



Quarterly Insight 3Q26

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

Conteúdo

3	O Chamamento dos Cumes
6	Perspetivas Macro Globais
	Perspetivas Macro – Estados Unidos
	Perspetivas Macro – Área do Euro
	Perspetivas Macro – Outras Economias Avançadas
	Perspetivas Macro – Ásia
	Perspetivas Macro – Brasil
	Perspetivas Macro – Mercado do Petróleo
22	Perspectivas das classes de ativos
23	Alocação de Ativos
25	Ações
28	Rendimento fixo
31	Câmbio
34	Hedge Funds

Published: June 2026

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

Design: Kateryna Polishchuk

Contact: am@cbhbank.com

O Chamamento dos Cumes

Principais Conclusões

- A economia global continua a demonstrar uma resiliência notável, apesar das tensões geopolíticas, dos choques energéticos e das taxas de juro mais elevadas.
- A inteligência artificial continua a ser o principal motor do investimento, do crescimento da produtividade e dos lucros empresariais.
- O boom do investimento em inteligência artificial está a criar os seus próprios constrangimentos, através do aumento da procura de capital, eletricidade, infraestruturas e mão de obra qualificada.
- Embora os mercados acionistas continuem a sua ascensão rumo a novos cumes, os mercados obrigacionistas recordam que a altitude tem um custo, com rendibilidades mais elevadas a refletirem pressões inflacionistas persistentes, défices orçamentais crescentes e a escassez cada vez maior de capital.
- O desafio para os investidores não é saber se existe crescimento, mas sim quanto estão dispostos a pagar por ele.

O progresso humano tem sido frequentemente impulsionado por um instinto simples: o desejo de ir mais alto. Quer se trate da exploração de novos continentes, da conquista dos polos, da escalada das montanhas mais altas do mundo ou da aventura espacial, cada geração tem sido atraída por horizontes que outrora pareciam inalcançáveis. O fascínio pelo cume não é meramente prático. Reflete uma ambição mais profunda: a vontade de olhar para além dos limites atuais e imaginar o que existe mais adiante.

Os mercados financeiros são frequentemente moldados pela mesma dinâmica. Investidores, empresários e inovadores procuram constantemente a próxima fronteira. Hoje, essa fronteira é cada vez mais definida pela inteligência artificial, pelas tecnologias avançadas e pelas infraestruturas necessárias para as sustentar.

A recente oferta pública inicial (IPO) da SpaceX constitui uma poderosa ilustração deste fenómeno. Para além da sua relevância financeira, reflete a disposição dos investidores para alocar capital a projetos cujas ambições vão muito além das realidades económicas atuais. O sucesso da empresa é testemunho de uma execução excecional, de inovação tecnológica e de uma visão de longo prazo. Ao mesmo tempo, recorda-nos que

toda a grande conquista começa com a vontade de perseguir objetivos que, numa fase inicial, parecem distantes, incertos ou até improváveis.

Toda a grande ascensão começa com a convicção de que o cume existe, mesmo quando ainda não pode ser visto.

Em muitos aspetos, o atual panorama de investimento está a ser moldado por uma convicção semelhante. Nos últimos dois anos, a revolução da inteligência artificial evoluiu de uma inovação tecnológica para um dos maiores ciclos de investimento da história moderna. Os planos de despesa de capital dos hyperscalers continuam a superar as expectativas, enquanto a procura por semicondutores, centros de dados, infraestruturas elétricas e equipamentos avançados de redes permanece excecionalmente forte.

O que inicialmente parecia ser uma história centrada no software transformou-se num vasto empreendimento industrial que exige quantidades sem precedentes de capital, energia e conhecimento de engenharia.

O sucesso dos primeiros pioneiros incentivou novos participantes a juntarem-se à ascensão. À medida que uma empresa alcança uma nova altitude,

outras seguem rapidamente o mesmo caminho. A Anthropic, a OpenAI, a Databricks e um número crescente de líderes tecnológicos são cada vez mais vistos como potenciais candidatos a futuras entradas em bolsa. Tal como sucessivas equipas de alpinistas que estabelecem campos cada vez mais altos na montanha, as empresas competem para assegurar a sua posição naquilo que muitos consideram ser uma oportunidade única numa geração.

A característica mais notável de 2026 é que esta ascensão prosseguiu apesar do número crescente de obstáculos.

Nos últimos dezoito meses, os investidores enfrentaram uma escalada das tensões geopolíticas, o regresso de fricções comerciais, o aumento dos preços da energia, preocupações persistentes com a inflação e taxas de juro de longo prazo significativamente mais elevadas. Tradicionalmente, estas condições teriam exercido uma forte pressão no sentido de trazer os preços dos ativos para níveis mais baixos. Ainda assim, os mercados acionistas continuam a negociar próximos de máximos históricos, os spreads de crédito mantêm-se perto dos mínimos do ciclo e os lucros empresariais continuam a surpreender pela positiva.

A resiliência dos mercados financeiros não é apenas consequência do otimismo. Reflete a robustez da própria economia subjacente.

Os Estados Unidos continuam a demonstrar uma impressionante capacidade de absorver choques. O consumo mantém-se sólido, os mercados de trabalho permanecem saudáveis e o crescimento da produtividade acelerou. A Europa, embora enfrente um contexto mais desafiante, revelou uma capacidade de resistência ao mais recente choque energético muito superior àquela que muitos teriam antecipado há apenas alguns anos. Em toda a Ásia, o investimento associado à inteligência artificial continua a sustentar a atividade económica, reforçando o papel da região como componente crítica do ecossistema tecnológico global.

Mesmo o mercado petrolífero se revelou surpreendentemente resiliente. A interrupção dos fluxos através do Estreito de Ormuz representa um dos maiores choques de oferta da história moderna. No entanto, uma combinação de redução de

inventários, fontes alternativas de abastecimento e procura mais fraca evitou o tipo de escalada de preços observado em anteriores crises energéticas. Mais uma vez, a economia global demonstrou uma capacidade de adaptação mais rápida do que muitos observadores esperavam.

Contudo, qualquer alpinista sabe que o desafio de uma expedição muda com a altitude.

Quanto mais alto se sobe, mais rarefeito se torna o ar. O progresso exige maior esforço, os erros tornam-se mais dispendiosos e a margem para falhar diminui. Alcançar grandes altitudes não garante que o cume seja atingido em segurança.

Os mercados financeiros apresentam, cada vez mais, características semelhantes.

Existe uma certa ironia no contexto atual. As mesmas forças que impulsionam o crescimento económico e o otimismo dos mercados estão também a contribuir para alguns dos desafios que os investidores enfrentam atualmente.

A inteligência artificial está a gerar ganhos de produtividade, a sustentar os lucros empresariais e a estimular o investimento numa escala raramente observada fora dos grandes processos de transformação industrial. No entanto, esse mesmo fenómeno está igualmente a provocar uma procura sem precedentes por eletricidade, infraestruturas, semicondutores, financiamento e mão de obra qualificada. Simultaneamente, os governos estão a financiar a defesa, a segurança energética, a política industrial e a competitividade tecnológica. Em conjunto, estas forças estão a intensificar a concorrência por recursos físicos e financeiros.

Por outras palavras, a própria ascensão está a criar novas limitações.

Esta realidade é cada vez mais visível nos mercados obrigacionistas. As rendibilidades das obrigações soberanas de longo prazo aumentaram significativamente nas economias desenvolvidas, à medida que os investidores reavaliam os riscos inflacionistas, a sustentabilidade das finanças públicas e a futura trajetória da política monetária. Os níveis de endividamento público continuam a aumentar, enquanto as necessidades de

financiamento se expandem em áreas tão diversas como a defesa, as infraestruturas energéticas e a inteligência artificial.

Ao contrário de ciclos anteriores, o capital deixou de ser abundante e praticamente sem custo. O regresso de prémios de prazo mais elevados sugere que os investidores estão cada vez mais céticos relativamente à ideia de que as taxas de juro acabarão por regressar aos níveis excecionalmente baixos que prevaleceram durante grande parte das últimas duas décadas.

Isto cria uma distinção importante para os investidores.

A questão já não é saber se existe crescimento económico. O crescimento continua a revelar-se surpreendentemente resiliente. Também não está em causa a continuação da inovação tecnológica. A dimensão do investimento atualmente em curso sugere que a revolução da inteligência artificial ainda se encontra numa fase inicial.

A questão mais relevante é determinar quanto estarão os investidores dispostos a pagar por esse crescimento num mundo caracterizado por taxas de juro mais elevadas, restrições orçamentais crescentes e uma persistente incerteza geopolítica.

Por enquanto, os mercados continuam a responder positivamente a essa questão. O crescimento dos lucros permanece suficientemente robusto para compensar muitos dos ventos contrários macroeconómicos que, em circunstâncias normais, exerceriam pressão sobre as valorizações. Ainda assim, o equilíbrio está a tornar-se mais delicado.

Por essa razão, a diversificação continua a ser tão importante como sempre. Os alpinistas de sucesso não atingem o cume concentrando-se apenas no objetivo final. Prestam igualmente atenção às condições meteorológicas, às mudanças do terreno e aos riscos que surgem ao longo do percurso. Os investidores enfrentam um desafio semelhante. Participar em oportunidades estruturais de longo prazo continua a ser essencial, mas também o é preservar flexibilidade suficiente para o caso de as condições se tornarem menos favoráveis.

O fascínio pelo cume sempre foi uma característica

definidora da ambição humana. O extraordinário volume de investimento atualmente direcionado para a inteligência artificial, as infraestruturas digitais e as tecnologias avançadas reflete hoje esse mesmo instinto. O desejo de ultrapassar os limites existentes continua a ser uma das forças mais poderosas na configuração do progresso económico.

O desafio, tanto para os alpinistas como para os investidores, não consiste apenas em subir mais alto. Consiste em reconhecer que toda a ascensão acaba, inevitavelmente, por encontrar novos constrangimentos. A próxima fase da jornada poderá depender menos da ambição de alcançar novos cumes e mais da capacidade de enfrentar os desafios criados pela própria ascensão.

«Um alpinista é um homem que conduz o seu corpo até onde os seus olhos já chegaram.» Gaston Rébuffat, alpinista francês.

Perspetivas Macro – Estados Unidos

Principais Conclusões

- O crescimento económico dos EUA mantém-se notavelmente resiliente, apesar de sucessivos choques adversos.
- O investimento impulsionado pela inteligência artificial e o consumo robusto continuam a sustentar a atividade económica.
- O crescimento da produtividade acelerou, reforçando o desempenho superior da economia norte-americana.
- A inflação voltou a emergir como o principal risco macroeconómico na sequência do choque energético.
- A Reserva Federal enfrenta um dilema mais complexo entre o controlo da inflação e o apoio ao crescimento económico.
- A política orçamental continua fortemente expansionista, apesar das crescentes preocupações com a sustentabilidade da dívida pública.

A economia norte-americana continua a demonstrar uma resiliência notável, apesar da sucessão de choques adversos registados ao longo dos últimos trimestres. O crescimento manteve-se sólido durante a primeira metade de 2026, resistindo ao impacto das tarifas aduaneiras, do endurecimento das políticas de imigração e, mais recentemente, de um novo choque nos preços da energia associado às tensões no Médio Oriente. Mais uma vez, a economia dos Estados Unidos demonstrou a sua capacidade para superar expectativas e manter um ritmo de expansão superior ao seu potencial de crescimento de longo prazo estimado.

Dois fatores explicam, em larga medida, esta resiliência. Em primeiro lugar, o investimento permanece excecionalmente forte, sobretudo nos setores ligados à inteligência artificial e às infraestruturas digitais. O atual ciclo de investimento em inteligência artificial tornou-se um poderoso motor da procura, sustentando as despesas de capital e os lucros empresariais em todo um vasto ecossistema de indústrias relacionadas com a tecnologia. Em segundo lugar, o consumo privado continua robusto, apoiado por balanços familiares saudáveis, pela valorização dos ativos financeiros e pela continuação do crescimento dos rendimentos.

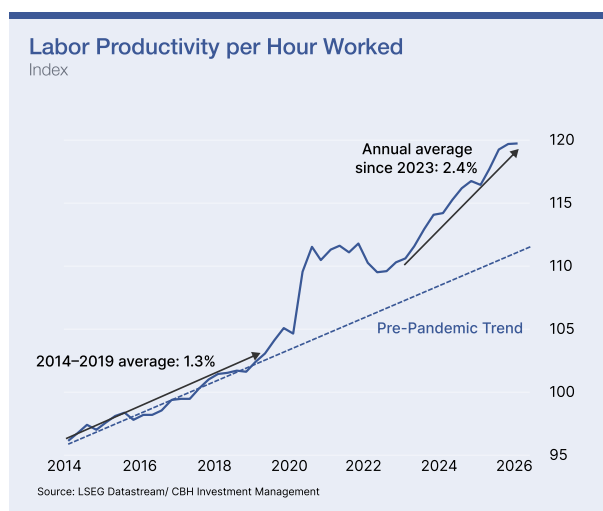
Contudo, os dados agregados sobre o consumo ocultam divergências significativas entre diferentes grupos de rendimento. Os agregados familiares com

rendimentos mais elevados continuam a beneficiar de importantes efeitos de riqueza resultantes das valorizações elevadas dos mercados acionistas e dos preços do imobiliário, enquanto a energia e os produtos alimentares representam apenas uma parcela reduzida das suas despesas. Em contrapartida, os agregados familiares de menores rendimentos estão consideravelmente mais expostos ao aumento dos preços da energia e dos alimentos e retiram poucos benefícios da valorização dos ativos ou das medidas fiscais implementadas pela administração Trump. Consequentemente, o mais recente choque energético deverá afetar de forma desproporcionada o poder de compra dos agregados familiares mais vulneráveis.

Uma das características centrais do atual ciclo económico tem sido a aceleração do crescimento da produtividade. Os ganhos de produtividade nos Estados Unidos situam-se atualmente ligeiramente acima da sua média histórica e significativamente acima do ritmo observado na década anterior à pandemia, apesar de taxas de crescimento do PIB comparáveis. Embora o entusiasmo em torno da inteligência artificial tenha alimentado expectativas de uma nova revolução da produtividade, é provavelmente ainda demasiado cedo para que a adoção da IA, por si só, explique os dados macroeconómicos mais recentes. Em vez disso, os ganhos atuais parecem refletir o impacto diferido de anos de forte investimento em tecnologias digitais e propriedade intelectual, bem

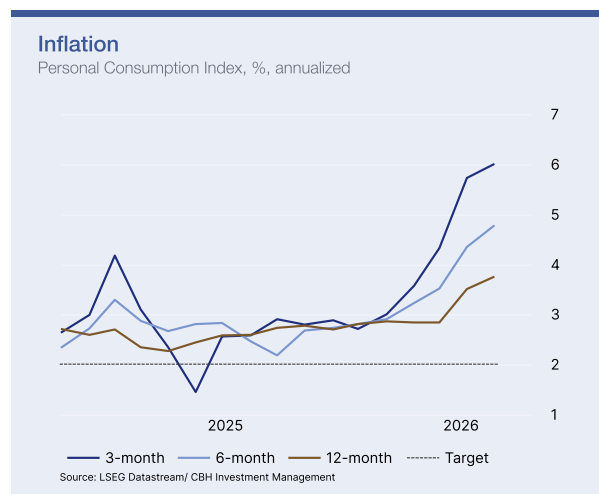
como alterações estruturais no mercado de trabalho, incluindo a generalização dos modelos de trabalho remoto e híbrido.

A médio prazo, contudo, é provável que a inteligência artificial venha a reforçar esta tendência positiva da produtividade, tanto através de ganhos de eficiência do lado da oferta como pela continuação de uma forte procura de investimento.



Entretanto, o mercado de trabalho tem demonstrado uma resiliência assinalável. Após um período de moderação, os indicadores de emprego começam a estabilizar e, em alguns casos, a melhorar. Embora o ritmo de contratação tenha abrandado em comparação com o dinamismo observado no período pós-pandemia, os receios de uma deterioração acentuada do mercado laboral não se concretizaram. Esta resiliência continua a sustentar o consumo das famílias e a atividade económica em geral.

A inflação permanece o principal desafio macroeconómico. Já se encontrava acima do objetivo da Reserva Federal antes dos mais recentes desenvolvimentos geopolíticos, mas as pressões sobre os preços intensificaram-se na sequência do recente choque energético. Para os responsáveis pela política monetária, a preocupação vai além do impacto direto do aumento dos preços da energia, abrangendo também o risco de efeitos de segunda ordem sobre os salários e sobre as expectativas de inflação. Os responsáveis da Reserva Federal sinalizaram explicitamente a sua disponibilidade para voltar a endurecer a política monetária caso surjam indícios de que as expectativas de inflação estão a deixar de permanecer ancoradas.



Ainda assim, o risco de uma espiral inflacionista sustentada parece ser significativamente menor do que em 2022. Ao contrário do período pós-pandemia, o mercado de trabalho já não se encontra numa situação de sobreaquecimento, tendo a procura de mão de obra e o crescimento salarial abrandado de forma significativa ao longo dos últimos dois anos. Além disso, a economia entrou neste mais recente choque a partir de uma posição de relativa normalização do lado da oferta, em vez de enfrentar as graves perturbações nas cadeias de abastecimento que amplificaram as pressões inflacionistas em 2021–2022. Embora o choque energético venha a elevar a inflação global no curto prazo, as condições para um ciclo inflacionista generalizado e autoalimentado parecem menos pronunciadas do que durante o episódio inflacionista anterior.

A incerteza em torno da política monetária também aumentou após a nomeação de Kevin Warsh para presidente da Reserva Federal. A decisão de Jerome Powell de permanecer no Conselho de Governadores implica um Comité Federal de Mercado Aberto (Federal Open Market Committee – FOMC) mais diversificado e potencialmente mais dividido. **O debate em matéria de política monetária deverá tornar-se cada vez mais complexo, à medida que a Reserva Federal procura equilibrar o controlo da inflação com o apoio ao emprego e ao crescimento económico.** Os mercados eliminaram, em larga medida, as expectativas de cortes das taxas de juro em 2026 e atribuem agora uma pequena probabilidade a um novo aumento das taxas em 2027.

A política orçamental continua fortemente expansionista. Após ter diminuído para 7,3% do PIB em 2025, prevê-se que o défice federal volte

a aumentar para perto de 8% do PIB este ano, impulsionado por medidas associadas à One Big Beautiful Bill Act, pelo aumento das despesas com a defesa, pelos reembolsos relacionados com tarifas aduaneiras e pelo rápido crescimento dos encargos com saúde e pensões. Em consequência, projeta-se que a dívida pública aumente de 126% para 131% do PIB entre 2025 e 2027, deixando os Estados Unidos com um dos níveis de endividamento mais elevados da OCDE. Embora o apoio orçamental continue a sustentar o crescimento económico no curto prazo, as questões relacionadas com a sustentabilidade da dívida pública a longo prazo deverão assumir uma importância crescente.

Perspetivas Macro – Área do Euro

Principais Conclusões

- A Europa enfrenta um novo choque energético, mas entra neste episódio numa posição mais sólida do que em 2022.
- O crescimento económico está a desacelerar, enquanto a inflação deverá permanecer acima da meta durante mais tempo.
- O Banco Central Europeu mantém o foco na preservação da ancoragem das expectativas de inflação, mesmo que isso implique um crescimento mais fraco.
- A Alemanha encontra-se em posição de recuperar, mas a sua exposição à China continua a constituir um importante desafio estrutural.
- O sucesso de longo prazo da Europa dependerá da sua capacidade para transformar poupança em investimento através de uma integração financeira mais profunda.

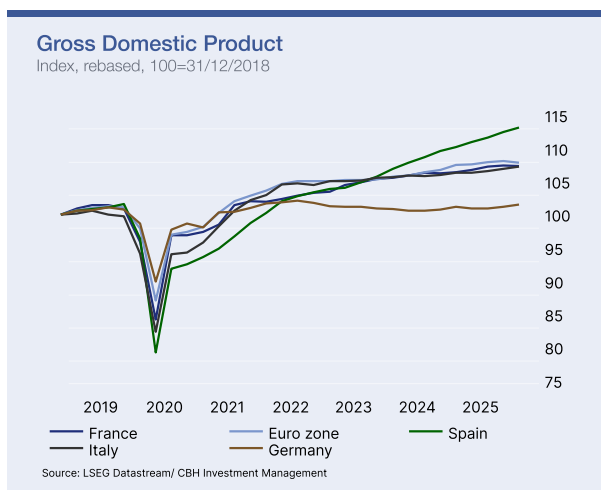
As perspetivas macroeconómicas para a Europa deterioraram-se na sequência do novo choque energético desencadeado pelo conflito no Médio Oriente. O aumento dos preços do petróleo e das matérias-primas está a penalizar a atividade económica, a impulsionar a inflação e a aumentar a incerteza. No entanto, esta situação não constitui uma repetição de 2022. A Europa enfrenta este episódio a partir de uma posição mais robusta: a inflação tinha regressado, em grande medida, para níveis próximos da meta, os mercados de trabalho encontram-se menos sobreaquecidos e a região reduziu significativamente a sua vulnerabilidade energética. Ainda assim, o encerramento do Estreito de Ormuz e a persistência das tensões geopolíticas devem agora ser encarados menos como um choque temporário e mais como uma característica estrutural do panorama global.

A natureza desta perturbação é também fundamentalmente distinta. Ao contrário da crise energética que se seguiu à invasão da Ucrânia, que foi essencialmente um choque no mercado do gás, o episódio atual é predominantemente um choque petrolífero. A Europa continua exposta a custos energéticos mais elevados, mas a sua dependência do gás importado diminuiu de forma acentuada, enquanto o contributo crescente das energias renováveis e da energia nuclear reduziu a transmissão dos choques energéticos aos preços da eletricidade.

Assim, a inflação deverá permanecer acima da meta durante mais tempo, mas o risco de uma repetição da espiral inflacionista de 2022 parece significativamente menor.

As perspetivas de crescimento no curto prazo, contudo, enfraqueceram. O aumento dos preços da energia funciona como um imposto sobre famílias e empresas, reduzindo o poder de compra, comprimindo margens e adiando decisões de investimento. No entanto, para além da turbulência atual, a área do euro está a entrar num ciclo de investimento potencialmente poderoso, impulsionado pela defesa, pela segurança energética, pela digitalização e pela modernização industrial.

A Alemanha simboliza simultaneamente as oportunidades e os desafios que a Europa enfrenta. Após vários anos de estagnação, espera-se que o crescimento acelere em 2026 e 2027, apoiado por um estímulo orçamental substancial e pela recuperação do investimento privado. A Alemanha encontra-se também melhor preparada para absorver um choque energético do que estava há quatro anos. Contudo, a sua exposição à China continua a representar uma vulnerabilidade estrutural importante. As pressões concorrenciais intensificam-se nos seus principais setores industriais — automóvel, maquinaria e química — não apenas na China, mas cada vez mais na própria Europa.



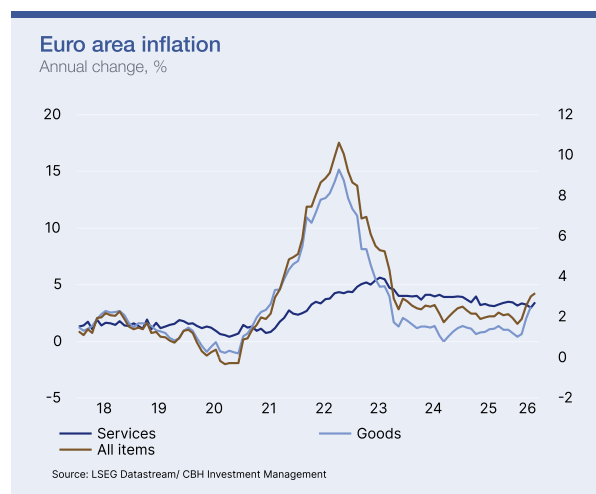
A questão central é saber se a Alemanha conseguirá reinventar com sucesso o seu modelo de crescimento. Existem sinais encorajadores: alguns segmentos da sua base industrial já estão a beneficiar do aumento da procura por equipamentos de defesa, tecnologias aeroespaciais, infraestruturas de eletrificação e soluções de inteligência artificial. Contudo, o investimento, por si só, não será suficiente. Ganhos sustentados de produtividade exigirão maior capacidade de inovação, mais intensidade em investigação e desenvolvimento e um enquadramento mais eficaz para expandir tecnologias emergentes.

De forma mais abrangente, o desafio fundamental da Europa continua a ser a produtividade. Duas décadas de desempenho insuficiente ampliaram o fosso em relação aos Estados Unidos, enquanto a fragmentação dos mercados de capitais, a complexidade regulamentar e a falta de escala continuam a limitar o surgimento de empresas globalmente competitivas. A Europa destaca-se na geração de poupança; continua, porém, a ser menos eficaz na transformação dessa poupança em inovação e crescimento.

É neste contexto que as políticas monetária, orçamental e financeira devem convergir. **Perante um novo choque de oferta associado à energia, o Banco Central Europeu adotou uma postura claramente restritiva**, enfatizando a necessidade de preservar a ancoragem das expectativas de inflação e impedir que pressões temporárias sobre os preços se transmitam aos salários e à dinâmica inflacionista mais ampla. Assim, é provável que o BCE esteja disposto a tolerar um crescimento mais fraco em vez de correr o risco de assistir a um ressurgimento da inflação.

Entretanto, a política orçamental enfrenta um exercício delicado de equilíbrio. As medidas de apoio deverão permanecer direcionadas e temporárias, uma vez que os níveis crescentes de endividamento deixam pouca margem para estímulos de carácter generalizado. O maior desafio reside na mobilização do capital necessário para financiar as prioridades estratégicas da Europa, desde a defesa e a transição energética até às infraestruturas digitais e à inovação tecnológica.

Em última análise, este desafio remete a Europa para a sua agenda ainda inacabada: uma integração financeira mais profunda. A conclusão da União Bancária e a aceleração da União dos Mercados de Capitais deixaram de ser meras reformas técnicas para se tornarem necessidades económicas. Um sistema financeiro mais integrado reduziria os custos de financiamento, melhoraria a partilha de riscos e reforçaria a capacidade da Europa para financiar a sua transformação. Num mundo marcado por choques recorrentes e por uma competição geopolítica cada vez mais intensa, a prosperidade europeia dependerá menos da sua capacidade de poupar e mais da sua capacidade de investir.



Perspetivas Macro – Outras Economias Avançadas

Principais Conclusões

- O crescimento no Reino Unido está a abrandar, à medida que os preços mais elevados da energia alimentam a inflação e enfraquecem a procura.
- A margem orçamental limitada e as fragilidades estruturais da produtividade continuam a restringir as perspetivas do Reino Unido.
- O Banco de Inglaterra deverá proceder a um afrouxamento monetário de forma prudente, perante riscos inflacionistas persistentes.
- A Suíça é apoiada por fundamentos domésticos resilientes e inflação reduzida.
- O franco suíço forte e a política acomodatória do SNB ajudam a amortecer choques externos, apesar das incertezas globais.

Reino Unido: Restrições Orçamentais e Inflação Impulsionada pela Energia

Espera-se que a economia do Reino Unido abrande em 2026, após ter crescido perto do seu ritmo potencial em 2025. A atividade económica está cada vez mais afetada pelas consequências do conflito no Médio Oriente, que desencadeou uma nova subida dos preços da energia e intensificou as pressões inflacionistas. O aumento dos custos energéticos está a reduzir o poder de compra das famílias, enquanto a maior incerteza penaliza a confiança. Como resultado, tanto o consumo privado como o investimento empresarial deverão enfraquecer nos próximos trimestres.

O enquadramento orçamental permanece particularmente limitado. Os custos de financiamento elevados, o escrutínio contínuo por parte dos investidores internacionais quanto à sustentabilidade da trajetória da dívida pública do Reino Unido e um ambiente político frágil limitam a capacidade do governo para fornecer apoio fiscal significativo à economia. Assim, a política orçamental dificilmente atuará como catalisador do crescimento e terá um contributo reduzido para o crescimento potencial e para a produtividade, que continuam estruturalmente fracos.

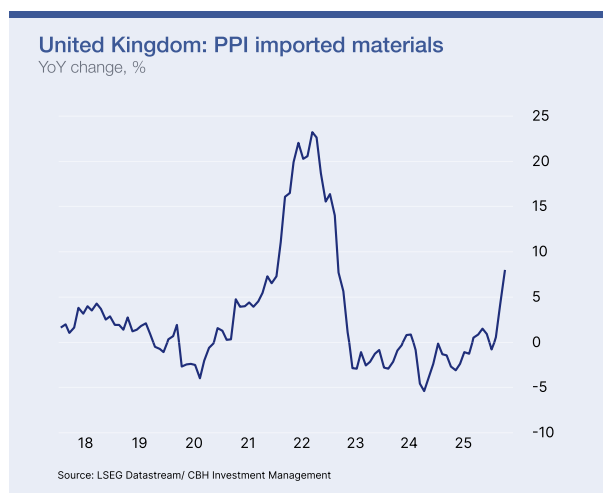
A dinâmica do investimento deverá manter-se contida. Os custos de financiamento elevados, a fraca produtividade e a incerteza geopolítica acrescida continuam a desincentivar o investimento empresarial. Consequentemente, o investimento dificilmente dará um contributo relevante para o crescimento económico no curto prazo.

Os riscos de inflação tornaram-se mais pronunciados. O forte aumento dos preços da energia associado às tensões geopolíticas gerou uma nova vaga de inflação importada, amplificada pela dependência do Reino Unido de fontes energéticas externas e por reservas de hidrocarbonetos relativamente limitadas. Embora se espere que a inflação global permaneça acima da meta por mais tempo do que anteriormente previsto, a fraqueza da procura interna e um mercado de trabalho mais fraco deverão ajudar a conter efeitos de segunda ordem sobre salários e preços domésticos, reduzindo o risco de uma espiral inflacionista sustentada.

Neste contexto, o Banco de Inglaterra enfrenta um trade-off de política cada vez mais complexo. Embora a atividade económica esteja a abrandar e a procura interna permaneça frágil, o banco central tem de garantir que choques inflacionistas importados não se enraízem na dinâmica subjacente dos preços. O afrouxamento monetário deverá, por isso, ser gradual

e prudente, com os decisores políticos a equilibrar o apoio ao crescimento com a necessidade de preservar a credibilidade no controlo da inflação.

No geral, o enquadramento macroeconómico do Reino Unido em 2026 caracteriza-se por crescimento mais fraco, espaço orçamental limitado, pressões inflacionistas persistentes oriundas de choques externos e margem reduzida para apoio de política económica. As fragilidades estruturais da produtividade e do investimento continuam a pesar sobre as perspetivas de médio prazo, deixando a economia particularmente vulnerável a desenvolvimentos externos.



Suíça: Navegar Ventos Contrários Externos

A economia suíça entrou em 2026 com um dinamismo modesto, mas gradualmente mais forte, após um período desafiante marcado por elevada incerteza comercial, tensões geopolíticas persistentes e um franco suíço historicamente forte. Embora o crescimento tenha permanecido abaixo da sua tendência de longo prazo em 2025, os dados mais recentes sugerem estabilização da atividade, apoiada por fundamentos domésticos resilientes e uma política monetária acomodatória.

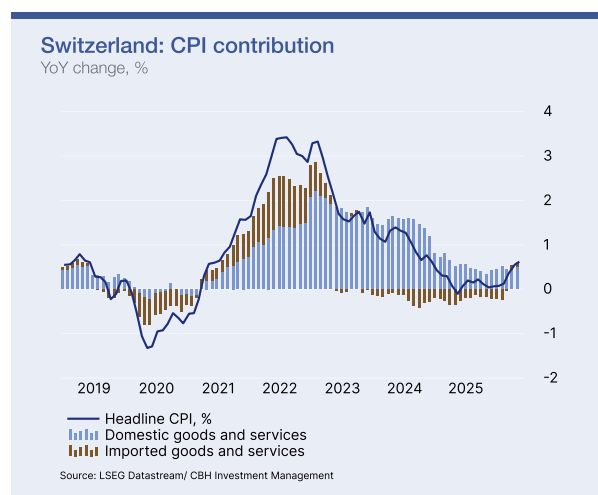
O crescimento económico ganhou tração no início de 2026, com o PIB a expandir 0,4% no primeiro trimestre. A atividade industrial foi o principal motor, beneficiando de um aumento do volume de negócios e do desempenho das exportações em vários setores manufatureiros, embora a indústria química e farmacêutica tenha registado uma desaceleração temporária. O setor dos serviços continuou a expandir-se a um ritmo mais moderado, enquanto a procura interna permaneceu relativamente contida, com as famílias a manterem uma postura cautelosa e o

investimento a perder algum dinamismo.

O enquadramento externo continua, no entanto, desafiante para uma economia altamente aberta como a suíça. Apesar do recente acordo comercial com os Estados Unidos ter reduzido a incerteza tarifária e restaurado uma posição concorrencial mais equilibrada face a alguns pares europeus, os setores exportadores continuam a enfrentar procura global fraca e pressão persistente decorrente da força do franco suíço. Como resultado, as intenções de investimento empresarial permanecem prudentes, em particular na indústria transformadora.

A inflação aumentou ligeiramente, refletindo a subida dos preços globais da energia, atingindo 0,6% em maio. Ainda assim, as pressões de preços permanecem muito contidas e confortavelmente dentro da definição de estabilidade de preços do Banco Nacional Suíço. A força do franco, combinada com a baixa intensidade energética da economia, continua a mitigar a inflação importada. Neste contexto, espera-se que o SNB mantenha a sua taxa diretora em 0%, preservando condições financeiras acomodatórias.

Olhando para o futuro, a procura interna deverá continuar a ser o principal motor do crescimento, enquanto os ventos contrários externos deverão abrandar gradualmente à medida que a procura global recupera. Ainda assim, o cenário permanece sujeito a riscos negativos, nomeadamente novas tensões comerciais, intensificação da incerteza geopolítica e uma nova valorização do franco suíço como ativo de refúgio. Em termos gerais, espera-se que a economia suíça mantenha uma trajetória de recuperação gradual, embora a um ritmo inferior às médias históricas.



Perspetivas Macro – Ásia

Principais Conclusões

- O crescimento na Ásia-Pacífico mantém-se positivo, mas está a abrandar, à medida que a região absorve choques energéticos e geopolíticos anteriores e se ajusta a um regime de inflação “mais alta durante mais tempo”.
- Está a emergir um superciclo de investimento em capital fixo (capex) em inteligência artificial como principal contrapeso às pressões macroeconómicas, com projeções a apontarem para cerca de 725 mil milhões de USD em 2026 e potencialmente 1,1–1,4 biliões de USD até 2027.
- A China aposta cada vez mais em apoio fiscal direcionado e na autossuficiência tecnológica em IA, enquanto o Japão enfrenta pressão crescente para acelerar a normalização monetária num contexto de inflação persistente e iene fraco.
- A Índia e a ASEAN continuam a liderar o crescimento regional, mas a inflação importada, a vulnerabilidade energética e condições financeiras globais mais restritivas estão a criar uma maior diferenciação entre economias.

A Ásia-Pacífico entrou no segundo trimestre de 2026 ainda a digerir os choques externos agudos do conflito EUA-Irão e os novos riscos tarifários dos Estados Unidos. Olhando para o terceiro trimestre, estes choques deixaram de ser “novas notícias” e passaram a constituir restrições persistentes: os preços da energia permanecem elevados face aos níveis pré-conflito, a procura global de bens é mais fraca e a incerteza na política comercial continua a representar um risco latente.

O crescimento da Ásia-Pacífico deverá continuar a superar a média global, mas o segundo semestre de 2026 dificilmente será linear. O consumo interno na China continua desafiante, enquanto a procura externa enfraquece sob o peso de taxas de juro elevadas, custos energéticos mais altos e incerteza geopolítica. Estas pressões estão a afetar a atividade económica regional de forma alargada. No entanto, a exposição a estes fatores não é homogénea. Os investidores estão cada vez mais a distinguir entre países e setores com enquadramentos de política económica credíveis e verdadeiros motores estruturais de crescimento, e aqueles mais vulneráveis a choques energéticos ou menos expostos à revolução da inteligência artificial.

A principal conclusão é que a revolução estrutural da IA está a funcionar como uma âncora de suporte para a região. Várias economias asiáticas — em particular

Japão, Coreia do Sul e Taiwan — desempenham funções críticas na cadeia global de fornecimento de hardware para IA, abrangendo materiais para semicondutores, equipamento avançado de fabrico, ótica co-embalada e conectividade de alta densidade. A Malásia e a Indonésia também deverão beneficiar do aumento da procura por infraestruturas de IA.

Em termos gerais, o crescimento na Ásia-Pacífico deverá manter-se resiliente, mas tornar-se mais seletivo. O tema estrutural da IA continuará a ser o principal suporte dos mercados acionistas da região, enquanto a credibilidade das políticas económicas e a exposição às infraestruturas de IA serão os principais diferenciadores para os investidores.

China: Crescimento mais lento, apoio direcionado e viragem estrutural para a autossuficiência tecnológica

Durante o segundo trimestre de 2026, a China — à semelhança de outras economias — concentrou-se na gestão dos choques energéticos e tarifários através de uma combinação de flexibilização fiscal e apoio monetário moderado, ao mesmo tempo que reforçava a substituição doméstica em semicondutores e IA. No terceiro trimestre, a orientação geral mantém-se, mas com mudança de ênfase.

O Banco Popular da China (PBoC) sinalizou que manterá uma política “moderadamente acomodatória” em 2026 e está preparado para utilizar cortes no rácio de reservas obrigatórias e nas taxas de juro, se necessário. No entanto, tem evitado medidas de estímulo amplas, privilegiando instrumentos mais direcionados para garantir liquidez e crédito aos setores prioritários. Do lado fiscal, Pequim comprometeu-se a reforçar o investimento em infraestruturas e serviços públicos para apoiar o crescimento perante a fraqueza do setor imobiliário e a confiança privada ainda contida. Em paralelo, a inteligência artificial e a autossuficiência tecnológica foram elevadas a prioridades estratégicas centrais. O recém-lançado 15.º Plano Quinquenal (2026–2030) prevê uma adoção agressiva de IA na economia e liderança em tecnologias emergentes como computação quântica e robótica humanoide. A política reforça também o objetivo de reduzir a dependência de chips estrangeiros, em resposta ao endurecimento dos controlos de exportação dos EUA. Em termos de mercados, o tema da China em 3T26 está menos associado a um grande ciclo de afrouxamento monetário e mais à combinação de apoio fiscal e de crédito direcionado para compensar fragilidades estruturais, com investimento contínuo em IA, centros de dados, GPUs domésticos e modernização industrial. Este foco deverá beneficiar segmentos selecionados de hardware, equipamentos e software.

A exposição “beta” ao mercado em geral continua pressionada por crescimento mais lento e riscos estruturais no imobiliário e na governação. A seletividade torna-se essencial, privilegiando setores alinhados com a política económica e empresas com balanços sólidos.

Japão: a política monetária no centro do ciclo

Durante o segundo trimestre de 2026, o Japão foi marcado sobretudo por riscos de transição política, vulnerabilidade energética e pelo impacto positivo das reformas de governação corporativa no âmbito do programa “Value Up”. Estes fatores continuam relevantes, mas o terceiro trimestre é dominado pela dinâmica monetária.

A inflação impulsionada pelos preços da energia, o iene fraco e o aumento dos custos de importação estão a aumentar a pressão sobre o Banco do Japão (BoJ) para avançar com uma normalização mais consistente. Em maio de 2026, várias vozes do setor financeiro e

político defenderam um endurecimento mais rápido da política monetária, refletindo a perceção crescente de que o BoJ poderá estar atrasado na resposta à inflação.

Neste contexto, espera-se uma aceleração da normalização monetária, potencialmente com pelo menos duas subidas de taxas ainda este ano, embora acompanhada por medidas fiscais de apoio ao crescimento. O governo japonês está igualmente a considerar medidas para mitigar o impacto do aumento do custo de vida, incluindo cortes fiscais em bens alimentares e ajustamentos no limiar de isenção do imposto sobre o rendimento.

Os mercados acionistas japoneses continuam apoiados pela execução do programa “Value Up” e pelo papel central do país na cadeia global de infraestrutura de IA. Para além das reformas corporativas, o Japão ocupa posições estratégicas em materiais para semicondutores, equipamentos de fabrico avançado e tecnologias de conectividade.

No geral, o Japão entra numa fase mais sensível à política económica, em que normalização monetária, estabilidade cambial e suporte à procura interna ganham mais importância do que uma simples expansão de múltiplos. A perspetiva mantém-se construtiva, mas com necessidade de seleção entre beneficiários do “Value Up”, infraestrutura de IA e resiliência doméstica.

Para além dos semicondutores: o papel emergente da ASEAN na cadeia de valor da IA

Embora o superciclo de capex em IA beneficie diretamente os ecossistemas de semicondutores e hardware da Ásia Oriental, os efeitos de arrastamento estão a criar um dividendo estrutural para certos mercados da ASEAN.

A Malásia e a Indonésia estão a evoluir de beneficiários indiretos da diversificação das cadeias de abastecimento para nós ativos da cadeia de valor da IA. Na Malásia, particularmente em Johor e Cyberjaya, o país tornou-se um destino relevante para investimentos em centros de dados de grande escala, beneficiando de custos energéticos competitivos e de capacidade de rede. O governo comprometeu cerca de 5,9 mil milhões de ringgit no orçamento de 2026 para infraestrutura e adoção de IA, incluindo projetos de centros de dados

alimentados por GPU de grande escala.

A Indonésia segue uma trajetória semelhante, apoiada pela dimensão da sua economia digital, disponibilidade de terreno e melhoria das infraestruturas energéticas. Projetos anunciados por operadores globais indicam a criação de centenas de megawatts a mais de um gigawatt de capacidade preparada para IA até 2026–27. A sua posição dominante em minerais críticos como níquel e cobre reforça ainda mais o seu papel na cadeia de valor tecnológica, desde componentes de servidores até armazenamento de energia e soluções de arrefecimento avançadas.

Este ciclo de investimento em infraestruturas cria um forte suporte para imobiliário industrial, conectividade digital e energia renovável na região, posicionando a ASEAN como um potencial hub emergente para cargas de trabalho de IA e cloud computing.

Perspetivas Macro – Brasil

Principais Conclusões

- A política orçamental continua a ser a principal vulnerabilidade macroeconómica do Brasil, sustentando a procura à custa da estabilização da dívida e mantendo elevados os prémios de risco fiscal.
- As crescentes expectativas de continuidade de políticas após as eleições de 2026 aumentam os riscos fiscais, reforçando a preferência por obrigações indexadas à inflação em detrimento de exposição ao risco doméstico.
- O aumento dos preços do petróleo e das expectativas de inflação reduziu o espaço para um ciclo de afrouxamento monetário, levando o Banco Central a adotar uma postura mais cautelosa.
- A forte procura interna continua a limitar a eficácia da política monetária, atrasando o processo de desinflação e sustentando taxas de juro estruturalmente elevadas.

Política Orçamental: a principal fonte de fragilidade macroeconómica

Do ponto de vista doméstico, os fundamentos macroeconómicos do Brasil continuam a deteriorar-se, sendo a política orçamental a principal fonte de fragilidade. A orientação recente tem privilegiado instrumentos que sustentam o rendimento disponível e o consumo através de transferências diretas, benefícios fiscais, isenções, subsídios implícitos e expansão de crédito direcionado. Embora estas medidas possam responder a objetivos distributivos e sociais, o seu efeito macroeconómico é expansionista: pressionam a despesa pública, reduzem o espaço orçamental e dificultam a estabilização da dívida.

Num contexto já marcado por inflação persistente, taxas de juro reais elevadas e uma trajetória crescente da dívida pública, este impulso fiscal vai no sentido oposto à política monetária restritiva, aumentando o custo da desinflação e exigindo um prémio de risco mais elevado sobre os ativos locais. Esta leitura é consistente com as preocupações anteriormente identificadas, nas quais a fragilidade fiscal e a dinâmica da dívida surgem como os principais constrangimentos a uma revalorização sustentada dos ativos brasileiros.

Procura resiliente limita a transmissão da política monetária

Esta combinação de políticas torna a condução da

política monetária mais complexa. A dívida pública continua a aumentar, o endividamento das famílias permanece elevado, o mercado de trabalho mantém-se historicamente apertado e os salários reais continuam a sustentar o consumo nos segmentos mais sensíveis ao rendimento.

Como resultado, a transmissão da política monetária tem sido desigual: as taxas de juro reais elevadas abrandaram os setores mais sensíveis ao crédito, mas o emprego, o rendimento e o impulso fiscal continuam a sustentar a procura. Isto mantém o hiato do produto relativamente reduzido, limita o processo de desinflação nos serviços e reduz o espaço para um ciclo de cortes mais agressivo.

Preços do petróleo e menor espaço para afrouxamento monetário

Antes do conflito no Médio Oriente, o Banco Central sinalizava que a combinação de abrandamento da atividade, taxas reais restritivas e alguma melhoria nos componentes da inflação poderia permitir o início de um ciclo de afrouxamento monetário. O choque energético alterou este equilíbrio de riscos.

Os preços mais elevados do petróleo começaram a refletir-se nos preços domésticos, nos custos de produção e nas expectativas de inflação. O Comité de Política Monetária destacou que as expectativas — anteriormente em queda — voltaram a subir após

o início do conflito, mantendo-se acima da meta em diferentes horizontes.

O ciclo de cortes, por isso, prossegue, mas a um ritmo mais lento, com uma taxa terminal mais elevada e uma comunicação mais cautelosa.

As eleições de 2026 como fator-chave para as expectativas fiscais

As eleições de 2026 tornaram-se um fator macroeconómico central, na medida em que influenciam diretamente as expectativas fiscais, os prémios de prazo e a credibilidade do enquadramento de política económica.

Uma candidatura da oposição inicialmente competitiva introduziu maior incerteza política e a possibilidade de uma orientação fiscal mais restritiva, com menor dependência de transferências e maior disciplina orçamental. Tal cenário seria tipicamente associado a uma redução dos prémios de risco e das expectativas de inflação.

Risco de continuidade de políticas e impacto nas perspetivas

Essa opção tornou-se menos evidente ao longo do trimestre. Desenvolvimentos recentes associados à principal candidatura da oposição, incluindo alegações sensíveis no contexto político interno, reduziram o seu dinamismo eleitoral. As sondagens, que anteriormente apontavam para um empate técnico ou vantagem ligeira da oposição em cenários de segundo turno, passaram a mostrar uma melhoria da posição relativa do Presidente Lula.

Exposição doméstica não compensa adequadamente o risco atual

A implicação macroeconómica é que os mercados passam a atribuir uma maior probabilidade à continuidade de políticas, com viés fiscal expansionista e menor probabilidade de ajustamento estrutural no curto prazo. Isto reforça a perceção de que os fundamentos do Brasil não estão a melhorar e podem continuar a deteriorar-se através de maior endividamento, inflação mais persistente, um banco central mais constrangido e prémios de risco mais elevados.

Na prática, isto já se reflete na reprecificação da curva

de juros, na subida das expectativas de inflação e nas revisões em alta das taxas de juro esperadas.

Neste contexto, opta-se por não aumentar exposição a ações brasileiras ou hedge funds locais, dado o perfil macroeconómico menos favorável, caracterizado por atividade mais fraca na margem, inflação mais persistente, taxas de juro estruturalmente elevadas e maior prémio de risco fiscal. Estes ativos podem beneficiar taticamente de fluxos ou reavaliações políticas, mas a assimetria ajustada ao risco não justifica exposição adicional ao risco doméstico neste momento.

Obrigações indexadas à inflação: proteção e carry defensivo

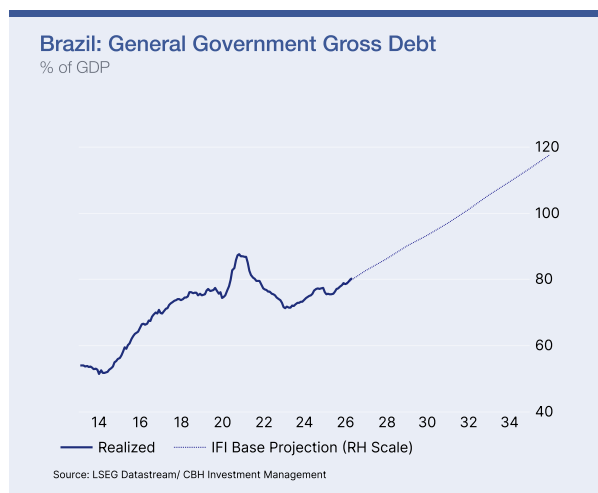
A principal exposição líquida ao Brasil permanece concentrada em NTN-Bs (obrigações soberanas indexadas à inflação). As taxas reais elevaram-se devido ao stress global das taxas de juro e à inclinação da curva local, tornando o carry mais atrativo.

Na nossa visão, estas obrigações continuam a ser a forma mais eficiente de exposição ao risco Brasil com um perfil defensivo: oferecem carry real elevado, proteção contra inflação e potencial de valorização caso as taxas reais comprimam num cenário de maior credibilidade fiscal.

Em contrapartida, num cenário adverso, a indexação à inflação e o carry proporcionam melhor proteção em baixa do que ativos locais de maior risco.

Alternativas não correlacionadas na construção de portefólio

Em paralelo, mantemos a análise de ativos alternativos



não correlacionados. Nos últimos meses, acelerámos o trabalho em capital de risco, private equity de lower middle market e search funds, num contexto em que a menor liquidez, maior seletividade de capital e taxas de desconto mais elevadas estão a provocar reavaliações significativas de empresas privadas.

Perspetivas Macro – Mercado Petrolífero

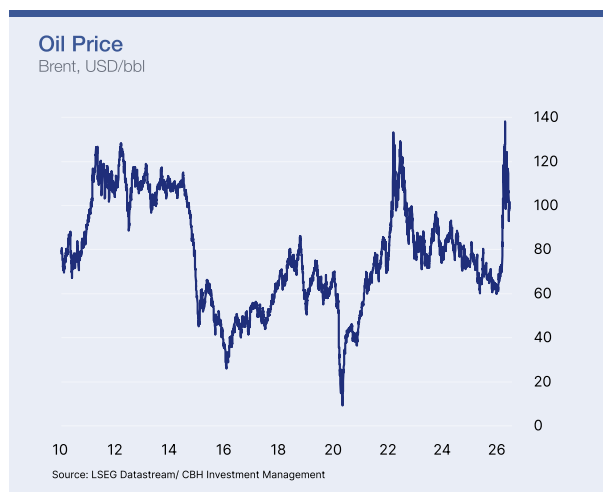
Principais Conclusões

- O mercado petrolífero absorveu um choque de oferta recorde graças a inventários elevados, menor procura chinesa e produção não-Golfo resiliente.
- Apesar de uma disrupção de cerca de 14% da oferta global, os preços do petróleo subiram apenas de forma moderada face a crises energéticas anteriores.
- A China emergiu como o principal fator de equilíbrio do mercado, reduzindo fortemente as importações de crude e a atividade de refinação.
- O mercado petrolífero absorveu um choque de oferta recorde graças a inventários elevados, menor procura chinesa e produção não-Golfo resiliente.
- Apesar de uma disrupção de cerca de 14% da oferta global, os preços do petróleo subiram apenas de forma moderada face a crises energéticas anteriores.

Mercado Petrolífero: Um Choque Grande, Uma Reação Surpreendentemente Contida

O mercado petrolífero atravessa atualmente uma das maiores disrupções de oferta da história moderna. O encerramento efetivo do Estreito de Ormuz e a consequente perturbação das exportações do Golfo retiraram aproximadamente 14 milhões de barris por dia (mb/d) de crude e produtos refinados dos mercados globais. Em termos teóricos, isto representa cerca de 14% da oferta global — um choque duas vezes superior ao embargo petrolífero árabe de 1973.

No entanto, os preços do petróleo subiram apenas cerca de 30%, uma reação notavelmente contida quando comparada com a subida de 134% registada em 1973.



Compreender este aparente paradoxo é essencial para avaliar as perspetivas dos mercados energéticos, da inflação e da economia global.

A primeira razão prende-se com o facto de o mercado ter entrado nesta crise numa posição de relativa abundância. Antes da disrupção, a oferta global de petróleo excedia a procura em cerca de 3,5 mb/d. Assim, o défice efetivo é mais próximo de 10–11 mb/d do que do número bruto de 14 mb/d.

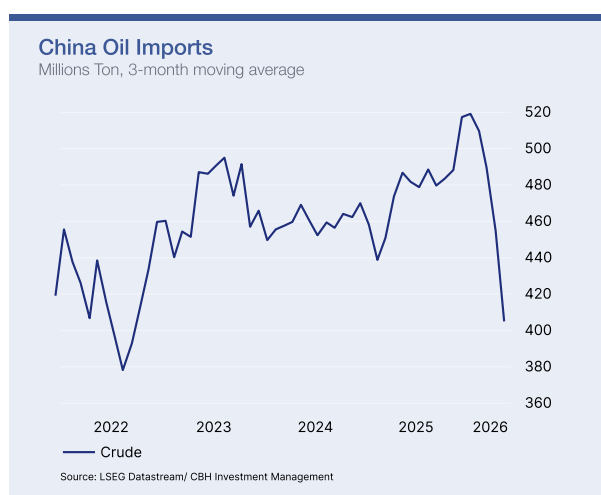
Os inventários desempenharam também um papel estabilizador crucial. Governos, refinarias e operadores comerciais acumularam stocks significativos nos últimos anos. Segundo a U.S. Energy Information Administration, os inventários globais estão atualmente a ser reduzidos em mais de 6 mb/d, funcionando como amortecedor entre a oferta interrompida e a procura final.

A produção fora da região do Golfo mostrou-se mais adaptável do que em crises anteriores. O Brasil e a Venezuela aumentaram a produção, enquanto as exportações dos Estados Unidos de crude e produtos refinados se mantêm em máximos históricos. Embora o shale norte-americano ainda não tenha reagido com uma expansão agressiva de perfuração, o setor continua a oferecer flexibilidade que não existia em choques anteriores.

Do lado da procura, o consumo revelou-se mais elástico

do que o esperado. A procura global de petróleo em abril foi cerca de 3 mb/d inferior à do ano anterior. Uma parte significativa desta redução veio da China, que emergiu como principal força estabilizadora do mercado.

As importações chinesas de crude caíram de cerca de 11,7 mb/d para menos de 9 mb/d, enquanto as taxas de utilização das refinarias diminuíram de forma material. Só esta redução compensa uma parte relevante do choque de oferta. Margens fracas na petroquímica, menor atividade industrial e redução de inventários explicam esta quebra de procura.



Este comportamento reflete uma mudança estrutural no mercado petrolífero global. As economias emergentes representam hoje uma fatia muito maior do consumo do que em crises anteriores e tendem a ser mais sensíveis ao preço, o que torna a procura mais flexível.

Além disso, o impacto económico de preços mais elevados do petróleo é hoje menor do que no passado. A intensidade energética diminuiu significativamente nas economias desenvolvidas e, com rendimentos mais elevados, o peso do petróleo no consumo total tornou-se relativamente menor. Assim, os preços atuais provocam menos pressão macroeconómica do que em décadas anteriores.

Apesar desta resiliência, o mercado está longe de estar confortável.

As condições físicas estão a apertar: os inventários estão a diminuir, a oferta disponível no curto prazo torna-se mais escassa e os mercados de produtos refinados mostram mais tensão do que o crude em si. Na realidade, uma das características centrais do momento atual é que a disrupção no Estreito de Ormuz afeta sobretudo produtos refinados — diesel, jet fuel e

gasolina — mais do que o crude.

Bottlenecks de refinação e constrangimentos logísticos estão a gerar escassez localizada mesmo em regiões onde o crude ainda está disponível.

Importa sublinhar que os inventários não constituem uma solução permanente. São amortecedores temporários, e à medida que são utilizados, a capacidade de absorver choques diminui.

O Estreito de Ormuz continua a ser o principal risco. As estimativas sugerem que algum petróleo ainda atravessa a região através de rotas alternativas e canais informais, embora a incerteza seja elevada devido à dificuldade de monitorização do tráfego marítimo. Ainda assim, mesmo estimativas otimistas indicam que apenas uma fração dos volumes normais está a passar.

Uma disrupção prolongada levaria inevitavelmente à exaustão dos inventários e obrigaria a preços mais elevados para racionar a procura e incentivar produção adicional.

A combinação de libertação de inventários, fraqueza da procura chinesa, aumento marginal da produção fora do Golfo e medidas de estabilização por parte das autoridades ajudou a evitar uma reação mais violenta dos preços.

Contudo, este equilíbrio parece frágil. Os inventários estão a diminuir, as reservas estratégicas terão de ser repostas e os preços a prazo continuam demasiado baixos para incentivar o nível de investimento necessário para sustentar o crescimento futuro da produção fora da OPEP.

Em suma, o mercado conseguiu absorver um choque extraordinário, mas fê-lo sobretudo através do uso de amortecedores temporários. À medida que esses amortecedores se esgotam, aumenta a probabilidade de que sejam necessários preços mais elevados para restabelecer o equilíbrio.

Quanto mais tempo persistirem as disrupções em torno do Estreito de Ormuz, maior será a probabilidade de o atual cenário de resiliência dar lugar a um ambiente mais apertado e volátil nos mercados petrolíferos.

Principais dados e previsões macroeconômicas

	Annual			
	2024	2025	2026e	2027e
United States				
Real GDP	2.8	2.1	1.9	2.2
Private consumption	2.9	2.6	1.8	1.3
Investment	3.0	2.7	3.1	2.7
Domestic demand (contribution, %pt)	3.2	2.5	2.0	1.7
Inventories (contribution, %pt)	0.1	-0.1	-0.2	0.0
Net exports (contribution, %pt)	-0.5	-0.2	0.1	0.0
Inflation (CPI, %yoy)	3.0	2.7	3.2	2.1
Unemployment rate (%)	4.0	4.3	4.4	4.2
Euro area				
Real GDP	0.9	1.5	0.3	1.7
Private consumption	1.3	1.5	1.1	1.5
Investment	-2.5	3.2	1.1	2.0
Domestic demand (contribution, %pt)	0.6	1.8	1.4	1.9
Inventories (contribution, %pt)	-0.0	0.2	-0.3	-0.1
Net exports (contribution, %pt)	0.3	-0.5	-0.8	-0.1
Inflation (HICP, %yoy)	2.4	2.1	2.6	2.2
Unemployment rate (%)	6.4	6.3	6.2	6.1
China				
Real GDP	5.0	5.0	4.4	4.0
Unemployment rate (%)	5.1	5.1	5.1	5.1
Inflation (CPI, %yoy)	0.2	0.1	1.2	1.5
Trade	3.7	5.1	2.8	3.8

Previsões – Taxas

Policy rate	Actual	Target		Last 5 years	
	06/26	3M	12M	High	Low
Fed funds (upper)	3.75	3.75	3.75	5.50	0.25
ECB deposit rate	2.25	2.50	2.50	4.00	-0.50
10-year rate					
Us Treasury	4.48	4.50	4.50	4.98	1.17
German Bund	3.00	3.00	3.00	3.19	-0.50
FX					
EUR/USD	1.16	1.18	1.21	1.21	0.96
EUR/CHF	0.92	0.91	0.93	1.10	0.90
USD/JPY	160.23	155.00	162.00	161.70	109.06
GBP/USD	1.34	1.36	1.32	1.41	1.07

Perspectivas das classes de ativos

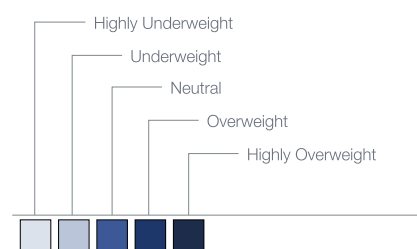
Essas perspectivas das classes de ativos têm um horizonte de 3 a 12 meses.

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.

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

• – previous positioning

Como ler a tabela?



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

Fundamentos Fortes, Margem de Erro Mais Estreita

Principais Conclusões

- Os ativos de risco continuam suportados por fundamentos sólidos.
- O crescimento dos lucros continua a compensar os ventos contrários macroeconômicos.
- As yields das obrigações de longo prazo sinalizam um crescente ceticismo macroeconômico.
- O choque energético pode revelar-se mais persistente do que os preços de mercado sugerem.

Os mercados financeiros mantiveram uma resiliência notável em 2026, apesar de um enquadramento macroeconômico significativamente mais desafiante. A escalada das tensões geopolíticas, o aumento dos preços da energia, a reemergência de pressões inflacionistas e a subida das taxas de juro de longo prazo seriam, em condições normais, fatores negativos relevantes para os ativos de risco. Ainda assim, as ações continuam a negociar perto de máximos históricos, os spreads de crédito permanecem próximos dos mínimos do ciclo e o sentimento dos investidores tem-se mantido surpreendentemente firme.

Fundamentos continuam a sustentar os ativos de risco

Embora esta combinação possa, numa leitura superficial, sugerir complacência, a realidade é que a avaliação de muitos ativos de risco continua suportada por fundamentos robustos, mais do que por otimismo excessivo. Isto é particularmente evidente nos mercados acionistas.

Os resultados das empresas continuam a surpreender pela positiva, impulsionados pelo ciclo de investimento em inteligência artificial. O que inicialmente parecia ser um tema restrito ao setor tecnológico evoluiu para um ciclo amplo de investimento em capital fixo, abrangendo semicondutores, infraestrutura de cloud, centros de dados, equipamento de redes e infraestruturas energéticas. À medida que o investimento se espalha por toda a cadeia de valor, o crescimento

dos lucros torna-se mais diversificado entre setores, reduzindo a dependência do mercado em relação a um pequeno número de empresas tecnológicas de grande capitalização e reforçando o suporte fundamental às ações.

Os mercados de crédito apresentam uma dinâmica semelhante. Apesar da subida das yields das obrigações soberanas e do aumento da incerteza macroeconómica, os spreads mantiveram-se resilientes. Embora as valorizações pareçam exigentes face às médias históricas, a qualidade subjacente do mercado melhorou significativamente nas últimas décadas. Os balanços empresariais permanecem sólidos, o nível de alavancagem está geralmente controlado e as taxas de incumprimento continuam abaixo das médias de longo prazo. Neste contexto, os níveis atuais de spread parecem mais justificados por fundamentos do que por euforia excessiva dos investidores.

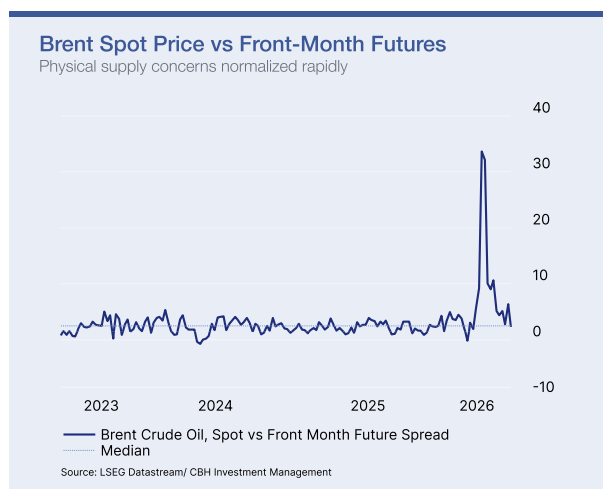
Yields mais elevadas refletem preocupações de longo prazo

Os mercados obrigacionistas, no entanto, transmitem uma mensagem diferente. As taxas de juro de longo prazo subiram de forma significativa nas economias desenvolvidas, à medida que os investidores reavaliam as perspetivas de inflação, política monetária e sustentabilidade fiscal.

O regresso de prémios de prazo mais elevados sugere um crescente ceticismo quanto à possibilidade de retorno a um regime de baixas

taxas de juro e baixa inflação, que marcou grande parte das últimas duas décadas. A divergência crescente entre ativos de risco e mercados obrigacionistas tornou-se uma das características centrais do ambiente atual. Enquanto ações e crédito continuam suportados por fundamentos sólidos, os mercados de dívida soberana estão cada vez mais a questionar a sustentabilidade do enquadramento macroeconómico que os sustenta.

Parte desta dinâmica resulta do facto de, apesar de o conflito no Médio Oriente ter pressionado os preços da energia, o seu impacto económico ter sido até agora gerível. Os mercados estão a precificar sobretudo o risco de disrupção de oferta, e não uma escassez física severa. A perda de oferta tem sido amplamente absorvida através de inventários, reservas estratégicas e canais alternativos de fornecimento, limitando o impacto na atividade económica. Além disso, as economias desenvolvidas são hoje significativamente menos intensivas em energia do que no passado, o que aumenta a sua resiliência a aumentos moderados dos preços do petróleo.



O verdadeiro teste começa após o cessar-fogo

Embora o recente cessar-fogo e a reabertura planeada do Estreito de Ormuz tenham reduzido significativamente o risco de uma disrupção prolongada, o processo de normalização poderá ser mais gradual do que os preços atuais sugerem.

Os fluxos marítimos deverão recuperar de forma progressiva, uma vez que seguradoras, armadores e intermediários tendem a manter prémios de risco elevados durante algum tempo. Ao mesmo tempo, os inventários entretanto utilizados terão de

ser repostos. Mesmo que os preços do petróleo se estabilizem, os produtos refinados poderão permanecer sob pressão, devido a danos nas infraestruturas de refinação, armazenamento e transporte na região. Dinâmicas semelhantes poderão observar-se em químicos e fertilizantes, onde as disrupções tendem a ser mais persistentes do que no crude.

O resultado poderá ser um choque inflacionista mais amplo e mais duradouro do que o atualmente antecipado.

Neste cenário, os mercados seriam forçados a reavaliar as perspetivas de política monetária. As expectativas de endurecimento adicional da política monetária poderiam aumentar em várias economias desenvolvidas, enquanto as taxas de juro de longo prazo tenderiam a subir, à medida que os investidores exigem maior compensação pelo risco inflacionista.

As premissas fundamentais que atualmente suportam as valorizações de ações e crédito ficariam, assim, sob maior pressão. Embora este não seja o cenário base, a margem de erro é claramente mais reduzida do que no início do ano.

Os investidores não devem interpretar a resiliência dos mercados como ausência de risco. Pelo contrário, os mercados estão a sinalizar que, por agora, os fundamentos continuam suficientemente fortes para os absorver.

O desafio consiste em manter exposição a esses fundamentos — crescimento dos lucros, investimento estrutural e qualidade de crédito — sem perder de vista a necessidade de diversificação, caso o enquadramento macroeconómico evolua de forma mais adversa do que atualmente antecipado.

Ações

O Crescimento dos Lucros Continua a Superar os Ventos Contrários Macroeconómicos

Principais Conclusões

- O momento dos lucros continua a superar os ventos contrários macroeconómicos.
- Taxas de juro “mais altas por mais tempo” limitam o espaço para nova reavaliação dos mercados.
- A IA continua a ser o principal motor do crescimento global dos lucros.
- Os EUA e os mercados emergentes oferecem o perfil de risco-retorno mais atrativo.

Mantemo-nos construtivos em relação às ações globais entrando no terceiro trimestre de 2026. Embora o contexto macroeconómico se tenha tornado mais desafiante após o ressurgimento da inflação impulsionada pela energia, os fundamentais corporativos permanecem robustos e o crescimento dos lucros continua a acelerar na maioria das regiões. A questão central é se esta resiliência continuará a compensar os ventos contrários de valorização criados pelos preços mais elevados do petróleo e pelas pressões inflacionistas renovadas. Os preços de energia mais elevados e condições financeiras mais apertadas podem pressionar as avaliações, mas ainda não alteraram materialmente o panorama dos lucros. Mantemo-nos, por isso, construtivos em relação às ações, mas cada vez mais seletivos, privilegiando empresas de qualidade, forte momentum de resultados e temas estruturais de crescimento ligados à inteligência artificial e à infraestrutura digital. Neste ambiente, oportunidades relativas de valor, execução de resultados e seleção de títulos tornam-se mais importantes do que uma reavaliação ampla do mercado nos próximos trimestres.

“Mais alto por mais tempo” está de volta

O enquadramento macroeconómico tornou-se menos favorável desde o início do ano. O conflito EUA-Irão e o consequente aumento dos preços do petróleo e dos produtos refinados reintroduziram preocupações com a inflação, precisamente

quando os investidores estavam cada vez mais confiantes de que os bancos centrais continuariam a flexibilizar a política monetária. Consequentemente, as expectativas de mercado passaram de uma continuação do ciclo de cortes de taxas para um cenário de taxas de juro mais elevadas por mais tempo. Tendo em conta os erros de política monetária do episódio inflacionista de 2021–2022, os bancos centrais dificilmente irão flexibilizar prematuramente perante novas pressões inflacionistas. Além disso, alguns decisores poderão optar por uma abordagem mais cautelosa e considerar aumentos preventivos de “seguro”. Dito isto, não esperamos um regresso às dinâmicas inflacionistas de 2022. Os mercados de trabalho estão menos sobreaquecidos, o crescimento salarial abrandou e as expectativas de inflação permanecem relativamente bem ancoradas, reduzindo o risco de um ciclo inflacionista auto-reforçado.

A forma como o choque energético atual se traduz num problema inflacionista mais persistente dependerá em grande medida da evolução dos mercados de energia. Até agora, estes têm sido mais resilientes do que muitos investidores inicialmente receavam. A normalização do diferencial entre o petróleo spot e os futuros de Brent de curto prazo sugere que o mercado não antecipa uma escassez física imediata de crude. No entanto, esta resiliência tem sido suportada por reduções de inventários, e não pela resolução da disrupção de oferta subjacente. A principal incógnita continua

a ser a duração da interrupção dos fluxos através de Ormuz. Embora os inventários possam absorver temporariamente a perda de oferta, não o podem fazer indefinidamente. Quanto mais prolongada for a disrupção, maior o risco de que a redução dos buffers de inventário gere nova pressão ascendente sobre os preços do petróleo e dos produtos refinados, aumentando a probabilidade de efeitos inflacionistas mais alargados.

Para os mercados acionistas, as implicações são três. Primeiro, um ambiente de taxas de juro mais elevadas por mais tempo limita o espaço para expansão de múltiplos e reduz a atratividade relativa dos ativos de risco. Consequentemente, os retornos futuros dos mercados dependerão mais do crescimento dos lucros e dos fundamentais corporativos do que do apoio da política monetária. Segundo, a maior incerteza geopolítica está a pressionar o sentimento dos investidores e o apetite pelo risco, criando um contexto menos favorável para as ações. Terceiro, o conflito está a ter um impacto visível na liderança de mercado. O setor da energia beneficiou da subida do petróleo e da melhoria das expectativas de resultados, enquanto os investidores continuam a favorecer temas de crescimento estrutural como inteligência artificial e semicondutores, considerados relativamente mais isolados dos choques geopolíticos e macroeconómicos.

A IA está a expandir o motor dos lucros

O argumento mais forte a favor das ações continua a ser o crescimento dos lucros. Apesar dos ventos contrários macroeconómicos recentes, os analistas continuaram a rever em alta as expectativas de resultados ao longo de 2026, evidenciando a resiliência da rentabilidade corporativa e reforçando o caso fundamental para as ações. A força do outlook de resultados reflete-se não apenas no nível das expectativas, mas também no seu momentum. A estimativa bottom-up de EPS para o S&P 500 (FactSet) aumentou 2,7% desde o final de março, enquanto, em média, estas estimativas tendem a cair 2,7% ao longo de um trimestre na última década. Um padrão semelhante observa-se a nível anual. As expectativas de consenso para o crescimento dos lucros do S&P 500 em 2026 foram revistas significativamente em alta, passando de 15,2% para 23,2% desde o início do ano. A melhoria foi particularmente forte em setores beneficiados por fatores estruturais e por um contexto mais favorável

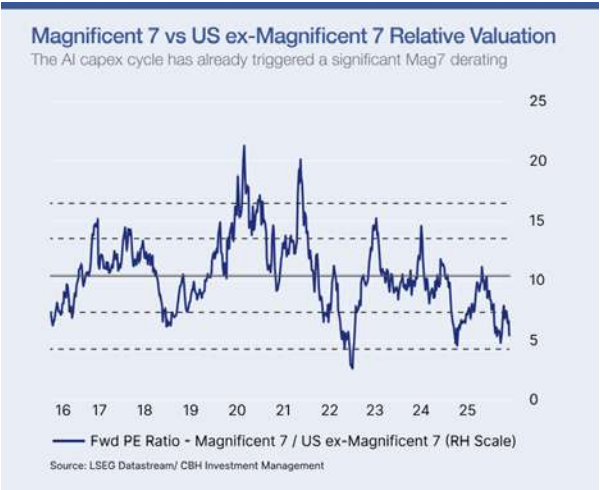
de commodities. As expectativas de crescimento dos lucros aumentaram no setor tecnológico de 28,6% para 44,9%, nos materiais de 20,6% para 39,6% e na energia de 6,4% para 66,4%. Revisões tão amplamente positivas estão normalmente associadas a um ambiente favorável para ações, já que os mercados tendem a performar melhor quando as expectativas de lucros estão a subir.

Os EUA continuam a ser o principal motor do crescimento global dos lucros. A característica definidora do ciclo atual de resultados nos EUA é a contribuição dominante do ciclo de investimento em IA, com aproximadamente 71% do crescimento dos lucros no 1T2026 atribuível direta ou indiretamente a atividades relacionadas com IA (Bloomberg BI). Isto evidencia tanto a escala como a abrangência da expansão da IA. O aumento da procura por capacidade computacional está a impulsionar investimento ao longo de toda a cadeia de valor, desde semicondutores e infraestrutura de cloud até centros de dados, equipamentos de rede e infraestrutura energética. Como resultado, os benefícios da IA já não se limitam a um pequeno grupo de empresas tecnológicas, mas estão a moldar cada vez mais o investimento em capital, o crescimento de receitas e a rentabilidade corporativa em múltiplos setores. Esta ampliação dos motores de crescimento dos lucros deverá ajudar a reduzir uma das principais preocupações do mercado: a concentração do crescimento dos resultados num número reduzido de mega-cap tecnológicas. À medida que o investimento em IA se dissemina por uma maior parte da economia, a sustentabilidade do crescimento dos lucros deverá tornar-se menos dependente do desempenho de um conjunto restrito de líderes de mercado.

O crescimento continua a suportar as avaliações das ações

As avaliações dificilmente serão um fator decisivo para os retornos das ações na segunda metade do ano. A inflação mais elevada e uma postura mais cautelosa dos bancos centrais reduzem a probabilidade de uma descida significativa das taxas de desconto, limitando o espaço para uma reavaliação adicional dos mercados. Assim, os retornos futuros dependerão cada vez mais do crescimento dos lucros do que da expansão de múltiplos. Ainda assim, as avaliações não constituem um argumento convincente contra as

ações. As ações norte-americanas continuam a apresentar um perfil mais atrativo face à maioria dos mercados desenvolvidos quando ajustadas pelo crescimento esperado dos lucros, enquanto os mercados emergentes oferecem a oportunidade de avaliação mais interessante a nível global. Em contraste, Europa e Japão parecem menos atrativos numa base ajustada ao crescimento, apesar de negociarem a múltiplos nominais mais baixos.



Dentro dos EUA, o debate continua centrado nas Mag7. Embora o grupo continue a negociar a múltiplos superiores ao mercado mais amplo, esse prémio comprimido de forma significativa nos últimos 18 meses e encontra-se agora mais de um desvio padrão abaixo da média dos últimos dez anos. Isto sugere que grande parte da reavaliação associada à compressão esperada do retorno sobre o capital próprio (ROE), resultante do aumento extraordinário do investimento em IA, já ocorreu. Embora este investimento deva suportar o crescimento de longo prazo dos lucros, também aumentou significativamente a intensidade de capital no curto prazo, à medida que as empresas investem agressivamente em centros de dados, infraestrutura computacional e capacidade energética. Os investidores atribuíram, por isso, múltiplos mais baixos para refletir retornos sobre capital temporariamente mais fracos. Ao mesmo tempo, as Mag7 continuam a beneficiar de algumas das mais fortes perspetivas de crescimento de lucros a nível global. Um crescimento robusto dos resultados deverá compensar em grande parte o impacto do menor ROE, tornando mais provável uma estabilização das avaliações do que uma nova compressão significativa. Isto continua a ser favorável para o mercado norte-americano no seu conjunto, dada a contribuição relevante das Mag7

para o crescimento agregado dos lucros e para o desempenho dos índices.

Embora o panorama de avaliação nos EUA permaneça globalmente construtivo, a situação na Europa é menos favorável. O desconto de avaliação face às ações norte-americanas diminuiu de forma acentuada ao longo do último ano, mesmo após ajuste pela composição setorial, enfraquecendo um dos argumentos tradicionais de investimento na região. Embora as expectativas de lucros continuem a melhorar, sobretudo em setores ligados à energia, as avaliações atuais já refletem grande parte dessa melhoria. Além disso, as ações europeias parecem cada vez mais caras quando comparadas com as condições financeiras prevalecentes, sugerindo espaço limitado para uma reavaliação adicional.

Equity Sectors

Communication Services					
Consumer Discretionary					
Consumer Staples					
Energy					
Financials					
Healthcare					
Industrials					
Information Technology					
Materials					
Real Estate					
Utilities					

Rendimento fixo

O Regresso do “Mais alto por mais tempo”

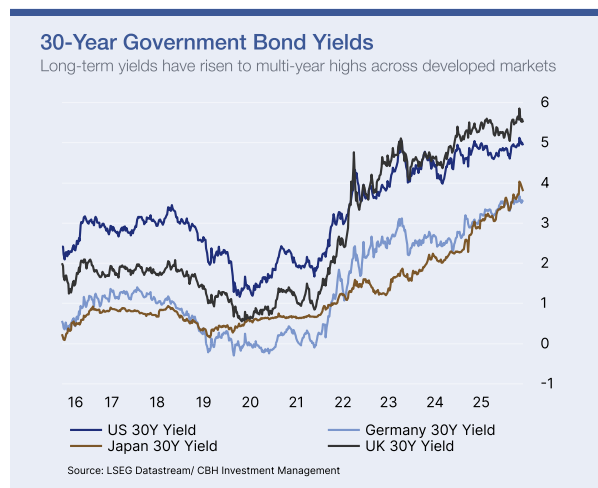
Principais Conclusões

- As taxas de juro deverão permanecer elevadas devido a pressões inflacionistas renovadas e expansão fiscal.
- Spreads de crédito apertados limitam o potencial de valorização, deixando o carry como principal motor de retorno.
- A dívida de mercados emergentes continua a oferecer yields atrativas e benefícios de diversificação.

Das descidas de taxas para possíveis subidas

Os preços mais elevados do petróleo e da energia, associados ao conflito no Médio Oriente, estão a alimentar a inflação headline nas economias desenvolvidas, enquanto o aumento dos custos de transporte e logística sugere que pressões adicionais poderão emergir nos próximos meses. Ao mesmo tempo, a atividade económica tem-se mantido surpreendentemente resiliente, em particular nos Estados Unidos, onde o consumo e o investimento em IA continuam a suportar o crescimento apesar de condições financeiras mais apertadas.

Esta combinação de inflação persistente e crescimento robusto obrigou os investidores a reavaliar o espaço para flexibilização monetária. Como resultado, as expectativas de política dos bancos centrais mudaram de forma significativa. No início do ano, os mercados antecipavam a continuação do ciclo global de cortes de taxas. Hoje, essa visão foi em grande parte abandonada, e os mercados voltam a precificar a possibilidade de endurecimento da política monetária em várias economias desenvolvidas. O repricing resultante foi particularmente visível na parte longa das curvas soberanas, onde as yields subiram de forma acentuada em todos os principais mercados desenvolvidos. As yields das Treasuries a 30 anos atingiram os níveis mais altos desde 2007, as obrigações japonesas a 30 anos desde 1999, os gilts britânicos desde 1997 e os Bunds alemães desde 2011.



Importa sublinhar que este movimento sincronizado reflete mais do que uma reação temporária aos preços da energia. Os investidores estão cada vez mais a questionar a probabilidade de um regresso rápido ao regime de baixa inflação e baixas taxas de juro que caracterizou grande parte das últimas duas décadas. As preocupações fiscais também estão a pressionar os mercados obrigacionistas. Em várias economias desenvolvidas, os governos ponderam medidas adicionais de apoio apesar de finanças públicas já pressionadas e necessidades de financiamento elevadas. Em conjunto com a persistente incerteza inflacionista, isto elevou os prémios de prazo e contribuiu para a subida das yields de longo prazo.

No conjunto, estes desenvolvimentos apontam para um ambiente de taxas de juro mais elevadas por mais tempo do que o antecipado no início do ano. Embora

as obrigações soberanas continuem a oferecer benefícios importantes de diversificação e agora proporcionem um rendimento significativamente mais atrativo do que na década anterior, o contexto para duração continua desafiante. Mantemos, por isso, preferência por maturidades intermédias em detrimento de exposição de longa duração e uma abordagem seletiva na alocação em rendimento fixo.

Spreads de crédito apertados, fundamentos sólidos

Os mercados de crédito demonstraram uma resiliência notável desde o início do ano. Apesar do aumento das yields soberanas, das preocupações inflacionistas renovadas e da maior incerteza geopolítica, os spreads mantiveram-se próximos dos mínimos do ciclo na maioria dos segmentos, suportados por forte procura por rendimento, fundamentos corporativos sólidos e elevada liquidez.

Embora os spreads pareçam apertados face aos padrões históricos, a qualidade subjacente do mercado melhorou significativamente na última década. O universo de high yield dos EUA é hoje dominado por emitentes com rating BB, enquanto os títulos CCC representam apenas uma pequena parte do mercado. Em conjunto com balanços mais fortes, menor alavancagem e rácios de cobertura de juros saudáveis, isto ajudou a manter as taxas de incumprimento abaixo das médias históricas. Na nossa visão, as valorizações atuais refletem em grande medida a solidez dos fundamentais corporativos, mais do que complacência excessiva.

Dito isto, o espaço para compressão adicional de spreads parece limitado. Os retornos futuros deverão, por isso, ser maioritariamente determinados pelo carry e não pela compressão de múltiplos. Existem também riscos que devem ser monitorizados. As tensões geopolíticas e os preços mais elevados da energia podem pressionar o crescimento e as margens corporativas, enquanto a emissão elevada associada a infraestruturas de IA, data centers e investimentos energéticos pode, gradualmente, testar a capacidade do mercado para absorver nova oferta. Até agora, a procura tem acompanhado a emissão, mas a margem de erro diminuiu.

Neste contexto, continuamos a ver o crédito como uma fonte atrativa de rendimento em carteiras diversificadas. Embora grande parte do cenário

positivo já esteja refletido nas avaliações, limitando o potencial de compressão adicional de spreads, os yields elevados continuam a oferecer carry interessante. O carry deverá, assim, permanecer o principal motor de retorno nos próximos trimestres. Isto continua a ser favorável para a classe de ativos, uma vez que o yield inicial tem sido historicamente um dos melhores indicadores dos retornos futuros em rendimento fixo.

A dívida de mercados emergentes passa o teste de stress

A dívida de mercados emergentes (EMD) entrou no ano com um posicionamento sólido, suportada por um dólar mais fraco, yields reais em queda e melhoria do sentimento dos investidores. Este enquadramento favorável foi abruptamente interrompido pela escalada do conflito no Médio Oriente, que desencadeou um repricing significativo nos mercados globais de rendimento fixo.

A dívida em moeda local liderou as quedas, à medida que os investidores passaram rapidamente de um cenário de desinflação e cortes de taxas para preocupações renovadas com inflação impulsionada pela energia. O ajuste culminou num mês de março difícil, durante o qual a EMD em moeda forte registou o seu pior desempenho mensal desde 2022, enquanto os mercados em moeda local tiveram a maior correção desde o choque da Covid.

Ainda assim, o sell-off foi ordenado. Ao contrário de choques energéticos anteriores, não houve perda generalizada de acesso a mercado, stress de balança de pagamentos ou vendas indiscriminadas. À medida que as tensões geopolíticas abrandaram em abril, a EMD recuperou de forma significativa, com os spreads a reverter grande parte do widening e os mercados locais a recuperarem à medida que os cenários mais extremos foram retirados da precificação.

Esta resiliência permitiu que o rendimento fixo de mercados emergentes permanecesse entre os segmentos com melhor desempenho dos mercados obrigacionistas globais no acumulado do ano.

Continuamos a ver a dívida de mercados emergentes, tanto em moeda forte como em moeda local, como uma fonte atrativa de rendimento em carteiras multi-ativos. A EMD em moeda forte oferece atualmente yields em torno de 6%, enquanto a EMD em moeda

local oferece yields próximos de 8%, ambas com qualidade média de crédito investment grade.

Embora a dívida em moeda forte esteja mais ligada ao ciclo de taxas e crédito dos EUA, a dívida em moeda local oferece benefícios relevantes de diversificação. Os retornos são determinados principalmente por fatores domésticos de crescimento e política económica, enquanto gestores ativos podem gerar alpha adicional através de posicionamento em taxas de juro e moedas.

Câmbio

O Dólar Mantém a Vantagem, para Já

Principais Conclusões

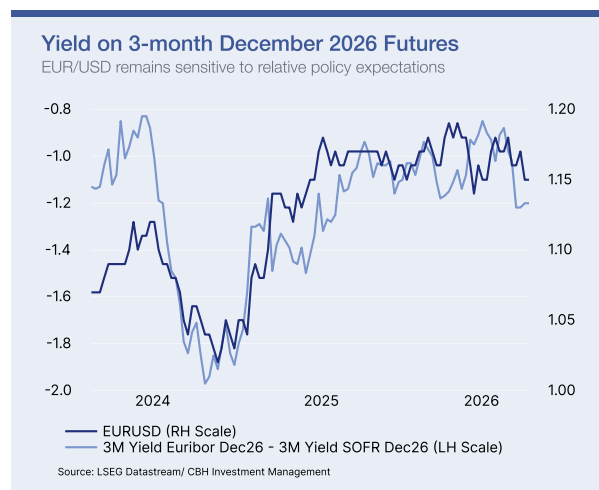
- O choque energético favorece o USD e limita nova valorização do euro.
- Ventos estruturais positivos para o iene estão a surgir, mas fatores cíclicos ainda favorecem o dólar.
- A procura por CHF como ativo de refúgio é compensada pela crescente resistência do SNB a nova apreciação.

EUR/USD: o choque energético limita a valorização do euro, para já

A implicação mais importante do atual choque energético é o seu impacto assimétrico entre a Zona Euro e os Estados Unidos. A Zona Euro continua significativamente mais dependente de energia importada do Médio Oriente do que os EUA e, por isso, mais vulnerável a aumentos sustentados dos preços do petróleo e do gás. Custos energéticos mais elevados deverão pressionar o poder de compra das famílias, as margens das empresas e a atividade económica na Europa, enquanto o impacto na economia norte-americana deverá ser comparativamente mais limitado. Desde o início do conflito, o crescimento do PIB consensual da Zona Euro para 2027 foi revisto em baixa em 0,25 pontos percentuais para 1,2%, enquanto as expectativas de crescimento dos EUA se mantiveram praticamente inalteradas em 2,0%. Assim, o diferencial de crescimento deverá continuar claramente a favor do dólar norte-americano.

Ao mesmo tempo, preços mais elevados de energia estão a criar novas pressões inflacionistas em ambos os lados do Atlântico. No entanto, o impacto inflacionista deverá ser mais pronunciado na Zona Euro, forçando o BCE a adotar uma postura mais hawkish do que anteriormente antecipado. Os mercados ajustaram em alta as expectativas para as taxas diretoras do BCE e da Fed. Desde o final de fevereiro, as expectativas para o BCE passaram de aproximadamente meio corte de taxas para dois

aumentos, enquanto as expectativas para a Fed foram revistas de 2,4 cortes para um aumento este ano. Apesar deste repricing significativo, o diferencial de taxas esperado manteve-se relativamente estável, com a taxa SOFR a 3 meses para dezembro de 2026 a subir cerca de 90 bps, contra um aumento de 80 bps no Euribor a 3 meses para o mesmo prazo. Ainda assim, consideramos que o pricing da Fed se tornou excessivamente hawkish e esperamos alguma compressão das expectativas de política monetária nos próximos meses, o que poderá fornecer suporte moderado ao EUR/USD.



O dólar norte-americano deverá também continuar a beneficiar do atual contexto geopolítico. Períodos de maior incerteza tendem a apoiar o dólar, uma vez que o seu estatuto como principal moeda de reserva mundial e a profundidade dos mercados de capitais dos EUA fazem dele o destino preferencial dos fluxos de refúgio globais. O risco de nova escalada

no Médio Oriente, potenciais disrupções no fornecimento global de energia e maior volatilidade financeira deverão, por isso, constituir um suporte adicional para o dólar.

Do ponto de vista técnico, o movimento de forte subida desde o mínimo de 2025 em 1,01 parece ter perdido força perto da importante zona de resistência em torno de 1,20, onde surgiu um potencial padrão de topo. Após uma valorização próxima de 20% desde os mínimos, os indicadores de momentum começaram a enfraquecer, sugerindo perda de força no curto prazo. Embora a tendência mais ampla continue construtiva, o perfil risco-retorno tornou-se menos atrativo nos níveis atuais. Assim, esperamos que o EUR/USD consolide num intervalo de 1,14–1,19 nos próximos meses.

USD/JPY: mudança estrutural apoia o iene, mas ainda não é suficiente

A perspetiva de médio prazo para o iene continua a melhorar, à medida que o Japão sai gradualmente de décadas de deflação e política monetária ultra-expansionista. A inflação tornou-se mais persistente, o crescimento salarial acelerou e o BoJ prosseguiu o seu processo cauteloso de normalização. Os mercados antecipam cada vez mais novos apertos de política, apoiando o iene através de um estreitamento gradual do diferencial de taxas face aos EUA. Além disso, as autoridades japonesas continuam desconfortáveis com uma fraqueza excessiva da moeda e demonstraram recentemente disponibilidade para intervir nos mercados cambiais. Em conjunto, a melhoria da dinâmica inflacionista, a normalização da política monetária e o risco de intervenção oficial criam um enquadramento favorável para o iene.

No entanto, vários fatores continuam a favorecer o dólar no curto prazo. Apesar dos esforços de normalização do BoJ, as taxas de juro nos EUA permanecem significativamente acima das japonesas, preservando uma vantagem de rendimento substancial para o dólar. Além disso, o recente aumento dos preços da energia após a escalada das tensões no Médio Oriente representa um desafio particular para o Japão, que continua fortemente dependente de energia importada. Preços mais elevados do petróleo e gás deverão pressionar o crescimento, deteriorar a balança comercial e aumentar a vulnerabilidade da economia

a choques externos. Refletindo estas preocupações, as previsões de crescimento para 2026 e 2027 foram revistas em baixa em cerca de 0,1 pontos percentuais desde o início do conflito. Embora os mercados continuem a antecipar novos apertos do BoJ este ano, a deterioração do crescimento poderá tornar as autoridades mais cautelosas em prosseguir a normalização da política monetária.

Do ponto de vista técnico, a tendência principal do USD/JPY continua bullish. O breakout da figura triangular simétrica de 2,5 anos no final de 2025 sugere potencial para novos máximos acima de 162. No entanto, os indicadores de momentum mostram divergências negativas, indicando que o movimento pode fazer uma pausa antes de nova tentativa de subida. No geral, embora o caso estrutural do iene tenha melhorado significativamente, o ambiente cíclico continua a favorecer o dólar e mantemos moderadamente construtivos no USD/JPY no próximo trimestre.

CHF: fundamentos fortes compensados pela crescente resistência do SNB a nova apreciação

O franco suíço continua a beneficiar de um enquadramento fundamental muito favorável. A procura por ativos de refúgio, os fortes saldos externos da Suíça e a baixa inflação continuam a sustentar a moeda. O conflito no Médio Oriente e os preços elevados da energia reforçaram ainda mais a procura por ativos defensivos, tornando o CHF um dos principais beneficiários do contexto atual.

Ao mesmo tempo, o SNB tornou-se cada vez mais vocal sobre os riscos associados a uma apreciação excessiva do franco. Desde a escalada do conflito no final de fevereiro, o banco central tem repetidamente afirmado que a sua disposição para intervir nos mercados cambiais aumentou. Na reunião de março, o SNB referiu que “dado o conflito no Médio Oriente, a disposição para intervir no mercado cambial aumentou” e sublinhou a intenção de contrariar uma apreciação rápida e excessiva do franco que possa ameaçar a estabilidade de preços. Embora existam poucas evidências de intervenção significativa até agora, a comunicação do SNB sinaliza claramente desconforto crescente com nova força da moeda. Assim, a combinação de um franco já forte e retórica mais interventiva deverá limitar a valorização adicional.

USD/CHF: o dólar mantém uma ligeira vantagem

Apesar dos fluxos de refúgio beneficiarem o franco, o dólar norte-americano continua suportado pelo seu estatuto de principal moeda de reserva mundial, pela profundidade dos mercados de capitais dos EUA e pela resiliência relativa da economia norte-americana. Desde o início do conflito, o crescimento do PIB da Suíça para 2027 foi revisto em baixa em 0,1 pontos percentuais para 1,4%, enquanto o crescimento esperado dos EUA se manteve estável em 2,0%. Este diferencial de crescimento mais amplo terá apoiado o dólar, permitindo que o USD/CHF recuperasse de cerca de 0,79 no final de fevereiro para aproximadamente 0,80, sugerindo que o dólar recuperou, para já, a vantagem no contexto atual de guerra. Do ponto de vista técnico, o USD/CHF esteve profundamente sobrevendido perto de 0,76 no início do ano antes de recuperar para 0,80, com melhorias relevantes nos indicadores técnicos. No geral, mantemo-nos neutros em USD/CHF e esperamos que o par negocie num intervalo de 0,78–0,82 nos próximos meses, assumindo que as tensões no Médio Oriente permanecem elevadas.

EUR/CHF: a queda do euro face ao franco está a tornar-se mais limitada

Os preços mais elevados da energia estão a afetar de forma desproporcionada a economia da Zona Euro, mas a Suíça dificilmente sairá ilesa. Cerca de 55% das exportações suíças têm como destino a Zona Euro, e a economia suíça está profundamente integrada nas cadeias de produção industriais europeias. Uma economia europeia mais fraca tende, assim, a transmitir-se à Suíça através das exportações, turismo, produção industrial e lucros empresariais. Em conjunto com a relutância do SNB em tolerar nova apreciação significativa do CHF, isto deverá limitar o potencial de valorização do franco face ao euro. Assim, esperamos que o EUR/CHF permaneça globalmente lateral num intervalo de 0,90–0,92 nos próximos meses, com resistência-chave em torno de 0,93 e riscos de queda cada vez mais limitados a partir dos níveis atuais.

Hedge Funds

A nossa tese para o primeiro semestre, maior dispersão, concentração frágil e o regresso de alternativas descorrelacionadas, concretizou-se em grande medida, embora tenha sido remodelada por um choque que não antecipámos. O conflito no Médio Oriente e a perturbação dos fluxos energéticos através do Estreito de Ormuz introduziram um impulso estagflacionista numa economia em fase avançada do ciclo, invertendo a tendência desinflacionista que sustentava o esperado ciclo de cortes das taxas de juro. A inflação voltou a acelerar, a Reserva Federal passou de uma postura de flexibilização monetária antecipada para uma posição defensiva de «taxas mais elevadas durante mais tempo» sob uma nova presidência, e a correção impulsionada pela inteligência artificial, que identificámos como um risco de cauda, está agora em curso, com os primeiros sinais de rotação para fora das megacapitalizações sobrelotadas. Um mercado de trabalho mais resiliente do que o esperado deixa os decisores políticos encurralados entre uma inflação persistente e riscos assimétricos de desaceleração do crescimento.

Para os hedge funds, este enquadramento torna o regime mais favorável, mas também acentua os riscos extremos. Taxas de juro mais elevadas e mais voláteis, uma renovada correlação positiva entre ações e obrigações e um verdadeiro prémio de risco geopolítico ampliam as oportunidades de dispersão entre classes de ativos, ao mesmo tempo que aumentam o custo da exposição beta estática e das posições excessivamente consensuais. Assim, a nossa perspetiva para o segundo semestre reforça a inclinação para estratégias macro, de valor relativo e de alfa idiossincrático, reduz a preferência por estratégias de rendimento dependentes da duração e reafirma a diferença entre estratégias acionistas direcionais mais vulneráveis e abordagens neutras ao mercado mais resilientes: um mercado que recompensa a agilidade e a geração de alfa descorrelacionado em detrimento da exposição beta baseada em convicções.

Hedge Funds		
Relative Value Arbitrage /Multi-Strategy		- The volatility spike around the energy shock and the rates repricing has sharply widened cross-asset and intra-sector dispersion, an unusually rich backdrop for equity and credit relative value. - Re-pricing along the curve, now driven by inflation risk rather than an orderly cutting cycle, multiplies tactical relative-value opportunities in rates and sovereign markets that fixed-income RV desks can exploit. -Diversified multi-strategy platforms remain best placed to harvest this dispersion while dynamically rebalancing risk across sleeves as the macro regime shifts.
Commodities		- The H1 view of structurally softer prices has been overtaken by a supply-driven energy shock; an elevated and event-sensitive geopolitical risk premium now favours active, long-volatility commodity managers over a simple directional call. - Precious metals retain strong momentum, supported by safe-haven demand, persistent policy uncertainty and inflation hedging. - The structural power demand from AI and data-centre build-out continues to underpin base metals and natural gas, partially offsetting cyclical softness, a theme that survives the regime change.

Global Macro		- The standout beneficiary of the new regime: divergent monetary policies, a genuine geopolitical risk premium, an energy supply shock and the reversal of the disinflation trend create exceptionally high-conviction directional opportunities in rates, FX, energy and sovereign bonds. - A higher-for-longer Fed under new leadership, against a still-firm labour market and re-accelerating inflation, sustains policy divergence and cross-market volatility, the core fuel for flexible macro. - Managers are positioned for the dominant structural themes: deglobalisation, persistent inflation and fiscal activism tied to economic nationalism, now reinforced by the conflict.
Fixed Income/Credit Arbitrage		- The income and duration thesis of H1 has broken: with the cutting cycle on hold and inflation risk re-emerging, locking in duration is no longer the asymmetric trade it appeared to be at the start of the year. - The opportunity migrates from directional duration toward relative-value and dispersion: credit selection, capital-structure arbitrage and curve trades over carry harvesting. - Caution on spreads and contagion: tight credit, the build-up of leverage around AI and data-centre financing, and vulnerabilities in private credit argue for a defensive, security selection led stance rather than broad beta.
CTA/Managed Futures		- The environment has improved relative to H1: the energy spike and the rates repricing have generated genuine, exploitable trends, and trend models repositioned well through the volatility, vindicating the strategy's adaptability after the early-year shocks. - The diversification value of trend-following as a convex hedge against further geopolitical or inflation surprises has risen, justifying a move off the underweight. - Tempering the upgrade: a sharp de-escalation in the Middle East could whipsaw recently established energy and rates trends, the classic failure mode for systematic models around regime inflection points.
Event Driven		- M&A momentum remains robust into H2, with strong growth in large-cap volumes, a clear re-emergence of mega-deals and a permissive regulatory backdrop sustaining a constructive merger-arbitrage environment. - Renewed corporate activism, increasingly global, including governance-driven situations in Japan and Korea, broadens the special-situations and corporate-action opportunity set. - The scale of AI-infrastructure and data-centre financing continues to drive deal-making and restructurings, supporting the broader event-driven complex. - Risk to monitor: a fresh geopolitical shock could temporarily blow out deal spreads, a drawdown risk for crowded arb books, but also a re-entry opportunity for disciplined managers.



- Elevated U.S. equity valuations and a highly concentrated market leadership – particularly around AI - raise the risk of a meaningful correction or rotation, leaving directional long-biased strategies especially vulnerable.
- A higher cost of capital and a more challenging economic environment are likely to widen performance dispersion across companies, improving the opportunity set for market-neutral or low-net managers relative to more directional approaches.
- Directional strategies remain particularly exposed to a potential deceleration in economic activity and earnings slowdown, a risk that could become more pronounced in the half of the year.
- A notable exception within Equity Long/Short is Healthcare Biotech, where renewed M&A momentum - driven by a massive patent cliff, robust innovation pipelines, and an increasingly supportive policy backdrop - creates a highly constructive environment for specialists capable of capturing idiosyncratic alpha.

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.

Todos os dados à data de 19 de junho de 2026
Publicado em 19 de junho de 2026



CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

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

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com