Partners: São gestores de investimento profissionais responsáveis pela gestão de fundos de Private Equity, capital de risco ou outros tipos de fundos de investimento privados.

Greenflation ou inflação verde: Refere-se ao aumento dos preços das matérias-primas e da energia como resultado da transição verde.

High Yield ou Alto rendimento: Categoria de obrigações, conhecidas também por obrigações especulativas (junk bonds, em inglês), cuja classificação é inferior a "investment grade" (ou seja, todas as classificações inferiores a BBB- segundo a escala da agência de rating Standard & Poor's). Em geral, quanto menor a classificação, maior o rendimento, pois o risco de reembolso é mais elevado.

IA generativa: Um tipo de inteligência artificial que se concentra na criação de novos conteúdos, como texto, imagens, música ou outros meios, aprendendo padrões e estruturas a partir de dados existentes. Utiliza modelos como as Redes Generativas Adversárias (GAN) e os transformadores para produzir resultados originais que imitam a criatividade e a inovação humanas.

IDE: Investimento Direto Estrangeiro, é uma categoria de investimento transfronteiriço em que um investidor residente de uma economia estabelece um interesse duradouro e um grau significativo de influência sobre uma empresa residente de outra economia.

Inteligência Artificial: Tecnologia que permite às máquinas realizar tarefas que geralmente requerem inteligência humana, tais como aprendizagem, resolução de problemas e tomada de decisões.

ISR: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis

Limited Partners ou sociedade em comandita: Os investidores numa parceria, geralmente em fundos de capital privado ou de capital de risco, que transferem capital, mas têm responsabilidade limitada e envolvimento reduzido na gestão do fundo. O risco financeiro é limitado ao montante de seu investimento: Geralmente recebem retornos com base no desempenho do fundo.

Mercados secundários: Os mercados secundários, também conhecidos como mercados financeiros secundários, são plataformas onde os investidores compram e vendem títulos que já possuem. Ao contrário dos mercados primários, onde os títulos são emitidos e vendidos pela primeira vez (como durante uma oferta pública inicial, ou IPO), os mercados secundários facilitam o comércio de títulos existentes. Exemplos de mercados secundários incluem bolsas de valores como a New York Stock Exchange (NYSE) e a NASDAQ, onde ações, obrigações e outros instrumentos financeiros são negociados entre investidores. A liquidez fornecida pelos mercados secundários é crucial, pois permite aos investidores comprar e vender os seus títulos facilmente, promovendo assim o investimento e contribuindo para a estabilidade e eficiência globais do sistema financeiro.

Nearshoring: A OCDE define regionalização ou *nearshoring* como a decisão de relocar atividades anteriormente deslocalizadas, não necessariamente no país de origem da empresa, mas em um país vizinho.

No landing scenario: Uma situação económica em que o crescimento continua de maneira regular sem desacelerar nem entrar em recessão.

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico.

PIB (produto interno bruto): O PIB mede a produção anual de bens e serviços de um país pelos operadores que residem no território nacional.

Ponto base (pb): 1 ponto base = 0,01%.

Ponto de equilíbrio da inflação (ou "inflation breakeven" em inglês): Nível de inflação que equilibra os rendimentos de títulos nominais e títulos indexados à inflação (de vencimento e qualidade idênticas). Em outras palavras, é o nível de inflação no qual, para um investidor, tanto faz possuir um título nominal como um título indexado à inflação. Assim, representa as expectativas de inflação, em uma área geográfica, para um determinado prazo de vencimento.

Quantitative easing (QE): Um instrumento de política monetária pelo qual o banco central adquire ativos como títulos, a fim de injetar liquidez na economia.

Quantitative tightening (QT) ou aperto quantitativo: É uma ferramenta de política monetária contracionista aplicada pelos bancos centrais para diminuir a quantidade de liquidez ou oferta de moeda na economia.

R-star: A taxa de juro natural onde a economia está em pleno emprego e a inflação é estável, sem estimular nem desacelerar o crescimento económico.

Soft landing: Uma desaceleração económica controlada que evita uma recessão e mantém a inflação sob controle.

Spread (ou spread de crédito): Um *spread* é a diferença entre dois ativos, tipicamente entre taxas de juro, como aquelas de títulos corporativos sobre um título do governo.

Taxa de política: Uma taxa de juro que a autoridade monetária de um país (ou seja, o banco central) estabelece para influenciar a evolução das principais variáveis monetárias na economia (por exemplo, os preços ao consumidor, taxas de câmbio ou expansão do crédito, entre outros).

TCJA: A reforma fiscal TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) de 2017 é uma legislação americana destinada a reduzir os impostos das empresas e dos indivíduos para incentivar o crescimento económico.

USMCA: O Acordo Estados Unidos - México - Canadá é um acordo de livre comércio assinado em 30 de setembro de 2018 pelos líderes políticos dos três países que substituiu o NAFTA (criado em 1994).



08



Termo de
responsabilidade



TERMO DE RESPONSABILIDADE

Este documento intitulado «Global Outlook» (a «brochura») é publicada apenas para fins de comunicação de marketing.

Os idiomas em que é redigida fazem parte dos idiomas de trabalho da Indosuez Wealth Management.

As informações publicadas nesta brochura não foram revisadas, nem estão sujeitas à aprovação ou autorização de qualquer autoridade reguladora ou de mercado, em qualquer jurisdição.

A brochura não é destinada a pessoas de nenhum país em particular.

A brochura não se destina a pessoas que são cidadãs, domiciliadas ou residentes em um país ou jurisdição onde sua distribuição, publicação, disponibilidade ou uso possam violar as leis ou regulamentos em vigor.

Este documento não constitui ou contém uma oferta ou convite para comprar ou vender qualquer instrumento financeiro e/ou serviço de qualquer natureza. Da mesma forma, ele não constitui, de forma alguma, uma estratégia, recomendação ou assessoria de investimento ou desinvestimento, geral ou personalizada, assessoria jurídica ou fiscal, assessoria de auditoria ou qualquer outra assessoria de natureza profissional. Nenhuma representação é feita quanto à adequação ou adequabilidade de qualquer investimento ou estratégia em relação a circunstâncias individuais, ou de que qualquer investimento ou estratégia constitui assessoria de investimento personalizada para qualquer investidor.

A data relevante neste documento é, salvo indicação em contrário, a data de edição mencionada na última página deste termo. As informações nele contidas são baseadas em fontes consideradas fidedignas. Envidaremos todos os esforços para garantir a pontualidade, precisão e abrangência das informações contidas neste documento. Todas as informações, bem como o preço, as avaliações de mercado e os cálculos aqui indicados estão sujeitos a alteração sem aviso prévio. Os preços e desempenhos passados não são necessariamente um guia para os preços e desempenhos futuros.

Os riscos incluem, entre outros, riscos políticos, riscos de crédito, riscos cambiais, riscos econômicos e riscos de mercado. Antes de realizar qualquer transação, deve consultar seu consultor de investimento e, quando necessário, obter assessoria profissional independente relativamente aos riscos, bem como a todas as consequências jurídicas, regulamentares, de crédito, tributárias e contábeis. É aconselhável entrar em contato com seus consultores usuais para tomar suas decisões de forma independente considerando sua situação financeira particular e seu conhecimento e experiência.

As taxas de câmbio em moeda estrangeira podem afetar adversamente o valor, preço ou receita do investimento, quando este é realizado e convertido de volta para a moeda base do investidor.

CA Indosuez, sociedade francesa, holding do negócio de gestão de fortunas do grupo Crédit Agricole e suas subsidiárias ou entidades relacionadas, nomeadamente CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, suas respectivas subsidiárias, filiais e escritórios de representação, onde quer que estejam, operam sob a marca única da Indosuez Wealth Management. Cada uma das subsidiárias, suas próprias subsidiárias, filiais e escritórios de representação, bem como cada uma das outras entidades da Indosuez Wealth Management, são designadas individualmente por «Entidades» e coletivamente por «Entidades».

As Entidades ou seus respetivos acionistas, bem como seus próprios acionistas, subsidiárias e, mais geralmente, as empresas do grupo Crédit Agricole SA («Grupo») e, respectivamente, seus diretores, gestores seniores ou funcionários podem, individualmente ou em nome e representação de terceiros, realizar transações com os instrumentos financeiros descritos na brochura, deter outros instrumentos financeiros em relação ao emissor ou ao fiador desses instrumentos financeiros, ou prestar ou procurar prestar serviços de valores mobiliários, serviços financeiros ou qualquer outro tipo de serviço para ou dessas Entidades. Quando uma Entidade e/ou uma entidade do Grupo Crédit Agricole atua como consultor e/ou gestor de investimentos, administrador, distribuidor ou agente de colocação para determinados produtos ou serviços mencionados na brochura, ou realiza outros serviços em que uma Entidade ou o Grupo Crédit Agricole detém ou pode deter um interesse, direto ou indireto, sua Entidade dará sempre prioridade ao interesse do investidor.

Alguns investimentos, produtos e serviços, incluindo a custódia, podem estar sujeitos a restrições legais e regulamentares, ou podem não estar disponíveis em todo o mundo de forma irrestrita, tendo em conta a lei de seu país de origem ou país de residência, ou de qualquer outro país com o qual possa ter laços. Em especial, os produtos ou serviços apresentados na brochura não se destinam a residentes dos EUA e do Canadá. Os produtos ou serviços podem ser fornecidos pelas Entidades de acordo com seus preços e condições contratuais, em conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis, e sujeitos a suas respetivas licenças. Podem ser modificados ou retirados a qualquer momento sem qualquer notificação.

Entre em contato com seu gerente de relacionamento para mais informações.

De acordo com os regulamentos aplicáveis, cada Entidade disponibiliza a brochura:

- **Na França:** a brochura é distribuída por CA Indosuez, uma sociedade anónima de responsabilidade limitada sob a lei francesa, com um capital social de 853.571.130 euros, empresa-mãe do grupo Indosuez e uma instituição bancária de serviços completos autorizada a fornecer serviços de investimento e corretagem de seguros, cuja sede está localizada em 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, França, registada no Registo Comercial e de Empresas de Paris sob o número 572 171 635 (número de identificação individual de IVA: FR 075 72 17 16 35);
- **No Luxemburgo:** a brochura é distribuída por:
 - CA Indosuez Wealth (Europa), sociedade anónima nos termos da legislação luxemburguesa, com capital social de 415.000.000 euros, com sede social em 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, inscrita no Registo de Comércio e Sociedades do Luxemburgo sob o número B91.986, uma instituição de crédito autorizada estabelecida no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., com sede social em 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburgo, autorizada e sujeita ao controlo prudencial da Comissão de Supervisão do Setor Financeiro («CSSF»), 283 route d'Arlon, L-2991 Luxemburgo, sítio internet www.cssf.lu, telefone (+352) 26251-1, e do Banco Central Europeu no âmbito das suas respetivas competências.

- **Em Espanha:** a brochura é distribuída por CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisionada pelo Banco de Espanha (www.bde.es) e pela Comissão Nacional do Mercado de Valores (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europe), instituição de crédito devidamente registada no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Endereço: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espanha), inscrita no Banco de Espanha sob o número 1545. Inscrito no Registo de Comércio e Sociedades de Madrid, número T 30.176, F 1 S 8, H M-543170, CIF (CNPJ da Empresa): W-0182904-C.

- **Na Bélgica:** a brochura é distribuída:

- Pela sucursal belga da CA Indosuez Wealth (Europe), localizada em 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelas, Bélgica, inscrita no Registo de Sociedades de Bruxelas sob o número 0534 752 288, e inscrita na Banque-Carrefour des Entreprises (base de dados de empresas belgas) sob o número de IVA 0534.752.288 (RPM Bruxelas), uma sucursal da CA Indosuez Wealth (Europa).

- Pelo Banque Degroof Petercam SA, localizado na rue de l'Industrie 44, 1040 Bruxelas, Bélgica, registado no Registo Comercial sob o número 0403 212 172, registado na Banque-Carrefour des Entreprises (base de dados de empresas belgas) sob o número de IVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelas).

- **Na Itália:** a brochura é distribuída por CA Indosuez Wealth (Europa), sucursal da Itália com sede em Piazza Cavour 2, Milão, Itália, registada no Register of Banks no. 8097, código tributário e número de registo no Registo de Empresas de Milão, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157. Na União Europeia: a brochura pode ser distribuída pelas Entidades da Indosuez Wealth Management autorizadas a fazê-lo ao abrigo da Prestação Gratuita de Serviços. No Mónaco: a brochura é distribuída por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er- 98000 Mónaco, registada no Registo de Indústria e Comércio de Mónaco sob o número 56S00341, acreditação: CE/2012-08. Em Portugal: a brochura é distribuída por CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal, situada na Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, inscrita no Banco de Portugal sob o número 282, número fiscal 980814227.

- **Na Suíça:** a brochura é distribuída por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genebra, e pela CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, bem como por suas respetivas sucursais e/ou agências suíças. A brochura é material de marketing e não constitui o produto de uma análise financeira, nos termos das diretivas da Associação Suíça de Banqueiros (ASB) relativa à independência da análise financeira, tal como concebida pela lei suíça. Consequentemente, essas diretivas não são aplicáveis à brochura. Em Hong Kong Região administrativa especial: a brochura é distribuída pela filial de Hong Kong da CA Indosuez (Switzerland) SA, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nenhuma das informações contidas na brochura constitui uma recomendação de investimento. A brochura não foi encaminhada à Comissão de Valores Mobiliários e Futuros (SFC) ou a qualquer outra autoridade reguladora em Hong Kong. A brochura e os produtos mencionados não foram autorizados pela SFC nos termos das Seções 103, 104, 104A ou 105 da Lei de Valores Mobiliários e Futuros (Cap. 571)(SFO).

- **Em Singapura:** a brochura é distribuída pela filial de Singapura do CA Indosuez (Switzerland) SA, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapura 068912. Em Singapura, a brochura destina-se apenas a investidores credenciados, investidores institucionais ou investidores especializados, conforme definido pela Lei de Valores Mobiliários e Futuros 2001, de Singapura. Para quaisquer perguntas relativas à brochura, os destinatários em Singapura podem entrar em contato com a filial de Singapura da CA Indosuez (Switzerland) SA.

- **No DIFC:** a distribuição da brochura é feita por CA Indosuez (Switzerland) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - EAU, uma empresa regulamentada pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai («DFSA»). Esta brochura é voltada somente a clientes profissionais e/ou contrapartes de mercado e nenhuma outra pessoa deve agir com base nesse documento. Os produtos ou serviços financeiros aos quais esta publicação se relaciona somente estarão disponíveis a clientes que cumprirem com os requisitos de cliente profissional e/ou contraparte de mercado segundo a DFSA. Esta brochura é fornecida somente para fins informativos. Ela não deve ser interpretada como uma oferta de compra ou venda ou solicitação de uma oferta para compra ou venda de quaisquer instrumentos financeiros ou para participação de qualquer estratégia de negociação específica em qualquer jurisdição.

- **Nos EAU:** a brochura é distribuída pelo escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi, Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirados Árabes Unidos. A CA Indosuez (Switzerland) SA opera nos Emirados Árabes Unidos (EAU) através do seu escritório de representação, que está sob a autoridade de supervisão do Banco Central dos EAU. De acordo com as regras e regulamentos aplicáveis nos EAU, o escritório de representação da CA Indosuez (Switzerland) SA não pode exercer nenhuma atividade bancária. O escritório de representação só pode comercializar e promover atividades e produtos da CA Indosuez (Switzerland) SA. A brochura não constitui uma oferta a pessoa determinada ou ao público em geral, nem um convite para apresentar uma oferta. É distribuído em uma base privada, e não foi revisado ou aprovado pelo Banco Central dos EAU ou outra autoridade reguladora dos EAU.

- **Outros países:** as leis e regulamentos de outros países também podem limitar a distribuição desta brochura. As pessoas em posse desta brochura devem informar-se sobre quaisquer restrições legais e respeitá-las.

A brochura não pode ser fotocopiada, reproduzida ou distribuída, no todo ou em parte, seja de que forma for, sem o acordo prévio do seu Banco.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/todos os direitos reservados.

Fotos: Adobe Stock.

Editado a 13.11.2024.

