



MONTHLY HOUSE VIEW

Julho de 2025

Simpósio de Jackson Hole: uma visão de conjunto

• Índice

01• Editorial	P3
SIMPÓSIO DE JACKSON HOLE: UMA VISÃO DE CONJUNTO	
02• Em foco	P4
A SITUAÇÃO DAS NEGOCIAÇÕES INTERNACIONAIS	
03• Macroeconomia	P6
RESILIÊNCIA	
04• Obrigações	P8
A DÍVIDA PÚBLICA DOS EUA É SUSTENTÁVEL?	
05• Ações	P10
UMA RECUPERAÇÃO ESPETACULAR ANTES DE UM VERÃO INCERTO	
06• Forex	P12
E POR ALGUNS DÓLARES A MENOS	
07• Asset allocation	P14
CENÁRIO DE INVESTIMENTO E CONVICÇÕES DE ALOCAÇÃO	
08• Monitor de mercado	P16
VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS	
09• Glossário	P17
Termo de responsabilidade	P18



SIMPÓSIO DE JACKSON HOLE: UMA VISÃO DE CONJUNTO



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Estimada leitora, estimado leitor,

Com a aproximação do verão, somos muitos a desejar fazer uma pausa após uma primeira metade do ano agitada. Entretanto, os banqueiros centrais continuarão a trabalhar. Todos os anos, a Reserva Federal (Fed) de Kansas City organiza um simpósio em Jackson Hole, no estado do Wyoming, que se tornou num dos acontecimentos mais emblemáticos do mundo para os atores da política monetária. Num contexto mundial incerto, este evento assume uma importância acrescida. Enquanto garantes da estabilidade, os bancos centrais dão-nos uma perspectiva macroeconómica essencial, preservando simultaneamente a sua independência.

Por ocasião de uma visita particular a Jackson Hole, fiquei impressionado com a beleza do local. A escolha do mesmo é fácil de justificar, já que permite debates aprofundados e ao abrigo de todas as distrações. A primeira edição, em 1982, foi inspirada na paixão de Paul Volcker pela pesca com mosca. Este ano, estarão presentes 120 participantes escolhidos a dedo, nomeadamente investigadores académicos, banqueiros centrais e alguns jornalistas.

O DILEMA DOS BANCOS CENTRAIS

O simpósio deste ano tem lugar num momento em que os bancos centrais, embora enfrentando desafios específicos, partilham preocupações semelhantes.

Fed: “Baixar ou não baixar as taxas?” A inflação continua a ser um risco, mas, para já, os efeitos das taxas aduaneiras ainda não se materializaram. De facto, o valor da inflação em maio ficou, pelo quarto mês consecutivo, abaixo das expectativas. Também os défices orçamentais e o seu impacto nos mercados obrigacionistas estarão no centro dos debates.

Banco do Japão: “Subir ou não subir as taxas?”

No Japão, a inflação está muito acima do seu nível alvo, mas são agora menores as expectativas de uma subida das taxas. A política monetária de aperto quantitativo iniciada no último verão está a ser posta à prova, uma vez que o Banco do Japão se confronta com a maior inclinação da curva de rendimentos de todas as economias desenvolvidas. Assim, poderá ter de recorrer de novo a uma flexibilização quantitativa, embora de forma seletiva no segmento longo da curva, de modo a estabilizar o seu mercado obrigacionista.

BCE: “Baixar as taxas, mas até que ponto?” É Christine Lagarde quem participa neste simpósio numa posição mais favorável. O Banco Central

Europeu (BCE), que foi o primeiro a baixar as suas taxas, em junho de 2024, reduziu-as para metade no espaço de um ano. A inflação está sob controlo, os *spreads* das obrigações periféricas diminuíram e os mercados obrigacionistas estão estáveis. É concebível uma última descida depois do verão, seguida de um longo período de pausa.

O DILEMA DOS INVESTIDORES

A economia dos Estados Unidos continua a revelar uma resiliência notável, isto apesar de um cenário político agitado e das tensões associadas às taxas aduaneiras. A inflação mantém-se estável, o consumo das famílias resiste e o mercado de trabalho não dá grandes sinais de fraqueza. Estaremos à beira de um verão do tipo “*Goldilocks*”, com uma economia nem demasiado quente nem demasiado fria?

Embora, em abril, o nosso cenário económico recomendasse prudência, parece, agora, que o pior terá sido evitado. Apesar de não prevermos uma reaceleração acentuada, recomendamos uma posição de abertura face às oportunidades. Neste verão, a volatilidade dos mercados poderá ser reavivada por uma série de eventos, motivo pelo qual estaremos atentos para, quando chegar o momento, reposicionar as nossas carteiras. À escala mundial, a prudência continua a ser de regra, conforme demonstra a baixa exposição aos ativos de risco. No entanto, os investidores particulares, as empresas, através das recompras de ações, e os *hedge funds* estão a aumentar gradualmente o seu apetite pelo risco, especialmente desde a recuperação de abril. Os investidores institucionais, mais lentos a reagir, poderão reorientar as suas carteiras para as ações nos próximos meses.

Por último, é a evolução do dólar americano que merece uma atenção especial. Enquanto as ações norte-americanas se aproximam de máximos históricos, o dólar continua a enfraquecer. Esta tendência, cada vez mais visível, está a levar os investidores internacionais, entre os quais nos contamos, a cobrir a sua exposição ao dólar. Dados recentes apontam para um aumento acentuado das estratégias de cobertura dos ativos norte-americanos, o que reflete uma nova perceção do dólar. Não se trata de uma fuga maciça, mas, antes, de um reequilíbrio sensato. Por este motivo, mantemos uma postura prudente face ao dólar. Como sempre, continuamos vigilantes face à complexidade do ambiente atual, visando manter as nossas estratégias em sintonia com as dinâmicas dos mercados.

Desejo-lhe uma excelente leitura e um ótimo verão.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Após a guerra comercial lançada pelos Estados Unidos com as taxas aduaneiras, a administração Trump centrou as suas atenções em mais de 200 acordos comerciais bilaterais. No entanto, os EUA representam apenas cerca de 10% do comércio mundial. Portanto, o que se passa com o resto do mundo? Enquanto Washington privilegia as negociações bilaterais, a economia mundial vai-se adaptando, com novas alianças regionais, cadeias de abastecimento alternativas e políticas de compensação.



Os
EUA
representam
apenas cerca de
10%
DO COMÉRCIO
MUNDIAL

O CUSTO DE UM “RENASCIMENTO INDUSTRIAL” NORTE-AMERICANO

Conforme salienta a Organização Mundial do Comércio (OMC), as taxas aduaneiras não servem apenas para gerar receitas, têm frequentemente efeitos secundários inesperados. A estratégia norte-americana de incentivar a indústria nacional através de taxas aduaneiras abrandou o crescimento e aumentou os custos de produção, envolvendo também o risco de desvio da mão de obra para setores de menor produtividade. É verdade que um dólar mais fraco apoia as exportações, mas os progressos comerciais são mínimos. Mais de 200 acordos ainda estão pendentes, sendo um acordo simbólico com o Reino Unido o único êxito notável.

A China está a utilizar a sua posição dominante no setor das terras raras (70% da produção mundial) como um trunfo nas negociações. Trump afirma que as taxas aduaneiras sobre os produtos chineses vão baixar de 145% para 55%. A Índia, cada vez mais recetiva na sequência de progressos conjuntos, está a avançar para um acordo provisório em julho. A Europa, por outro lado, foi relegada para o “último lugar” das prioridades comerciais dos EUA, atrás do Japão. Sujeita a uma taxa temporária de 10%, insiste num acordo global, recusando uma solução parcial. Por último, o Acordo Canadá-EUA-México (AEUMC) deverá ser renovado em julho de 2026, embora o México solicite uma revisão antecipada em setembro de 2025.

RESTAURAR A GRANDEZA DA EUROPA?

A União Europeia (UE) confronta-se com as punitivas taxas aduaneiras dos EUA (em especial sobre os automóveis e o aço) e com os efeitos da dissociação sino-americana, mas resiste.

As autoridades europeias apostam nos estímulos orçamentais, na procura interna e no reforço do mercado único (gráfico 1, página 5). Segundo o relatório de Mario Draghi sobre a competitividade da UE, os principais obstáculos ao comércio europeu são internos. As barreiras não tarifárias (burocracia e divergências regulamentares) geram custos adicionais equivalentes a 45% de taxas aduaneiras sobre os produtos manufaturados (e até 110% sobre os serviços), sendo, portanto, muito mais elevadas do que as taxas aduaneiras recentemente aplicadas pelos EUA.

Em 2025, a UE assinou vários acordos importantes, nomeadamente o “Reset” com o Reino Unido, em maio. Os pontos fundamentais incluem projetos conjuntos de defesa, o acesso mútuo à energia elétrica, a harmonização das normas sanitárias e, sobretudo, o pleno acesso recíproco às zonas marítimas exclusivas, uma importante concessão política.

Estão em curso outros acordos, nomeadamente um acordo de comércio livre com a Índia, previsto para até ao final de 2025 (depois de Nova Deli ter celebrado o seu acordo com Londres, em maio), e o acordo UE-Mercosul (Brasil, Argentina, Uruguai, Paraguai e Bolívia) celebrado no final de 2024, mas que aguarda ratificação. Este último acordo visa criar uma das maiores zonas de comércio livre do mundo (cerca de 20% do produto interno bruto mundial) e eliminar mais de 90% das taxas aduaneiras na área abrangida, contrabalançando as tendências protecionistas. Em resumo, o acordo com o Reino Unido tem o maior valor económico, o acordo com a Índia proporciona uma vantagem estratégica (nomeadamente em matéria de serviços digitais), enquanto o acordo com o Mercosul suscita tensões a nível ambiental.



ÁSIA: A UNIDADE COMO UM ESCUDO

A Ásia faz uma frente comum face às taxas aduaneiras dos EUA. Embora as taxas variem (49% para o Camboja, 10% para Singapura), a Associação das Nações do Sudeste Asiático (ASEAN), na sua cimeira de Kuala Lumpur, apelou a um diálogo direto com Trump. Esta resiliência regional assenta em dois pilares, designadamente o RCEP (acordo intra-asiático, sem a Índia), celebrado em 2020, e o CPTPP (acordo transpacífico, sem os EUA) celebrado em 2018. Em conjunto, estes acordos protegem parcialmente a região dos choques externos.

A China também está a reforçar a sua posição na Ásia... e não só. Atualmente, é o principal parceiro comercial da maioria dos países da América Latina e um dos seus principais credores. As trocas comerciais entre a China e a América Latina cresceram cerca de 10% desde 2021, representando, neste momento, 8% do comércio externo da China. Esta estratégia aumenta a influência económica de Pequim e constitui uma alternativa credível à ordem comercial centrada nos EUA. A China também se impõe em África. Em junho, anunciou a abolição total das taxas aduaneiras sobre as exportações de 53 países africanos.

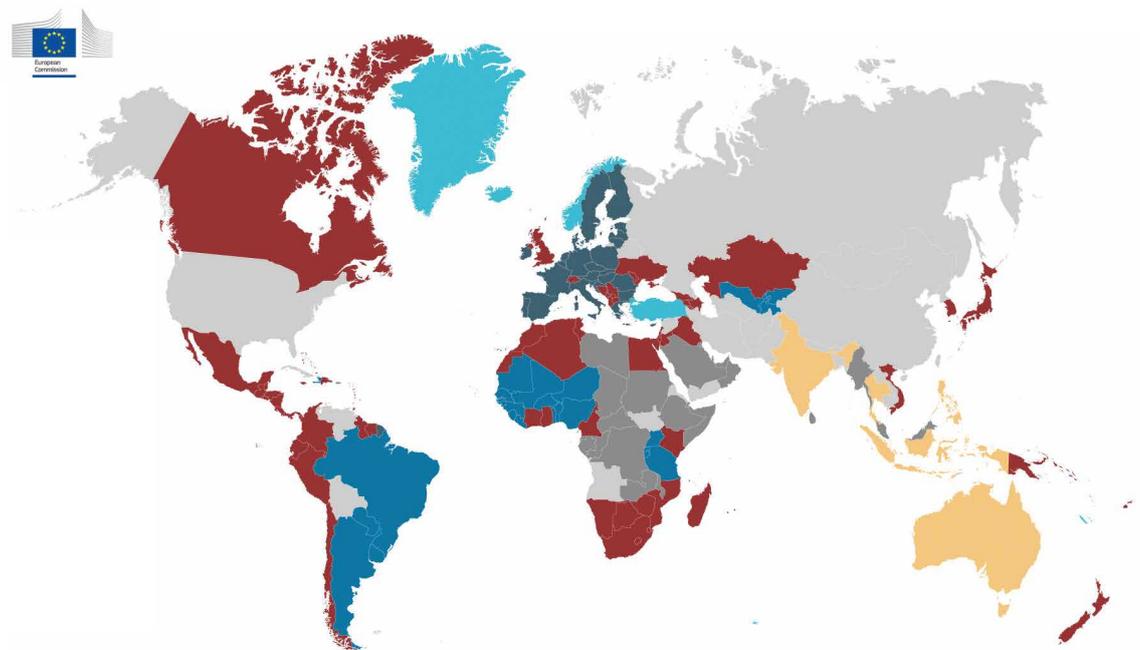
AMÉRICA LATINA: A VIA DA DIVERSIFICAÇÃO

Apanhada entre potências rivais, a América Latina optou por uma estratégia de não-alinhamento. O Brasil é um bom exemplo desta abordagem. Embora a China seja o seu principal parceiro (e considerado mais fiável desde a viragem protecionista dos EUA), o governo de Lula continua empenhado tanto em Washington como em Bruxelas. Esta estratégia é semelhante à da Índia, que participa nos grandes fóruns sem nunca se alinhar totalmente (aliás, recusou-se a aderir ao RCEP, em 2019).

Ao diversificar as suas alianças e ao evitar dependências, a América Latina procura preservar a sua margem de manobra. No entanto, esta estratégia não a protege de todas as repercussões da política de Trump. De facto, a economia mexicana deverá entrar em recessão em 2025, com o Fundo Monetário Internacional (FMI) a rever as suas previsões de crescimento de +1,4% para -0,3%.

GRÁFICO 1: ACORDOS COMERCIAIS DA UE EM 2025

- União Europeia (UE)
- União Aduaneira, EEE e PTU*
- Em vigor**
- Adoção/Ratificação em curso**
- Em negociação**
- Pendente**
- Sem acordo**



* Espaço Económico Europeu (EEE) / Países e Territórios Ultramarinos (PTU).

** Acordo de Comércio Livre (ACL), Acordo de Comércio Livre Abrangente e Aprofundado (ACLAA), Acordo de Parceria e Cooperação Reforçado (APCR), Acordo de Parceria e Cooperação com tratamento preferencial (APC).

+ Os acordos com a Tunísia e a África Oriental e Austral estão, neste momento, em vias de atualização. O acordo atualizado com o Chile está em vias de ratificação. O ACLAA com a Geórgia não se aplica à Ossétia do Sul e à Abcásia.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

As nossas previsões de crescimento acima do consenso refletem a nossa convicção de que as taxas aduaneiras não são os únicos fatores condicionantes da atividade, já que as economias ocidentais estão a enfrentar as turbulências comerciais a partir de posições relativamente sólidas. No entanto, é provável que se registre um abrandamento até ao final do corrente ano.

EUA: CRESCIMENTO ROBUSTO APESAR DAS DIFICULDADES

Depois de um primeiro trimestre difícil, marcado por um declínio do comércio líquido, o segundo trimestre aparenta ser mais dinâmico. O crescimento do produto interno bruto (PIB) foi revisto em alta para uma taxa anualizada de 3% (de -0,2% no primeiro trimestre), e a nossa previsão para 2025 é agora de 1,7%, logo acima do consenso. Esta revisão traduz perspectivas de crescimento mais equilibradas, como resultado da trégua comercial entre EUA e China, das contestações legais à política aduaneira de Trump e dos potenciais estímulos orçamentais previstos.

O mercado de trabalho continua sólido, embora dê sinais de abrandamento. Em maio, a taxa de desemprego manteve-se nos 4,2%, em paralelo com um crescimento sustentado dos salários (3,9%), o que apoia o consumo. Em maio, as vendas a retalho caíram 0,9%, mas, se excluídos os automóveis e os combustíveis (penalizados pela inversão das compras dos meses anteriores em antecipação das taxas aduaneiras), as vendas de consumo básico cresceram 0,4%, em comparação com -0,1% em abril.

As taxas aduaneiras continuam a ser um fator-chave. O seu impacto na inflação oficial continua a ser moderado (2,4% em variação homóloga, em maio), mas, segundo um inquérito da Reserva Federal (Fed) de Nova Iorque, muitas empresas aumentaram os seus preços, inclusivamente de produtos não afetados pelas taxas. O impacto inflacionista total é retardado pelo reforço dos stocks em antecipação das taxas e por uma compressão das margens, mas deverá materializar-se até julho de 2025. As previsões de inflação a um ano registaram um aumento acentuado, mas permanecem estáveis a mais longo prazo.

Prevê-se que a Fed reduza as suas taxas para 4% até ao final de 2025 e, depois, para 3,5% em 2026. Além disso, a estratégia aduaneira de Trump deparou-se com um obstáculo de natureza jurídica: um tribunal federal a deliberar que algumas medidas são ilegais. Embora as taxas permaneçam em vigor enquanto se aguarda o resultado do procedimento judicial, esta incerteza ilustra os limites do poder executivo. A guerra comercial deverá abrandar gradualmente, com a taxa média sobre as importações dos EUA a estabilizar perto dos 15%.

ZONA EURO: OTIMISMO PRUDENTE

A economia da zona euro registou um crescimento de 0,6% no primeiro trimestre de 2025, o dobro do inicialmente previsto. Este crescimento foi liderado pela Irlanda (+9,7%), seguida da Espanha (+0,6%) e da Alemanha (+0,4%). O investimento fixo registou um aumento de 1,8%, sustentado pelas aquisições de equipamentos em antecipação das novas taxas aduaneiras, pela descida das taxas do BCE e por uma recuperação do investimento no setor imobiliário.

Enquanto o setor dos serviços regista um abrandamento, a confiança aumenta no setor industrial, refletindo uma melhor utilização das capacidades e um acesso mais fácil ao crédito. No entanto, as incertezas na frente comercial poderão penalizar o investimento e a produção. O PIB poderá perder a sua resiliência a partir do segundo trimestre, mas já não antecipamos uma recessão na segunda metade do ano.



1,8%
de investimento
fixo na
ZONA EURO
NO T1



As pressões inflacionistas estão a atenuar-se graças a um euro mais forte, à moderação dos preços na produção e a um menor risco de retaliações aduaneiras. Segundo o índice do BCE, o crescimento dos salários deverá cair para 1,7% até ao final de 2025, em comparação com 5,4% no ano transato. Neste contexto, o BCE reduziu as taxas para 2% em junho e os mercados estão a antecipar uma nova descida para 1,75% até dezembro, uma previsão que partilhamos.

França manteve um crescimento moderado, que foi sustentado pelo consumo das famílias, assim como pela atualização da indexação das pensões de reforma e pelos elevados rendimentos financeiros. Na Alemanha, acabam de ser anunciadas novas medidas orçamentais, incluindo um "incentivo ao investimento" baseado numa amortização acelerada (até 75%, no caso dos veículos elétricos, a partir de 30 de junho). Outras medidas incluem uma redução do IVA no setor da restauração e uma descida dos impostos sobre a energia elétrica. Segundo o Instituto Alemão de Economia, estas medidas traduzir-se-ão por um alívio fiscal líquido de 12 mil milhões de euros (0,26% do PIB) para as famílias e para as empresas.

MERCADOS EMERGENTES: DINÂMICAS DIVERGENTES

Na China, o crescimento abrandou para 1,2% no primeiro trimestre de 2025 (após 1,6% no quarto trimestre de 2024). As autoridades intensificaram as suas medidas de apoio à procura interna. Em maio, as vendas a retalho surpreenderam pela positiva (+6,4% em variação homóloga), o mesmo acontecendo com a produção industrial (+5,8%). A desinflação persiste, com uma queda de 0,1% nos preços no consumidor e de 3,3% nos preços na produção.

A Índia está a emergir como a locomotiva das economias emergentes. O PIB indiano registou um aumento anual de 7,4% no primeiro trimestre de 2025, valor muito acima das expectativas. A Índia está prestes a ultrapassar o Japão e a tornar-se a quarta maior economia do mundo.

As tensões no Médio Oriente fizeram subir os preços do petróleo para mais de 70 dólares por barril. Se os preços atingirem o nível de 90-100 dólares, a inflação dos EUA poderá ficar sob pressão. Na Europa, o efeito seria atenuado pelos impostos mais elevados sobre os combustíveis, o que faz subir o limiar crítico para cerca de 100 dólares. Contudo, os aumentos de produção planeados pela OPEP+ deverão limitar este aumento.

QUADRO 1: PREVISÕES MACROECONÓMICAS 2024-2026, %

● Previsões em baixa desde a última edição

● Previsões em alta desde a última edição

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Sam VEREECKE
CIO Fixed Income, DPAM

Os Estados Unidos, como muitos outros países, têm uma grande dívida pública. Esta dívida é essencialmente financiada através da emissão de Títulos do Tesouro, que incluem Bilhetes do Tesouro (curto prazo), Notas do Tesouro (médio prazo) e Obrigações do Tesouro (longo prazo). Os investidores incluem os particulares, as empresas, os fundos de pensões, a Fed e governos de outros países. De um modo geral, estes títulos são designados por títulos de dívida pública.



A
DÍVIDA PÚBLICA
AMERICANA
ascende a
98,1%
do PIB

Atualmente, o montante total da dívida pública dos EUA aproxima-se dos 28,9 biliões de dólares, ou seja, 98,1% do PIB do país (um bilião equivale a um milhão de milhões).

Por outro lado, o governo dos EUA também emite obrigações intragovernamentais relacionadas com a Segurança Social e o Medicare. Estas obrigações representam cerca de 7,3 biliões de dólares, ou seja, 24,6% do PIB. Enquanto investidores, estamos mais interessados na dívida pública, que tem de ser permanentemente refinanciada. A dívida total, incluindo a dívida pública e a dívida intragovernamental, é, portanto, de 36,2 biliões de dólares, ou seja, 122,7% do PIB. A título de comparação, a dívida da Alemanha situa-se em 63%, a da França em 113% e a do Japão em cerca de 250% do PIB.

De um ponto de vista económico, um nível moderado de dívida pública permite uma política orçamental “contra-cíclica”, ou seja, quando a economia enfraquece, o governo pode contrair empréstimos para apoiar a atividade. Os investidores mostram-se muitas vezes dispostos a comprar estas obrigações por as considerarem seguras, especialmente durante períodos de abrandamento económico.

No entanto, a persistência de níveis elevados de dívida pública (rácios elevados dívida/PIB) suscita preocupações quanto à sua sustentabilidade, uma vez que estas obrigações passam a ser consideradas menos seguras. A crescente hesitação dos investidores pode dificultar a colocação dos títulos de dívida ou traduzir-se por custos com juros mais elevados.

Daqui pode resultar uma espiral de endividamento, em que o pagamento de mais juros exige a colocação de mais dívida e, conseqüentemente, taxas de juro ainda mais elevadas. Em última análise, esta situação pode condicionar o governo e limitar a sua flexibilidade política (conforme aconteceu durante a crise da zona euro).

A dívida pública dos EUA encontra-se em níveis elevados? O debate foi reacendido com a “*One Big Beautiful Bill Act*” (A Grande e Bela Lei) de Trump, aprovada pela Câmara dos Representantes em 22 de maio de 2025. De acordo com as estimativas do Gabinete de Orçamento do Congresso (CBO), esta lei aumentaria o défice dos EUA em 3 biliões de dólares ao longo da próxima década. Análises independentes antecipam um aumento ainda maior.

Com base nas políticas atuais, a dívida pública, que ascende atualmente a 98,1% do PIB, atingiria 117,1% no decurso da próxima década. Com a nova lei, e utilizando as projeções do défice acima referidas, o CBO estima que a dívida pública atingirá 123,8% em 2034. Partindo do princípio de que a dívida intragovernamental não aumentará substancialmente até essa data, a dívida total poderá ultrapassar os 150% em 2034.

A questão fundamental reside em saber se os EUA estão a entrar numa espiral de dívida. Não é o caso atualmente, muito pelo contrário. As taxas de juro não mostram tendência para subir. O gráfico 2 (página 9) mostra que a rentabilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos flutuou ao longo dos últimos dois anos, sem uma clara tendência ascendente. Na verdade, é, neste momento, mais baixa do que no início de 2025. Estas flutuações das taxas de juro refletem, sobretudo, alterações nas expectativas de crescimento e de inflação e não uma deterioração da sustentabilidade da dívida.



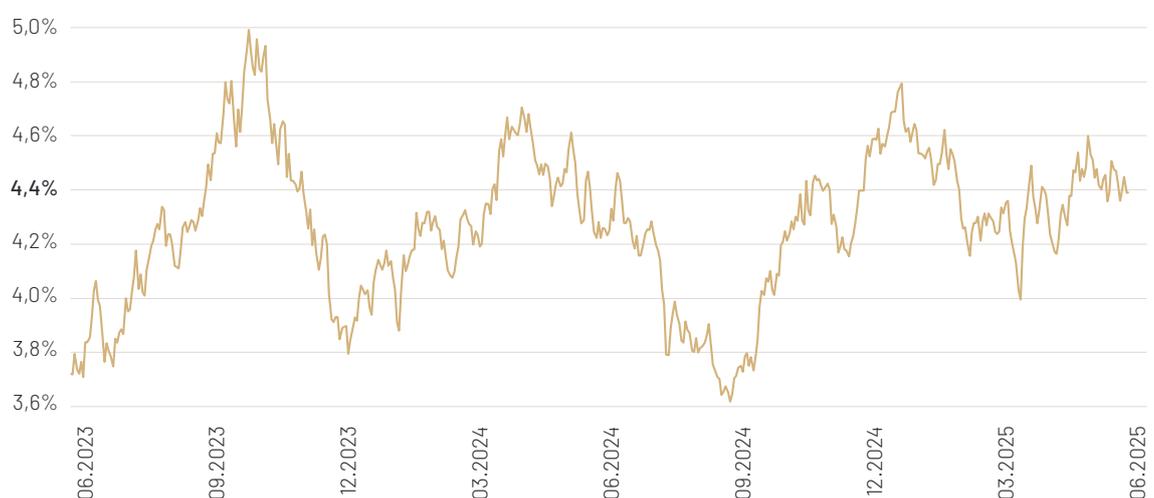
Atualmente, os investidores podem obter uma rentabilidade de 4,4% (em 18 de junho de 2025) naquele que é, sem dúvida, um dos investimentos mais seguros e líquidos disponíveis. Em 2020, as taxas situavam-se abaixo de 1%, o que torna as obrigações atuais muito mais atrativas. Os níveis atuais das taxas de juro estão a atrair mais investidores. O risco de uma espiral da dívida é limitado, na medida em que mais investidores entram neste mercado quando as rentabilidades são mais elevadas. Além disso, sendo uma das maiores classes de ativos do mundo, a dívida dos EUA continua a ser o ativo de referência para muitos investidores institucionais, incluindo bancos centrais de todo o mundo. Contudo, as recentes incertezas suscitadas pelas políticas dos EUA têm vindo a corroer o seu estatuto de “ativo de reserva”.

Há também outros aspetos a considerar. Recentemente, a sustentabilidade da dívida dos EUA tem sido objeto de uma grande cobertura mediática, pelo que muitos investidores continuam subinvestidos. Este tipo de subinvestimento estrutural desencadeia frequentemente subidas quando os investidores regressam após um período de afastamento. Por outro lado, o Tesouro dos EUA poderia emitir menos Obrigações do Tesouro (longo prazo), que são mais difíceis de colocar no mercado. No entanto, a dívida a mais curto prazo tem de ser refinanciada com maior frequência.

A médio prazo, poderão surgir outras dinâmicas. Se a deterioração orçamental se mantiver, os “vigilantes das obrigações” poderão pressionar o governo, aumentando as taxas dos Bilhetes do Tesouro, e obrigando Washington a reduzir o défice. Esta seria uma forma mais dolorosa de restabelecer a sustentabilidade da dívida. Existem outras ferramentas, mas preferíamos que não fossem utilizadas. A Fed poderia retomar a compra de Obrigações do Tesouro, como foi o caso na última década. Em alternativa, a administração dos EUA poderia obrigar entidades como os bancos, as seguradoras ou os fundos de pensões a comprar mais obrigações. Trata-se de opções indesejáveis porque equivalem a uma repressão financeira e conduzem a uma má alocação dos capitais.

Em conclusão, a sustentabilidade da dívida é um grande motivo de preocupação e merece um debate sério, tanto nos EUA como noutros países. E a via mais prudente continua a ser a disciplina orçamental. Os níveis de rentabilidade atuais tornam as obrigações atrativas, mas muitos investidores continuam prudentes. Se necessário, existem instrumentos menos desejáveis para estabilizar os mercados, mas, para já, ainda não chegámos a esse ponto. Para muitos investidores, a questão fundamental reside em saber qual é o nível de rentabilidade alvo para comprar mais dívida pública.

GRÁFICO 2: RENDIMENTO DE UMA OBRIGAÇÃO DO TESOURO A 10 ANOS, %



Fontes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



UMA RECUPERAÇÃO ESPETACULAR ANTES DE UM VERÃO INCERTO



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Os mercados acionistas eliminaram a correção da primavera, impulsionados pela estabilização dos dados macroeconómicos e por um sentimento de mercado agora mais otimista, graças, em particular, ao abrandamento temporário das tensões na frente comercial. No entanto, com a aproximação do verão, a falta de visibilidade política e o recrudesimento das tensões no Médio Oriente poderão intensificar a volatilidade num mercado por vezes marcado por volumes de transações mais baixos.

EUROPA

A Europa está a beneficiar de um melhor ambiente estrutural, de uma política monetária mais acomodaticia (previsões de flexibilização por parte do BCE), de grandes planos de estímulo orçamentais e de um nível de cotações ainda atrativo, particularmente em relação aos Estados Unidos.

Condições financeiras mais favoráveis, associadas a um forte e assumido empenho político na soberania europeia, deverão beneficiar as empresas europeias.

As pequenas e médias capitalizações atravessaram o mais longo período de pior desempenho relativo em 25 anos, penalizadas que foram pela inflação, pela guerra na Ucrânia, pela desorganização das cadeias de abastecimento e pela debilidade do motor alemão.

A combinação de um apoio orçamental equivalente ao Plano Marshall (quase 1 bilião de euros em 10 anos) e as reduções de impostos previstas a partir de 2028 são agora catalisadores significativos para este segmento.

Além disso, o posicionamento nas ações europeias, em especial nas pequenas capitalizações é, ainda, limitado, isto quando o risco de recessão vai diminuindo e a atividade de fusões e aquisições começa a aumentar. O crescimento dos lucros das pequenas empresas também deverá aumentar em 2026 (+14,5%), ou seja, quase o dobro do crescimento previsto para as grandes capitalizações (gráfico 3). Num contexto geopolítico incerto, este segmento beneficia, neste momento, de fatores de apoio mais estruturais no médio prazo, juntamente com um atrativo potencial de revalorização.

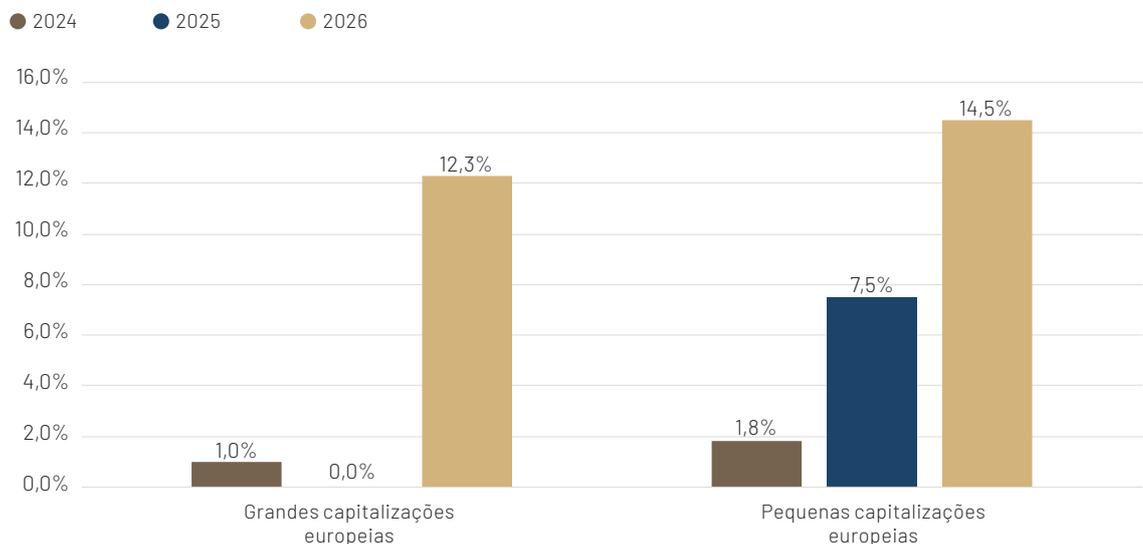


Pequenas capitalizações europeias:

+14,5%

de crescimento dos lucros em 2026

GRÁFICO 3: CRESCIMENTO DOS LUCROS POR AÇÃO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS EUROPEIAS, %



Fontes: DPAM, Bloomberg dados a 03.06.2025, Indosuez Wealth Management.



ESTADOS UNIDOS

Desde meados de abril, os mercados norte-americanos registaram uma recuperação meteórica, impulsionada, em particular, pelo que os analistas apelidaram de "TACO Trade"¹, ou seja, a ideia de que Donald Trump acaba, muitas vezes, por voltar atrás nas suas ameaças. Esta ideia reavivou o otimismo dos investidores, apesar das persistentes incertezas geopolíticas e comerciais.

A subida dos mercados também foi impulsionada pelos sólidos resultados das empresas, em particular no setor tecnológico, e pelo apoio implícito ao projeto de lei "*One Big Beautiful Bill*" (Grande e Bela Lei), embora este ainda tenha de ser aprovado pelo Congresso. Este projeto de lei propõe uma redução dos impostos para as empresas e um aumento substancial das despesas militares e em infraestruturas, o que deverá beneficiar o setor industrial e as empresas domésticas dos EUA.

No entanto, persiste um cenário de grandes tensões políticas. Embora Trump tenha suspenso recentemente algumas taxas aduaneiras, estas permanecem a um nível global historicamente elevado, o que representa um risco de estagflação para os EUA.

Por último, as publicações dos resultados das empresas relativos ao primeiro trimestre excederam as expectativas (mais 12% em variação homóloga anual), mas as perspetivas ainda são cautelosas e prosseguem as revisões em baixa dos lucros por ação. Ao nível de 22 vezes os lucros futuros no índice S&P 500, as valorizações permanecem elevadas em comparação com as médias históricas.

ÁSIA

Os mercados emergentes beneficiaram da queda do dólar e da revisão das expectativas quanto à política monetária da Fed. A Ásia, excluindo a China, continua a ser atrativa em termos de perspetivas económicas e de níveis de valorização, em especial no caso da Índia, que exhibe fundamentais mais sólidos e um crescimento mais previsível.

Na China, apesar da recente recuperação das ações, persistem incertezas na frente aduaneira, ao mesmo tempo que se continua a aguardar pelas medidas de relançamento económico, o que limita a sustentabilidade da recuperação no curto prazo.

O Japão, por seu lado, continua muito sensível à conjuntura comercial mundial. A valorização do iene, na sequência de uma postura mais cautelosa por parte do Banco do Japão, está a penalizar as empresas exportadoras. Contudo, as valorizações regressaram a níveis atrativos, nomeadamente no setor bancário, o que poderá estimular o mercado.

ESTILOS DE INVESTIMENTO

O retorno da prudência estival costuma traduzir-se num aumento da volatilidade durante esta estação, o que poderá recuperar a atratividade do estilo Qualidade e das ações defensivas, em especial após a notável recuperação das ações *Growth* norte-americanas. Apesar de as previsões de lucros se revelarem mais resistentes nas ações *Growth*, o estilo *Value* continua a beneficiar do ciclo de normalização das políticas monetárias e de um maior apoio orçamental na Europa. As ações defensivas, que tiveram um pior desempenho durante a recuperação, podem voltar a ser atrativas se as taxas de longo prazo subirem pelas razões erradas (indisciplina fiscal) ou se a atividade económica voltar a abrandar.

Em resumo, o verão poderá oferecer oportunidades aos investidores em ações.

1 - TACO: *Trump Always Chickens Out*, em português: Trump Recua Sempre.



Lucas MERIC
Investment Strategist

O recuo da moeda dos Estados Unidos tem continuado nas últimas semanas, com os investidores a manterem uma perspetiva do dólar abertamente pessimista. Apesar de alguns catalisadores macroeconómicos, geopolíticos ou de posicionamento poderem justificar uma atitude mais matizada no curto prazo, mantemos uma perspetiva estrategicamente negativa do dólar, encarando eventuais recuperações como uma oportunidade para diversificar as nossas exposições cambiais. Mais particularmente, temos uma convicção positiva para o euro e para o ouro.

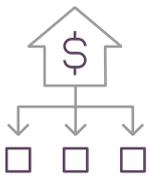
NOTA DE DÓLAR: COMO UMA PEDRA QUE ROLA SEM PARAR

Mantém-se inalterada a evolução do dólar, que, desde meados de maio, continua a cair, penalizado por uma dinâmica inflacionista que apanhou os investidores desprevenidos pelo quarto mês consecutivo. De facto, a subida das taxas aduaneiras apenas teve efeitos muito limitados sobre os preços no consumidor, já que as estratégias das empresas para conter a subida dos preços (antecipando as importações e reduzindo as margens) se revelaram, até ao momento, bastante eficazes.

Como reflexo da desconfiança dos investidores internacionais em relação ao dólar, conforme já abordámos em edições anteriores, os últimos desenvolvimentos políticos e económicos pouco contribuíram para melhorar o sentimento em rela-

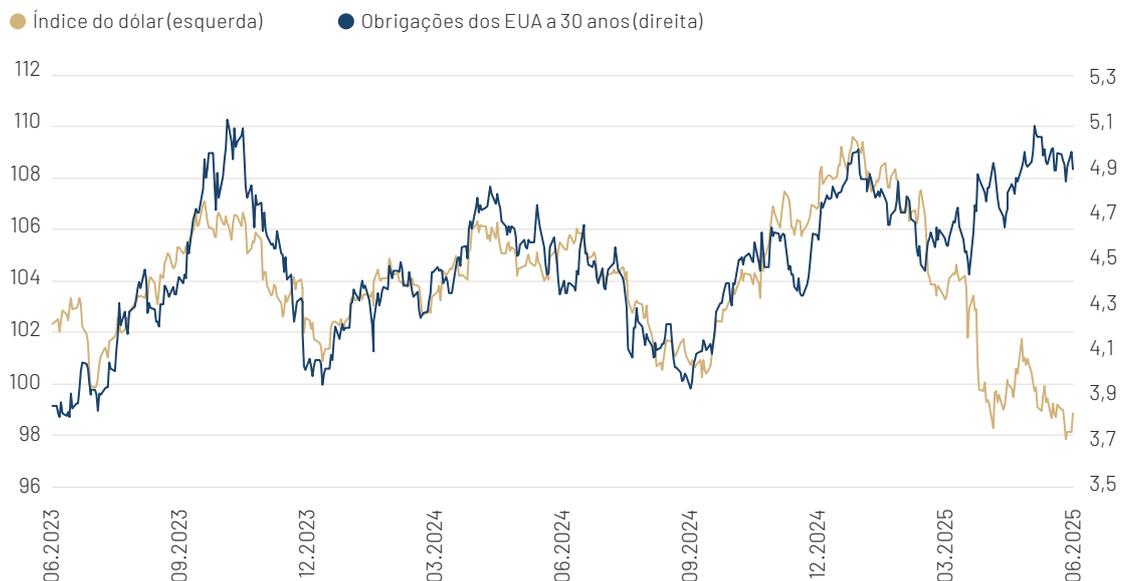
ção a esta moeda, que continua a recuar apesar da subida das taxas de juro de longo prazo nos Estados Unidos (gráfico 4).

As negociações sobre o orçamento dos EUA vieram reavivar as preocupações dos investidores relativamente à sustentabilidade da dívida norte-americana, especialmente porque o projeto de lei que propõe tributar o investimento internacional (em particular o originário de países com sistemas fiscais que os EUA consideram serem injustos) em determinados ativos norte-americanos apenas vem acrescentar-se à já longa lista de narrativas de mercado prejudiciais ao dólar. Uma coisa é certa. Existe um grande pessimismo relativamente ao dólar e começam a rarear os comentadores de mercado com uma visão positiva do dólar, o que se refletiu numa clara retração das posições ao longo das últimas semanas.



73%
dos bancos centrais
esperam uma
QUEDA
nas
**RESERVAS EM
DÓLARES**

GRÁFICO 4: DESCORRELAÇÃO ENTRE O DÓLAR E AS TAXAS DE LONGO PRAZO DOS EUA



Fontes: Reuters, Indosuez Wealth Management.



Esta retração poderá, eventualmente, proporcionar um apoio temporário à moeda norte-americana, em particular se a combinação crescimento-inflação se mantiver mais resistente do que o esperado nos EUA, levando a Fed a abrandar o seu ciclo de normalização monetária.

Adicionalmente, as tensões geopolíticas renovadas no Médio Oriente também poderão funcionar como um catalisador positivo no curto prazo, dado que o dólar continua a ser um ativo de refúgio privilegiado num clima de inquietação global nos mercados financeiros. Também um aumento dos preços do petróleo constitui um choque positivo para os EUA em termos de trocas comerciais, já que continuam a ser um dos principais exportadores de petróleo do mundo.

O GRANDE REEQUILÍBRIO

Dito isto, não esqueçamos que o dólar, em termos de paridade de poder de compra, continua historicamente muito valorizado e que o contexto atual deverá encorajar os investidores no sentido de um contínuo ajuste das suas carteiras, quer diversificando para fora dos mercados financeiros dos EUA, em particular para a Europa, quer aumentando os rácios de cobertura do dólar. Este movimento, já observado nas últimas semanas, nomeadamente em certos fundos de pensões e de seguros internacionais, poderá continuar a penalizar o dólar.

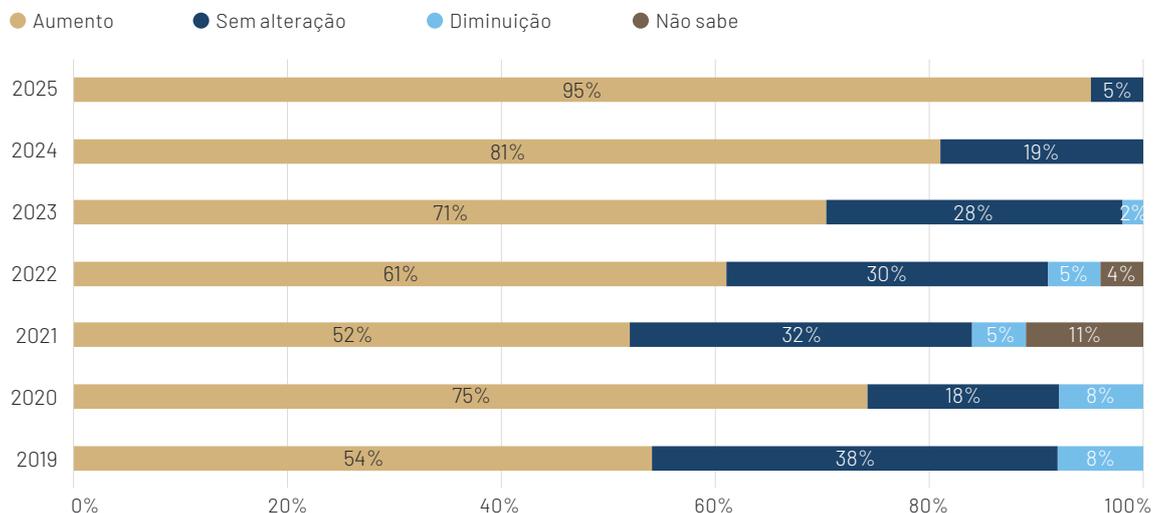
Entretanto, o inquérito anual do World Gold Council (Conselho Mundial do Ouro) de 2025², publicado em junho, revela que quase três quartos dos bancos centrais antecipam uma redução

do peso do dólar nas reservas mundiais nos próximos cinco anos, partindo de apenas 42% em 2022. Portanto, embora o cenário de curto prazo possa parecer mais matizado do que os últimos desenvolvimentos poderiam sugerir, mantemos uma visão negativa do dólar e aproveitaremos eventuais recuperações para aumentar a nossa exposição ao euro.

Em termos de diversificação, o grande vencedor dos últimos anos tem sido, obviamente, o ouro. Numa recente publicação sobre o papel internacional do euro, o BCE³ salientou a crescente percentagem do ouro (20%) nas reservas dos bancos centrais, já superior à do euro (16%) na hierarquia dos ativos, devido à acumulação por parte dos bancos centrais nos últimos anos, assim como à grande subida do seu preço desde 2024. Contudo, o ouro continua muito longe do dólar, que ainda representa quase metade das reservas (46%).

Também o relatório do Conselho Mundial do Ouro sobre o mesmo tema revela que 95% dos bancos centrais (gráfico 5) consideram que a quota-parte do ouro nas reservas mundiais continuará a aumentar nos próximos 12 meses. Este facto deverá dar um novo apoio ao preço do metal amarelo, que, ao mesmo tempo, continua a ser sustentado por um ambiente económico e geopolítico declaradamente incerto. Neste contexto, apesar da nossa já grande exposição ao ouro, continuamos a considerá-lo como um interessante ativo de cobertura nas nossas carteiras e poderemos aproveitar correções do mercado como oportunidades para aumentar a nossa exposição.

GRÁFICO 5: PREVISÕES DA EVOLUÇÃO DAS RESERVAS DE OURO DOS BANCOS CENTRAIS NOS PRÓXIMOS 12 MESES, %



Fontes: World Gold Council, Indosuez Wealth Management.

2 - Central Bank Gold Reserves Survey 2025 | World Gold Council: <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>.

3 - The international role of the euro: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



ZONA EURO:
crescimento de
1,1%
EM 2025
e de
1,4%
EM 2026

CENÁRIO DE INVESTIMENTO

- **Crescimento:** mantemos as nossas previsões de crescimento para os Estados Unidos em 1,7% para 2025 e 1,6% para 2026. Os dados económicos mais recentes revelam uma notável resiliência, enquanto a contribuição líquida do comércio externo para o PIB deverá recuperar no segundo trimestre. Para a zona euro, prevemos, agora, um crescimento de 1,1% em 2025 e de 1,4% em 2026. Por último, as economias emergentes deverão continuar a registar níveis de crescimento sustentados.
- **Inflação:** face às mais recentes publicações sobre a evolução dos preços do outro lado do Atlântico, revimos em baixa (para 3,1%) as nossas previsões de inflação nos EUA em 2025. O abrandamento das rendas deverá apoiar a desinflação, enquanto o impacto das taxas aduaneiras poderá ser mais tardio do que inicialmente pensávamos. Não obstante, continuaremos vigilantes no segundo semestre do ano, já que vários inquéritos indicam que há empresas a considerar aumentos dos seus preços devido às taxas aduaneiras. Na zona euro, a trajetória de desinflação parece ser mais clara. A apreciação do euro e o abrandamento previsto da inflação salarial deverão refletir-se por uma estabilização da inflação à volta dos 2%.
- **Bancos centrais:** na ausência de uma deterioração significativa do mercado de trabalho, é provável que a Fed mantenha uma política monetária restritiva nos próximos meses, de modo a poder avaliar com maior precisão o impacto inflacionista das taxas aduaneiras. No entanto, considerando um gradual abrandamento da atividade económica, mantemos a nossa previsão de dois cortes nas taxas até ao final do corrente ano. Na zona euro, o BCE, que dispõe de maior flexibilidade, já baixou as suas taxas por várias vezes. Prevemos uma última descida no segundo semestre para uma taxa terminal de facilidade de depósito de 1,75%.
- **Resultados das empresas:** parece estar a chegar ao fim o período de revisões em baixa das previsões de lucros num contexto de grandes incertezas económicas. A época de publicação de resultados do primeiro trimestre revelou-se globalmente tranquilizadora, embora subsistam disparidades setoriais.

- **Ambiente de risco:** embora as tensões comerciais pareçam ter atingido o seu pico no início de abril, persistem riscos económicos e financeiros significativos. Numerosos eventos políticos e geopolíticos poderão reativar a volatilidade dos mercados neste verão. Continuamos a pensar ser relevante acrescentar assimetria às carteiras, especialmente porque os ativos de refúgio tradicionais, com exceção do ouro, perderam, no curto prazo, o seu estatuto de ativos de cobertura.

CONVICÇÕES DE ALOCAÇÃO

Ações

- Após um período de significativa recuperação dos mercados de ações, adotámos uma postura tática cautelosa, com uma ligeira subponderação das ações dos EUA. Persistem grandes incertezas em torno da política norte-americana e, apesar do abrandamento de algumas tensões comerciais, estas poderão ressurgir rapidamente. Ao mesmo tempo, as tensões geopolíticas no Médio Oriente voltam a estar no centro das atenções. Por último, as cotações das ações dos EUA perdem novamente a sua atratividade. Face à aproximação de grandes eventos políticos e geopolíticos, antecipamos que este verão será um período volátil.
- No entanto, continuamos dispostos a aproveitar uma correção dos mercados para realocar a nossa liquidez. A atividade económica dos EUA está a revelar uma certa capacidade de resiliência, apesar de que se continua a aguardar as medidas de estímulo orçamentais. O posicionamento dos investidores em ações foi reduzido, as revisões em baixa do crescimento dos lucros estão a estabilizar e prosseguem as recompras de ações por parte das empresas. Estes fatores são favoráveis a uma redistribuição gradual da liquidez para as ações no médio prazo.
- Nesta fase, continuamos a privilegiar as ações europeias, apesar das prolongadas negociações comerciais com os EUA. Os fluxos de capitais continuam a ser favoráveis à Europa, com os investidores a procurar diversificar fora dos ativos dos EUA, atraídos por valorizações mais interessantes e por uma maior visibilidade económica. Em particular, as pequenas capitalizações deverão beneficiar dos planos de estímulo, das reduções das taxas do BCE e de uma menor exposição às políticas comerciais dos EUA ou à valorização do



euro. Também os mercados emergentes, nomeadamente os asiáticos, continuam a ser sobreponderados nas nossas alocações.

Obrigações

- Conservamos uma subexposição às taxas de juro comparativamente aos nossos índices de referência. Nos EUA, as incertezas em torno da política fiscal e os debates orçamentais estão a alimentar uma crescente desconfiança dos investidores relativamente à dívida norte-americana. Neste contexto, privilegiamos os Títulos do Tesouro da zona euro, com preferência pelos prazos mais curtos, que oferecem uma relação rendimento/risco mais atrativa.
- Relativamente ao crédito, continuamos cautelosos em relação aos ativos dos EUA, uma vez que as incertezas macroeconómicas e políticas justificam uma abordagem mais prudente. Pelo contrário, mantemos uma clara convicção no que respeita ao crédito europeu. As rendibilidades continuam a ser atrativas num contexto de baixa volatilidade. Esta classe de ativos também deverá continuar a beneficiar de fluxos de capitais adicionais à medida que se for alargando o diferencial de rendibilidade em relação aos fundos monetários.
- Dentro das nossas alocações denominadas em dólares, estamos a reforçar a nossa aposta na dívida de mercados emergentes em moeda local. Para além das rendibilidades atrativas, o desem-

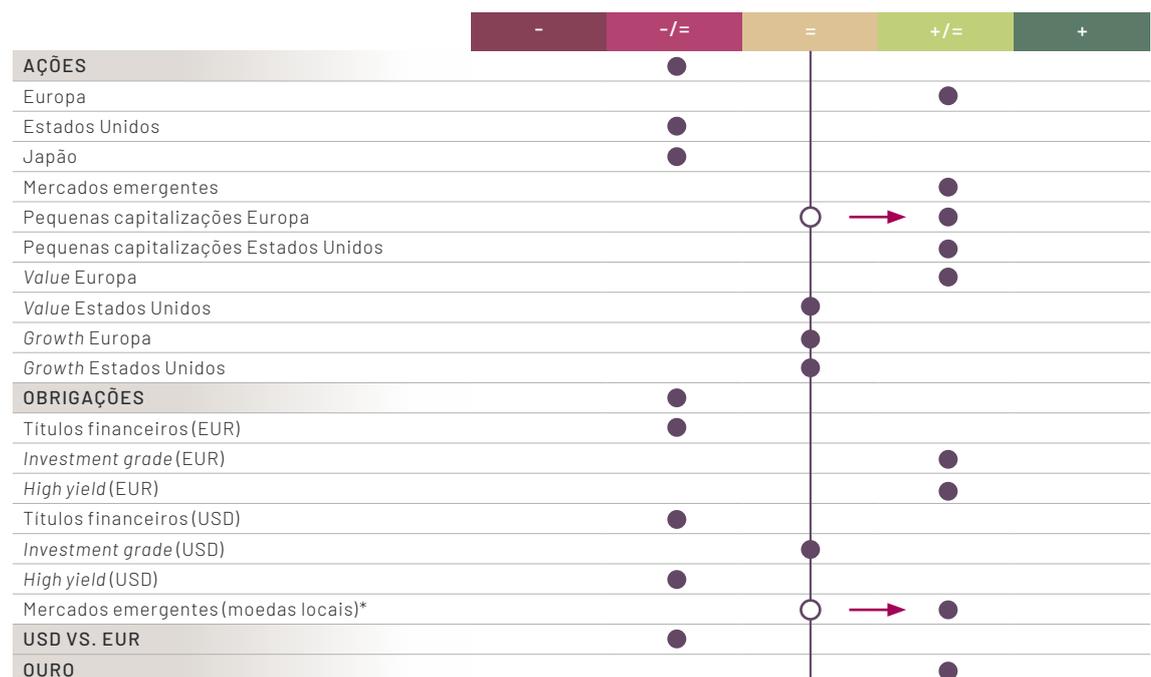
penho desta classe de ativos beneficia da depreciação do dólar face às moedas emergentes, assim como das políticas monetárias mais acomodáticas destes países.

Mercado cambial

- Os debates orçamentais nos EUA, as negociações na frente aduaneira e a situação no Médio Oriente deverão continuar a influenciar o sentimento dos mercados relativamente ao dólar norte-americano. Embora a perspectiva de depreciação da moeda norte-americana seja já amplamente partilhada pelos investidores, continuamos significativamente subponderados em relação aos nossos índices de referência. A perda temporária do estatuto de ativo de refúgio, o aumento dos rácios de cobertura por parte dos investidores institucionais e a gradual diversificação das reservas cambiais deverão, na nossa opinião, continuar a exercer uma pressão descendente sobre o dólar no médio prazo.
- Neste contexto, continuamos a favorecer o ouro, que proporciona a melhor fonte de diversificação num período de aversão ao risco e que está a beneficiar de uma procura sustentada por parte dos bancos centrais.

CONVICÇÕES FUNDAMENTAIS - POSIÇÃO TÁTICA

○ Maio 2025 ● Junho 2025



* Sobreponderado apenas na grade de USD.

Fonte: Indosuez Wealth Management.



08 • Monitor de mercado (moedas locais)

VISÃO GERAL DOS MERCADOS SELECIONADOS

DADOS A 18.06.2025



TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA	RENDIMENTO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS (PB)	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL (PB)
Títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos	4,39%	-20,76	-17,81
França 10 anos	3,21%	-9,80	1,80
Alemanha 10 anos	2,50%	-14,80	13,20
Espanha 10 anos	3,13%	-13,50	6,90
Suíça 10 anos	0,29%	-12,40	-3,50
Japão 10 anos	1,45%	-6,60	36,50

TÍTULOS	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Títulos da Dívida Pública de Mercados Emergentes (ME)	39,57	1,36%	9,65%
Títulos da Dívida Pública em EUR	212,67	0,53%	1,65%
High yield em EUR Corporativo	236,78	0,67%	2,41%
High yield em USD Corporativo	374,63	1,19%	3,61%
Títulos da Dívida Pública dos EUA	325,44	0,87%	3,15%
ME Corporativos	44,91	0,81%	1,19%

MOEDAS	ÚLTIMO SPOT	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
EUR/CHF	0,9400	0,52%	-0,01%
GBP/USD	1,3422	0,01%	7,24%
USD/CHF	0,8187	-0,82%	-9,78%
EUR/USD	1,1480	1,31%	10,88%
USD/JPY	145,13	1,01%	-7,68%

ÍNDICE DE VOLATILIDADE	ÚLTIMO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
VIX	20,14	-0,73	2,79

ÍNDICES DE AÇÕES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
S&P 500 (EU)	5.980,87	2,33%	1,69%
FTSE 100 (Reino Unido)	8.843,47	0,65%	8,20%
STOXX Europe 600	540,33	-2,44%	6,44%
Topix	2.808,35	2,76%	0,84%
MSCI World	3.899,46	1,82%	5,17%
Shanghai SE Composite	3.874,97	-1,06%	-1,52%
MSCI Emerging Markets	1.193,45	1,61%	10,97%
MSCI Latam (América Latina)	2.291,51	1,56%	23,69%
MSCI EMEA (Europa, Oriente Médio, África)	219,85	-2,29%	7,68%
MSCI Asia Ex Japan	780,56	2,15%	10,86%
CAC 40 (França)	7.656,12	-3,22%	3,73%
DAX (Alemanha)	2.3317,81	-3,34%	17,12%
MIB (Itália)	3.9418,61	-2,79%	15,31%
IBEX (Espanha)	13.923,20	-2,69%	20,08%
SMI (Suíça)	11.959,47	-3,40%	3,09%

COMMODITIES	ÚLTIMO PREÇO	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ALTERAÇÃO DO ACUMULADO ANUAL
Barra de Aço (CNY/Tm)	3.022,00	-1,05%	-8,37%
Ouro (USD/Onça)	3.369,38	1,64%	28,38%
Petróleo bruto WTI (USD/Barrel)	75,14	22,04%	4,77%
Prata (USD/Onça)	36,91	10,31%	26,23%
Cobre (USD/Tm)	9.655,50	1,28%	10,12%
Gás natural (USD/MMBtu)	3,99	18,44%	9,80%

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

RETORNOS MENSIS 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

MARÇO 2025	ABRIL 2025	MAIO 2025	ALTERAÇÃO 4 SEMANAS	ACUMULADO ANUAL (18.06.2025)
4,27%	6,26%	6,15%	2,76%	23,69%
2,12%	1,04%	5,69%	2,33%	10,97%
0,38%	0,86%	5,03%	2,15%	10,86%
-0,07%	0,74%	5,00%	1,82%	8,20%
-0,16%	0,53%	4,02%	1,61%	7,68%
-0,87%	0,32%	4,00%	1,56%	6,44%
-2,58%	-0,76%	3,27%	0,65%	5,17%
-4,18%	-1,02%	1,85%	-1,06%	1,69%
-4,64%	-1,21%	0,91%	-2,29%	0,84%
-5,75%	-3,00%	0,80%	-2,44%	-1,52%

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

MELHOR DESEMPENHO



PIOR DESEMPENHO



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 Interets 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).

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.

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 Cazaquistão.

PIX (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.

Trump Put: reflete a percepção dos investidores de que a política económica e as declarações do presidente Trump poderão influenciar os mercados de ações no sentido de limitar a sua queda.

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.



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 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 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 registada 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 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.

- **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, registada no Registo 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 - 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.

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

Fotos: Alexandre Drabowicz.

Editado a 20.06.2025.

