

MONTHLY HOUSE VIEW

Março de 2025

Picos Gémeos

• Índice

01• Editorial	P3
PICOS GÉMEOS	
02• Macroeconomia	P4
SUPERAR DONALD TRUMP	
03• Obrigações	P6
O PREÇO DA DESUNIÃO	
04• Ações	P8
OTIMISMO RENOVADO NA EUROPA	
05• Forex	P10
O “TARIFF MAN”, O DILEMA DO DÓLAR E A CORRIDA AO OURO	
06• Mercados Privados	P12
O IMPACTO DE TRUMP NOS MERCADOS DE CAPITAL PRIVADO	
07• Asset allocation	P14
CENÁRIO DE INVESTIMENTO E ALOCAÇÃO	
08• Monitor de mercado	P16
VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS	
09• Glossário	P17
Termo de responsabilidade	P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Estimada leitora, estimado leitor,

O regresso de Donald Trump à Casa Branca capturou a atenção dos meios de comunicação social, nomeadamente com uma posição agressiva em termos de taxas aduaneiras que surpreendeu muitos especialistas em geopolítica. “Atacar primeiro e discutir depois” parece ser o seu novo mantra, conforme evidenciado pelas reações iniciais do Canadá e do México, que sugerem uma potencial mudança no sentido de uma maior cooperação no domínio da imigração e, talvez, uma forma de vassalagem à sua administração. A questão fundamental reside em saber se as políticas de crescimento acabarão por triunfar sobre as medidas protecionistas.

INFLAÇÃO: DEVEREMOS PREOCUPAR-NOS?

Uma guerra aduaneira em grande escala, que conduza a uma escalada descontrolada e a taxas aduaneiras duradouras, não beneficia ninguém e, muito menos, os consumidores norte-americanos. Embora tenha suscitado algumas preocupações, o pico de inflação registado em janeiro deveu-se, principalmente, a fatores sazonais, à imagem da subida da inflação a que assistimos no primeiro trimestre de 2024. O aumento das expectativas de inflação por parte dos consumidores são motivo de manchetes, mas este aumento é significativamente influenciado por enviesamentos políticos, particularmente entre os eleitores do Partido Democrata.

O impacto potencial das taxas aduaneiras continua a ser motivo de grandes preocupações por parte dos investidores. Apesar da volatilidade dos mercados e das notícias negativas, as ações norte-americanas atingiram um novo máximo em fevereiro, impulsionadas pela estabilização das taxas de juro das obrigações e por uma boa época de publicação de resultados que refletiu um aumento das margens das empresas. Tal veio reforçar a nossa confiança na manutenção de um posicionamento pró-risco das nossas carteiras.

EUROPA: CONSEGUIRÁ MANTER A SUA DINÂMICA?

Apesar das turbulências provocadas pelas taxas aduaneiras, a Europa obteve o segundo melhor desempenho do ano em termos de mercado de ações, com o EURO STOXX 50 a atingir um máximo de 25 anos, devido, principalmente, a uma reavaliação das valorizações. A resolução do conflito na Ucrânia e uma reforma do travão da dívida na Alemanha são dois fatores que poderão estimular a continuação deste melhor desempenho das ações europeias.

O cenário otimista das ações europeias assenta em três fatores: valorizações atrativas em comparação com outros mercados, um euro mais fraco, que deverá favorecer o crescimento dos lucros, e uma política monetária acomodaticia. No entanto, a Europa necessita de três elementos adicionais: uma melhoria sustentada dos dados macroeconómicos, uma retoma do crescimento dos lucros e um retorno dos fluxos de investimento. Considerando que o crescimento dos lucros do quarto trimestre na Europa foi de apenas 2% contra 11% nos Estados Unidos, é bem evidente o fosso entre as duas regiões. Aguardamos por novos catalisadores antes de revermos as nossas perspetivas.

CHINA: SINAIS DE RECUPERAÇÃO

De entre os principais índices bolsistas, foi o Hang Seng que, até à data, teve o melhor desempenho em 2025. As taxas aduaneiras de 10% anunciadas sobre os produtos chineses situam-se no nível mais baixo do intervalo antecipado pelos mercados. Além disso, os avanços tecnológicos da China em matéria de Inteligência Artificial (IA), dos quais a DeepSeek é um exemplo, traduziram-se por uma forte subida das ações tecnológicas chinesas.

Também vemos sinais positivos na economia em geral: as vendas de veículos atingiram novos máximos, as receitas de bilheteira durante a *Golden Week* na China foram as mais elevadas de sempre e os preços das novas habitações estão finalmente a subir. Francis Tan, o nosso Chief Strategist para a Ásia, continua otimista, sugerindo que este poderá ser o início de uma melhoria sustentada, se bem que gradual, na China e no resto da Ásia.

OURO: UMA ASCENSÃO FULGURANTE

Entretanto, o ouro ultrapassou o seu pico de outubro, atingindo novos máximos. Os últimos dados do World Gold Council (Conselho Mundial do Ouro) revelam que, em 2024 e pelo terceiro ano consecutivo, os bancos centrais adquiriram mais de 1.000 toneladas de ouro. Em novembro e após uma pausa de seis meses, o Banco Popular da China retomou as compras de ouro com o objetivo de diversificar as suas reservas. Para além das instituições oficiais, os ativos dos ETF de ouro na China atingiram níveis recorde, refletindo o interesse generalizado dos investidores. Além disso, a China anunciou recentemente que as seguradoras podem passar a investir até 1% dos seus ativos em ouro, o que veio aumentar ainda mais a procura. Mantemos uma postura positiva relativamente ao ouro, dado ser pouco provável que esta mudança estrutural na procura mundial venha a desaparecer tão cedo.

Desejo-lhe uma excelente leitura!



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

As taxas aduaneiras trouxeram muitas incertezas e as conversações de paz para a Ucrânia têm sido tudo menos pacíficas, embora tivessem conseguido reunir os europeus (incluindo o Reino Unido) à mesma mesa. Enquanto os Estados Unidos enfrentam receios de inflação, a Europa esforça-se por melhorar a visibilidade das suas políticas. A China parece estar a passar por cima das taxas aduaneiras de Trump, concentrando-se no relançamento da procura interna e na tecnologia.



O cenário de
CRESCIMENTO
dos
EUA
mantém-se robusto

EUA: DONALD TRUMP ATRASA O PROCESSO DE DESINFLAÇÃO

A administração Trump identificou as três grandes vertentes das taxas aduaneiras: negociação, combate às práticas comerciais desleais e aos défices comerciais, e geração de receitas. Atualmente, as taxas aduaneiras e a ameaça de retirada do escudo de segurança norte-americano são utilizadas como importantes instrumentos de negociação. Contudo, esta estratégia provoca incertezas nos consumidores e nas empresas dos EUA, do que poderá resultar uma retração do sentimento económico e um aumento das expectativas de inflação e, conseqüentemente, um risco de estagflação. Apesar destes desafios, antecipamos uma abordagem pragmática por parte de Donald Trump e fazemos uma revisão moderadamente em alta do nosso cenário inflacionista (25 pontos base), isto na sequência das taxas aduaneiras recíprocas anunciadas por Trump e, também, dos impostos sobre o aço e o alumínio. Desde a eleição de Donald Trump, o nosso cenário de inflação para 2025 foi ajustado em alta num total de 50 pontos base, atrasando (mas não parando) o processo de desinflação.

Continuaremos a acompanhar as expectativas de inflação dos consumidores. O índice Michigan de sentimento dos consumidores, embora fortemente influenciado por divergências políticas, revelou um aumento significativo das expectativas de inflação. No entanto, o inquérito da Reserva Federal de Nova Iorque aponta para expectativas inalteradas, o que sugere que as expectativas de inflação permanecem (por agora) ancoradas.

Apesar destes receios inflacionistas, os Estados Unidos mantêm um cenário de crescimento sólido e com condições financeiras menos restritivas. O mercado de trabalho permanece robusto, com uma média de 237.000 postos de trabalho não agrícolas criados nos últimos três meses e uma taxa de desemprego de 4%. Este nível estável do emprego sustenta um cenário de aterragem suave (*soft landing*). A economia dos EUA registou um forte crescimento subjacente no quarto trimestre de 2024 (a uma taxa anualizada de 2,3%), com o consumo das famílias ainda como principal motor do crescimento. Este consumo cresceu 4,2%, o nível mais elevado desde o primeiro trimestre de 2023, provavelmente sustentado pelas antecipações dos consumidores relativamente às taxas aduaneiras de Trump, o que explica a fraqueza das vendas a retalho em janeiro. Antecipamos que o consumo continuará a ser o principal motor do crescimento, dado que o aumento dos salários continua a ultrapassar a inflação (4,1% na remuneração média por hora em janeiro).

EUROPA: O SENTIMENTO ECONÓMICO ATINGIU O SEU PONTO MAIS BAIXO

A economia da zona euro estagnou no quarto trimestre de 2024, com as economias alemã e francesa em contração (-0,2% e -0,1% em variação trimestral, respetivamente), enquanto países do sul da Europa, como a Espanha (+0,8%) e Portugal (+1,5%), beneficiavam do investimento europeu. As incertezas na frente política levaram os consumidores a limitar as suas despesas e as empresas a limitar os seus investimentos devido à falta de clareza das políticas e à falta de competitividade. O aumento dos preços do gás natural provocou uma subida da inflação em janeiro (de 2,4% para 2,5% em variação homóloga).



Os inquiridos ao emprego denunciam uma ligeira deterioração do mercado de trabalho (embora a partir de níveis muito restritivos) e o indicador salarial do Banco Central Europeu (BCE) aponta para um abrandamento significativo do crescimento dos salários em 2025 (1,5% contra 5,3% no quarto trimestre de 2024), um fator favorável às perspetivas de inflação.

Apesar da ausência de melhorias tangíveis na situação económica da zona euro, os níveis de confiança deverão melhorar nos próximos meses. Estará a Europa prestes a virar uma nova página? Os principais desenvolvimentos, como sejam as potenciais conversações de paz para a Ucrânia, os debates em torno de um estímulo à defesa, as eleições alemãs e o investimento de França na IA, estão a apoiar a recuperação. O resultado das eleições alemãs poderá conduzir a uma subida moderada das previsões de crescimento para o segundo semestre de 2025 e a novos avanços em 2026. Mais particularmente, uma rápida formação de uma coligação CDU-SPD reduziria as incertezas e abriria caminho a uma agenda pró-crescimento, com reduções dos impostos, reformas dos preços da eletricidade e estímulos aos setores da defesa e das infraestruturas.

Por último, o significativo impacto das taxas aduaneiras de Trump na zona euro já foi tido em conta no nosso cenário económico, incluindo as incertezas. Embora possa não ser tão grave como inicialmente se receava (a menos que a administração Trump tenha em conta o IVA nos seus cálculos), o impacto global irá variar consoante o setor (automóvel, químico, agrícola) e o país (Irlanda, Eslováquia, Bélgica e Alemanha).

CHINA: SUPERAR DONALD TRUMP

A recuperação da China está no bom caminho (o nosso cenário é ligeiramente mais otimista do que o consensual), tendo registado uma melhoria da situação económica no último mês. De entre os sinais encorajadores, contam-se os dados positivos relativos aos veículos de passageiros movidos a novas energias e às celebrações do Ano Novo (dados económicos de alta frequência, receitas de bilheteira e dados sobre o turismo), todos eles indicativos de crescimento. Os robôs dançantes na gala do Festival da Primavera de 2025 são um sinal de *soft power* para os EUA e uma afirmação para o povo chinês e para os seus parceiros comerciais relativamente à tecnologia chinesa. A evolução dos preços da habitação, nomeadamente das vendas de casas novas, veio reforçar consideravelmente a confiança interna. Em 33 das 70 cidades chinesas, os valores do imobiliário retomaram uma tendência de subida. A confiança dos investidores estrangeiros foi reforçada pela flexibilidade estratégica da China em termos de *soft* e de *hard power*, desviando a atenção dos mercados dos fracos resultados dos inquiridos PMI de janeiro (o índice composto situou-se em 50,1) e das questões ligadas aos estímulos fiscais. Se Trump impuser taxas aduaneiras mais rigorosas, a China está mais bem preparada do que em 2017, e prevemos um aumento dos estímulos orçamentais para compensação dos potenciais impactos.

QUADRO 1: PROJEÇÃO MACROECONÓMICA DE 2024 A 2026, %

	PIB			INFLAÇÃO		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
EUA	2,8%	2,3%	2,1%	3,0%	2,7%	2,6%
Zona euro	0,7%	0,8%	1,2%	2,4%	2,0%	2,0%
China	5,0%	4,7%	4,5%	0,5%	1,8%	1,5%
Mundo	3,2%	2,9%	3,0%	-	-	-

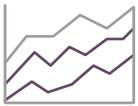
Fonte: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Com a contribuição
da equipa de Obrigações

Desde a tomada de posse de Donald Trump, há apenas algumas semanas, os países ocidentais mostram-se cada vez mais desunidos. Nos planos económico, geopolítico e societal, os países ocidentais estão a ser abalados pela nova administração norte-americana, o que não deixa de ter reflexos nos mercados de obrigações. Mais incertezas e mais despesas militares são outros tantos catalisadores de taxas (moderadamente) mais elevadas.



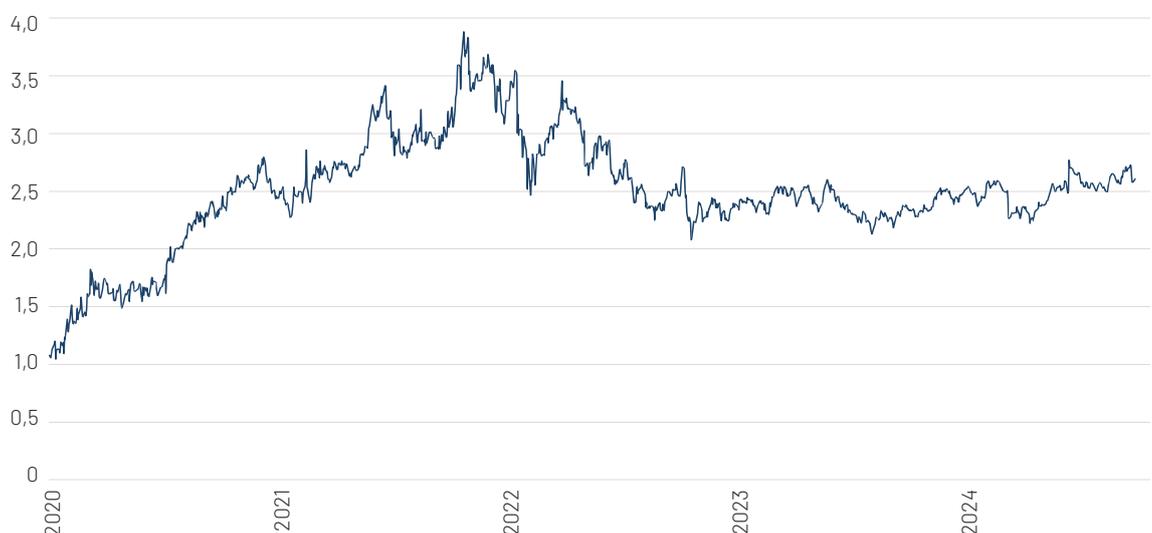
MERCADOS
MAIS
INTEGRADOS
do que as
instituições

A opção britânica pela autonomia no quadro do Brexit resultou na atual estagflação do país. Baixo crescimento, inflação, subida das taxas de juro de longo prazo: a liberdade tem um preço elevado. Os europeus, ausentes da cena diplomática internacional, veem-se reduzidos ao papel de consumidores de produtos manufaturados importados. Mario Draghi, antigo presidente do Banco Central Europeu (BCE), retomou a sua atividade de pregador para alertar os líderes europeus¹. Ao mesmo tempo, os norte-americanos estão a saturar a diplomacia internacional, a economia global e a produção de energia e, claro, a dominar os mercados. Estabilizar ou baixar a taxa de juro a 10 anos tornou-se um objetivo assumido pelo novo Secretário do Tesouro, Scott Bessent. O controlo da curva de rendimentos já teve um precedente: durante a Segunda Guerra Mundial, com o objetivo de controlar o custo da dívida. Trata-se, também, de um poderoso meio para reduzir os custos de financiamento da economia no seu conjunto.

Refira-se, a título de exemplo, que a taxa de juro das hipotecas a 30 anos permanece ao nível mais elevado dos últimos três anos.

Após um pico inicial em meados de janeiro, acompanhando a curva de rendimentos dos EUA, os mercados de obrigações internacionais estão a negociar num estreito intervalo de cerca de 20 pontos base nas taxas de longo prazo. Se considerarmos um investimento a médio prazo, a inflação deixará de ser um tema candente. O gráfico 1 ilustra as expectativas de inflação dos mercados (um ano sobre um ano). É evidente que as variações são, agora, marginais. Na Europa, as taxas de longo prazo também estão a evoluir num intervalo estreito na expectativa de uma tendência. Embora se recuse a aderir a um padrão pré-definido de cortes nas taxas, de modo a manter a sua margem de manobra, o BCE manterá a sua política de pequenos passos de 25 pontos base para ir reduzindo a sua taxa de refinanciamento em cada reunião até ao verão.

GRÁFICO 1: SWAP DE INFLAÇÃO DOS EUA, 1 ANO SOBRE 1 ANO



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

1 - Fonte: [Multimedia Centre, Parlamento Europeu.](#)



Entretanto, note-se que o diferencial de rendimentos entre as obrigações do tesouro a 10 anos chinesas e japonesas é, agora, de apenas 25 pontos base. Como devemos interpretar este facto? Será o fim do marasmo económico no Japão ou a entrada da China num longo túnel?

MERCADOS DE CRÉDITO: UM LONGO CAMINHO A PERCORRER (PARA O CARRY)

Regista-se uma melhoria dos fundamentais das empresas. A alavancagem continua a diminuir e as margens EBITDA recuperaram desde o início do ano, justificando *spreads* cada vez mais reduzidos. Considerando a volatilidade das taxas de juro e as incertezas em torno do crescimento económico, o segmento *investment grade* continua a ser um refúgio, sobretudo para o crédito a curto prazo. Os investidores individuais continuam a investir maciçamente em produtos obrigacionistas (cerca de quatro vezes mais desde o início do ano, em comparação com os últimos 10 anos). Tal como no início da década de 2000, o mercado de crédito é um produto de rendimento (gráfico 2).

Alguns setores, como o financeiro, estão mais bem posicionados graças à sua boa qualidade de crédito. Os setores Cíclicos estão mais expostos ao risco devido às incertezas económicas, como é o caso do setor automóvel, que, presentemente,

paga um prémio aos investidores a título dessas incertezas. Em termos relativos, o mercado de *high yield* (alto rendimento) também se encontra caro, e por boas razões. De facto, as poucas novas emissões que tiveram lugar foram rapidamente absorvidas pelos investidores.

O fabricante de automóveis japonês Nissan foi alvo de rumores, primeiro confirmados e, depois, desmentidos, de uma fusão com a Honda. Estas informações, sempre objeto de reservas, geram volatilidade no risco de crédito do emitente. Num setor que, já se encontra sob pressão dos fabricantes de automóveis chineses, estavolatilidade é bem vinda e está a criar oportunidades de arbitragem.

O mercado norte-americano também se mostra um tanto reservado face à abundância de informações, que vão desde as manchetes sobre taxas aduaneiras até à evolução da IA, às dinâmicas geopolíticas e à ainda elevada volatilidade macroeconómica. No mercado da dívida híbrida, a Europa exhibe um melhor desempenho devido às diferenças setoriais (58% nos serviços públicos nos EUA contra 35% na zona euro, sendo que o setor dos serviços públicos dos EUA se encontra mais alavancado). A maior sensibilidade ao tema da procura por IA e, portanto, do investimento, explica este pior desempenho).

GRÁFICO 2: PROPORÇÃO DOS SPREADS NO RENDIMENTO GLOBAL DO MERCADO DE CRÉDITO DOS EUA



Fontes: Índices ICE, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Com a contribuição
da equipa de Ações

Invulgarmente, os índices europeus estão a ter um excelente início de ano, ultrapassando largamente o desempenho dos Estados Unidos. Os capitais investidos em ações europeias atingiram mesmo um máximo de dois anos, um sinal de que talvez tenha havido um excesso de pessimismo após a eleição de Donald Trump. Apesar de a publicação de resultados das empresas norte-americanas ter ficado, uma vez mais, muito acima das expectativas, este carácter excecional dos EUA desvaneceu-se um pouco na sequência das recentes incertezas geopolíticas.

EUROPA

Já evitada por muitos investidores devido ao conflito na Ucrânia e tida como um perdedor óbvio após a vitória de Trump, a Europa foi alvo de uma clara retirada dos investidores, marcando um fraco desempenho dos mercados europeus. Porém, as saídas de capitais nos últimos anos e o extremo pessimismo suscitado pela situação de certos países (França e Alemanha) criaram uma assimetria positiva para a Europa. E tanto mais porque, agora, há uma série de estrelas que se estão a alinhar em favor da Europa. As esperanças de mudanças políticas e de um governo alemão potencialmente mais orientado para o crescimento, a estabilidade política e orçamental em França e, mais recentemente, o crescente otimismo quanto a um cessar-fogo na Ucrânia estão a ajudar o Velho Continente. Além disso, o posicionamento no mercado de ações da zona euro está muito polarizado. De facto, o desempenho do mercado concentrou-se principalmente nos bancos, que são considerados subvalorizados, enquanto os setores cíclicos continuam a ser subponderados pelos investidores. Se o próximo governo alemão levantar o travão constitucional da dívida, um estímulo orçamental poderá constituir um importante catalisador para os setores cíclicos (indústria e construção), que estão fortemente representados no índice alemão.

ESTADOS UNIDOS

As iniciativas políticas do presidente Trump dominam as notícias, nomeadamente, um plano de “tributação recíproca” e progressos no sentido de um acordo para a Ucrânia, que inclui potenciais concessões à Rússia. Estão também em estudo novas medidas, como: novas taxas aduaneiras sobre a China, 25% sobre o alumínio e o aço, pressão sobre o México e o Canadá, e aceleração das reformas em matéria de imigração e de eficácia da Administração Pública. Este domínio da cena política complica a leitura das implicações macroeconómicas e poderá pesar ainda mais na economia dos EUA. As empresas, inicialmente otimistas perante as promessas de desregulamentação e de redução de impostos, têm agora de se confrontar com o aumento das taxas aduaneiras, a diminuição da mão de obra imigrante e as incertezas quanto aos subsídios. As incertezas quanto a um ressurgimento da inflação e a incapacidade da Reserva Federal (Fed) para prosseguir a normalização monetária também constituem riscos para os mercados acionistas dos EUA.

Apesar deste contexto, a economia norte-americana mantém um ritmo dinâmico e as expectativas de crescimento dos lucros permanecem elevadas e acima das de outras regiões.



TAXAS

ADUANEIRAS:

a zona euro não está muito exposta em termos de PIB

Por último, apesar das ameaças de Donald Trump de novas taxas aduaneiras, a zona euro continua relativamente pouco exposta em termos de PIB, ao contrário de outros países como o México e o Canadá (gráfico 3, página 9).



ÁSIA

As ações asiáticas registaram uma elevada volatilidade no início de 2025, devido sobretudo às tensões comerciais entre os EUA e a China. A 1 de fevereiro, Donald Trump impôs uma taxa adicional de 10% sobre as importações chinesas, desencadeando uma retaliação por parte de Pequim com novas taxas sobre 14 mil milhões de dólares de importações dos EUA e restrições à exportação de minerais críticos (tungsténio, telúrio, etc.), que afetam determinadas cadeias de abastecimento das tecnológicas.

Entretanto, a DeepSeek, uma start-up chinesa especializada em IA, abalou os mercados ao apresentar um modelo de alto desempenho e baixo custo que rivaliza com os líderes norte-americanos. Este progresso veio reforçar a competitividade e o dinamismo do setor tecnológico chinês.

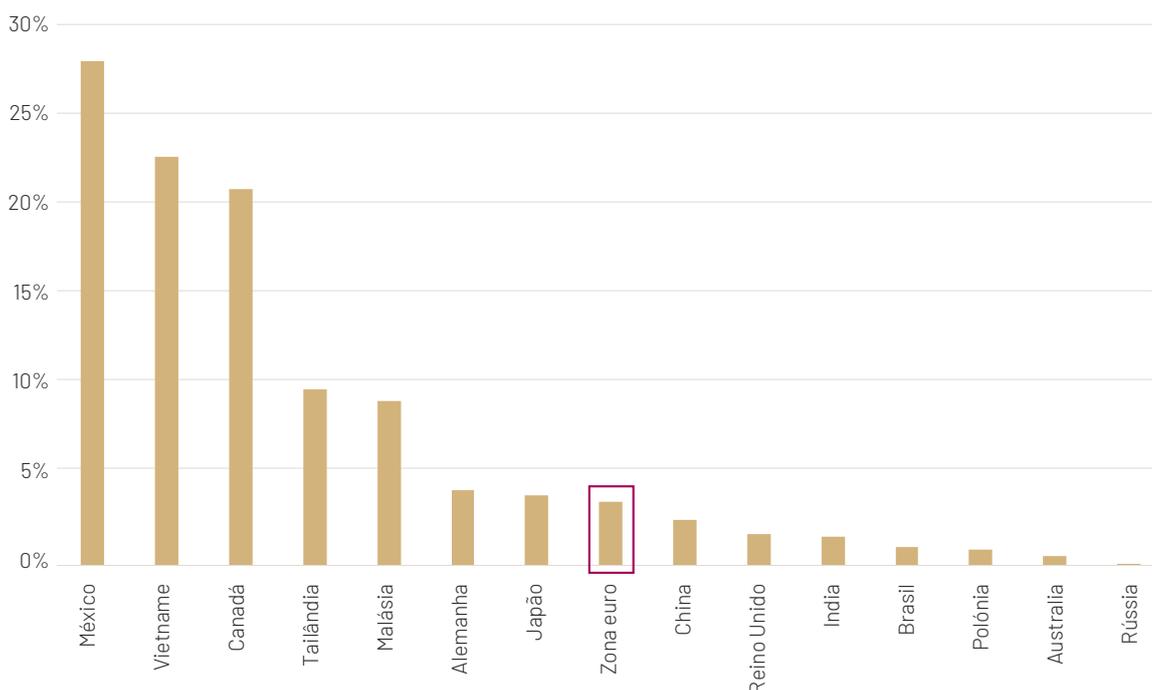
O desempenho das ações asiáticas irá depender das descidas das taxas da Fed e também dos lucros das empresas, atualmente a um bom nível. Apesar de um contexto geopolítico incerto, mantêm-se perspectivas sólidas relativamente à China (sentimento mais positivo dos investidores), à Índia (economia orientada para o consumo interno, logo menos sensível ao comércio mundial) e Singapura (mercado mais defensivo e com elevados dividendos).

ESTILOS DE INVESTIMENTO

O aparecimento da DeepSeek teve um grande impacto nas ações relacionadas com a IA e, de um modo geral, no tema *Growth*, que sofreu uma queda acentuada, com a Nvidia a cair 10% na sessão. Apesar da volatilidade e de algumas dúvidas relativamente às despesas das líderes tecnológicas dos EUA, as ações *Growth* continuam a ser apreciadas pelos investidores. Por outro lado, as ações de Qualidade, nomeadamente nos artigos de luxo e em alguns bens de consumo básico, mostraram-se resistentes durante este episódio. No entanto, esta melhoria foi-se dissipando gradualmente após a publicação de uma série de dados mais comedida.

Além disso, o tema *Value* continua a ter um desempenho superior, especificamente na Europa, sustentado pelas ações Cíclicas, que estão a beneficiar das expectativas de cortes nas taxas do BCE. O setor bancário é o principal motor desta dinâmica, mas a perspetiva de um cessar-fogo na Ucrânia também está a apoiar os setores da construção e dos materiais. Nos EUA, as ações de pequena e média capitalização continuam subvalorizadas relativamente às grandes empresas e continuam a constituir uma alternativa neste tema.

GRÁFICO 3: EXPORTAÇÕES DE BENS² PARA OS ESTADOS UNIDOS, % DO PIB



Fontes: DPAM Quantitative Equity Strategy, Indosuez Wealth Management.

2 - Menos de 4% da produção da zona euro é exportada para os Estados Unidos.



O "TARIFF MAN", O DILEMA DO DÓLAR E A CORRIDA AO OURO



Lucas MERIC
Investment Strategist

No mês passado, salientámos que 2025 seria provavelmente um ano volátil para as divisas. Esta suposição foi rapidamente confirmada pelas primeiras medidas de Donald Trump na Casa Branca, com um desfile ininterrupto de anúncios sobre taxas aduaneiras que continuaram a apoiar o dólar, apesar da já fortíssima recuperação registada desde as eleições, beneficiando ao mesmo tempo o ouro, que continuou a sua irresistível ascensão.



Muitos países
ALTAMENTE
DEPENDENTES
DAS
EXPORTAÇÕES
para os EUA

TRUMP: "THE NOISY ART OF THE DEAL"³

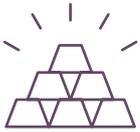
Durante a sua audição perante o Congresso no início de janeiro, o Secretário do Tesouro dos EUA, Scott Bessent, declarou que as taxas aduaneiras devem ser vistas sob três ângulos: 1) correção de práticas comerciais desleais; 2) criação de receitas públicas; 3) instrumento de negociação. Relativamente a este último ponto, os Estados Unidos têm vindo a registar défices comerciais significativos desde há décadas, tornando muitos países altamente dependentes das exportações para este país, as quais representam quase 20% do PIB do Canadá (25%, no caso do México). Neste contexto, as taxas aduaneiras constituem um formidável instrumento de negociação com vista a obter acordos económicos e políticos, sobretudo para um homem de negócios como Donald Trump, cujo livro mais famoso se intitula precisamente "A Arte da Negociação".

Taxas aduaneiras: mais barulho do que outra coisa? Parece ser, de facto, o que indicam os mercados cambiais, com um dólar que, apesar das apreciações temporárias na sequência de alguns anúncios de taxas aduaneiras em janeiro, tem sentido dificuldade em progredir desde então, o que reflete, por um lado, o grande número de fatores positivos já integrados e, por outro, um certo cansaço dos investidores, cujas reações mais comedidas aos anúncios tarifários de Donald Trump nas últimas semanas se traduziram em uma queda da volatilidade das divisas. Embora continuemos a prever que, independentemente de todos os anúncios sobre taxas aduaneiras, a abordagem de Donald Trump em matéria de política comercial deverá permanecer comedida de modo a não desencadear um ressurgimento da inflação, acreditamos que a ameaça de taxas deverá continuar a apoiar o dólar.

De facto, no meio do persistente ruído criado pelas discussões em torno das taxas aduaneiras, parece-nos particularmente pertinente considerar as tendências de longo prazo. O objetivo declarado de Donald Trump é claro: revitalizar a indústria norte-americana. Nesta perspetiva, as taxas aduaneiras constituem um trunfo com várias vertentes. Por um lado, o encorajamento das empresas a produzirem em solo norte-americano, em vez de o fazerem no estrangeiro, em virtude da perda de competitividade das exportações estrangeiras resultante das taxas impostas pelos EUA sobre produtos importados, protegendo, assim, as empresas da concorrência internacional. Por outro lado, as taxas aduaneiras também representam uma fonte adicional de fundos para reduzir o imposto sobre o rendimento coletivo e, assim, atrair as empresas estrangeiras. Donald Trump também vê as taxas aduaneiras como uma forma de reduzir os défices comerciais e tornar a relação das taxas bilaterais mais justa para os EUA.

A única desvantagem desta estratégia é a subida do dólar, que se encontra atualmente a níveis historicamente elevados em termos reais (gráfico 4, página 11), o que constitui um verdadeiro travão para os exportadores norte-americanos. É provável que a reviravolta final nesta estratégia de longo prazo consista em algum tipo de acordo para desvalorizar o dólar norte-americano, como sucedeu em 1985, com o Acordo Plaza, embora na economia mundial atual, mais polarizada do que na década de 1980, tal acordo possa ser mais difícil de obter. Nesta ótica, o espetro das taxas aduaneiras pode voltar a representar uma alavanca de negociação para Donald Trump, tal como a ameaça de retirar a ajuda militar dos EUA a nível internacional.

3 - A ruidosa arte da negociação.



Os
BANCOS
CENTRAIS
compraram
1.000
TONELADAS
DE OURO
em 2024

OURO: "STAIRWAY TO HEAVEN"⁴

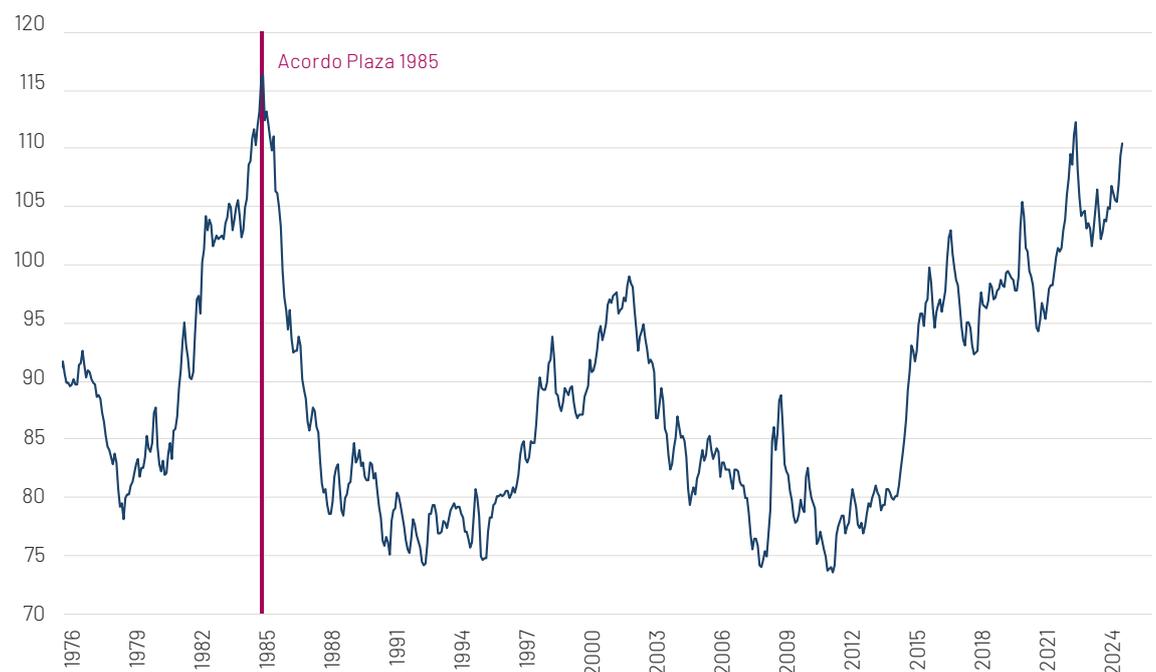
No curto prazo, porém, continuamos a privilegiar o dólar, que também deverá continuar a ser apoiado pela resiliência da economia dos Estados Unidos e pelo facto de representar uma atrativa cobertura contra o risco de medidas mais agressivas por parte de Donald Trump, em termos tanto de taxas aduaneiras como de política fiscal. De um modo mais geral, continuamos a privilegiar as coberturas macroeconómicas. Mais especificamente, embora não estejamos certos de que "tudo o que brilha é ouro", o metal amarelo continua a brilhar, com uma subida ininterrupta de 12% desde a tomada de posse de Donald Trump, sustentado pelos fatores estruturais que descrevemos no nosso [Global Outlook 2025](#) (Um mundo em transformação) e, em particular, pela ainda abundante procura por parte dos bancos centrais, que, em 2024 e pelo terceiro ano consecutivo, adquiriram mais de 1.000 toneladas de ouro.

Entretanto, o Banco Popular da China retomou as suas compras de ouro após uma breve pausa em 2024, ao mesmo tempo que as autoridades chinesas autorizavam as seguradoras nacionais a investir até 1% dos seus ativos em ouro. As fontes de procura do metal amarelo continuam, portanto, mais presentes do que nunca e a renovação das tensões geopolíticas resultantes da postura de

Donald Trump, que combina ameaças aduaneiras e um posicionamento agressivo, apenas serviu para reforçar a atratividade do ouro enquanto ativo de cobertura, isto quando muitos países emergentes procuram já, e desde há vários anos, emancipar-se dos EUA e do dólar. Nas primeiras semanas de 2025, assistiu-se a uma verdadeira corrida ao ouro, que ultrapassou os 2.900 dólares por onça no início de fevereiro. De facto, o receio de que as taxas aduaneiras também possam abranger o ouro levou muitos investidores a fazer grandes importações do metal amarelo para os EUA. Entretanto, os tempos de espera nos levantamentos de ouro no Banco de Inglaterra já não são contados em dias, mas em semanas ou, mesmo, meses. Face a um posicionamento no ouro que aparenta, hoje, ser elevado, este frenesim levanta questões sobre o potencial de valorização deste ativo. No entanto, a combinação de uma procura ainda vigorosa por parte dos bancos centrais, de um contexto geopolítico e económico incerto e da continuação dos cortes nas taxas por parte da Fed deverá continuar a apoiar o metal amarelo. Contudo, o ouro poderá revelar-se mais vulnerável se a dinâmica da inflação nos EUA prejudicar o ciclo de flexibilização monetária ou caso se perspetive um cessar-fogo na Ucrânia. Aliás, tal perspetiva poderia funcionar como um catalisador positivo para o euro, que parece já ter integrado muitas más notícias.

GRÁFICO 4: UM DÓLAR DEMASIADO FORTE, UM PROBLEMA PARA A ESTRATÉGIA DE DONALD TRUMP (100 = 2020)

● Taxa de câmbio efetiva real dos EUA



Fontes: Federal Reserve Economic Data (FRED), Indosuez Wealth Management.

4 - Em português: Escada para o céu.



Daniel SUARDI
Senior Investment Manager

O Capital Privado desempenha um papel fundamental na economia dos Estados Unidos, representando milhares de milhões de dólares de investimento em vários setores. O regresso de Donald Trump à Casa Branca em 2025 poderá ter implicações importantes para o mercado do Capital Privado. Considerando o seu primeiro mandato, as políticas da administração Trump poderão criar oportunidades e desafios para os gestores desta classe de ativos.



A
desregulamentação
tornou algumas
transações de
**CAPITAL
PRIVADO**
mais
**RÁPIDAS E
FLEXÍVEIS**

PRIMEIRO MANDATO DE TRUMP (2017-2021)

De um modo geral, as políticas do primeiro mandato de Trump criaram um ambiente favorável para o Capital Privado. A lei *Tax Cuts and Jobs Act (TCJA)*⁵ de 2017, por exemplo, foi uma das reformas fiscais mais significativas dos EUA nos últimos 30 anos, com implicações significativas para os mercados. Esta lei traduziu-se por uma redução da taxa do imposto sobre o rendimento coletivo, que passou de um sistema progressivo com uma taxa máxima de 35% para uma taxa única de 21%, o que veio melhorar a rentabilidade das empresas detidas por fundos de Capital Privado.

Além disso, o facto de Trump se ter concentrado na desregulamentação de vários setores criou um ambiente mais favorável para as empresas, o que levou, nomeadamente, a transações mais rápidas e mais flexíveis para os gestores de Capital Privado. Isto foi particularmente benéfico para setores como os serviços financeiros, a tecnologia, a energia e a saúde, que são por norma mais regulamentados.

Contudo, a postura protecionista de Donald Trump na área do comércio teve implicações mais díspares para o Capital Privado. A aplicação de taxas aduaneiras sobre importações de parceiros comerciais importantes, como seja a China, perturbou as cadeias de abastecimento mundiais e criou incertezas nos mercados. Embora os investimentos orientados para os EUA tenham aumentado graças aos incentivos fiscais nacionais, as transações transfronteiriças foram prejudicadas devido às tensões comerciais.

AS IMPLICAÇÕES DE TRUMP 2.0

Embora seja demasiado cedo para saber o que será realizado durante o segundo mandato de Donald Trump, muitos intervenientes no mercado partilham certas expectativas. A política fiscal da administração Trump 2.0 deverá continuar a estimular o crescimento económico, nomeadamente através da prorrogação e mesmo da expansão das reduções de impostos para as empresas e para os contribuintes com rendimentos elevados, assim como da prorrogação de certas medidas previstas na *Inflation Reduction Act* (lei de redução da inflação) e do aumento das despesas públicas (em particular, na área das infraestruturas). Estas medidas poderão incentivar o consumo e o investimento, apoiando, assim, a economia dos EUA no seu conjunto.

Donald Trump também sublinhou a sua intenção de dar prioridade à desregulamentação, nomeadamente com a sua recente ordem executiva “10 por 1”⁶ anunciada no início deste ano. Esta desregulamentação poderá ser particularmente benéfica para as pequenas e médias empresas, que representam o maior segmento da classe de ativos do Capital Privado. Além disso, uma eventual flexibilização das medidas *antitrust*, que foram reforçadas durante a administração Biden, poderá contribuir para estimular as fusões e aquisições em muitos setores, envolvendo, nomeadamente, grandes empresas detidas pelo Capital Privado.

A desregulamentação prevista e as políticas pró-empresariais poderão também criar condições favoráveis para as empresas que pretendam ser cotadas em bolsa (Oferta Pública Inicial, OPI). Nos últimos anos, as incertezas e a volatilidade dos mercados, em combinação com cotações baixas ou desajustadas, obrigaram muitas empresas que ponderavam uma OPI a adiar a sua concretização. No entanto, face à dissipação das incertezas eleitorais, estas empresas podem, agora, avançar com mais segurança.

5 - Lei sobre a redução dos impostos e do emprego.

6 - Dez regras suprimidas por cada regulamento promulgado.

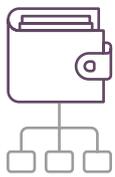


Tal como aconteceu durante o primeiro mandato de Donald Trump, uma reintrodução das taxas aduaneiras poderá ter um impacto negativo na rentabilidade e nas operações das empresas que dependam mais fortemente das cadeias de abastecimento internacionais. Comparativamente à economia no seu conjunto, o Capital Privado, enquanto classe de ativos, está sobreponderado em setores ligados à propriedade intelectual ou aos serviços. Embora algumas empresas apoiadas pelo Capital Privado possam ser afetadas, uma carteira diversificada nesta classe de ativos deverá revelar-se globalmente mais resistente.

No entanto, há preocupações quanto aos potenciais efeitos inflacionistas de algumas das políticas propostas por Trump, como sejam as taxas aduaneiras mais elevadas e a redução da mão de obra de baixo custo devido à restrição da imigração. Mesmo que estes efeitos inflacionistas se concretizem, continuamos confiantes na capacidade dos gestores do Capital Privado para controlar a situação, nomeadamente através de tomadas de controlo no quadro de estratégias de *buy-out*⁷ e de uma gestão ativa das empresas. De uma forma geral, as empresas detidas por fundos de Capital Privado demonstraram capacidade para proteger as suas margens durante o período de inflação pós-COVID.

CONCLUSÃO

Tratando-se de investidores de longo prazo, é importante lembrar que um Presidente, com um mandato de quatro anos e uma escassa maioria no Congresso, só pode influenciar o panorama dos investimentos de forma limitada. As mudanças políticas são mais suscetíveis de acelerar ou abrandar a progressão das grandes tendências do que de as alterar fundamentalmente. Embora as políticas e as consequências da administração Trump 2.0 sejam incertas, continuamos a acreditar que os gestores do Capital Privado têm a capacidade de ajustar as suas estratégias à evolução dos mercados e de tomar medidas rápidas para tirar partido das oportunidades.



**CAPITAL
PRIVADO:**
uma carteira
DIVERSIFICADA
deverá ser mais
RESISTENTE

7 - Aquisição alavancada.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

CENÁRIO DE INVESTIMENTO

- **Crescimento:** o nosso cenário de crescimento mantém-se globalmente inalterado (cerca de +3% em 2025). O crescimento dos EUA deverá manter-se robusto (+2,3%) e acima do seu potencial. Na zona euro, as incertezas permanecem elevadas, afetando as perspetivas económicas, embora tenham sido identificados potenciais catalisadores que poderão conduzir a surpresas positivas. As economias emergentes deverão registar um crescimento semelhante ao de 2024, com sinais de recuperação na China e de gradual normalização da atividade na Índia.
- **Inflação:** embora prossiga nas economias desenvolvidas, a desinflação poderá ser atrasada, nomeadamente no caso dos EUA, pelas medidas aduaneiras da administração Trump, mais agressivas do que se previa. Revemos em alta as nossas previsões de inflação para 2025: 2,7% (+30 pontos base) nos Estados Unidos e 2% (+20 pontos base) na zona euro.
- **Bancos centrais:** depois de, no mês transato, termos ajustado as nossas previsões relativamente à descida das taxas de juro, mantemos inalterado o nosso cenário, antecipando para 2025 dois cortes nas taxas da Fed até uma taxa terminal de 3,5% e cinco cortes nas taxas do BCE até uma taxa terminal de 1,75%. Prevemos que a Fed irá considerar o impacto das taxas aduaneiras na inflação como transitório, isto enquanto as expectativas de inflação a médio prazo permanecerem ancoradas.
- **Resultados das empresas:** embora as previsões de resultados tenham sido recentemente revistas em baixa, o crescimento previsto dos resultados mantém-se sólido (+10% para o MSCI World). Ao mesmo tempo, continuamos a antecipar uma convergência nas taxas de crescimento dos lucros entre as ações tecnológicas e as restantes ações cotadas, o que poderá encorajar um movimento de rotação nos mercados de ações.
- **Ambiente de risco:** mesmo considerando a política comercial de Donald Trump sobretudo como um instrumento de negociação, a introdução efetiva de taxas aduaneiras representa um risco significativo para os mercados, suscetível de

umentar a probabilidade de um choque estagflationista e de alimentar episódios de volatilidade nos mercados de ações e obrigações. Por outro lado, o fim dos conflitos no Médio Oriente e na Europa de Leste seria um fator favorável aos mercados, embora este já tenha sido parcialmente incorporado. A médio prazo, os riscos associados à dívida pública continuam a ser motivo de grande preocupação.

CONVICÇÕES DE ALOCAÇÃO

Ações

- As dinâmicas da inflação e do crescimento, em particular nos Estados Unidos, continuam a ser favoráveis aos ativos de risco e deverão continuar a apoiar os mercados de ações em 2025. No entanto, permanecemos vigilantes quanto aos níveis de cotações registados em alguns segmentos do mercado, especialmente porque a confiança no crescimento dos EUA parece já ter sido amplamente integrada pelos mercados, enquanto as políticas comerciais da administração Trump continuam a ser altamente incertas. Por outras palavras, mantemos uma ligeira sobreponderação nas ações, ao mesmo tempo que conservamos liquidez para garantirmos a nossa reatividade neste ambiente volátil.
- As nossas preferências continuam a recair nas ações dos EUA, que apresentam melhores perspetivas de lucros e um ambiente económico mais favorável. No entanto, acreditamos que o desempenho futuro poderá assentar numa rotação setorial para outros segmentos do mercado (excluindo as ações tecnológicas), nomeadamente para as empresas que beneficiem da IA e para as pequenas e médias capitalizações.
- As ações europeias beneficiaram do reposicionamento de alguns investidores na zona, o que se explica pelas perspetivas de paz na Europa de Leste e pela melhoria das surpresas económicas. Adotamos uma abordagem cautelosa após a forte valorização registada, com vários índices a entrarem numa zona de sobrecompra. A elevada dispersão setorial proporciona oportunidades favoráveis às gestões ativas.



SUBIDA DAS
PREVISÕES
de inflação para
2025



- Mantemos uma exposição positiva relativamente a uma seleção de ações de países asiáticos, onde o potencial de crescimento e as perspetivas de recuperação da China poderão funcionar como um catalisador à escala regional. Os sinais de recuperação económica, as notícias em torno da DeepSeek e a melhoria das relações entre o governo chinês e as empresas tecnológicas poderão favorecer uma continuação da dinâmica ascendente das ações chinesas.

Obrigações

- Desde a nossa última edição, as rendibilidades das obrigações soberanas mantiveram-se praticamente inalteradas. Mantemos a preferência pelo segmento de curto prazo (até 5 anos), cuja rendibilidade ajustada ao risco nos parece continuar a ser a mais atrativa. Embora os pontos de equilíbrio da inflação não apontem para uma mudança das expectativas de inflação a médio prazo, os prazos mais longos permanecem vulneráveis a um aumento dos prémios de prazo, em particular nos Estados Unidos.
- Pensamos que o crédito de qualidade continua a ser o ponto ideal nos mercados obrigacionistas. De facto, apesar dos reduzidos *spreads* de crédito, as rendibilidades permanecem atrativas e não vislumbramos qualquer catalisador imediato para um aumento significativo dos *spreads* na ausência de choques externos. Esta classe de ativos deverá continuar a beneficiar de fluxos de capitais adicionais resultantes da necessidade de reinvestimento dos investidores e de uma potencial realocação dos fundos do mercado monetário, cujas rendibilidades deverão continuar a cair em 2025.

Mercado cambial

- Consideramos que o dólar continua a ser um ativo de cobertura privilegiado e com potencial de apreciação num cenário de práticas aduaneiras mais agressivas. No entanto, acreditamos que o dólar se poderá manter num intervalo estreito, dado que o mercado já integrou plenamente a reavaliação dos cortes nas taxas nos EUA em resposta a uma maior dinâmica de crescimento e a uma maior pressão inflacionista.
- Mantemos uma posição estratégica positiva no ouro, uma vez que os bancos centrais dos países emergentes continuam a acumular reservas do metal amarelo a um ritmo impressionante. Também o contexto macroeconómico, marcado por fortes incertezas políticas e geopolíticas, constitui um grande fator de apoio aos preços do metal precioso.

PRINCIPAIS CONVICÇÕES

	POSTURA TÁTICA (CP)	POSTURA ESTRATÉGICA (LP)
OBRIGAÇÕES		
TÍTULOS PÚBLICOS		
EUR 2 anos	=/+	=/+
EUR 10 anos	=	=/-
EUR periphery	=	=
EUA 2 anos	=/+	=/+
EUA 10 anos	=/-	=/-
CRÉDITO		
Investment grade EUR	=/+	=/+
High yield EUR	=	=
Titulos financeiros EUR	=	=
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD	=	=
DÍVIDA DOS MERCADOS EMERGENTES		
Moedas fortes	=	=/+
Moedas locais	=	=/+
AÇÕES		
ÁREAS GEOGRÁFICAS		
Europa	=/-	=
Estados Unidos	=/+	=/+
Japão	=	=
América Latina	=/-	=
Ásia Excl. China	=/+	=/+
China	=	=
ESTILOS		
Growth	=	=/+
Value	=/+	=
Qualidade	=	=
Cíclico	=/+	=
Defensivo	=/-	=/-
FOREX		
Estados Unidos (USD)	=/+	=
Zona euro (EUR)	=/-	=/-
Suíça (CHF)	=/-	=/-
Japão (JPY)	=	=/+
China (CNY)	=	=
Ouro (XAU)	=/+	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



08 • Monitor de mercado (moedas locais)

VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS



DADOS A 19 DE FEVEREIRO DE 2025

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA	RENDIMENTO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS (PB)	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL (PB)
Títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos	4,53%	-7,82	-3,63
França 10 anos	3,29%	2,30	9,40
Alemanha 10 anos	2,56%	2,70	19,20
Espanha 10 anos	3,18%	2,90	11,90
Suíça 10 anos	0,55%	11,80	21,90
Japão 10 anos	1,43%	23,70	34,30

TÍTULOS	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes (ME)	37,05	0,95%	2,66%
Títulos da Dívida Pública em EUR	209,05	0,26%	-0,08%
High yield em EUR Corporativo	234,36	1,21%	1,36%
High yield em USD Corporativo	367,56	0,45%	1,66%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	317,56	0,53%	0,66%
ME Corporativos	44,94	0,71%	1,25%

MOEDAS	ÚLTIMO SPOT	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
EUR/CHF	0,9428	-0,10%	0,29%
GBP/USD	1,2586	2,19%	0,56%
USD/CHF	0,9046	-0,25%	-0,31%
EUR/USD	1,0423	0,13%	0,67%
USD/JPY	151,47	-3,23%	-3,65%

ÍNDICE DE VOLATILIDADE	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
VIX	15,27	0,17	-2,08

ÍNDICES DE AÇÕES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
S&P 500 (EU)	6.144,15	0,95%	4,46%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.712,53	1,96%	6,60%
STOXX Europe 600	552,10	4,56%	8,76%
Topix	2.767,25	1,10%	-0,63%
MSCI World	3.906,82	1,79%	5,37%
Shanghai SE Composite	3.940,16	3,77%	0,13%
MSCI Emerging Markets	1.136,87	5,04%	5,71%
MSCI Latam (América Latina)	2.105,24	7,29%	13,64%
MSCI EMEA (Europa, Oriente Médio, África)	218,02	3,01%	6,78%
MSCI Asia Ex Japan	738,74	5,21%	4,92%
CAC 40 (França)	8.110,54	3,49%	9,89%
DAX (Alemanha)	22.433,63	5,55%	12,68%
MIB (Itália)	38.348,16	6,96%	12,17%
IBEX (Espanha)	12.929,40	8,81%	11,51%
SMI (Suíça)	12.798,52	4,84%	10,32%

COMMODITIES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Barra de Aço (CNY/Tm)	3.247,00	0,96%	-1,55%
Ouro (USD/Onça)	2.933,39	6,42%	11,77%
Petróleo bruto WTI (USD/Barrel)	72,25	-4,23%	0,74%
Prata (USD/Onça)	33,04	5,17%	13,00%
Cobre (USD/Tm)	9.466,50	2,63%	7,97%
Gás natural (USD/MMBtu)	4,28	8,08%	17,81%

Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
O desempenho passado não garante o desempenho futuro.

RETORNOS MENSAIS SOBRE INVESTIMENTO, EXCLUÍDO DIVIDENDOS

- FTSE100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

NOVEMBRO DE 2024	DEZEMBRO DE 2024	JANEIRO DE 2025	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ACUMULADO ANUAL (19 DE FEVEREIRO DE 2025)
12,37%	25,25%	5,92%	7,29%	13,64%
1,57%	18,17%	4,55%	5,21%	8,76%
1,49%	15,23%	4,02%	5,04%	6,78%
1,10%	14,64%	3,66%	4,56%	6,60%
1,09%	10,30%	3,52%	3,77%	5,71%
0,29%	5,69%	3,48%	3,01%	5,37%
0,17%	4,99%	0,64%	1,96%	4,92%
0,12%	4,78%	-0,27%	1,79%	4,46%
-1,76%	1,93%	-1,71%	1,10%	0,13%
-3,17%	-29,36%	-3,50%	0,95%	-0,63%

MELHOR DESEMPENHO



PIOR DESEMPENHO



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
O desempenho passado não garante o desempenho futuro.



AIE: Agência internacional da energia.

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

Blockchain: Tecnologia de armazenamento e transmissão de informação, sob a forma de uma base de dados que tem a particularidade de ser partilhada simultaneamente com todos os seus utilizadores, e que geralmente não depende de nenhum órgão central.

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

Bottom-up (em inglês, cujo significado é «ascendente»): Análises, ou estratégias de investimento, que se concentram em especificidades e contas corporativas individuais, em oposição à análise *top-down* (descendente) que se concentra em agregados macroeconómicos.

Brent: Um tipo de petróleo bruto doce, frequentemente usado como referência para o preço do petróleo bruto na Europa.

Cíclico: Cíclico é um estilo que se refere a empresas dependentes das mudanças na economia de forma geral. Essas ações representam empresas cujos lucros estarão mais altos quando a economia estiver prosperando.

Defensivo: Defensivo é um estilo que se refere a empresas mais ou menos imunes às alterações das condições económicas.

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.

Duração: 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.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): Refere-se aos lucros gerados antes de quaisquer juros financeiros e impostos serem levados em conta. Pega os lucros e subtrai as despesas operacionais e, portanto, também corresponde a «lucro operacional».

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): O EBITDA leva em conta o lucro líquido e acrescenta juros, impostos e depreciação. Ele é usado para medir a lucratividade operacional de uma empresa antes de despesas não operacionais e encargos não monetários.

Economia de escala: Diminuição do custo unitário de um produto, que uma empresa obtém ao aumentar a quantidade de sua produção.

ESG: Ambiental, social e governamental.

Estagflação: Se refere a uma economia que passa simultaneamente por um aumento da inflação e uma estagnação na 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 do Federal Reserve dos EUA.

Growth: Estilo *Growth* refere-se a empresas com expectativas de crescimento de vendas e de resultados a um ritmo mais acelerado do que a média de mercado. Dessa forma, ações *Growth* geralmente se caracterizam por uma valorização mais alta do que a do conjunto do mercado.

Índice de surpresas económicas: Especifica o nível de desempenho superior dos dados macroeconómicos publicados em relação às expectativas dos previsores (consenso).

Índice dos gerentes de compras: PMI - Purchasing Manager Index em Inglês.

Instrumento de Proteção de Transmissão (TPI, na sigla em inglês): complemento ao conjunto de ferramentas do Eurosistema, que pode ser ativado pelo BCE para combater desenvolvimentos de mercado injustificados e desordenados, caso estes representem uma séria ameaça à transmissão harmoniosa da política monetária em toda a zona euro. O Conselho de governadores do BCE aprovou esse instrumento em 21 de julho de 2022.

IPC (índice de preços ao consumidor): Permite estimar, entre dois dados períodos, a variação do preço médio dos bens e serviços consumidos pelas famílias. É usado como medida de inflação.

IPCC: Sigla em inglês para Painel Intergovernamental de Mudanças Climáticas.

IRENA: Sigla em inglês para Agência Internacional para as Energias renováveis.

ISM: Sigla para Institute for Supply Management (Instituto de Gestão de Suprimentos, em português).

Japanificação da economia: Refere-se à estagnação que a economia japonesa enfrentou nas últimas três décadas, sendo um termo geralmente aplicado em referência ao receio dos economistas de que outros países desenvolvidos sigam o mesmo caminho.

LPA (Earnings per share): Lucro por ação.

Metaverso: Um metaverso (do inglês *metaverse*, contração de *meta* e *universo*, ou seja *meta-universo*) é um mundo virtual fictício. O termo é regularmente usado para descrever uma versão futura da Internet em que espaços virtuais, duradouros e compartilhados são acessíveis por meio de interação 3D.

Mix de políticas (policy-mix): Estratégia económica que um país adota em função da conjuntura e de seus objetivos, que consiste em combinar política monetária e política orçamentária.

OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico.

Oligopólio: Uma situação de oligopólio ocorre quando, em um mercado, há um pequeno número de fornecedores (vendedores) com certo poder de mercado e um grande número de demandantes (clientes).

OMC: Organização Mundial do Comércio.

OPEP: Organização dos Países Exportadores de Petróleo; 14 membros.

OPEP+: OPEP mais 10 países adicionais, a saber, Rússia, México e Caquistão.

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.

Poder de precificação: Expressão que designa a capacidade, de uma empresa ou marca, para aumentar seus preços, sem que isso afete a demanda por seus produtos.

Qualidade: Ações de Qualidade referem-se a empresas com lucros mais altos e mais confiáveis, endividamento baixo e outras medidas de rendimentos estáveis e de forte governança. Características comuns das ações de Qualidade são o alto retorno ao património líquido, a variabilidade da dívida em relação ao património líquido e a variabilidade dos rendimentos.

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

SEC (Securities and Exchange Commission): A SEC é uma agência federal independente com responsabilidade pelo funcionamento ordenado dos mercados de valores mobiliários dos EUA.

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.

SRI: Investimentos Sustentáveis e Responsáveis.

Taxa de swap a termo de cinco anos sobre cinco anos: Métrica de mercado que mede a expectativa de inflação anual média num período de cinco anos a partir de cinco anos no futuro. Dá uma ideia de como as expectativas de inflação podem mudar no futuro.

Uberização: O termo é inspirado no nome da empresa americana Uber, que desenvolve e opera plataformas digitais para conectar motoristas com usuários. Designa um novo modelo de negócio que tira partido das novas tecnologias digitais e que se insere na economia colaborativa ao colocar clientes e prestadores de serviços em contato direto, com um preço de custo reduzido e preços mais baixos.

Value: Estilo *Value* refere-se a empresas que parecem ser negociadas a um preço mais baixo em relação a seus fundamentos. Características comuns das ações *Value* incluem alto rendimento de dividendos, relação baixa de preço sobre o valor patrimonial e relação baixa de preço sobre lucro.

VIX: O índice da volatilidade implícita do índice S&P 500. Mede as expectativas dos operadores de bolsa de 30 dias de volatilidade, com base em opções de índice.

WTI (West Texas Intermediate): Juntamente com o Brent, o WTI é um índice de referência para os preços do petróleo bruto. O WTI é produzido nos Estados Unidos e é uma mistura de vários óleos crus doces.



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 cidadãos, 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 respectivas 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 anônima 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, registrada no Registro 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 anônima 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 Registro 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, site 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 España (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 registrada no Luxemburgo e supervisionada pela entidade reguladora luxemburguesa, Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Endereço: Paseo de la Castellana número 1, 28046 Madrid (Espanha), inscrita no Banco de España sob o número 1545. Inscrito no Registro 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 Registro 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, registrado no Registro Comercial sob o número 0403 212 172, registrado 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, registrada no Register of Banks no. 8097, código tributário e número de registro no Registro de Empresas de Milão, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157.

- **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 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, registrada no Registro de Indústria e Comércio de Mónaco sob o número 56S00341, acreditação: CE/2012-08.

- **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 da 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 cumpriram 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 - Nayef & 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.

© 2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/todos os direitos reservados.

Fotos: Adobe Stock.

Editado a 21.02.2025.

