



# Quarterly Insight 2Q26

Tradução para o português

*Creativity within Excellence*

**CBH** | Investment  
Management



El Hadji Sy  
Lat Dior  
2023  
Peinture acrylique et papier sur toile  
340 x 160 cm  
© CBH Private Collection

# Conteúdos

|    |   |
|----|---|
| 3  | A Era da Competição Estratégica               |
| 5  | Perspetiva Macro Global                       |
|    | Perspetiva Macro - Estados Unidos             |
|    | Perspetiva Macro - Área do Euro               |
|    | Perspetiva Macro - Outras economias avançadas |
|    | Perspetiva Macro - Ásia                       |
|    | Perspetiva Macro - Brasil                     |
|    | Perspetiva Macro - Matérias-primas            |
| 19 | Perspetivas por Classe de Ativos              |
| 20 | Alocação de Ativos                            |
| 23 | Ações   |
| 26 | Renda fixa                                    |
| 28 | Câmbio  |

**Published:** March 2026

**Contributors:** Marco Bonaviri, Charlie Carré, Christophe Leroy, and contributions from CBH Asia & 1618 Investimentos

**Design:** Kateryna Polishchuk

**Contact:** [am@cbhbank.com](mailto:am@cbhbank.com)

# A Era da Competição Estratégica

## Principais Conclusões

- A economia global está a entrar numa era de competição estratégica, em que energia, tecnologia e geopolítica estão cada vez mais interligadas.
- A recente escalada no Médio Oriente recorda aos investidores que a energia continua a ser um fator central da estabilidade económica e da dinâmica da inflação.
- A volatilidade do mercado obrigacionista continua a ser o principal indicador de stress dos mercados financeiros globais.
- A inteligência artificial continua a transformar a economia global, mas a sua implementação depende de infraestruturas físicas, disponibilidade de energia e estabilidade geopolítica.
- O encontro entre Donald Trump e Xi Jinping no final de março, caso não seja adiado, poderá revelar-se decisivo para definir a trajetória das relações entre os EUA e a China.

Durante grande parte das últimas três décadas, os investidores operaram num mundo largamente moldado pela globalização, pela eficiência e por relações geopolíticas relativamente estáveis. O capital circulava livremente, as cadeias de abastecimento expandiam-se por vários continentes e a inovação tecnológica desenvolvia-se num enquadramento internacional amplamente cooperativo.

Esse mundo está gradualmente a desaparecer, e estamos a entrar no que melhor pode ser descrito como **a era da competição estratégica**.

Num tal contexto, as dinâmicas económicas não podem ser analisadas de forma isolada da geopolítica. O controlo de recursos críticos, a segurança das cadeias de abastecimento e a liderança tecnológica estão a tornar-se elementos centrais do poder nacional. Energia, semicondutores, inteligência artificial e minerais estratégicos deixaram de ser apenas setores de atividade económica; são, cada vez mais, instrumentos de influência geopolítica.

A recente escalada no Médio Oriente constitui um forte lembrete desta transformação. Durante anos, a revolução do shale e a transição energética criaram a perceção de que o petróleo estava gradualmente a perder a sua importância central na economia global. No entanto, a perturbação dos fluxos marítimos através do Estreito de Ormuz — por onde transita

quase um quinto das remessas globais de petróleo — demonstra quão rapidamente a energia pode reafirmar-se como uma variável macroeconómica decisiva.

Para já, a economia global parece capaz de absorver o choque. Contudo, esta resiliência oculta divergências regionais significativas na exposição à energia.

Embora os Estados Unidos estejam relativamente protegidos — tendo-se tornado exportadores líquidos de energia e beneficiando de uma intensidade petrolífera estruturalmente mais baixa — a Europa e a Ásia continuam significativamente mais expostas a perturbações nos fluxos energéticos do Médio Oriente. A Ásia, e a China em particular, depende fortemente de importações de crude por via marítima provenientes da região, tornando-a especialmente sensível tanto a aumentos de preços como a potenciais interrupções de abastecimento. A Europa, embora mais diversificada do que no passado, permanece vulnerável através dos canais de preços globais e da sua contínua dependência de energia importada.

Neste contexto, o nível e a duração dos preços do petróleo são cruciais. Um petróleo estabilizado em torno dos 100 dólares por barril durante um período limitado poderá ser gerível para a economia global.

Contudo, uma subida sustentada acima deste nível — seja em termos de preço ou de duração — tornar-se-ia significativamente mais penalizadora, sobretudo para as economias importadoras líquidas de energia. Custos energéticos mais elevados funcionariam como um travão ao crescimento, pressionando o consumo e as margens empresariais, ao mesmo tempo que complicariam o panorama da inflação. A variável-chave, portanto, não é apenas até que ponto os preços do petróleo sobem, mas durante quanto tempo permanecem elevados. Um choque temporário pode ser absorvido. Um período prolongado de preços elevados representaria um regime macroeconómico mais desafiante — particularmente para a Europa e a Ásia — reintroduzindo riscos de estagflação e aumentando a pressão sobre decisores políticos e mercados financeiros.

Ao mesmo tempo, outra força estrutural continua a remodelar o panorama global de investimento: a ascensão extraordinária da inteligência artificial.

Nos últimos dois anos, a IA evoluiu de um tema tecnológico promissor para um dos ciclos de investimento mais poderosos das últimas décadas. O investimento em centros de dados, infraestruturas de computação e capacidade de semicondutores está a acelerar a um ritmo raramente observado na história económica moderna.

No entanto, a revolução da IA também ilustra um paradoxo central da atualidade. Embora a inteligência artificial seja frequentemente percecionada como uma inovação puramente digital, a sua expansão depende fortemente de limitações muito físicas: produção de eletricidade, fabrico de semicondutores, minerais críticos e cadeias de abastecimento globais estáveis.

Por outras palavras, a economia digital assenta cada vez mais num conjunto de infraestruturas profundamente enraizadas na geopolítica.

Esta realidade explica por que motivo a competição tecnológica entre os Estados Unidos e a China se tornou uma característica tão definidora da ordem global atual. A relação entre as duas potências vai agora muito além dos saldos comerciais ou das disputas tarifárias. Engloba o acesso a semicondutores avançados, o controlo do processamento de terras raras, a liderança em

inteligência artificial e a influência sobre a arquitetura das cadeias de abastecimento globais.

Neste enquadramento, o encontro entre Donald Trump e Xi Jinping no final de março, caso não seja adiado, assume particular relevância. Não se trata apenas de um encontro diplomático, mas de um potencial ponto de inflexão na forma como as duas maiores economias do mundo gerem a sua rivalidade estratégica. Quer o resultado conduza a uma estabilização temporária ou a uma nova escalada, terá implicações importantes para o comércio global, os fluxos de investimento e o sentimento de mercado.

Até ao momento, os mercados financeiros têm absorvido estes desenvolvimentos com notável resiliência. Os índices acionistas mantêm-se dentro de intervalos de negociação relativamente estáveis, refletindo a confiança contínua nos lucros empresariais e no potencial de crescimento estrutural associado à inteligência artificial. Contudo, a dinâmica recente sugere que os investidores estão cada vez mais focados noutra variável: o mercado obrigacionista.

A experiência da venda massiva do “Dia da Libertação” do ano passado oferece um precedente esclarecedor. Na altura, o verdadeiro ponto de stress para os mercados globais não surgiu primeiro nas ações, mas sim na subida acentuada das yields de longo prazo e no aumento concomitante da volatilidade das taxas de juro. Quando a yield das Treasuries a 10 anos dos EUA se aproximou dos 4,60%, as condições financeiras apertaram rapidamente, forçando decisores políticos e investidores a reavaliar a sustentabilidade do regime de mercado vigente.

Atualmente, a yield a 10 anos dos EUA voltou a subir, aproximando-se recentemente dos 4,25%. Embora ainda abaixo do pico atingido durante o episódio de stress de maio de 2025, a trajetória das yields será acompanhada de perto. Num contexto caracterizado por défices orçamentais elevados, aumento do investimento e incerteza geopolítica, a volatilidade do mercado obrigacionista poderá voltar a ser o principal canal de transmissão através do qual choques geopolíticos influenciam os mercados financeiros.

A lição para os investidores não é, portanto,

de pessimismo, mas de adaptação. A era da competição estratégica não implica necessariamente um crescimento económico mais fraco ou mercados permanentemente frágeis. Pelo contrário, as forças que estão atualmente a remodelar a economia global — inteligência artificial, eletrificação, investimento industrial e reconfiguração das cadeias de abastecimento — poderão sustentar um novo e poderoso ciclo de inovação e produtividade.

No entanto, navegar neste contexto exige um quadro analítico mais amplo do que no passado. Os indicadores económicos devem ser cada vez mais interpretados em conjunto com os desenvolvimentos geopolíticos, as rivalidades tecnológicas e as restrições de recursos. Num mundo assim, a diversificação entre regiões, classes de ativos e estratégias continua a ser a forma mais fiável de gerir a incerteza.

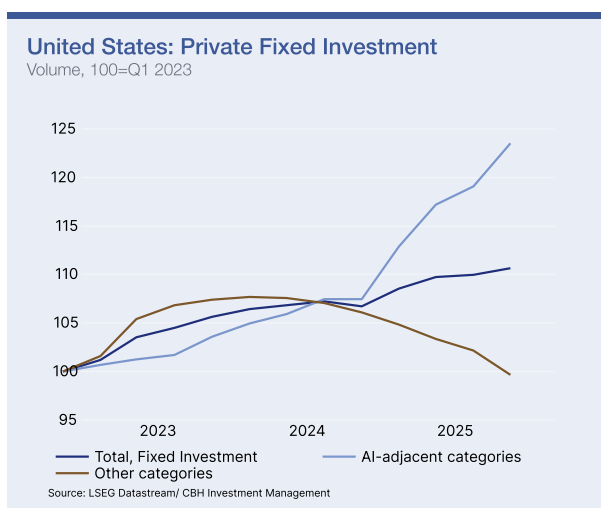
Como observou Sun Tzu há mais de dois milénios, “no meio do caos, também existe oportunidade.” O desafio para os investidores em 2026 não é eliminar a incerteza — uma tarefa impossível — mas compreender as forças que a moldam. Na era da competição estratégica, essas forças situam-se na interseção entre energia, tecnologia e geopolítica.

# Perspetiva Macro – Estados Unidos

## Principais Conclusões

- O investimento em IA continuará a ser um dos principais motores do crescimento dos EUA em 2026.
- Os ganhos de produtividade da IA levarão tempo a materializar-se.
- O apoio orçamental e os efeitos de riqueza manterão a procura das famílias resiliente.
- A divergência no consumo entre grupos de rendimento continuará a aumentar.
- A Reserva Federal enfrenta um equilíbrio delicado entre abrandar o crescimento e lidar com uma inflação persistente.

**A inteligência artificial está no centro da narrativa de crescimento dos Estados Unidos para 2026.** O fosso entre o investimento relacionado com IA e outras componentes do investimento em capital continua a alargar-se. Isto levanta duas questões fundamentais: a adoção da IA levará a uma substituição significativa de trabalho humano e os ganhos de produtividade resultantes serão suficientes para compensar as pressões inflacionistas?



Os receios de uma substituição rápida e em larga escala da força de trabalho devido à IA parecem exagerados. Já as preocupações com o retorno do atual aumento do investimento em IA são mais justificadas. O ritmo de adoção da IA deverá ser mais lento do que sugerem cenários otimistas, como o chamado cenário Citrini, que pressupõe uma difusão rápida e generalizada da IA entre empresas e setores. Na prática, a principal limitação

para qualquer tecnologia de uso geral — por mais transformadora que seja — é a velocidade a que os processos de trabalho em toda a economia podem ser reorganizados.

A implementação da IA é também mais intensiva em capital e energia do que foi a era da internet, exigindo uma expansão contínua de centros de dados e infraestruturas energéticas. Na nossa perspetiva, o ciclo de investimento em IA continuará a dominar em 2026, sustentando a procura agregada e podendo acrescentar pressões inflacionistas, enquanto os ganhos de produtividade deverão surgir primeiro a nível setorial e apenas gradualmente se disseminar pela economia em geral.

O impacto macroeconómico da IA dependerá, assim, em grande medida da sequência dos acontecimentos. Se a procura se fortalecer antes da expansão da oferta, as pressões inflacionistas poderão ressurgir. Tal como em revoluções tecnológicas anteriores, a transição deverá envolver uma destruição criativa significativa e períodos de fricção ao longo do processo.

**A política orçamental deverá também ser um motor relevante do crescimento dos EUA em 2026,** apoiando tanto o investimento empresarial como a procura das famílias. Ao mesmo tempo, os seus efeitos tenderão a reforçar uma divergência cada vez mais marcada entre grupos de rendimento.

As famílias de rendimentos mais elevados, apoiadas

pelos efeitos de riqueza provenientes de mercados financeiros e imobiliários robustos — bem como por reembolsos fiscais — deverão continuar a sustentar um consumo forte, sobretudo nos serviços. Em contraste, as famílias de rendimentos mais baixos estão a tornar-se mais expostas, à medida que algumas transferências sociais são reduzidas e o crescimento salarial abranda gradualmente.

Embora o mercado de trabalho se mantenha resiliente, já não está tão tensionado como nos últimos anos. Ainda assim, a nível macroeconómico, o apoio orçamental combinado com o poder de consumo das famílias mais abastadas deverá manter a procura agregada relativamente sólida.

O contexto económico permanece, no entanto, incerto. A decisão do Supremo Tribunal de anular algumas tarifas abriu uma nova fase de incerteza quanto às futuras medidas comerciais. Embora a administração Trump continue focada na implementação de políticas protecionistas, a forma e a escala dessas medidas voltaram a tornar-se incertas.

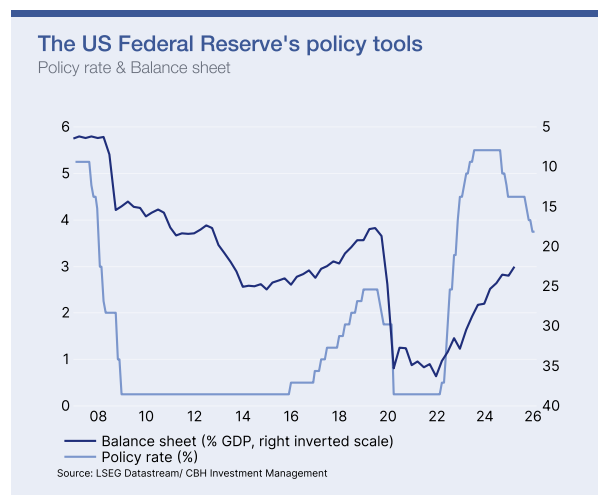
Ao mesmo tempo, os recentes ataques conjuntos dos EUA e de Israel ao Irão marcam uma escalada do risco geopolítico no Médio Oriente. **Como em qualquer choque geopolítico, o impacto económico dependerá em grande medida do seu efeito sobre o dólar norte-americano, sobre os preços da energia e sobre a duração do conflito.** Um aumento temporário dos preços da energia terá provavelmente consequências económicas limitadas, enquanto perturbações mais persistentes no abastecimento energético poderão ter efeitos mais significativos, sobretudo sobre a inflação.

Ainda assim, os Estados Unidos são menos vulneráveis do que a Europa ou a Ásia a choques energéticos, dada a sua relativa independência energética tanto em petróleo como em gás natural.

Neste enquadramento, a política monetária enfrenta um equilíbrio delicado. A Reserva Federal tem de responder a um mercado de trabalho que está gradualmente a abrandar, ao mesmo tempo que a inflação permanece acima do objetivo. Políticas de imigração mais restritivas acrescentam complexidade a este equilíbrio, ao limitarem simultaneamente a oferta de trabalho e a procura de emprego.

As pressões inflacionistas não desapareceram por completo, e as tarifas comerciais, bem como choques geopolíticos, poderão gerar novas pressões sobre os preços. Neste contexto, é provável que a Fed continue focada em manter as expectativas de inflação firmemente ancoradas. O presidente da Fed, Jerome Powell, cujo mandato decorre até maio de 2026, tem reiterado que a política monetária continuará dependente dos dados.

Ao mesmo tempo, os recentes desafios à independência da Fed e as crescentes divisões internas no comité aumentaram a incerteza e contribuíram para maior volatilidade nas expectativas do mercado. Assim, **a Reserva Federal enfrenta um difícil compromisso entre apoiar o pleno emprego e preservar a estabilidade dos preços.**



# Perspetiva Macro – Área do Euro

## Principais Conclusões

- A Europa é vulnerável a choques energéticos, que podem enfraquecer ainda mais a competitividade e o euro.
- Fraquezas estruturais, fragmentação, baixa produtividade e menor inovação continuam a pesar sobre o crescimento.
- Os governos estão a aumentar a despesa (infraestruturas, defesa), mas os desafios orçamentais e estruturais mantêm-se.
- A procura interna oferece algum suporte, com mercados de trabalho fortes e aumento dos rendimentos reais.
- A inflação está próxima do objetivo, mas o BCE deverá manter uma postura cautelosa devido aos riscos energéticos e salariais.

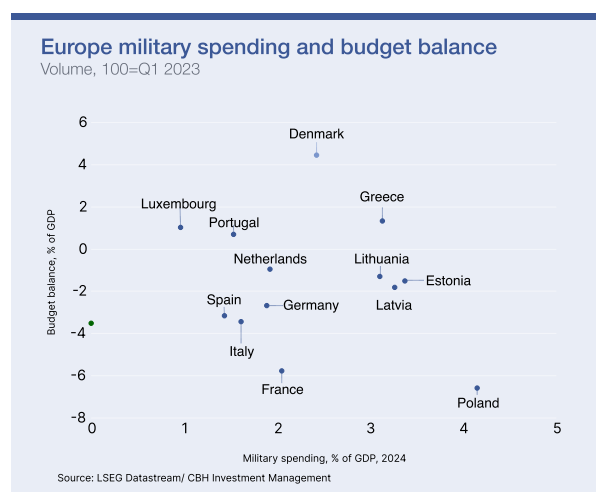
O início de 2026 é um novo lembrete da vulnerabilidade estrutural da Europa a choques no abastecimento energético. As renovadas tensões no Médio Oriente deverão fazer-se sentir de forma mais intensa na Europa e na Ásia. A Europa — e a Alemanha em particular — continua a lidar com o impacto duradouro sobre a competitividade causado pela subida dos preços da energia após a guerra na Ucrânia.

Um novo aumento dos preços da energia atingiria, assim, um contexto já fragilizado. O défice energético estrutural da Europa poderá agravar-se ainda mais se os preços do petróleo e do gás permanecerem elevados durante um período prolongado. Isto exercerá pressão adicional em baixa sobre o euro e contribuirá para uma maior erosão da competitividade das empresas europeias.

Estes desafios somam-se a um crescimento persistentemente fraco da produtividade e às medidas protecionistas introduzidas pela administração Trump, que continuam a gerar incerteza no comércio global. No seu conjunto, a Europa permanece particularmente exposta a choques externos numa altura em que os seus motores de crescimento interno já se encontram sob pressão.

Apesar da implementação de medidas estruturais e orçamentais em toda a Europa — com os

governos a intensificarem os esforços para reforçar infraestruturas, recuperar competitividade e aumentar a despesa em defesa — a região continua a enfrentar desafios estruturais profundos.



**A Europa permanece uma área económica fragmentada.** Persistem divisões nos quadros regulatórios, nos mercados de capitais e na integração efetiva do mercado único, enquanto o posicionamento geopolítico europeu complica ainda mais a coordenação. Esta fragmentação limita a capacidade da região para responder de forma rápida e coordenada a choques externos e continua a restringir o seu potencial económico.

A Europa continua também atrás dos seus principais parceiros comerciais no investimento em inovação,

especialmente em comparação com os Estados Unidos e partes da Ásia, o que pesa sobre o seu crescimento potencial.

Ao mesmo tempo, vários países da região têm de equilibrar esforços de consolidação orçamental com a necessidade de investir em grandes transições estruturais — nomeadamente o envelhecimento demográfico, a transição energética e o reforço da autonomia estratégica.

Ainda assim, desde que as tensões no Médio Oriente não evoluam para um choque energético de grande escala, a dinâmica cíclica da Europa permanece relativamente favorável.

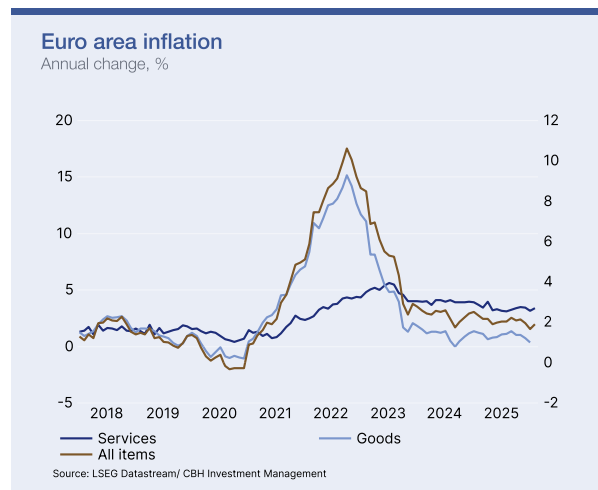
Mercados de trabalho sólidos e o aumento dos rendimentos reais deverão sustentar o consumo das famílias. As condições de emprego mantêm-se apertadas, com escassez de mão de obra em vários setores e taxas de desemprego próximas de mínimos históricos. Uma descida gradual da taxa de poupança poderá reforçar adicionalmente o consumo. Contudo, apesar de alguma melhoria recente, a confiança dos consumidores permanece frágil e ainda bastante abaixo dos níveis pré-pandemia.

O investimento privado, especialmente na Alemanha, deverá beneficiar do aumento da despesa em infraestruturas e defesa, bem como da melhoria gradual das condições de financiamento. No entanto, a elevada incerteza comercial, a contínua perda de competitividade da Europa e a fraca procura proveniente da China e dos Estados Unidos continuarão a atuar como fatores adversos para a região.

A inflação na área do euro encontra-se agora próxima do objetivo do BCE. A inflação de bens diminuiu significativamente e está bem abaixo de 2%, enquanto a inflação nos serviços permanece mais persistente, refletindo um crescimento salarial ainda elevado e condições restritas no mercado de trabalho. Embora se espere uma moderação gradual dos salários, fatores estruturais — incluindo pressões demográficas e escassez de mão de obra em vários setores — continuam a sustentar a inflação subjacente.

No geral, o contexto inflacionista melhorou de forma significativa, mas continua a justificar uma

monitorização cuidadosa, sobretudo face aos riscos de subida associados aos preços da energia ou à dinâmica salarial. Neste enquadramento, é provável que o BCE mantenha uma postura cautelosa e dependente dos dados, mantendo a política monetária globalmente inalterada no curto prazo.



Inflation in the euro area is now close to the ECB's target. Goods inflation has fallen markedly and is well below 2%, while services inflation remains more persistent, reflecting still-elevated wage growth and tight labour market conditions. Although wage dynamics are expected to gradually moderate, structural factors — including demographic pressures and labour shortages in several sectors — continue to support underlying inflation. Overall, the inflation backdrop has improved significantly but still warrants close monitoring, particularly given potential upside risks from energy prices or wage dynamics. In this context, the ECB is likely to maintain a cautious, data-dependent stance and keep its policy settings broadly unchanged in the near term.

# Perspetiva Macro – Outras economias avançadas

## Principais Conclusões

- A disciplina orçamental continua a ser uma prioridade no Reino Unido, sustentando a credibilidade dos mercados, mas oferecendo pouco apoio à atividade económica no curto prazo.
- A Suíça deverá registar um crescimento moderado, com a resiliência da procura interna a compensar exportações fracas e pressões sobre a competitividade devido ao franco suíço forte.
- O crescimento do Reino Unido deverá manter-se fraco, condicionado pela consolidação orçamental, por um consumo cauteloso das famílias e por uma procura externa limitada.

### O crescimento do Reino Unido deverá permanecer contido em 2026.

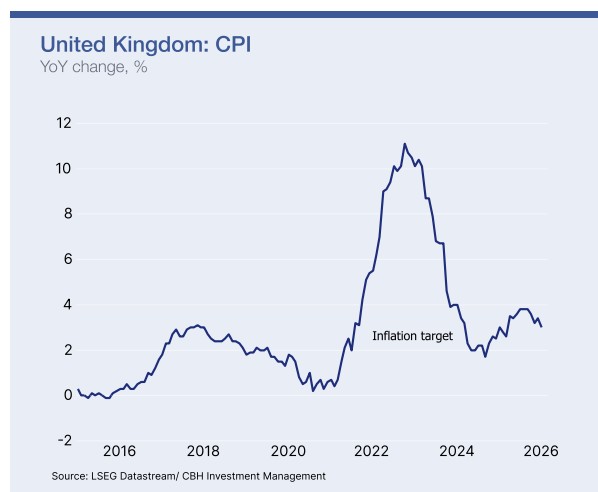
A dinâmica económica é fraca, refletindo o impacto contínuo da consolidação orçamental, da prudência no consumo das famílias e de um enquadramento de política ainda restritivo. Embora os rendimentos reais estejam gradualmente a estabilizar à medida que a inflação abranda, a procura interna continua limitada, enquanto a procura externa oferece pouco suporte devido ao fraco crescimento na Zona Euro.

A orientação orçamental continua a ser um elemento central do cenário macroeconómico. O governo mantém como prioridade a disciplina orçamental, com o objetivo de estabilizar a dívida pública e preservar a credibilidade junto dos mercados. No entanto, esta abordagem oferece pouco estímulo ao crescimento no curto prazo, evidenciando a tensão estrutural entre manter a credibilidade orçamental e apoiar a atividade económica. Dada a dependência do Reino Unido de financiamento externo e a sensibilidade do mercado de dívida pública (gilts) aos sinais de política orçamental, a manutenção de âncoras fiscais credíveis continua a ser essencial.

A dinâmica do investimento permanece fraca. Custos de financiamento elevados, crescimento reduzido da produtividade e incerteza global persistente continuam a pesar sobre o investimento empresarial. Como resultado, é pouco provável que o ciclo de

investimento contribua de forma significativa para o crescimento no curto prazo.

Os riscos inflacionistas mantêm-se assimétricos. Embora se espere que a inflação global se aproxime gradualmente do objetivo, as pressões subjacentes — particularmente nos serviços e nos salários — continuam relativamente persistentes. Além disso, uma nova volatilidade nos preços da energia, associada a tensões geopolíticas no Médio Oriente, representa um risco de subida para a inflação. A economia britânica permanece sensível a choques energéticos, o que poderá atrasar o processo de desinflação.



Neste contexto, é provável que o Banco de Inglaterra

adote uma abordagem cautelosa na flexibilização da política monetária. Os riscos inflacionistas persistentes e a incerteza relacionada com a energia sugerem que o processo de normalização será gradual. De forma geral, o enquadramento macroeconómico do Reino Unido continua a caracterizar-se por crescimento modesto, margem de política limitada e elevada sensibilidade a choques externos.

**A economia suíça entra em 2026 com uma dinâmica moderada,** após um ano volátil marcado por tensões comerciais e uma apreciação significativa da moeda. A atividade foi inicialmente sustentada por exportações fortes no início de 2025, à medida que as empresas anteciparam envios antes de aumentos tarifários. Contudo, este impulso temporário dissipou-se rapidamente, conduzindo a volumes de exportação mais fracos e a uma atividade industrial mais moderada na segunda metade do ano.

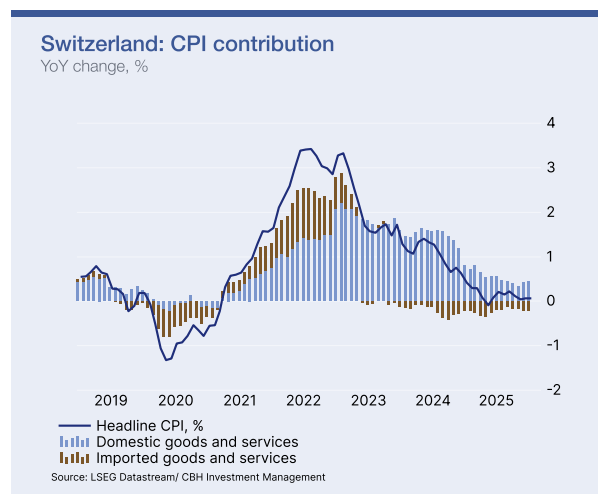
Embora as condições comerciais tenham estabilizado parcialmente, o contexto externo continua desafiante para a economia suíça, altamente aberta. Os setores orientados para a exportação enfrentam uma procura externa fraca e pressão persistente decorrente da valorização do franco suíço, o que penaliza a competitividade e as margens empresariais. Como resultado, a atividade industrial e as intenções de investimento permanecem cautelosas.

Em contraste, a procura interna continua a desempenhar um papel de amortecedor importante. O consumo privado mantém-se relativamente resiliente e o setor dos serviços continua a expandir-se de forma estável, apoiado por rendimentos das famílias estáveis e uma inflação muito baixa.

A inflação permanece confortavelmente dentro do intervalo de estabilidade de preços do Banco Nacional Suíço, refletindo a força do franco e uma dinâmica de preços interna contida. Neste contexto, espera-se que o banco central mantenha as taxas de juro inalteradas no curto prazo. Ainda assim, as tensões geopolíticas no Médio Oriente representam um risco potencial de subida para a inflação através de preços globais do petróleo mais elevados. No entanto, a força do franco suíço deverá ajudar a limitar a transmissão desses custos energéticos importados para os preços internos.

No geral, a Suíça deverá registar um crescimento

moderado, mas positivo, sustentado pela procura interna, enquanto os fatores externos continuam a pesar sobre os setores orientados para a exportação.



# Perspetiva Macro – Ásia

## Principais Conclusões

- Choques geopolíticos decorrentes do conflito entre os EUA e o Irão, juntamente com uma subida prolongada do preço do petróleo, estão a impulsionar uma rotação defensiva, pressionando os importadores líquidos de energia e apoiando seletivamente os produtores.
- A divergência de políticas está a aumentar: a China intensifica o estímulo e a autonomia tecnológica, o Japão adia a normalização devido à transição política, e a Índia/ASEAN equilibram a resiliência do crescimento com a inflação importada.

A região Ásia-Pacífico entra no segundo trimestre de 2026 confrontada com um choque externo significativo, à medida que o conflito entre os EUA e o Irão perturba os fluxos através do Estreito de Ormuz, elevando o Brent até cerca de 118 dólares por barril e obrigando os bancos centrais a reavaliar as suas trajetórias de inflação e crescimento. Simultaneamente, o ressurgimento dos receios em torno de tarifas ao estilo da era Trump sobre exportações asiáticas reacende preocupações quanto à compressão de margens e a uma reconfiguração acelerada das cadeias de abastecimento globais. O stress no crédito privado e os efeitos de contágio provenientes de algumas entidades europeias aumentaram a aversão ao risco no setor financeiro, ao mesmo tempo que as respostas de política interna passam a diferenciar cada vez mais as trajetórias dos países. Neste contexto, temas estruturais como a substituição doméstica de chips e IA na China, a eficiência de capital impulsionada por reformas de governação no Japão e o papel da ASEAN no “friend-shoring” continuam a oferecer oportunidades seletivas, em vez de uma exposição generalizada ao mercado.

### **China: Estímulo e autonomia tecnológica face a choques externos**

As autoridades chinesas aceleraram o ciclo de flexibilização desde o lançamento do 15.º Plano Quinquenal, com medidas no início do segundo trimestre que incluem potenciais cortes moderados das taxas de juro e reduções dos requisitos de reservas, com o objetivo de mitigar o abrandamento do consumo e as fragilidades persistentes no setor

imobiliário. O programa “Eastern Data, Western Computing” ganha urgência à medida que o reforço das restrições dos EUA à exportação de chips de IA impulsiona o desenvolvimento interno de GPUs e aceleradores, reforçando o investimento estatal em centros de dados e capacidade de cloud. Embora os custos energéticos mais elevados e as incertezas comerciais pressionem as margens de exportação, a resiliência do comércio intra-asiático e o aumento da despesa social ajudam a manter o crescimento em torno da faixa média dos 4%. Os mercados acionistas deverão premiar progressos credíveis em infraestruturas de IA, cloud e consumo defensivo, enquanto os ativos ligados ao imobiliário permanecem altamente dependentes de políticas.

### **Japão: Atraso na normalização e vulnerabilidade energética**

O percurso do Banco do Japão rumo à normalização da política monetária é complicado pela incerteza na liderança e pela forte dependência energética do Médio Oriente (cerca de 95% das importações de petróleo, sendo aproximadamente 70% via Estreito de Ormuz), o que amplifica o impacto da subida do Brent na inflação e nos custos das empresas. As reformas de governação no âmbito da agenda “Value Up” e a forte atividade de recompra de ações continuam a sustentar as avaliações, mas a combinação de fraqueza do iene, aumento da fatura energética e aversão global ao risco provocou quedas acentuadas nos mercados japoneses durante os recentes picos do petróleo. Os mercados estarão atentos à posição da nova liderança quanto ao aperto monetário e ao apoio orçamental para

avaliar a sustentabilidade da anterior valorização dos setores cíclicos e exportadores.

### Índia: Amortecedores de crescimento vs inflação importada

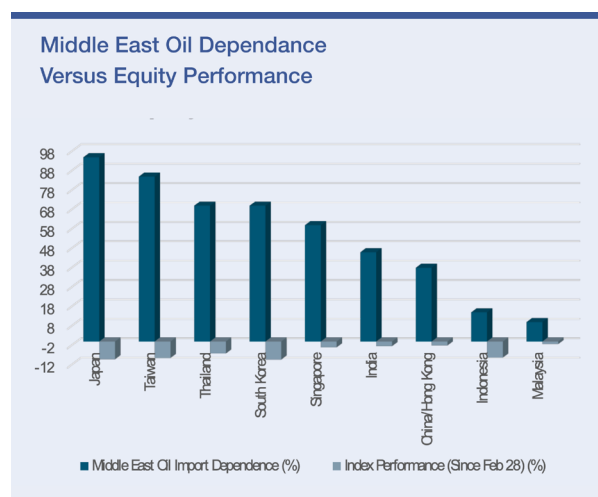
A Índia, um dos maiores importadores de petróleo da Ásia e altamente exposta ao Médio Oriente, enfrenta renovadas pressões macroeconómicas, uma vez que preços elevados do crude poderão aumentar o défice da balança corrente, impulsionar a inflação e pressionar a rupia. Os mercados acionistas já refletem a relação inversa típica entre petróleo e o índice Nifty, com setores intensivos em energia (transportes, cimento, energia) sob pressão, apesar do suporte parcial proveniente da procura interna e de políticas focadas em infraestruturas e digitalização. A orientação do banco central para manter as taxas estáveis, enquanto monitoriza efeitos inflacionistas de segunda ordem, e o progresso nas iniciativas de economia digital e industrial serão determinantes para sustentar a narrativa de crescimento da Índia em 2026.

### Preços elevados do petróleo: vencedores e perdedores na Ásia

O conflito com o Irão evidenciou como a Ásia é estruturalmente a região mais exposta à energia do Médio Oriente: cerca de 84% do petróleo e 83% do GNL que passam pelo Estreito de Ormuz destinam-se a compradores asiáticos, com China, Índia, Japão e Coreia do Sul a representarem três quartos desses fluxos. Dentro deste grupo, Japão e Coreia do Sul são os mais vulneráveis, dependendo fortemente de combustíveis fósseis importados e de rotas marítimas críticas, o que torna as suas moedas e mercados acionistas particularmente sensíveis a perturbações prolongadas.

A evolução recente dos mercados já reflete este choque: com o Brent em níveis elevados, os índices acionistas no Norte da Ásia e na ASEAN registaram quedas acentuadas, lideradas por Japão e Coreia, enquanto Índia, Singapura, Tailândia e Indonésia também sofreram perdas generalizadas, refletindo receios de estagflação e deterioração dos equilíbrios externos. A Tailândia e as Filipinas surgem entre os mais vulneráveis no Sudeste Asiático, devido aos seus défices energéticos, enquanto a Malásia (e, em menor grau, a Indonésia) beneficia de algum amortecimento por ser exportadora líquida de energia.

Para os investidores, este contexto favorece uma abordagem seletiva em “barbell”: subponderar os importadores de energia mais vulneráveis — onde o impacto na inflação e nas moedas é mais significativo — e aproveitar correções para reforçar exposição a vencedores estruturais, como o ecossistema doméstico de IA e semicondutores na China, empresas japonesas beneficiárias de reformas de governação e nomes selecionados nos setores energético e de utilities na Malásia e Indonésia, bem como ao longo da cadeia de valor da transição energética na Ásia.



# Perspetiva Macro – Brasil

## Principais Conclusões

- Os investidores internacionais aumentaram significativamente a exposição ao Brasil no início de 2026, impulsionados pela necessidade de diversificação e pelo elevado carry real.
- A economia brasileira está a abrandar, mas mantém resiliência, apoiada pelo forte emprego, crescimento dos rendimentos e inflação em moderação.
- As eleições presidenciais de 2026 deverão aumentar a volatilidade dos mercados num contexto político altamente polarizado.
- A subida dos preços do petróleo introduz riscos inflacionistas, mas é parcialmente compensada pelo estatuto do Brasil como exportador líquido de petróleo e por amortecedores de política.
- O posicionamento de investimento favorece obrigações indexadas à inflação e ativos alternativos não correlacionados, em detrimento das ações, refletindo upside limitado e foco em carry e diversificação.

## Uma nova procura internacional pelo Brasil

Os primeiros meses de 2026 marcaram uma inflexão relevante no sentimento dos investidores internacionais em relação ao Brasil. Só em janeiro, os fluxos líquidos estrangeiros para o Ibovespa atingiram 25 mil milhões de BRL, valor superior ao total registado ao longo de 2025. Em termos acumulados no ano, os fluxos atingem agora 43 mil milhões de BRL, sendo o EWZ o principal veículo desta alocação. Este movimento não é isolado; reflete uma reconfiguração mais ampla das carteiras globais, à medida que os investidores procuram diversificação geográfica num contexto em que o risco se tornou cada vez mais concentrado nos Estados Unidos. Apoiado por uma balança comercial assente em matérias-primas, o Brasil oferece uma exposição natural a ativos reais que funciona como amortecedor em períodos de maior incerteza. Em conjunto com o elevado carry das taxas de juro domésticas, isto posicionou o país como um dos destinos mais atrativos no universo dos mercados emergentes, resultando numa valorização significativa do real face ao dólar e numa forte subida das ações brasileiras.

## Atividade económica e política monetária: desaceleração com resiliência

No plano interno, a economia brasileira entrou em

2026 num ponto delicado do ciclo. A atividade mostra sinais claros de moderação, sobretudo nos setores mais sensíveis ao custo do capital, enquanto os serviços permanecem robustos, apoiados por um mercado de trabalho próximo do pleno emprego (taxa de desemprego de 5,4%) e por um crescimento nominal de dois dígitos nos rendimentos das famílias. Embora esta dinâmica continue a ser uma força inflacionista subjacente, tem sido compensada pela descida dos preços dos alimentos, por dinâmicas mais contidas das matérias-primas e pela apreciação da taxa de câmbio. A inflação global encontra-se agora dentro do limite superior da banda de objetivo do Banco Central, o que abre espaço para um ciclo inicial de descida de juros, com a taxa diretora atualmente em 15,0%. Na sua última reunião, o Banco Central sinalizou a possibilidade de iniciar cortes, com base na lógica de ajustar as taxas nominais para manter a taxa de juro real em níveis adequados sem apertar em excesso face à trajetória de convergência da inflação.

## O choque externo: a guerra no Irão e uma nova variável de risco

A recente subida do Brent, ao alimentar expectativas inflacionistas, reduziu a dimensão e a duração esperadas do ciclo de flexibilização monetária. No entanto, o impacto direto sobre o Brasil é parcialmente

amortecido por dois mecanismos. O primeiro é a política de preços da Petrobras, que segue um modelo gradualista para evitar a transmissão imediata da volatilidade externa aos preços internos dos combustíveis. O governo federal reforçou ainda este amortecedor ao eliminar temporariamente alguns impostos sobre combustíveis, limitando o impacto de curto prazo sobre os consumidores. O segundo fator estabilizador é a balança comercial. Sendo um dos principais produtores e exportadores mundiais de petróleo, o Brasil tende a beneficiar de preços mais elevados do crude através do aumento das receitas de exportação, do alargamento do excedente comercial e da melhoria da balança corrente, transformando um choque negativo para a maioria das economias num fator relativamente favorável.

### Política e ciclo eleitoral de 2026

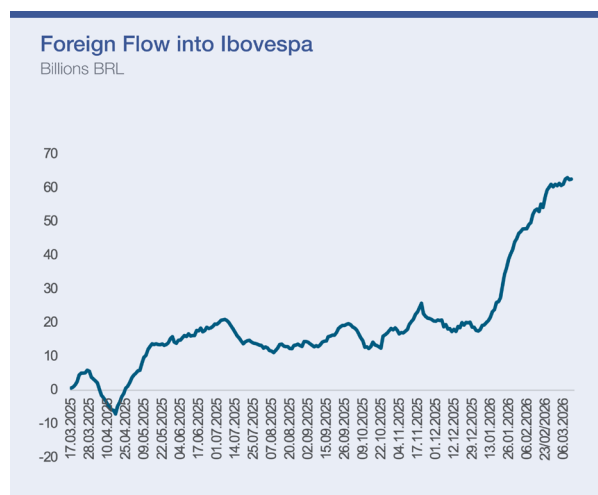
No plano político, o senador Flávio Bolsonaro, filho do antigo presidente Jair Bolsonaro, consolidou-se como principal figura da oposição para as eleições presidenciais de 2026, encontrando-se já em empate técnico nas sondagens com o presidente em exercício, Lula. O cenário aponta para mais uma disputa altamente polarizada, marcada por forte rejeição entre os dois principais blocos políticos e crescente insatisfação pública em temas como corrupção, carga fiscal e segurança. Para os mercados, eleições polarizadas no Brasil têm historicamente sido associadas a maior volatilidade, prémios de risco mais elevados e incerteza quanto à continuidade do enquadramento orçamental, num cenário binário em que uma vitória da esquerda tende a ser penalizada.

### Posicionamento

A nossa alocação reflete dois pilares estratégicos distintos.

Na nossa perspetiva, o Brasil não sofreu uma transformação estrutural; foi antes beneficiário de uma vaga mais ampla de fluxos para mercados emergentes como classe de ativos. Apesar da valorização já registada nas ações, não vemos um ponto de entrada particularmente atrativo nos níveis atuais. A exposição ao Brasil está, por isso, concentrada em NTN-Bs, obrigações soberanas indexadas à inflação, que permitem capturar o elevado carry das taxas reais. Observamos

atualmente uma assimetria relevante no mercado de taxas reais: o espaço para compressão adicional é limitado dada a dimensão da dívida pública emitida a taxas reais elevadas, enquanto um cenário de normalização poderá ainda levar as taxas reais para níveis cerca de 200 pontos base inferiores aos atuais. O segundo pilar estratégico é a diversificação estrutural através de ativos alternativos não correlacionados, com prioridade para crédito estruturado com colateral real e operações de financiamento de projetos. A lógica é complementar ao rendimento fixo soberano: estes instrumentos são menos expostos à volatilidade diária dos mercados, têm retornos ancorados em fluxos de caixa reais e contratos com garantias tangíveis, e oferecem consistentemente um prémio de iliquidez face ao crédito privado tradicional.



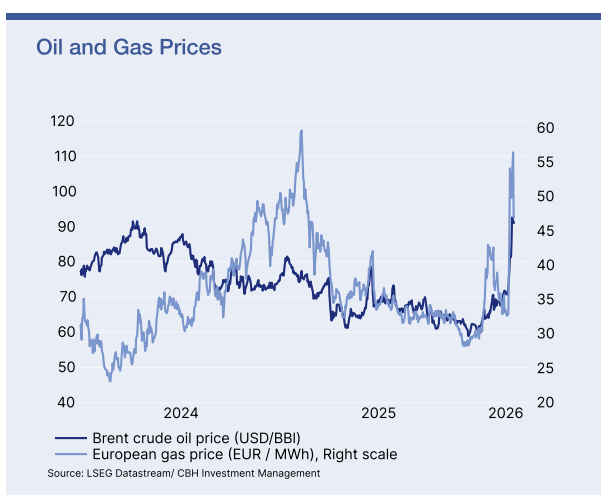
# Perspetiva Macro – Matérias-primas

## Principais Conclusões

- A escalada no Médio Oriente é essencialmente um choque energético, com os mercados de petróleo e gás no centro da transmissão global.
- As perturbações no Estreito de Ormuz ameaçam uma via vital do comércio energético global, mantendo os mercados de petróleo e GNL altamente sensíveis a sinais geopolíticos.
- Os mercados de transporte marítimo estão a apertar à medida que os riscos aumentam em Ormuz e Bab el-Mandeb, pressionando os custos de frete, combustível e prémios de seguro de risco de guerra.
- O alumínio parece particularmente exposto entre os metais industriais, dada a sua dependência de energia e das cadeias de alumina ligadas ao Golfo.
- O estanho mantém-se estruturalmente volátil, com níveis de inventário extremamente baixos a amplificar o impacto de qualquer perturbação na oferta.
- O ouro continua a beneficiar de um ciclo de valorização de longo prazo, embora a recente força do dólar e a subida das yields norte-americanas tenham limitado a reação de refúgio no curto prazo.

## Petróleo, gás e a transmissão de choques geopolíticos

Os mercados de matérias-primas são frequentemente o primeiro canal através do qual choques geopolíticos e militares se transmitem à economia global. A mais recente escalada no Médio Oriente não é exceção.



Os mercados energéticos reagiram fortemente após os ataques israelitas e norte-americanos a alvos iranianos e a retaliação de Teerão contra instalações militares e energéticas dos EUA no Golfo. O transporte marítimo através do Estreito de

Ormuz, um dos pontos críticos mais importantes do comércio energético mundial, foi severamente perturbado. Cerca de 20 milhões de barris por dia (aproximadamente um quinto do consumo global) passam normalmente por este estreito, juntamente com grandes volumes de gás natural liquefeito, destinados sobretudo aos mercados asiáticos.

O Golfo não é apenas central para as exportações de crude. É também um importante polo de refinação e produção petroquímica, o que significa que as perturbações podem rapidamente propagar-se a produtos energéticos downstream e cadeias industriais globais.

Alguns produtores dispõem de alternativas parciais. A Arábia Saudita, por exemplo, pode redirecionar parte das suas exportações através do oleoduto Leste-Oeste para portos no Mar Vermelho. No entanto, estas rotas só conseguem absorver uma fração limitada da produção do Golfo, deixando os fluxos globais de energia significativamente estrangulados.

Por agora, os mercados mantêm-se altamente voláteis, reagindo a uma sucessão de anúncios e contra-anúncios políticos entre Washington e Teerão. Os decisores políticos estão também a

ponderar uma libertação coordenada de reservas estratégicas de petróleo pelos países do G7 para mitigar o choque.

Se as perturbações forem de curta duração, a economia global deverá absorver o impacto através de inventários, capacidade excedente e reencaminhamento de fluxos. Contudo, uma interrupção prolongada em Ormuz constituiria um choque de oferta significativo, com implicações claras para a inflação, os custos comerciais e o crescimento global.

Os mercados de metais industriais têm reagido de forma mais contida do que a energia, mas o conflito continua a introduzir vários canais de transmissão potenciais. O Médio Oriente não é um grande produtor da maioria dos metais de base, mas desempenha um papel relevante no fornecimento de energia e no processamento downstream, ambos fundamentais para os mercados de metais.

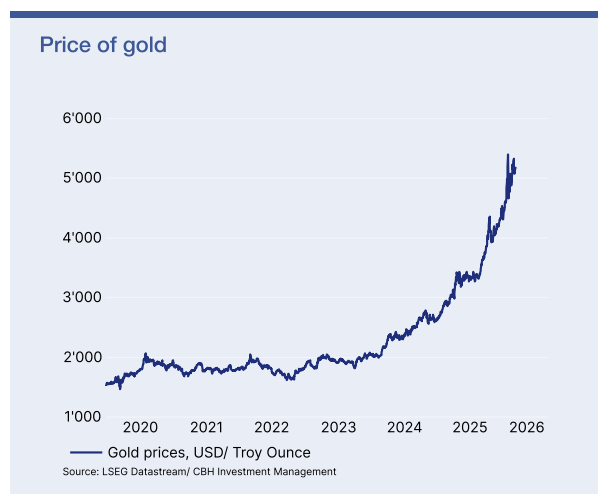
O alumínio poderá estar particularmente exposto às atuais tensões. A produção de alumínio é altamente intensiva em energia, tornando o metal especialmente sensível às variações dos preços do gás e da eletricidade. O Golfo tornou-se um importante centro de produção de alumínio, com grandes unidades nos Emirados Árabes Unidos, no Bahrein e na Arábia Saudita, que dependem em grande medida do gás natural. Danos na infraestrutura energética regional poderão, por isso, restringir a oferta global. Além disso, os produtores do Golfo podem enfrentar dificuldades no acesso à alumina, um input essencial que transita em grande parte pelo Estreito de Ormuz. Qualquer perturbação prolongada poderá limitar o abastecimento e intensificar pressões de preços num mercado já apertado.

Os mercados de estanho, por sua vez, continuam estruturalmente propensos a movimentos bruscos de preço. Os preços chegaram a ultrapassar os 57.000 dólares por tonelada na LME em fevereiro, refletindo um mercado caracterizado por oferta frágil e níveis de inventário extremamente baixos. A produção está concentrada em poucos países, nomeadamente Indonésia e Myanmar, enquanto a procura se mantém forte nos setores da eletrónica e semicondutores. Com stocks na LME equivalentes a apenas alguns dias de consumo global, mesmo pequenas perturbações na oferta ou fluxos especulativos podem gerar movimentos de preços

desproporcionados.

Os mercados de transporte marítimo também estão sob crescente pressão. A perturbação do tráfego no Estreito de Ormuz está a começar a afetar a logística marítima no Golfo. Vários portos da região são grandes centros de abastecimento de combustível marítimo, fornecendo fuelóleo a navios que operam entre a Ásia, Europa e África. Fluxos de petróleo mais apertados e perturbações na refinação e armazenamento estão, assim, a levantar preocupações sobre a disponibilidade de combustível marítimo, elevando os custos de abastecimento e operação das companhias de transporte. Em simultâneo, o estreito de Bab el-Mandeb continua exposto a potenciais ataques, ameaçando outro corredor essencial entre o Mar Vermelho e o Oceano Índico. Com o aumento dos riscos nestes dois pontos críticos, os fretes e os prémios de seguro marítimo estão já a subir, pressionando ainda mais os custos do comércio global e das cadeias de abastecimento.

O ouro prolongou a forte valorização dos últimos anos, atingindo novos máximos históricos desde o início de 2026, impulsionado pela incerteza geopolítica persistente e pela forte procura dos bancos centrais. No entanto, a escalada com o Irão não desencadeou o típico movimento de refúgio. Em vez disso, os preços recuaram nos últimos dias, à medida que a força do dólar norte-americano e a subida das yields das Treasuries pressionaram a procura. No curto prazo, os fatores cambiais e de taxas de juro parecem estar a sobrepor-se ao risco geopolítico na determinação do preço do ouro.



# Principais dados e previsões macroeconômicas

|                                     | Annual |      |       |       |
|-------------------------------------|--------|------|-------|-------|
|                                     | 2023   | 2024 | 2025e | 2026e |
| <b>United States</b>                |        |      |       |       |
| Real GDP                            | 2.9    | 2.8  | 2.1   | 2.4   |
| Private consumption                 | 2.6    | 2.9  | 2.6   | 2.4   |
| Investment                          | 3.4    | 3.0  | 2.7   | 2.5   |
| Domestic demand (contribution, %pt) | 3.0    | 3.2  | 2.5   | 2.2   |
| Inventories (contribution, %pt)     | -0.5   | 0.1  | -0.1  | -0.3  |
| Net exports (contribution, %pt)     | 0.4    | -0.5 | -0.2  | 0.4   |
| Inflation (CPI, %yoy)               | 4.1    | 3.0  | 2.7   | 2.4   |
| Unemployment rate (%)               | 3.6    | 4.0  | 4.2   | 4.1   |
| <b>Euro area</b>                    |        |      |       |       |
| Real GDP                            | 0.5    | 0.9  | 1.5   | 1.1   |
| Private consumption                 | 0.6    | 1.3  | 1.5   | 1.9   |
| Investment                          | 2.7    | -2.6 | 3.1   | 2.4   |
| Domestic demand (contribution, %pt) | 1.2    | 0.6  | 1.8   | 2.1   |
| Inventories (contribution, %pt)     | -1.0   | -0.1 | 0.3   | -0.4  |
| Net exports (contribution, %pt)     | 0.3    | 0.3  | -0.6  | -0.6  |
| Inflation (HICP, %yoy)              | 5.5    | 2.4  | 2.1   | 1.9   |
| Unemployment rate (%)               | 6.6    | 6.4  | 6.4   | 6.3   |
| <b>China</b>                        |        |      |       |       |
| Real GDP                            | 5.4    | 5.0  | 5.0   | 4.5   |
| Unemployment rate (%)               | 5.1    | 5.1  | 5.1   | 5.1   |
| Inflation (CPI, %yoy)               | 0.2    | 0.2  | 0.0   | 0.7   |
| Trade                               | 1.0    | 3.6  | 4.1   | 2.6   |

## Previsões – Taxas

| Policy rate         | Actual | Target |      | Last 5 years |        |
|---------------------|--------|--------|------|--------------|--------|
|                     | 12/25  | 3M     | 12M  | High         | Low    |
| Fed funds (upper)   | 3.75   | 3.75   | 3.50 | 5.50         | 0.25   |
| ECB deposit rate    | 2.00   | 2.00   | 2.00 | 4.00         | -0.50  |
| <b>10-year rate</b> |        |        |      |              |        |
| Us Treasury         | 4.23   | 4.30   | 4.50 | 4.71         | 1.26   |
| German Bund         | 2.95   | 2.60   | 2.50 | 2.95         | -0.47  |
| <b>FX</b>           |        |        |      |              |        |
| EUR/USD             | 1.15   | 1.15   | 1.22 | 1.21         | 0.98   |
| EUR/CHF             | 0.91   | 0.91   | 0.93 | 1.10         | 0.91   |
| USD/JPY             | 159.07 | 158    | 150  | 159.07       | 108.79 |
| GBP/USD             | 1.32   | 1.32   | 1.27 | 1.41         | 1.13   |

# Perspectivas das classes de ativos

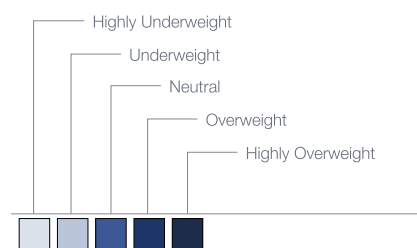
Essas perspectivas das classes de ativos têm um horizonte de 3 a 12 meses.

Nos casos em que houve uma mudança desde a última edição do Quarterly Insight, o ponto (•) indica a perspectiva anterior. Essas perspectivas não devem ser consideradas como recomendações de portfólio. Este resumo das nossas perspectivas sobre as diferentes classes de ativos indica o grau de convicção e as preferências relativas dentro de uma ampla gama de ativos, mas é independente das considerações relativas à construção de portfólios.

|                                     |  |   |   |   |   |
|-------------------------------------|--|---|---|---|---|
| <b>Cash</b>                         |  |   | ■ |   |   |
| <b>Fixed Income</b>                 |  |   | ■ |   |   |
| Government Bonds                    |  |   | ■ |   |   |
| Corporate Investment Grade          |  |   | ■ |   |   |
| Corporate High Yield                |  |   |   |   | ■ |
| Emerging Market Debt Local Currency |  |   | ■ |   |   |
| Emerging Market Debt Hard Currency  |  |   | ■ |   |   |
| Duration                            |  |   | ■ |   |   |
| <b>Equities</b>                     |  | ■ |   |   |   |
| United States                       |  | ■ |   |   |   |
| Europe                              |  |   | ■ |   |   |
| UK                                  |  |   | ■ |   |   |
| Switzerland                         |  |   | ■ |   |   |
| Japan                               |  |   | ■ |   |   |
| Emerging Markets ex-China           |  |   | ■ |   |   |
| China                               |  |   | ■ |   |   |
| <b>Alternatives</b>                 |  |   | ■ |   |   |
| Hedge Funds                         |  |   | ■ |   |   |
| Gold                                |  |   |   | ■ | • |
| Commodities                         |  | ■ |   |   |   |
| <b>Currencies (against USD)</b>     |  |   |   |   |   |
| EUR                                 |  |   |   | ■ |   |
| CHF                                 |  |   | • | ■ |   |
| GBP                                 |  | ■ |   |   |   |
| JPY                                 |  |   | ■ | • |   |

• – previous positioning

## How to read the table?



Este conteúdo fornece uma visão geral do ambiente de mercado atual, mas não pretende prever nem garantir resultados futuros. Não deve ser considerado uma análise de investimento nem uma recomendação sobre fundos, estratégias ou valores mobiliários específicos. O desempenho passado não é indicativo de resultados futuros. As previsões, projeções ou metas mencionadas têm apenas fins ilustrativos e não se garante sua precisão nem sua concretização.

# Alocação de Ativos

## Navegar Tendências Estruturais e Riscos Geopolíticos

### Principais Conclusões

- A volatilidade induzida pela geopolítica tornou-se uma característica persistente dos mercados num mundo mais fragmentado.
- As tendências estruturais em IA, eletrificação e minerais críticos fornecem bases sólidas de crescimento duradouro.
- A exposição a temas estruturais persistentes reforça a resiliência das carteiras em contexto de incerteza.
- A adoção alargada da IA e o investimento contínuo em infraestruturas sustentam o crescimento setorial de longo prazo.

O atual panorama de investimento global é moldado por duas grandes forças: tendências estruturais transformadoras — nomeadamente a expansão da infraestrutura de inteligência artificial e o superciclo da eletrificação e das redes elétricas — e uma maior fragmentação geopolítica, com conflitos esporádicos e instrumentalizados em várias regiões-chave. O desafio para os investidores é claro: como construir carteiras resilientes perante estes riscos seculares e geopolíticos interligados.

### Capturar o crescimento estrutural em tempos de incerteza

No centro das preocupações dos mercados está o conflito em curso entre o Irão e os EUA, bem como os seus aliados regionais. Embora os resultados militares sejam inerentemente imprevisíveis, o nosso cenário base é de contenção da escalada, sendo provável que qualquer pico nos preços do petróleo seja moderado à medida que a oferta se ajusta. Neste cenário, o episódio constituiria um choque temporário de aversão ao risco. No entanto, a história alerta para o risco de subestimar conflitos prolongados: intervenções passadas dos EUA mostram que, embora as fases militares iniciais possam ser rápidas, guerras com objetivos políticos — como mudança de regime ou dissuasão estratégica — raramente terminam depressa. No caso do Irão, o conflito já se expandiu a vários países e envolve uma combinação de ações militares e económicas, tornando menos provável uma resolução rápida.

O renovado foco no Médio Oriente trouxe novamente os mercados de petróleo para primeiro plano, com o crude em risco de permanecer acima dos 100 USD/bbl num cenário alternativo de conflito prolongado. Nesse ambiente de custos energéticos elevados, crescimento global mais lento, expectativas de inflação mais altas e política monetária menos acomodatória, as carteiras de ações devem privilegiar motores estruturais de crescimento em vez de exposição macro alargada, de forma a reforçar a resiliência. Identificamos três temáticas interligadas com exposição duradoura entre setores e geografias. Primeiro, o ecossistema de IA, onde as oportunidades são mais atrativas nos fornecedores de infraestrutura e hardware, em vez das aplicações finais nesta fase. Segundo, o superciclo da eletrificação e das redes elétricas, impulsionado pela expansão dos centros de dados e pela adoção acelerada de veículos elétricos — tendências cada vez mais intensivas em energia e estreitamente ligadas ao crescimento da infraestrutura de IA — bem como pela modernização das redes energéticas após décadas de subinvestimento e envelhecimento das infraestruturas. Terceiro, o superciclo dos minerais críticos, que sustenta simultaneamente a transição energética e a infraestrutura digital, apoiando cadeias de abastecimento para semicondutores, baterias, defesa e tecnologias renováveis. Na nossa visão, a exposição a estas três temáticas permite capturar crescimento estrutural ao mesmo tempo que mitiga choques macroeconómicos e geopolíticos cíclicos. O caso estrutural de crescimento da expansão da IA. Entre estas temáticas, o ecossistema de IA destaca-

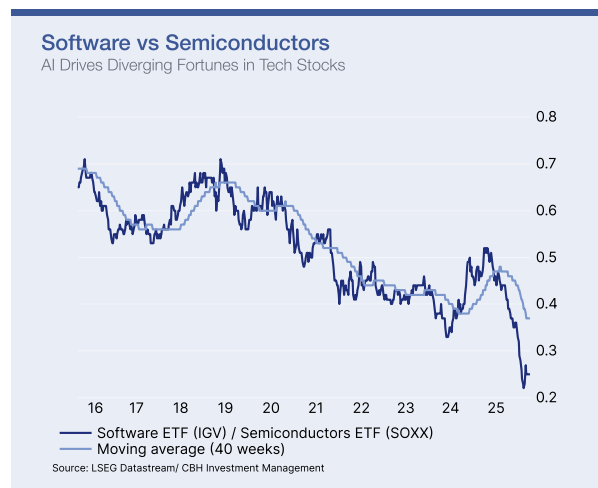
se pela adoção alargada pelas empresas e pelo investimento contínuo em infraestruturas, sendo o ponto de partida natural para uma análise mais aprofundada. Uma questão central no nosso Outlook 2026 foi se a forte valorização das ações de IA nos EUA reflete fundamentos sólidos ou uma bolha especulativa. A nossa avaliação continua a ser que o desempenho do setor tecnológico é amplamente suportado por fundamentos de resultados. Os resultados do quarto trimestre de 2025 reforçam esta visão, destacando vários catalisadores que sustentam o caso estrutural de crescimento da IA.

O investimento em capital é um dos principais motores, com despesas em infraestrutura e plataformas de IA previstas crescer 45% em 2026 e a uma taxa composta anual de 26% entre 2025 e 2030 (Standard Chartered), refletindo a expansão contínua e a adoção sustentada em múltiplos setores. A taxa de adoção de IA nos EUA acelerou fortemente, passando para 15–20% face a apenas 3,8% no final de 2023 (U.S. Census Bureau), evidenciando a rápida difusão destas tecnologias nos processos empresariais. Estes fatores, combinados com os planos de investimento anunciados pelas grandes tecnológicas na época de resultados do quarto trimestre de 2025, reforçam a visão construtiva para o setor, especialmente em semicondutores, que continuam a beneficiar diretamente da expansão do ecossistema de IA.

Embora estes fundamentos sustentem o crescimento de longo prazo, estão a emergir pressões operacionais e de valorização no curto prazo. As empresas hyperscaler estão envolvidas numa “corrida ao investimento”, com forte aumento de despesa em centros de dados, chips especializados e plataformas cloud. A despesa de capital subiu para 20% das receitas, face a uma média histórica de 8% (J.P. Morgan), refletindo uma transição de modelos leves em ativos para modelos intensivos em capital. Como destacado no nosso Outlook Global 2026, esta dinâmica assemelha-se a um “dilema do prisioneiro”: individualmente, as empresas poderiam preferir conter o investimento para proteger margens, mas estrategicamente são obrigadas a investir para não perder posição no ecossistema de IA. Importa salientar que a recente reavaliação das valorizações já compensa estas pressões de margem, deixando as empresas bem posicionadas para capturar o crescimento de longo prazo da adoção da IA.

Para além do investimento em infraestruturas, o

mercado tem-se focado no potencial de disrupção da IA nos modelos tradicionais de software. As empresas com software padronizado ou facilmente replicável estão mais expostas à pressão nas margens, enquanto os fornecedores profundamente integrados nos fluxos críticos dos clientes e com dados proprietários e integração de IA estão melhor posicionados. Ao integrar IA nas suas ofertas, estas empresas aumentam o valor dos produtos, reforçam a dependência dos clientes e fortalecem o seu “fosso competitivo”, sustentando crescimento de longo prazo. Estas dinâmicas refletem-se no desempenho: as ações tecnológicas norte-americanas têm ficado atrás do mercado alargado este ano devido à fraqueza em software e serviços, parcialmente compensada por ganhos em semicondutores e hardware tecnológico. Globalmente, o setor tecnológico regista um dos piores inícios de ano relativo ao resto do mercado nas últimas 5 décadas, segundo a Goldman Sachs.



Outro risco de médio prazo para a temática da IA é uma potencial desaceleração do investimento. Embora reconheçamos este risco no médio e longo prazo, a evidência atual sugere que uma desaceleração generalizada não deverá ocorrer no curto prazo. O investimento em capital permanece elevado em todo o ecossistema de IA, incluindo não só os maiores hyperscalers, mas também um conjunto crescente de empresas de software, semicondutores e infraestrutura. Esta diversificação implica que qualquer moderação por algumas empresas será provavelmente compensada por investimento contínuo de outras, sustentando a trajetória global de crescimento do setor. Os fatores estruturais da IA — adoção empresarial, expansão de infraestruturas e integração em processos críticos — permanecem robustos, suportando investimento e crescimento de resultados no médio e longo prazo.

## Construção de carteiras resilientes

Embora a volatilidade induzida pela geopolítica tenha aumentado desde 2022, as temáticas estruturais de crescimento continuam a fornecer uma base duradoura para o investimento de longo prazo. Num ambiente de choques episódicos, a resiliência resulta da identificação de setores e empresas onde a inovação, o investimento de capital e as tendências de adoção estão a gerar mudanças estruturais duradouras. Estas áreas de crescimento estrutural persistente oferecem um enquadramento para navegar a incerteza, permitindo às carteiras capturar retornos de longo prazo mesmo em condições voláteis.

## Procurar Resiliência num Cenário Global em Transformação

### Principais Conclusões

- O forte crescimento esperado do EPS sustenta as valorizações nos EUA, com os níveis de P/E forward a não limitarem ganhos adicionais.
- A sensibilidade regional aos preços do petróleo justifica cautela na Europa, Japão e Mercados Emergentes, enquanto o mercado norte-americano permanece resiliente.
- O crescimento estrutural dos resultados é impulsionado por setores beneficiados por ventos de longo prazo.
- O enquadramento macroeconómico e de resultados mantém-se, por agora, favorável apesar do choque geopolítico.

Tal como salientado no nosso outlook de 2026, o cenário base era de que um ambiente macroeconómico benigno e resultados empresariais sólidos suportariam um ano construtivo para os ativos de risco, na ausência de um choque geopolítico relevante. O primeiro trimestre acabou por materializar precisamente esse evento, com a escalada para um conflito em larga escala envolvendo os Estados Unidos e os seus aliados no Médio Oriente contra o Irão. O nosso cenário base continua a ser o de que este episódio se revelará um choque temporário de aversão ao risco para os mercados. Embora os conflitos militares sejam inerentemente imprevisíveis, esperamos que a escalada permaneça limitada, com qualquer pico dos preços do petróleo a tender para moderar à medida que a oferta se ajusta. Importa sublinhar que o enquadramento macro e corporativo subjacente permanece favorável: a atividade económica continua resiliente, os balanços das famílias beneficiam de efeitos de riqueza positivos e o momentum dos resultados empresariais mantém-se robusto. Neste contexto, períodos de fraqueza dos mercados nos próximos três a seis meses poderão constituir pontos de entrada atrativos para investidores em ações.

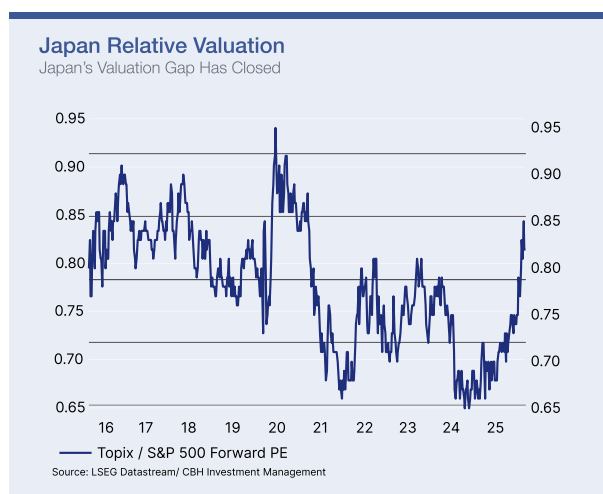
**Motores Estruturais do Crescimento dos Resultados**  
Para além de choques episódicos, o desempenho das ações continua a ser sustentado por motores estruturais de resultados. Para 2026, o setor de Tecnologia da Informação deverá apresentar o maior

crescimento de EPS no S&P 500 (FactSet), com um aumento projetado de 33,5% e receitas a crescer 21,5%, bem acima das médias do índice de 15,3% e 8%. Os setores de Materiais, Utilities e Industriais seguem-se como os principais contributores, com crescimentos esperados de EPS de 28%, 12,2% e 11,3%, respetivamente. Estes quatro setores — Tecnologia, Industriais, Materiais e Utilities — têm registado revisões em alta consistentes desde o início do ano e representam cerca de 45% do S&P 500, ancorando o outlook global de crescimento dos resultados. Um fator comum a estes setores é a exposição ao superciclo da eletrificação, que continua a sustentar o momentum dos lucros.

As expectativas de curto prazo para o 1T26 reforçam a liderança da Tecnologia, com crescimento projetado de EPS de 41,7% em termos homólogos, acima dos 34,3% no início do ano. O crescimento é abrangente em todos os seis subsegmentos, liderado por Semicondutores e Equipamentos (+86%), Equipamento Eletrónico e Componentes (+28%), Hardware e Armazenamento (+26%), Software (+18%), Serviços de Comunicação (+11%) e IT Services (+4%). Apesar de alguma pressão mediática sobre os resultados do 4T25, o setor de Software continua a apresentar crescimento resiliente. Sendo o maior setor do índice, a Tecnologia continua a ser o principal motor das projeções trimestrais, anuais e para 2027, com EPS esperado de +23,4% no próximo ano — o mais elevado entre

todos os setores.

Avaliações nos EUA não limitam ganhos adicionais. O forte crescimento dos resultados nos EUA sustenta os níveis atuais de valorização. Embora o mercado norte-americano seja frequentemente considerado caro face a outras regiões, uma análise relativa do P/E forward versus médias de 10 anos mostra que estas preocupações são hoje menos relevantes. Desde o mínimo relativo de 4T24, o desconto da Europa normalizou, o gap de avaliação do Japão fechou e apenas os Mercados Emergentes permanecem relativamente baratos. Em termos absolutos, o forward P/E do S&P 500 desceu de 23x em 4T25 para 20x, abaixo de uma banda de uma desvio-padrão acima da média de 10 anos. Ajustando pela concentração dos “Magnificent 7” através do S&P Equal Weight, as valorizações situam-se em 16,5x forward earnings — próximo da média de 10 anos. Importa sublinhar que a valorização das ações norte-americanas tem sido impulsionada sobretudo pelo crescimento dos EPS e não pela expansão de múltiplos, sugerindo que, enquanto o momentum dos resultados se mantiver, as valorizações não deverão limitar novos ganhos.



## Sensibilidade regional aos preços do petróleo

Entrámos no ano com uma alocação neutra para Europa, Japão e Mercados Emergentes. O recente choque energético — embora temporário no cenário base — evidenciou a sensibilidade de várias regiões à dinâmica dos preços do petróleo. O Japão permanece estruturalmente exposto a choques energéticos. O país importa praticamente todo o seu petróleo bruto, com mais de 90% proveniente do Médio Oriente, tornando-o altamente sensível a perturbações na região. Uma subida sustentada

dos preços da energia traduzir-se-ia rapidamente em inflação importada mais elevada, complicando a trajetória de normalização da política do Banco do Japão. Um novo aumento dos custos energéticos importados poderia gerar uma combinação desfavorável de inflação mais elevada e menor crescimento do rendimento real, aumentando a incerteza em torno da política monetária e da resposta governamental. Neste contexto, consideramos apropriada a manutenção de uma posição neutra em ações japonesas.

Os Mercados Emergentes também permanecem estruturalmente expostos a preços mais elevados da energia. Mais de 75% do índice MSCI Emerging Markets é composto por China, Hong Kong, Taiwan, Coreia do Sul e Índia — todas economias importadoras líquidas de petróleo — tornando o índice particularmente sensível a picos no crude. Embora continuemos a ver valor nos EM do ponto de vista cíclico e de valorização, a sensibilidade aos custos energéticos justifica prudência.

No caso da Europa, em 2025, os produtos petrolíferos e o gás natural representavam cerca de 60% da energia disponível bruta da UE, tornando os combustíveis fósseis o principal componente do mix energético. Embora a Europa esteja menos exposta diretamente a perturbações de oferta do Médio Oriente — com o crude maioritariamente proveniente dos EUA, Noruega e Cazaquistão, e o gás natural da Noruega, EUA e Argélia — continua totalmente exposta a preços globais elevados do petróleo e do gás TTF. Custos energéticos mais elevados tendem a pressionar margens empresariais e consumo das famílias, transmitindo pressões inflacionistas através da economia, com os choques a chegarem sobretudo via preços globais e não via restrições de oferta direta. Embora a Zona Euro tenha mostrado sinais iniciais de melhoria no início do ano, preferimos maior estabilidade nos mercados energéticos antes de considerar uma posição overweight.

## EUA: mercado resiliente mas com cautela devido à concentração

Em contraste, os EUA permanecem o mercado de ações mais atrativo no contexto atual, independentemente do cenário do petróleo. A Tecnologia, o maior setor do S&P 500, continua a beneficiar de forte crescimento de resultados e do

apoio estrutural da expansão da infraestrutura de IA. Em conjunto com o superciclo da eletrificação e da transição energética, esta dinâmica estende-se a Utilities, Industriais e outros setores, criando ventos estruturais favoráveis transversais.

O enquadramento macroeconómico também é favorável, com o consumo privado esperado para permanecer resiliente em 2026, sobretudo impulsionado por famílias de rendimento médio e elevado, que representam a maior parte do consumo nos EUA e beneficiam de efeitos de riqueza ligados às ações e ao imobiliário. O rendimento disponível real permanece positivo, com crescimento de cerca de 1% homólogo no final de 2025, suportando a procura por bens e serviços discricionários. O dinamismo do setor dos serviços, refletido nos indicadores ISM Services, reforça a resiliência da atividade económica e sustenta o crescimento dos resultados empresariais.

No entanto, face ao debate sobre a sustentabilidade do rally impulsionado pela IA, às valorizações elevadas nos segmentos de crescimento e ao risco de concentração nos “Magnificent 7”, mantivemos uma ligeira subponderação às ações norte-americanas no 1T26. Continuamos a monitorizar uma possível transição para neutro e, eventualmente, overweight, caso as condições de mercado e valuation se tornem mais favoráveis. Em paralelo, vemos mérito em diversificar a exposição às ações dos EUA para além do beta de mercado. Para esse efeito, iniciámos uma alocação ao fator qualidade nos EUA, focado em empresas com forte geração de cash flow e balanços sólidos. Introduzimos também exposição ao superciclo da eletrificação e das redes elétricas, que consideramos uma temática estrutural com suporte ao crescimento dos resultados em múltiplos setores.

#### Equity Sectors

|                        |                          |                                     |                                     |                                     |                          |
|------------------------|--------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| Communication Services | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/> |
| Consumer Discretionary | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/> |
| Consumer Staples       | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/> |
| Energy                 | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/> |
| Financials             | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/> |
| Healthcare             | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Industrials            | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Information Technology | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Materials              | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/> |
| Real Estate            | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/> |
| Utilities              | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

# Rendimento Fixo

## Privilegiar Oportunidades em Crédito em Detrimento da Duração num Contexto de Risco Geopolítico Elevado

### Principais Conclusões

- A dívida de mercados emergentes apresenta dinâmicas divergentes, com os mercados em moeda forte a resistirem melhor e a dívida em moeda local mais sensível à força do USD e à volatilidade associada à energia.
- O conflito no Médio Oriente reacendeu pressões inflacionistas, levando a uma subida das taxas curtas e dos spreads.
- No nosso cenário base, os mercados de crédito permanecem resilientes, com spreads sustentados por fundamentais sólidos e um enquadramento macro benigno.
- Os mercados reprecificaram rapidamente as expectativas de taxas de juro, refletindo maior risco de inflação e um aperto mais rápido do que o antecipado.

### Choque petrolífero reacende preocupações inflacionistas e volatilidade obrigacionista

O quase encerramento do Estreito de Ormuz introduziu uma perturbação significativa nos mercados energéticos, ameaçando desestabilizar um enquadramento macro até aqui relativamente benigno. Os desenvolvimentos recentes reavivaram dinâmicas vistas em 2022: subida acentuada dos preços da energia, aumento rápido das yields obrigacionistas e risco de a correlação ações-obrigações voltar a tornar-se positiva, à medida que ressurgem as preocupações com a inflação.

Os mercados acionistas têm reagido de forma relativamente contida, sugerindo que os investidores continuam a considerar os impactos macroeconómicos como geríveis. Já os mercados de rendimento fixo — em particular na Europa — reagiram de forma mais intensa, evidenciando a vulnerabilidade estrutural da região a choques energéticos devido à dependência de energia importada.

### Bancos centrais sob pressão com rápida reprecificação das taxas

Alguns mercados de taxas reprecificaram rapidamente o cenário. Na zona euro, comentários mais hawkish do BCE elevaram as expectativas

para cerca de 40bps de subidas até ao final do ano, face a expectativas anteriores de um possível corte adicional antes do choque.

Uma dinâmica semelhante ocorreu no Reino Unido, onde os mercados passaram de antecipar dois cortes antes da guerra para precificar atualmente cerca de três quartos de uma subida de taxa. Esta reprecificação reflete o risco de os bancos centrais adiarem a flexibilização monetária. Mesmo que os decisores políticos considerem o choque inflacionista do petróleo temporário, o discurso deverá tornar-se menos dovish, já que muitos procuram evitar repetir o erro de 2022 de iniciar o aperto demasiado tarde. Ao mesmo tempo, os bancos centrais enfrentam um difícil trade-off. Preços do petróleo persistentemente elevados podem gerar um impulso stagflacionista, particularmente na Europa devido à sua dependência de energia importada. Ao contrário do BoE e da Fed, a taxa diretora do BCE já se encontra dentro da sua faixa estimada de neutralidade (1,75%–2,25%), deixando-o mais exposto a agir caso as pressões inflacionistas persistam.

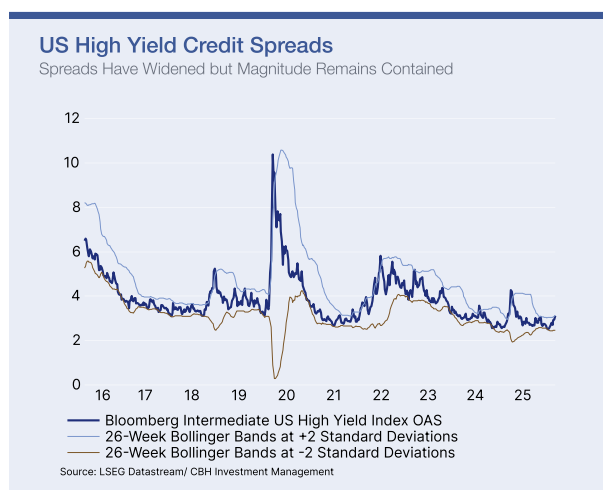
### Mercados de crédito resilientes, mas cada vez mais sensíveis

Os mercados de crédito mantiveram-se relativamente resilientes, com spreads de obrigações cash

praticamente inalterados face ao trimestre anterior nos principais índices.

Os mercados de high yield registaram alguma abertura de spreads, tanto nos EUA como na Europa, com uma subida de cerca de 60 pontos base desde os mínimos de janeiro — mais de duas desvios-padrão acima da média de seis meses. Ainda assim, este ajustamento permanece moderado no contexto de episódios recentes de volatilidade, especialmente quando comparado com o choque de tarifas do ano passado, em que os spreads alargaram mais de 170 pontos base nas duas regiões.

Em contraste, instrumentos mais líquidos como os índices de CDS registaram uma abertura mais significativa, sugerindo que os investidores aumentaram a cobertura de risco sem reduzir materialmente a exposição.



Dado o nosso cenário base de que o choque do petróleo será temporário e não irá comprometer o enquadramento macro global benigno, mantemos uma visão construtiva sobre os mercados de crédito. Embora as valorizações estejam relativamente apertadas, são suportadas por fundamentais sólidos ao nível dos índices e por um enquadramento macro ainda resiliente. Qualquer nova reprecificação poderá, assim, criar pontos de entrada mais atrativos, reforçando a nossa visão positiva de médio prazo para a classe de ativos.

O principal risco reside nos mercados de private credit e leveraged loans. Ambos expandiram rapidamente nos últimos anos e, em conjunto, são atualmente aproximadamente do mesmo tamanho que o mercado de high yield dos EUA. Um ajustamento desordenado nestes segmentos poderia ter efeitos

de contágio sobre o crédito público e o universo de risco mais alargado, gerando um choque mais amplo.

## Dívida de mercados emergentes enfrenta pressões divergentes

A dívida emergente em moeda forte iniciou o ano de forma positiva, antes de devolver parte desses ganhos após a escalada das tensões com o Irão. No entanto, a recente correção foi sobretudo impulsionada pela subida das yields dos Treasuries norte-americanos, e não por deterioração dos fundamentais de crédito, com spreads em vários mercados estáveis ou mesmo em compressão.

Apesar de os spreads estarem apertados em termos históricos, isso reflete em grande parte a melhoria significativa dos fundamentais nos últimos anos. Os buffers de reservas aumentaram, os défices da conta corrente reduziram-se face à última década e os riscos de refinanciamento de curto prazo permanecem contidos após o ciclo de reestruturações pós-Covid. O acesso aos mercados também estava a melhorar antes do choque geopolítico, com o regresso gradual dos fluxos após um longo período de saídas. Apesar dos spreads comprimidos, os yields totais continuam atrativos face ao crédito dos mercados desenvolvidos, e mantemos exposição à classe de ativos.

Os mercados de dívida em moeda local foram mais sensíveis ao choque recente. O aumento dos preços da energia fortaleceu o dólar norte-americano, pressionando as moedas dos países importadores de energia e penalizando os retornos. Apesar deste vento contrário de curto prazo, o cenário de médio prazo permanece construtivo. Os balanços dos mercados emergentes melhoraram significativamente, suportados por melhores posições externas, maior cobertura de reservas e maior credibilidade de política em várias economias. Além disso, os reais continuam elevados face a níveis históricos e aos mercados desenvolvidos, oferecendo um “carry” significativo durante períodos de volatilidade. A participação de investidores estrangeiros nos mercados locais de obrigações continua abaixo dos níveis históricos, deixando espaço para novos fluxos quando a incerteza global diminuir. Mantemos convicção positiva de médio prazo nesta classe de ativos.

# Câmbio

## Ganhos do dólar (greenback) em meio a tensões geopolíticas e choque petrolífero

### Pontos chave

- O dólar norte-americano beneficia da procura por ativos de refúgio e da resiliência dos exportadores de energia, reavivando a narrativa do excepcionalismo americano.
- A libra esterlina está limitada por choques energéticos, rendimentos mais elevados dos gilts e incerteza política, restringindo a valorização no curto prazo apesar de uma maior credibilidade fiscal.
- O euro enfrenta pressão devido a custos de energia mais elevados, a uma possível revisão em baixa do crescimento e ao alargamento da divergência de políticas com os EUA.
- O iene permanece sob pressão, uma vez que a postura cautelosa do BoJ e a dependência energética do Japão mantêm o USD/JPY exposto, com risco de intervenção acima de 160.

### Reversão do destino do dólar em meio à guerra no Médio Oriente

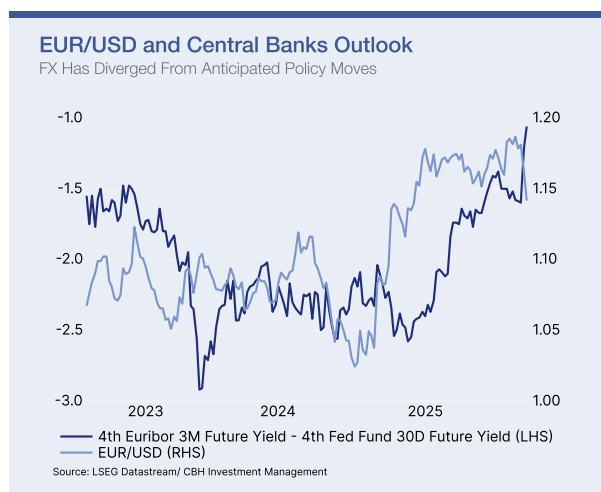
A geopolítica e as respostas de política económica voltam a ter precedência sobre os dados macroeconómicos, com o conflito em curso no Médio Oriente a emergir como o principal motor dos mercados cambiais. O tempo tornou-se agora o inimigo das perspetivas macro: quanto mais tempo os preços da energia permanecerem elevados, maior será a pressão sobre o crescimento e a inflação, e mais persistente será a reavaliação dos mercados financeiros. Neste contexto, o dólar norte-americano surge como um claro beneficiário. O seu tradicional apelo de refúgio voltou a afirmar-se num ambiente de risco geopolítico elevado, em que tanto as ações como as obrigações estão vulneráveis.

O aumento dos preços do petróleo pode pesar sobre o crescimento global, em particular nas regiões importadoras de energia que enfrentam deterioração dos desequilíbrios externos. No entanto, os EUA, enquanto exportador líquido de energia, mantêm-se mais resilientes do que a Ásia ou a Europa, reforçando a perceção de excepcionalismo económico americano. Em simultâneo, os custos energéticos elevados e as pressões estanflacionistas estão a provocar um dismantelamento parcial de posições em mercados

anteriormente sobreponderados na Europa e nos mercados emergentes, o que reforça ainda mais a procura por dólares.

Em contraste, o euro enfrenta ventos contrários significativos. A narrativa de crescimento da Europa — anteriormente apoiada pela política orçamental e por custos de energia historicamente mais baixos — foi interrompida pela subida acentuada dos preços energéticos. Mercados acionistas mais fracos, deterioração dos diferenciais de rendimentos reais e a forte dependência da região de energia importada (cerca de 70% das necessidades) combinam-se para pressionar a moeda. Esta dinâmica, juntamente com o dismantelamento mais amplo de posições na Europa e nos mercados emergentes, reforça a força do dólar. Embora a política monetária relativa tenha sido o principal motor do EUR/USD nos últimos anos, estamos agora a observar um forte desacoplamento num ambiente dominado pela geopolítica. Desde o início da guerra, os mercados de taxas reprecificaram as perspetivas tanto da Fed como do BCE, mas o ajustamento foi muito mais acentuado no caso do BCE. Ainda assim, o euro dificilmente será apoiado por uma reavaliação mais hawkish da política do BCE, uma vez que as economias europeias enfrentam um impacto negativo mais forte nos termos de troca devido aos custos energéticos mais elevados. As pressões

resultantes sobre inflação e crescimento deverão afetar mais a Europa do que os EUA, alargando a divergência de políticas e reforçando a força do dólar.



Ainda assim, no nosso cenário base de uma rápida normalização dos mercados de petróleo, mantemos a nossa visão de médio prazo de que o EUR/USD poderá voltar a ultrapassar 1,20 mais para o final do ano. No curto prazo, porém, a recuperação tática do dólar norte-americano deverá persistir, com o EUR/USD já a aproximar-se de 1,14. O principal catalisador para inverter a recente força do dólar seria uma notícia credível sobre a reabertura do Estreito de Ormuz e a retoma dos fluxos energéticos. Até lá, o greenback deverá manter os seus ganhos recentes.

### Lene sob pressão com perspectivas do BoJ ainda incertas

À medida que o conflito no Médio Oriente faz subir os preços da energia, o iene está sob pressão significativa, enquanto o dólar norte-americano permanece amplamente suportado. A dependência energética do Japão amplifica o choque negativo nos termos de troca, alargando a fatura de importações e reforçando a ligação estrutural entre um maior défice comercial e a fraqueza do iene, sustentando novos ganhos no USD/JPY.

Os custos energéticos mais elevados também aumentam as expectativas de inflação, mas espera-se que o BoJ mantenha uma postura cautelosa quanto a subidas preventivas das taxas, mantendo as taxas reais de política monetária baixas — potencialmente influenciado pela administração Takaichi. Medidas orçamentais para compensar os custos energéticos poderão também reavivar preocupações sobre a posição fiscal do Japão, que tinham diminuído após a vitória da LDP na câmara baixa. Entretanto, o papel

tradicional do iene como ativo de refúgio permanece limitado, já que a ausência de cobertura de posições curtas em JPY e a força generalizada do dólar restringem qualquer suporte defensivo.

Nos últimos anos, a direção de curto prazo do iene tem sido largamente determinada pelas trajetórias relativas da política monetária dos EUA e do Japão. Se os riscos de recessão levarem a Fed a cortar taxas enquanto o BoJ continua os seus aumentos esperados, o diferencial de rendimento EUA–Japão diminuiria, apoiando o iene e limitando potencialmente a subida do USD/JPY. Por outro lado, se o BoJ pausar o aperto monetário enquanto a Fed flexibiliza apenas moderadamente, o diferencial poderá alargar-se, pressionando o USD/JPY em alta. Na prática, esta relação está atualmente menos previsível do que no passado, uma vez que as expectativas para ambos os bancos centrais estão a ajustar-se rapidamente, tornando o USD/JPY sensível até a pequenas alterações na precificação futura das taxas.

Desde o início do conflito, as expectativas de mercado para subidas de taxas do BoJ mantiveram-se praticamente inalteradas. Para a reunião de abril, o mercado está a precificar cerca de 0,6 de uma subida, refletindo a expectativa de que o BoJ avance com cautela enquanto avalia o impacto dos preços energéticos mais elevados na economia japonesa. A atenção recai agora sobre se o choque energético levará o banco a sinalizar um caminho para novo aperto ou a adotar uma abordagem mais cautelosa que possa atrasar futuras subidas. Entretanto, se o USD/JPY continuar a subir apesar de intervenções verbais ou verificações de câmbio pelo Ministério das Finanças, o foco poderá deslocar-se para intervenção direta no mercado cambial.

Embora níveis na zona dos 160 tenham sido anteriormente vistos como um possível gatilho, a atual subida é impulsionada mais pela força generalizada do dólar do que por fraqueza específica do iene, tornando a intervenção mais difícil de justificar e sugerindo que o limiar de ação pode ser mais elevado do que em episódios anteriores.

Consequentemente, revemos em alta a nossa previsão de USD/JPY para o final do ano para 150, refletindo um cenário base de desescalada no curto prazo. Caso o conflito se prolongue, o USD/JPY poderá ultrapassar 160, com o risco de intervenção a ser precificado pelo mercado antes de qualquer ação oficial.

## Libra esterlina vulnerável a novo choque energético e risco político

Na nossa perspetiva para o final do ano, salientámos que o Orçamento de Outono daria suporte estrutural à libra através de maior credibilidade fiscal, mas que uma política orçamental mais restritiva pesaria sobre o crescimento e reforçaria expectativas de cortes de taxas pelo Banco de Inglaterra, limitando a valorização da GBP no curto prazo. Estamos agora mais pessimistas em relação à libra, uma vez que um novo choque energético agrava estas pressões.

Neste contexto, o BoE deverá manter a política inalterada enquanto avalia o impacto inflacionista dos preços energéticos mais elevados. Embora os mercados tenham reduzido expectativas de cortes de taxas, qualquer inclinação mais hawkish adicional motivada por pressões estanflacionistas dificilmente apoiará de forma significativa a libra.

Rendimentos mais elevados dos gilts resultantes de um choque energético do lado da oferta — em vez de crescimento mais forte — deverão pesar sobre a atividade económica, podendo desencadear política orçamental mais restritiva e reforçar uma dinâmica estanflacionista conhecida, particularmente dada a elevada vulnerabilidade do Reino Unido aos custos energéticos em comparação com outras economias do G10.

A estes desafios macroeconómicos soma-se o aumento da incerteza política na libra nos últimos três meses. O escrutínio crescente da liderança de Keir Starmer, no contexto de tensões internas no partido e debates sobre regras orçamentais — incluindo a possibilidade de uma mudança de liderança para Angela Rayner — aumentou as preocupações dos mercados quanto à estabilidade das políticas, pressionando ainda mais a GBP.

# Presença geográfica

O CBH está presente em Genebra, Zurique, Londres, Luxemburgo, Israel, Hong Kong, Rio de Janeiro, São Paulo e Bahamas. Devido à sua exposição internacional, está sob supervisão consolidada da FINMA na Suíça, e suas empresas afiliadas são supervisionadas pela CSSF em Luxemburgo, FCA no Reino Unido, Banco Central das Bahamas, SFC em Hong Kong e CVM no Brasil.

## Geneva

Headquarter

CBH Bank  
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7  
P.O. Box  
1211 Geneva 3, CH

cbhbank.com  
t +41 22 839 01 00

## Zurich

Branch Office

CBH Bank  
Bahnhofstrasse 82  
P.O. Box 119  
8021 Zurich, CH

cbhbank.com  
t +41 44 218 15 15

## Luxembourg

SICAV

1618 Investment Funds  
106, route d'Arlon  
8210 Mamer, L

1618am.com

## London

Subsidiary

CBH Wealth UK Limited  
2-4 Cork Street,  
London W1S 3LG, UK

cbhbank.com  
t +44 207 647 1300

## Hong Kong

Subsidiary

CBH Asia Limited  
Suite 2001, 20th Floor,  
K11 ATELIER, 18-24 Salisbury  
Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon,  
Hong Kong, HK

cbhbank.com  
t +852 2869 0801



## Nassau

Subsidiary

CBH Bahamas Ltd.  
CBH House, East Bay Street  
P.O. Box N-1724  
Nassau, N.P., Bahamas

cbhbank.com  
t +1 242 394 61 61

## Tel Aviv

Representative Office

CBH Bank  
Rehov Tuval 40  
Ramat Gan  
5252247 Israel

cbhbank.com  
t +972 73 793 62 22

## Rio de Janeiro

Subsidiary

1618 Investimentos  
Rua Visconde de Pirajá, 470  
Ipanema -  
CEP: 22410-002  
Rio de Janeiro - Brazil

1618investimentos.com  
+55 21 3993 6901

## Sao Paulo

1618 Investimentos Subsidiary

1618 Investimentos  
Rua Iguatemi, 192 Itaim Bibi  
CEP: 01451-010  
São Paulo - Brazil

1618investimentos.com  
+55 11 4550 4401

# Isenção de responsabilidade

Esta publicação tem fins informativos e não constitui qualquer oferta, incentivo ou recomendação por parte do CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ou de qualquer outro membro do seu grupo. Em particular, não se trata de um prospecto, e as informações aqui contidas não devem ser interpretadas como uma oferta de venda de qualquer título ou uma proposta de investimento de qualquer natureza.

Trata-se de informações gerais baseadas em conhecimento próprio, informações fornecidas por terceiros e fontes de acesso público. Não resulta exclusivamente de uma análise financeira independente, motivo pelo qual não se aplicam os requisitos legais relativos à independência de análises financeiras. As informações e opiniões expressas nesta publicação foram divulgadas pelo CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA na data de sua redação e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Em particular, os preços indicados referem-se à data desta publicação e também estão sujeitos a mudanças sem aviso prévio.

Os investimentos nas classes de ativos mencionadas nesta publicação podem não ser adequados para todos os destinatários e podem não estar disponíveis em todos os países. Esta publicação não se destina nem é dirigida à distribuição ou utilização por qualquer pessoa ou entidade que seja cidadã ou residente de qualquer localidade, estado, país ou território onde tal distribuição, publicação, disponibilidade ou utilização seja contrária à legislação ou regulamentação aplicável. Este documento foi elaborado sem levar em consideração os objetivos, a situação financeira ou as necessidades de investidores específicos. Antes de realizar qualquer operação, os investidores devem analisar a adequação dessa operação à luz de suas circunstâncias e objetivos pessoais.

Em caso de dúvida, os investidores devem buscar aconselhamento profissional, inclusive de natureza fiscal. O valor dos investimentos e os rendimentos deles derivados podem diminuir ou aumentar, e não são garantidos, sendo possível que o valor originalmente investido não seja recuperado. O valor de um investimento pode cair repentinamente e de forma significativa. Os desempenhos passados não são garantia de resultados futuros, e os níveis, as bases tributárias e os incentivos fiscais podem ser alterados ao longo do tempo. As flutuações nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço, o valor ou a renda de um investimento.

Observe que o valor dos investimentos e os rendimentos deles provenientes podem aumentar ou diminuir, e não há garantia de retorno, podendo não ser possível recuperar o montante inicialmente investido. O valor de um investimento pode cair de forma repentina e substancial. O desempenho passado não garante resultados futuros, e a tributação aplicável pode variar ao longo do tempo. As flutuações cambiais podem impactar negativamente o valor, preço ou rendimento de um investimento.

Nenhuma garantia é dada quanto à exatidão ou completude desta publicação, e nenhuma ação deve ser tomada com base nela. Eventuais erros ou omissões nas informações contidas nesta publicação não geram responsabilidade. Nem o CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA nem qualquer outro membro do seu grupo se responsabiliza pelas informações contidas nesta publicação.

Esta publicação só pode ser distribuída em países onde tal ação seja legalmente permitida pelas entidades locais do CBH. As informações contidas nesta publicação não se destinam a nenhuma pessoa em qualquer país ou território onde, devido à nacionalidade, residência ou outras características da pessoa em questão, tais comunicações sejam proibidas.

## Informações importantes sobre a distribuição

**Suíça:** A distribuição desta publicação é feita pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, entidade autorizada e regulada pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro (FINMA) na Suíça.

**Bahamas:** Esta publicação é distribuída aos clientes da CBH Bahamas Ltd. e não se destina à distribuição para pessoas designadas como cidadãos ou residentes nas Bahamas, de acordo com as normas e regulamentos de controle cambial desse território. Portanto, é direcionada apenas às pessoas classificadas ou consideradas como não residentes.

**Hong Kong:** Este documento é distribuído pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA e pela CBH Asia Limited, em seu próprio nome, aos seus clientes. A CBH Asia Limited é uma empresa autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong (SFC) e registrada na Autoridade de Fundos de Previdência Obrigatórios (MPFA) e na Autoridade de Seguros de Hong Kong (IA).

**Reino Unido:** Esta publicação é distribuída aos clientes e por meio da CBH Wealth UK Limited, entidade autorizada e regulada no Reino Unido pela Autoridade de Conduta Financeira (FCA) [FRN 514546]. Este documento tem como finalidade fornecer informações gerais e não deve ser considerado uma análise de investimento. Para obter informações completas sobre as comunicações da CBH Wealth UK Limited, visite nosso site ou entre em contato com seu gerente pessoal.

**Estados Unidos:** Esta publicação, bem como qualquer cópia dela, não pode ser enviada, transferida ou distribuída nos Estados Unidos ou a qualquer pessoa dos Estados Unidos.

Esta publicação pode conter informações provenientes de terceiros, incluindo classificações, variáveis de pontuação, preços e outros dados. É proibida qualquer forma de reprodução ou distribuição do conteúdo de terceiros sem permissão prévia e por escrito dos mesmos. Os fornecedores de conteúdo independentes não garantem a precisão, integridade, relevância ou disponibilidade de qualquer informação, incluindo classificações de crédito, e não se responsabilizam por eventuais erros ou omissões (por negligência ou qualquer outro motivo), nem pelos resultados obtidos a partir do uso de tais conteúdos. Os fornecedores de conteúdo independentes não oferecem garantias expressas ou implícitas, incluindo, entre outras, garantias de comercialização ou adequação a um propósito ou uso específico. Eles não se responsabilizam por quaisquer custos, despesas, honorários legais, perdas ou danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequentes (incluindo perda de lucros, perda de receita e custos de oportunidade) relacionados ao uso do seu conteúdo, incluindo classificações de crédito. As classificações de crédito são declarações de opinião e não possuem caráter objetivo nem representam recomendações de compra, manutenção ou venda de valores mobiliários. Elas não refletem o valor de mercado dos títulos nem a adequação dos instrumentos para fins de investimento, e não devem ser utilizadas como aconselhamento de investimento.

Esta publicação está protegida por direitos autorais e por legislação de banco de dados e não pode ser reproduzida, distribuída ou publicada por qualquer pessoa para qualquer finalidade sem o consentimento prévio e expresso da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Todos os direitos reservados.

Dados em 19 de março de 2026  
Publicado em 19 de março de 2026



CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management  
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7  
P.O.Box  
CH - 1211 Geneva 3

[am@cbhbank.com](mailto:am@cbhbank.com)  
[www.cbhbank.com](http://www.cbhbank.com)