



2025 Outlook

Creativity within Excellence

CBH | Investment Management



Vera Molnar
Coupé collé 57-12-A1
Diptyque
Peinture sur toile
© CBH Private Collection

Conteúdo

3	O Ano da Revolução Económica do Senhor T
5	Perspectiva Macroeconómica
	Perspectiva Macroeconómica – Estados Unidos
	Perspectiva Macroeconómica – Zona Euro
	Perspectiva Macroeconómica – Outras Economias Avançadas
	Perspectiva Macroeconómica – Economias Emergentes
	Perspectiva Macroeconómica - Mercadorias
	Principais Dados Macroeconómicos e Previsões
17	Visões sobre Classes de Ativos
19	Alocação de Ativos
21	Ações
23	Renda Fixa
25	Mercado de câmbio
27	Em 2025, o Carry é Rei
29	IA - O Fator X de 2025
33	Esquina das Criptomoedas

Published: January 2025

Contributors: Ali Bencheikh, Marco Bonaviri, Charlie Carré, Daniel Esteves & Christophe Leroy

Design: Kateryna Polishchuk

Contact: am@cbhbank.com

O Ano da Revolução Económica do Senhor T

Principais Destaques

- O crescimento dos lucros, projetado em 13% para o ano, mantém-se como a base para o desempenho das ações.
- No mercado de renda fixa, a geração de rendimento será crucial, com foco em obrigações de alta qualidade e dívida de mercados emergentes.
- Os mercados privados oferecem oportunidades atrativas.
- Os EUA continuam robustos, impulsionados pelo forte consumo dos consumidores, investimentos em IA e iniciativas como os Atos CHIPS e de Redução da Inflação.
- As propostas económicas de Trump, incluindo tarifas e impostos, estão a criar volatilidade e a impactar os mercados e dinâmicas comerciais globais.

À medida que 2025 começa, os mercados globais encontram-se num ponto crítico, repletos de oportunidades, mas marcados pela complexidade. O ano passado terminou em alta, com os índices de ações a atingirem novos máximos, impulsionados por lucros sólidos e uma renovada confiança dos investidores. Ao entrarmos neste novo capítulo, a tarefa que se apresenta é clara: navegar pelo panorama em evolução com visão estratégica, disciplina e uma consciência apurada dos riscos e oportunidades que estão por vir.

A economia dos EUA continua a destacar-se, traçando um percurso único sustentado pelo forte consumo dos consumidores, mercados laborais resilientes e uma onda sem precedentes de investimento em inteligência artificial (IA) e infraestrutura digital. Iniciativas fiscais como os Atos CHIPS e de Redução da Inflação continuam a impulsionar uma renascença industrial, enquanto o foco do setor privado na automação e na transição energética adiciona novas dimensões ao crescimento. Esta vitalidade doméstica contrasta fortemente com a atividade mais moderada de outras grandes economias, sublinhando a divergência dos EUA num mundo pós-pandemia.

Contudo, este otimismo deve ser moderado pelos desafios apresentados pelo Ano da Revolução Económica do Senhor T. As dinâmicas de tarifas,

impostos e tensões – os três pilares da agenda política de Donald Trump – evidenciam a volatilidade que provavelmente marcará os cenários de 2025. A sua abordagem, que combina tarifas agressivas, redução de impostos e medidas rigorosas de imigração, introduz incertezas num panorama global multipolar, com implicações de longo alcance para os mercados. Este cenário de estruturas de poder em mudança e táticas de negociação desafiadoras testará a capacidade dos investidores de permanecerem resilientes em meio a oscilações acentuadas nos mercados.

Para as ações, embora 2025 ofereça motivos para otimismo, o mercado bull mais maduro e as avaliações elevadas podem limitar os retornos. O crescimento dos lucros, projetado em 13% para o ano, permanece como base para o desempenho das ações, mas o sentimento e as avaliações desempenharão papéis cruciais. Rendimentos a longo prazo mais elevados, potencialmente aproximando-se de 5%, poderão, ocasionalmente, travar o impulso do mercado, ecoando padrões observados em ciclos anteriores. Os investidores devem estar atentos a possíveis disrupções, como uma inversão no momento das gigantes tecnológicas de alto desempenho, o que poderia gerar turbulências mais amplas no mercado. Nesse cenário, segmentos subvalorizados, como ações de valor e ações internacionais, podem superar o desempenho médio do mercado.

No mercado de renda fixa, o foco desloca-se para a geração de rendimento em detrimento da apreciação de preços. Embora os spreads permaneçam reduzidos, obrigações de duração intermediária, crédito de alto rendimento de maior qualidade e dívidas de mercados emergentes selecionadas oferecem oportunidades atrativas para investidores cautelosos. O tema da portagem provavelmente definirá as estratégias de renda fixa em 2025, exigindo uma seleção disciplinada de emissores e uma atenção constante aos riscos geopolíticos.

As estratégias de portfólio devem evoluir para alinhar-se com estas realidades. Avançar além das alocações tradicionais de 60/40 para mercados privados pode desbloquear um alfa significativo. O crédito privado, especialmente em oportunidades garantido sênior e com ativos colaterais, proporciona prêmios de rendimento atrativos. Paralelamente, a revolução da IA continua a moldar os temas de investimento a longo prazo, com a procura por centros de dados, semicondutores e infraestrutura energética impulsionando a inovação e a aplicação de capital. Estas áreas oferecem potencial significativo, embora também exijam uma gestão de risco cuidadosa e seletividade.

As tensões geopolíticas, a sustentabilidade fiscal e as pressões inflacionárias completam o panorama dos desafios. Os formuladores de políticas enfrentam a delicada tarefa de equilibrar o alívio monetário com o controlo da inflação, e erros poderiam reacender a inflação ou desacelerar o ímpeto econômico. O caminho dos cortes de taxas será decisivo, sublinhando a importância da agilidade e da adaptabilidade na gestão de portfólios.

Para os investidores, 2025 exige estratégias orientadas por convicções que abracem tendências estruturais, como a transformação digital, cadeias de abastecimento regionalizadas e fontes estáveis de portagem. Um foco disciplinado em avaliações, retornos ajustados ao risco e liquidez será essencial. Ao equilibrar otimismo com cautela e aliar visão com pragmatismo, os investidores podem navegar as complexidades do mercado atual, enquanto se posicionam para aproveitar as oportunidades de amanhã.

Perspectiva Macroeconômica – Estados Unidos

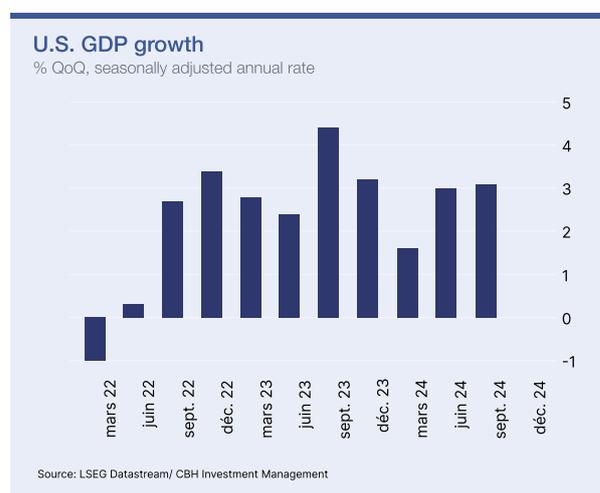
Pontos-chave

- Consumidor americano resiliente, apesar do aumento da desigualdade, graças a um mercado de trabalho saudável e ao efeito da riqueza.
- Leia nossa análise das eleições nos EUA: CBH Focus 06.11.2024 (cbhbank.com)
- Economia robusta sustentada por investimentos massivos em pesquisa e tecnologia, levando a maior produtividade.
- Espera-se que os rendimentos a longo prazo permaneçam elevados.

À medida que 2025 se aproxima, a economia dos EUA continua a superar o resto do mundo.

Os ventos cíclicos e estruturais únicos explicam a divergência em relação às outras economias avançadas. O aumento nos investimentos, nos gastos com pesquisa e na inovação está a apoiar o “boom da IA” e a impulsionar a produtividade. Os gastos com pesquisa e desenvolvimento representam atualmente cerca de 10% das receitas das empresas de tecnologia dos EUA listadas em bolsa, e as empresas americanas podem usar várias formas de financiamento do mercado de capitais para financiar seus investimentos intangíveis. Além disso, a política fiscal é bastante favorável e espera-se que continue assim, permitindo que o investimento público e privado se reforcem mutuamente e criem um efeito bola de neve. Como resultado, a produtividade dos EUA cresceu quase 40% desde 2005, enquanto a produtividade europeia tem estado praticamente estagnada.

Entretanto, o consumidor americano continua forte e a impulsionar o crescimento econômico. Seus gastos continuam a crescer a um ritmo robusto, graças a um mercado de trabalho saudável, que apoia a renda disponível, e ao efeito da riqueza proveniente dos ganhos nos preços das ações e imóveis. A força do consumo nos EUA mascara uma divergência significativa e desigualdade entre os agregados familiares. As famílias de baixo rendimento e os jovens estão a lutar com elevados níveis de dívida a taxa variável (incluindo dívidas de cartão de crédito), enquanto os consumidores de alto rendimento



estão a beneficiar do aumento dos preços dos ativos e das taxas de juro mais altas. A sua dívida consiste principalmente em hipotecas a taxa fixa.

De forma geral, a economia dos EUA tem sido menos afetada pelos aumentos das taxas de juro. O investimento empresarial manteve-se forte e o mercado imobiliário mostrou resiliência. Com 95% das hipotecas a serem de 30 anos e a taxa fixa, o endividamento corporativo também é dominado por dívidas a taxa fixa. Durante a pandemia, as empresas fixaram taxas de juro baixas, **pelo que os aumentos das taxas pela Reserva Federal não tiveram um impacto negativo significativo sobre as empresas.** Como resultado, o mecanismo de transmissão da política monetária tem sido muito mais fraco e a economia não desacelerou, apesar do ciclo agressivo de aumentos de taxas da Fed.

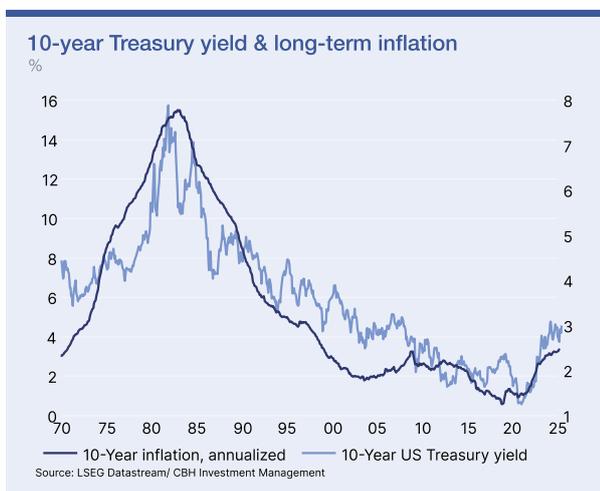
Após as eleições de novembro, Donald Trump regressará à presidência dos Estados Unidos, tendo garantido maiorias tanto na Câmara dos Representantes como no Senado. Este forte mandato facilitará a implementação das suas políticas propostas. No entanto, ainda é cedo para avaliar completamente o impacto macroeconômico da agenda da sua nova administração. De uma forma geral, a combinação de tarifas mais altas, cortes de impostos e controles de imigração mais rigorosos provavelmente impulsionará a inflação, enquanto o efeito sobre o crescimento do PIB permanece mais incerto.

Donald Trump anunciou que imporá tarifas de 10 a 20% sobre todas as importações e uma tarifa de 60% sobre as importações chinesas.

Após uma queda acentuada, a inflação revelou-se persistente, sustentada por um mercado de trabalho resiliente, uma demanda robusta dos consumidores e uma política fiscal expansionista. Em novembro, a inflação subjacente ao consumidor, que exclui os itens mais voláteis, atingiu 3,3%. Neste contexto, a Reserva Federal sinalizou cautela e um ritmo gradual de cortes nas taxas até 2025, com o objetivo de alcançar uma taxa neutra que não restrinja nem estimule o crescimento.

Neste cenário, espera-se que os rendimentos permaneçam elevados por mais tempo, impulsionados pelo robusto crescimento económico e pelas mudanças estruturais em curso (envelhecimento da população, transição energética e digital), que exigem investimentos massivos e grandes necessidades fiscais.

Impulsionado pelas expectativas de taxas de juro e pela perspectiva de uma economia dos EUA cada vez mais forte, o dólar americano apreciou-se fortemente no último trimestre. As moedas continuarão voláteis nos próximos meses, devido ao elevado grau de incerteza em torno das próximas alterações na política comercial, inflação e expectativas de taxas de juro, mas o dólar americano deverá continuar a beneficiar da atratividade da economia dos EUA.



Perspectiva Macroeconômica – Zona Euro

Pontos-chave

- A demanda interna deverá ser sustentada pelo aumento da renda disponível.
- A desinflação está em curso e a política monetária está a caminhar para uma postura neutra.
- Os ventos contrários são muitos e fortes, e estão a conter o potencial de crescimento: riscos políticos e geopolíticos, falta de investimento, produtividade persistentemente fraca.

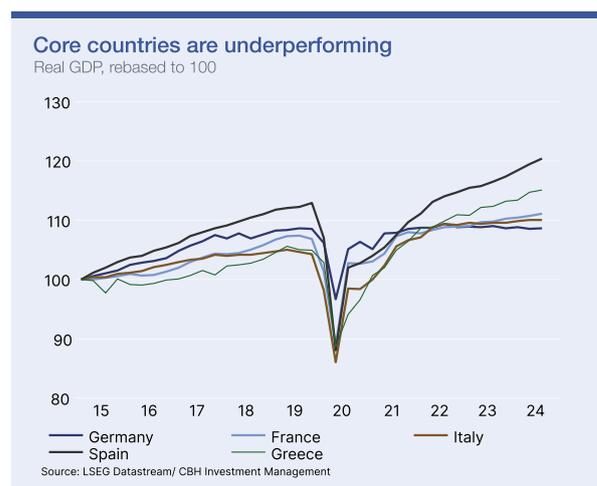
Espera-se que a demanda interna se recupere, mas a região enfrenta múltiplos ventos contrários. As duas maiores economias da área estão a enfrentar crises políticas. Em França, o governo continuará frágil devido à falta de uma maioria na Assembleia Nacional. Como resultado, a consolidação fiscal será adiada, mas o país provavelmente sofrerá meses de incerteza política, fiscal e regulatória. Isso poderá minar a confiança dos consumidores e investidores, com a prémio de risco de França provavelmente a manter-se elevado, o investimento empresarial fraco, as poupanças de precaução ainda mais altas e o crescimento do PIB potencialmente afetado.

A “freio da dívida” limita o déficit estrutural da Alemanha a 0,35% do PIB desde 2009.

Entretanto, a Alemanha enfrenta desafios económicos cíclicos e estruturais, parcialmente relacionados com a regra do “freio da dívida”, a crise energética, mudanças estruturais na indústria automóvel e a modernização da cadeia de fornecimento da China. Para revitalizar o crescimento económico, o governo de Scholz planeava implementar várias medidas, incluindo incentivos fiscais para a compra de veículos elétricos e o aumento da oferta de trabalho de trabalhadores mais velhos e migrantes. A queda do governo de coligação adiou essas medidas e aumentou a incerteza. No entanto, com a CDU a indicar flexibilidade sobre o “freio da dívida”, há esperança de que a regra possa ser modificada em 2025, abrindo caminho para um maior investimento público que ajude a modernizar a infraestrutura, aumentar a produtividade e o crescimento potencial. Além da incerteza política nacional, a Zona Euro enfrenta uma falta estrutural de investimento em

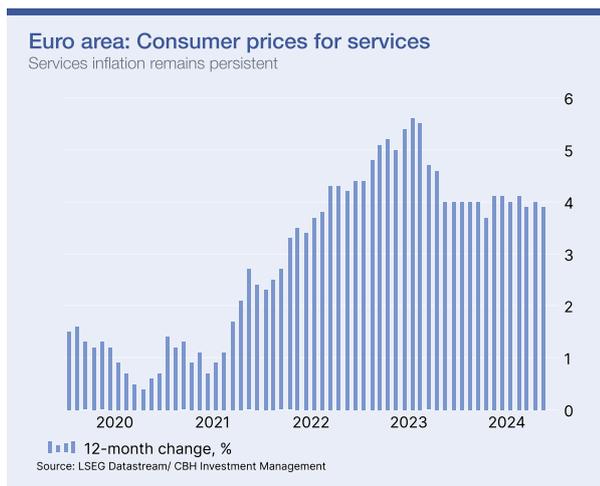
pesquisa e tecnologia, produtividade fraca e o crescimento económico está a ser limitado por tensões comerciais e uma incerteza geopolítica crescente. O risco de maiores fricções no comércio global pode pesar sobre o crescimento da zona euro ao reduzir as exportações. No entanto, espera-se que a demanda do consumidor seja sustentada pelos aumentos salariais, um mercado de trabalho forte e o crescimento contínuo da renda disponível real, enquanto o investimento deverá beneficiar de condições de crédito mais favoráveis.

Este quadro regional mascara diferenças significativas entre os países. As duas maiores economias, Alemanha e França, estão fracas, mas os países periféricos estão a crescer fortemente.



Caminhos de crescimento divergentes e políticas fiscais distintas dentro da união monetária complicam a tarefa do BCE. No geral, o caminho da inflação está bem encaminhado. No entanto, uma parte importante da desinflação ainda precisa se

materializar. A inflação nos serviços e o crescimento dos salários continuam elevados, e o baixo desemprego, diante da escassez persistente de mão-de-obra e da produtividade laboral fraca, está a exercer uma pressão crescente sobre os preços dos serviços. Além disso, novos choques inflacionários estão e continuarão a afetar a economia da zona euro. Um aumento nas tensões geopolíticas poderá aumentar os preços da energia e dos custos de transporte, enquanto eventos climáticos extremos poderão elevar os preços dos alimentos.



Embora a luta contra a inflação ainda não tenha terminado, **o BCE ganhou maior confiança na queda sustentada da inflação em direção à meta de 2%**. A instituição com sede em Frankfurt reduziu sua taxa de juros em 100 pontos base este ano. A política monetária continuará a depender de dados enquanto se aproxima de um nível neutro, que nem restrinja nem estimule a economia. No entanto, o caminho pode ser acidentado, dado o jogo de interações entre o triângulo de salários, lucros e produtividade na influência sobre a dinâmica da inflação. A inflação nos serviços permanece alta e a zona euro é vulnerável a choques externos e idiossincráticos. A abordagem gradual e reunião por reunião do BCE mantém a flexibilidade, mas exacerba as expectativas do mercado.

Perspectiva Macroeconômica – Outras Economias Avançadas

Pontos-chave

- A economia suíça está sob pressão devido à fragilidade dos seus principais parceiros comerciais e à incerteza em torno do futuro da política comercial dos EUA.
- O SNB (Banco Nacional Suíço) reduziu a sua taxa de política em 125 pontos base este ano, e novos cortes estão em consideração.
- No Japão, apesar de um ambiente mais favorável para o consumo privado, a atividade continuará a ser prejudicada pela escassez de mão-de-obra.
- O iene japonês deverá continuar subvalorizado.

A economia suíça está enfraquecida pela continuidade da fragilidade dos seus principais parceiros comerciais. A economia tem mostrado resiliência, sustentada pela natureza defensiva da sua base industrial e de exportação. No entanto, a demanda europeia enfraquecida e a crescente incerteza sobre a futura política comercial após a reeleição de Donald Trump estão a colocar pressão sobre as empresas exportadoras, especialmente porque os EUA se tornaram o principal parceiro comercial da Suíça. Neste contexto, a manufatura e as exportações de bens estão sob pressão e as empresas estão a adiar investimentos. Existe uma forte correlação entre os pedidos de exportação e as decisões de investimento: quando os volumes de pedidos são fracos, as empresas tendem a adiar os investimentos. Entretanto, o robusto crescimento do

emprego e o aumento real dos salários têm apoiado o consumo das famílias. Embora o sentimento do consumidor mostre sinais iniciais de melhoria, ele continua contido.

A força do franco suíço está a prejudicar a competitividade da Suíça, embora as exportações suíças, com seu elevado valor agregado, sejam menos sensíveis às flutuações de preço. Além disso, a valorização do franco tem contribuído para as pressões deflacionárias que a Suíça enfrenta atualmente.

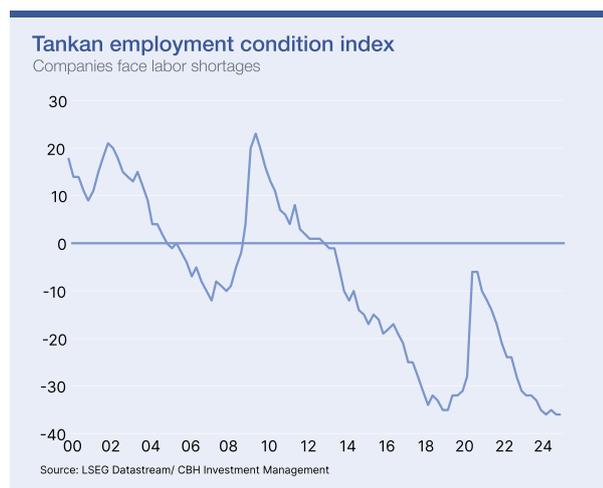
A inflação permanece abaixo da meta do Banco Nacional Suíço (SNB), principalmente devido a uma queda na inflação importada. A taxa de inflação para produtos petrolíferos caiu de -4,6% em agosto para -8,8% em novembro, enquanto a inflação para bens e serviços domésticos também diminuiu. A economia suíça é inerentemente desinflacionária, com o crescimento da produtividade consistentemente superando o crescimento salarial. Entretanto, as expectativas de inflação de longo prazo permaneceram amplamente inalteradas. Em resposta, o banco central cessou suas intervenções no mercado cambial destinadas a apoiar o franco e está a reduzir o seu balanço. Além disso, o SNB reduziu sua taxa de juros básica em 125 pontos base, incluindo um corte acentuado de 50 pontos base em dezembro. Para o futuro, a maioria dos analistas ainda espera que a taxa terminal alcance



0,25%, embora a probabilidade de uma taxa terminal de 0% esteja a aumentar.

O Japão enfrenta limitações devido à escassez de fatores de produção, começando com uma força de trabalho limitada. No quarto trimestre, o índice Tankan das condições de emprego continuou a deteriorar-se, atingindo um mínimo histórico, como resultado de uma grave escassez de mão-de-obra. Entretanto, o país enfrenta uma crescente incerteza em relação aos seus principais parceiros comerciais, num momento em que a instabilidade política provavelmente continuará. Primeiro, os Estados Unidos, maior parceiro comercial do Japão, podem impor tarifas que comprometeriam a competitividade dos exportadores japoneses. Segundo, a demanda da China, segundo maior destino das exportações japonesas, provavelmente continuará fraca, apesar dos esforços contínuos de estímulo.

No entanto, espera-se que o consumo privado, principal motor do crescimento do PIB, aumente em 2025, impulsionado pelo crescimento da renda disponível. Os sindicatos estão a pressionar por aumentos salariais de pelo menos 5% em 2025, refletindo os ganhos obtidos em 2024. Além disso, um plano de estímulo econômico de \$250 bilhões, financiado por gastos públicos e privados, apoiará os setores de IA e semicondutores, ao mesmo tempo que fornecerá assistência às famílias de baixa renda.



O Banco do Japão (BoJ) adotou uma postura cautelosa após o inesperado aumento da taxa de juros no verão passado. Mantendo a taxa de um dia para o outro não colateralizada estável em +0,25% durante suas reuniões consecutivas em setembro, outubro e dezembro. O BoJ continuará no caminho do aperto monetário, mas permanecerá

extremamente cauteloso, dadas as consideráveis incertezas em torno das suas projeções de crescimento, dinâmicas salariais, inflação subjacente e o impacto das políticas econômicas de Trump.

Dado o cenário favorável para o dólar norte-americano – com a perspectiva de rendimentos ainda mais altos nos EUA e a hesitação do BoJ – é provável que o iene continue a ser a moeda mais subvalorizada entre as do G10 nos próximos meses. O Banco do Japão pode intervir novamente no mercado cambial para conter a depreciação do iene.

Perspectiva Macroeconômica – Economias Emergentes

Pontos-chave

- A Índia é um ponto positivo, apesar das fragilidades estruturais.
- As perspectivas para a China permanecem incertas.
- A política mais restritiva do Brasil será um obstáculo à procura.
- A política comercial de Trump afetará as moedas das economias emergentes.

Desde setembro, **as autoridades chinesas lançaram vários planos de estímulo fiscal e monetário para reanimar os mercados de ações e imobiliário.** O pacote inclui apoio fiscal para resolver as dívidas incobráveis dos governos locais. Após a crise do mercado imobiliário, muitas províncias deixaram de poder usar a venda de terrenos para pagar os seus empréstimos. Como resultado, alguns governos locais reduziram os gastos com serviços públicos. A China também está a flexibilizar a sua política monetária, passando de uma postura “prudente” para “moderadamente expansionista”. Os formuladores de políticas chineses pretendem impulsionar a procura em 2025, especialmente o consumo. No entanto, o sentimento dos consumidores é muito baixo e a implementação permanece incerta. A economia chinesa tem estado sob pressão deflacionária há vários trimestres. Até agora, as medidas de estímulo não foram suficientes para restaurar a confiança ou revitalizar a procura interna.

A China continua a ser um importante parceiro comercial e um ator-chave na cadeia de fornecimento e na inovação em setores críticos. Em particular, domina as cadeias de fornecimento de minerais essenciais. No entanto, a China está a enfrentar dificuldades para encontrar procura externa suficiente. Na ausência de um consumo interno robusto, isso tem levado a uma capacidade excessiva de produção. Além disso, a polarização das relações entre os EUA e a China e uma perda maciça de confiança por parte dos investidores internacionais estão a aumentar o isolamento do país e a limitar o seu potencial, num momento em que enfrenta desafios estruturais e cíclicos internos.



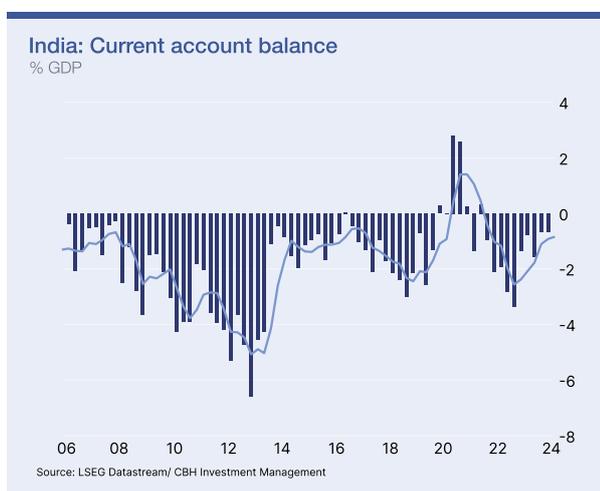
A Índia é a economia emergente de grande dimensão que cresce mais rapidamente e está projetada para se tornar a terceira maior economia até 2028. No entanto, a procura reprimida criada durante a pandemia foi, em grande parte, absorvida, e espera-se que a economia regresse ao seu caminho de crescimento potencial. Embora a atividade económica deva abrandar, deverá permanecer robusta nos próximos anos, impulsionada pelo aumento do investimento em infraestruturas, por motores de crescimento diversificados e por uma força de trabalho numerosa e jovem.

Apesar das suas forças, a economia indiana continua limitada por fraquezas estruturais, incluindo protecionismo, incertezas e restrições regulamentares, uma base industrial fraca, infraestruturas inadequadas e baixa produtividade.

A participação da Índia no comércio internacional é limitada, e não se espera que o país esteja entre

os mais afetados pelas tarifas que Donald Trump provavelmente implementará. Além disso, o país melhorou drasticamente os seus fundamentos macroeconómicos externos na última década, e o banco central reforçou a sua credibilidade. No entanto, o mercado indiano reagiu à eleição de Trump através dos canais de risco cambial e das taxas de juro. A forte valorização do dólar norte-americano e o aumento das taxas de juro nos EUA assustaram os investidores, apesar do uso regular das reservas cambiais pelo Banco da Reserva da Índia para gerir a estabilidade da moeda.

O défice da conta corrente da Índia diminuiu de 5% para 1% desde 2013, e a credibilidade do Banco da Reserva da Índia melhorou significativamente.



O Brasil enfrenta ceticismo por parte dos investidores, à medida que se intensificam os apelos para um fortalecimento das finanças públicas. O prémio de risco aumentou e o real encontra-se sob grande pressão. Entretanto, a atividade económica é sólida, a taxa de desemprego está em mínimos históricos e os indicadores externos são robustos. Os compromissos entre a redução do défice e o apoio social serão, sem dúvida, desafiantes. O banco central iniciou um ciclo de aperto monetário, divergindo da tendência global, em resposta ao ressurgimento da inflação. É provável que o novo conjunto de políticas deprimir a procura em 2025.

Os mercados emergentes são sensíveis às mudanças na política monetária dos EUA e à força do dólar. Embora existam muitas divergências dentro deste bloco, a reeleição de Donald Trump – devido à maior inflação e a políticas comerciais controversas – aumentará as vulnerabilidades nas

economias emergentes. Países com posições externas sólidas e dinâmicas internas resilientes têm maior probabilidade de enfrentar melhor estes desafios.

Perspectiva Macroeconômica – Mercadorias

Pontos-chave

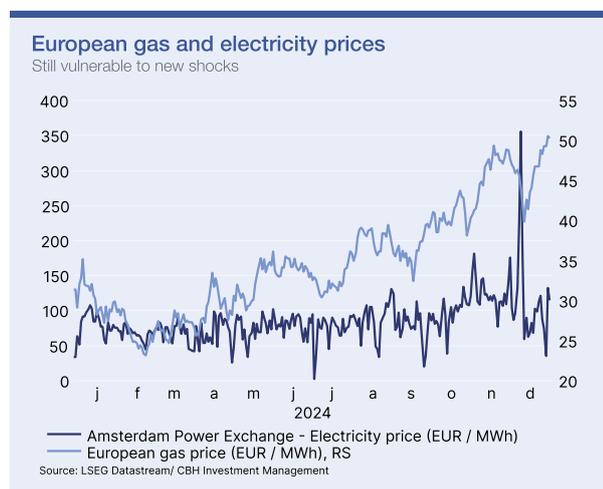
- Apesar dos riscos geopolíticos regionais, os preços do petróleo têm-se mantido amplamente estáveis, impulsionados pela dinâmica de oferta e procura. Os analistas prevêem um excedente no mercado de petróleo até 2025.
- O ouro destacou-se em 2024, sustentado pelos riscos geopolíticos e pelo aumento da procura por parte dos bancos centrais de mercados emergentes. Apesar de alguma pressão de curto prazo devido ao fortalecimento do dólar norte-americano, espera-se que o ouro continue a ser um ativo forte em 2025.
- Os produtos de pequeno-almoço, especialmente o café, registaram um crescimento significativo em 2024.
- Os preços do gás e da eletricidade na Europa permanecem altamente voláteis, influenciados tanto pelas condições meteorológicas como por fatores geopolíticos.
- Os metais, que se tornaram fundamentais para a transformação massiva das nossas economias, exigem investimentos significativos a longo prazo para atender à procura futura.

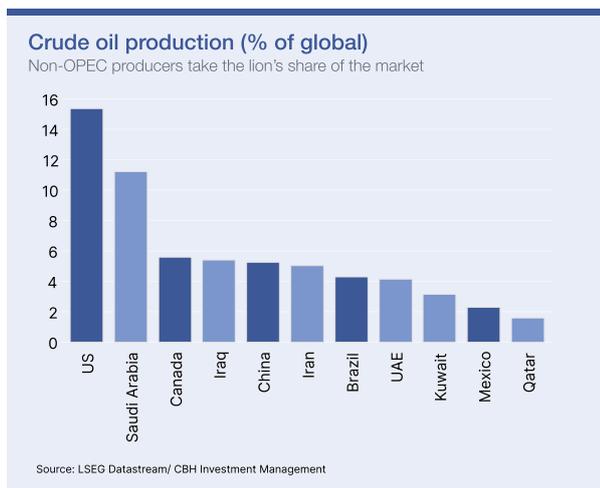
Em 2024, os produtos de pequeno-almoço assumiram, sem dúvida, a liderança. O café registou uma subida dramática, fazendo lembrar às gerações mais velhas o aumento histórico de 1976. O cacau e o sumo de laranja também voltaram a recuperar, tal como o açúcar.

Os meses de outono trouxeram renovadas tensões nos preços do gás, impulsionadas por uma diminuição na produção de energia eólica na Alemanha, devido a condições de vento desfavoráveis. Ao mesmo

tempo, o mercado mostrou preocupação com o impacto do término dos últimos contratos remanescentes de fornecimento de gás da Rússia. Os preços da eletricidade na Europa, altamente sensíveis às flutuações nos preços do gás, dispararam em meados de dezembro, antes de aliviarem no final do ano. Este episódio sublinha a volatilidade inerente dos preços da energia, que são influenciados tanto pelos padrões climáticos como por tensões geopolíticas.

Entretanto, os preços do petróleo mantiveram-se relativamente imunes aos choques geopolíticos. Embora os riscos no Médio Oriente tenham diminuído graças ao cessar-fogo entre Israel e o Hezbollah, a queda do regime de Assad na Síria lançou a região numa nova incerteza. No entanto, o mercado tem sido amplamente impulsionado pela dinâmica de oferta e procura. A maioria dos analistas acredita que o “Pico Petrolífero Chinês” já ocorreu ou está iminente, enquanto a produção fora da OPEP+ continua a aumentar. Como resultado, a Agência Internacional de Energia (AIE) prevê um excedente no mercado de 1 milhão de barris por dia até 2025.





Apesar da forte procura impulsionada pelas transições digital e energética, os fornecimentos de cobre e cobalto estão a satisfazer confortavelmente as necessidades do mercado. No entanto, as perspetivas para o níquel, alumínio e platina são mais desafiantes. De acordo com o Conselho Mundial de Investimento em Platina, o mercado global de platina estará em défice pelo terceiro ano consecutivo em 2025, com uma escassez de 539.000 onças, abaixo das 682.000 onças de 2024.

Os metais, que se tornaram fundamentais para a transformação massiva das nossas economias, requerem investimentos significativos a longo prazo para atender à procura futura, enquanto as mudanças geopolíticas estão a redefinir as cadeias de abastecimento. A Agência Internacional de Energia (AIE) estima que a procura por minerais necessários para a descarbonização, energia limpa e eletrificação irá pelo menos duplicar até 2040.

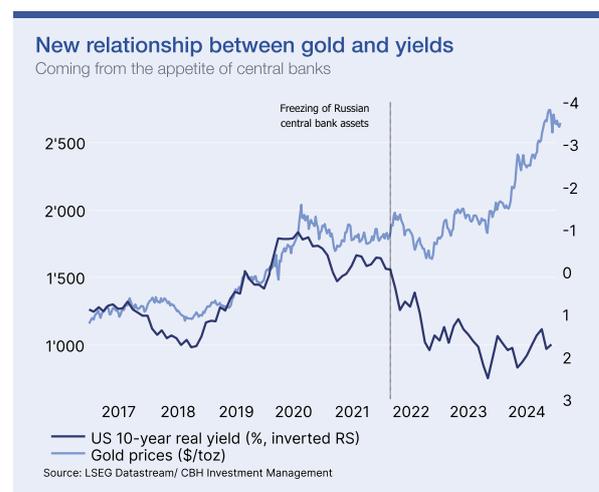
A curto prazo, no entanto, os preços têm sido pressionados por uma procura mais fraca, em parte devido à crise do setor imobiliário na China. Os investidores têm pouco incentivo para investir face à crescente incerteza e aos preços atuais dos metais. A longo prazo, porém, a transição para uma economia de baixo carbono apoia a transformação do sistema energético global e o uso intensivo destes recursos.

O ouro encerrou 2024 a \$2625 por onça, um aumento de 27% desde o início do ano.

O ouro foi o grande destaque este ano. O metal precioso foi sustentado por diversos fatores, incluindo expectativas sobre a trajetória da política da Reserva Federal, a escalada dos riscos geopolíticos globais e

a procura estrutural dos bancos centrais de mercados emergentes, após o congelamento de ativos do banco central russo. Além disso, a cautela das famílias chinesas e a redução das taxas de importação na Índia aumentaram o seu atrativo.

No último trimestre de 2024, a forte valorização do dólar norte-americano e os rendimentos mais elevados pressionaram o metal precioso. Contudo, as tensões geopolíticas contínuas, o crescente interesse dos bancos centrais de mercados emergentes e a incerteza sobre a trajetória da dívida soberana podem impulsionar o ouro em 2025.



Principais Dados Macroeconômicos e Previsões

	Annual				2023			
	2022	2023	2024e	2025e	Q1	Q2	Q3	Q4
United States								
Real GDP	2,5	2,9	2,8	2,2	2,8	2,5	4,4	3,2
Private consumption	3,0	2,5	2,6	2,1	5,0	1,0	2,5	3,5
Non residential investment	7,0	6,0	4,0	2,7	5,3	9,9	1,1	3,8
Residential investment	-8,6	-8,3	4,1	1,6	-4,3	4,5	7,7	2,5
Domestic demand (contribution, %pt)	2,4	2,8	3,2	2,7	4,8	2,7	3,2	3,6
Inventories (contribution, %pt)	0,6	-0,4	0,0	-0,3	-2,3	-0,2	1,3	-0,5
Net exports (contribution, %pt)	-0,5	0,5	-0,5	-0,3	0,3	-0,1	-0,2	0,0
Inflation (CPI, %yoy)	8,0	4,1	3,0	2,5	5,7	4,0	3,6	3,2
Unemployment rate (%)	3,6	3,6	4,1	4,4	3,5	3,6	3,7	3,7
Euro area								
Real GDP	3,6	0,5	0,7	1,2	1,4	0,6	0,0	0,1
Private consumption	4,9	0,7	1,0	1,5	1,4	0,7	-0,1	0,9
Investment	2,2	1,8	-2,0	1,6	2,5	1,7	0,9	2,2
Domestic demand (contribution, %pt)	3,3	1,1	0,6	1,4	1,4	1,0	0,6	1,4
Inventories (contribution, %pt)	0,5	-0,9	-0,3	0,0	-0,6	-0,4	-1,0	-1,4
Net exports (contribution, %pt)	-0,1	0,3	0,5	-0,2	0,5	0,0	0,3	0,1
Inflation (HICP, %yoy)	8,4	5,5	2,4	2,0	8,0	6,2	4,9	2,7
Unemployment rate (%)	6,8	6,6	6,5	6,4	6,6	6,5	6,6	6,5
China								
Real GDP	3,0	5,3	4,8	4,5	1,8	0,7	1,5	1,3
Unemployment rate (%)	5,5	5,1	5,1	5,1	5,3	5,2	5,0	5,1
Inflation (CPI, %yoy)	2,0	0,2	0,4	1,7	1,3	0,1	-0,1	-0,3
Trade	5,6	0,8	3,1	3,4				

Forecasts – Rates

Policy rate	Actual	Target		Last 5 years	
	01/25	3M	12M	High	Low
Fed funds (upper)	4,50	4,25	3,75	5,50	0,25
ECB deposit rate	3,00	2,50	1,75	4,00	-0,50
10-year rate					
Us Treasury	4,60	4,50	4,50	4,81	0,56
German Bund	2,43	2,30	2,30	2,96	-0,64
FX					
EUR/USD	1,03	1,05	1,02	1,23	0,98
USD/JPY	158,36	161	145	160,83	103,36
GBP/USD	1,25	1,28	1,28	1,42	1,12
EUR/CHF	0,94	0,94	0,93	1,11	0,93

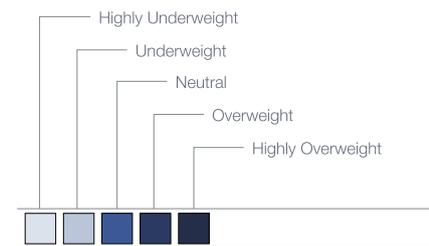
Visões sobre Classes de Ativos

Estas visões sobre classes de ativos têm um horizonte de 3 a 12 meses.

Quando houve uma mudança desde o último Quarterly Insight, o ponto (•) indica a visão anterior. Estas visões não devem ser consideradas como recomendações de carteira. Este resumo das nossas visões individuais sobre as classes de ativos indica o grau de convicção e as preferências relativas entre uma ampla gama de ativos, mas é independente das considerações sobre a construção de carteira.

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

Como ler a tabela?



Este conteúdo fornece uma visão geral do ambiente de mercado atual e não tem como objetivo prever ou garantir resultados futuros. Não deve ser considerado como pesquisa de investimento ou aconselhamento sobre fundos, estratégias ou valores mobiliários específicos. O desempenho passado não é um indicador de resultados futuros. Quaisquer previsões, projeções ou metas mencionadas são apenas para fins ilustrativos e não garantem precisão ou que serão alcançadas.

Alocação de Ativos

Valorações elevadas e o domínio excessivo dos EUA são os principais desafios

Pontos-chave

- As elevadas valorizações em ações globais e crédito reduzem os retornos esperados e aumentam a necessidade de diversificação em áreas de valor.
- O domínio excessivo do mercado de ações dos EUA nos índices globais limita o conjunto de oportunidades para diversificação.
- A importância do mercado de ações dos EUA coloca riscos significativos para os investidores, incluindo a força do dólar e o risco de concentração devido ao Mag7.

Embora 2022 tenha sido um dos piores anos para carteiras multi-ativos nos últimos 100 anos, levando alguns comentaristas errados a proclamarem o fim do modelo tradicional 60/40, as carteiras equilibradas voltaram com força em 2023 e 2024. Que tipo de ano será 2025? Embora permaneçamos moderadamente otimistas, os alocadores de ativos terão de enfrentar desafios crescentes, incluindo valorizações elevadas em ativos de risco, oportunidades limitadas de diversificação regional em ações e fragmentação geopolítica.

Valorização elevada nos mercados de ações e crédito

As ações globais parecem caras, com o índice MSCI ACWI para os próximos 12 meses (NTM) a negociar a uma relação preço/lucro (P/L) de 18x, bem acima da média dos últimos 20 anos de 14,7, o que representa uma diferença de 1,6 desvios padrão. Uma parte significativa dessa sobrevalorização é impulsionada pelo mercado dos EUA, que agora representa 67% do índice global, com o S&P500 a negociar a um P/L NTM de 21,6x, tendo atingido recentemente um pico de 2,2 desvios padrão acima da média dos últimos 20 anos. Em contraste, o MSCI ACWI ex-EUA negocia a 13,4x P/L NTM, perto da média dos últimos 20 anos, refletindo uma avaliação mais razoável.

Embora a valorização seja uma ferramenta pouco eficaz para prever momentos de mercado, sugere que os retornos das ações provavelmente serão mais baixos na próxima década, uma vez que os retornos a longo prazo tendem a ser correlacionados com a valorização. Isso representa um desafio para a alocação de ativos, pois as ações são o principal motor de desempenho nas carteiras multi-ativos. A sobrevalorização também é evidente no mercado de crédito, onde os diferenciais de crédito de alto rendimento nos EUA estão abaixo de 300 pontos base, um nível que só foi alcançado em quatro breves períodos nos últimos 30 anos. Esta compressão reduz os retornos esperados, uma vez que a maior parte do desempenho agora depende da portagem em vez da apreciação dos preços. Embora a



valorização seja uma preocupação a longo prazo, ela sublinha a necessidade crescente de procurar áreas de valor dentro das ações e do crédito, bem como a importância de diversificar nessas áreas. Além disso, as valorizações elevadas aumentam a necessidade de coberturas táticas, pois as correções de mercado podem ser mais repentinas e abruptas em um ambiente de elevada valorização.

Oportunidades reduzidas de diversificação regional em ações

Com o mercado de ações dos EUA a representar mais de 65% do índice MSCI ACWI, os índices globais de ações são fortemente dominados por ações norte-americanas. Embora isto seja parcialmente justificado pela força da inovação e da rentabilidade das empresas norte-americanas, cria um desafio estrutural para os alocadores de ativos ao enviesar a exposição de investidores que procuram diversificação geográfica, reduzindo assim o conjunto de oportunidades para a diversificação regional.

Além disso, esta sobre dominância expõe os investidores a riscos acrescidos. Primeiro, vincula os investidores a fatores específicos dos EUA, como a política da Reserva Federal (Fed), desenvolvimentos políticos ou ciclos económicos, podendo amplificar a volatilidade quando estes riscos se materializam. Segundo, cria um risco cambial significativo, que pode tanto amplificar como reduzir os retornos para investidores internacionais cuja moeda base não é o dólar norte-americano. Embora a cobertura cambial seja uma opção, esta acrescenta complexidade e custos, dificultando o equilíbrio entre os benefícios da exposição a ações norte-americanas e os riscos associados à dependência do dólar.

Terceiro, surge o risco de concentração associado às ações do grupo “Magnificent 7” (Mag7) - Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA e Tesla - que juntas representam mais de 30% do índice S&P500 devido às suas grandes capitalizações de mercado e ao seu forte desempenho. Embora estas empresas tenham sido motores chave de inovação e crescimento, a sua dominância apresenta riscos para as carteiras. A forte dependência de um número reduzido de empresas, especialmente nos setores de tecnologia e crescimento, significa que o desempenho das ações globais se torna

excessivamente dependente das suas perspetivas. Qualquer desenvolvimento adverso - seja de natureza regulatória, concorrencial ou macroeconómica - que afete estas empresas pode ter um impacto desproporcional nos retornos das carteiras. Por exemplo, um investidor passivo equilibrado com uma alocação de 50% em ações teria uma exposição agregada de aproximadamente 7% à Apple, NVIDIA e Microsoft, mais do que a qualquer outra região de ações.

Buscando robustez após dois anos excecionais

Seguindo a nossa atualização do enquadramento estratégico de alocação de ativos, entramos em 2025 com uma postura neutra em relação a ações. Embora as avaliações estejam apertadas, mantemos a nossa preferência por ações norte-americanas numa perspetiva regional e por ações de crescimento numa perspetiva de estilo. Para mitigar o risco de concentração do grupo Mag7, mantemos posições em empresas de média capitalização dos EUA, que consideramos atrativas do ponto de vista cíclico.

Estamos neutros em relação à duração, com uma média de aproximadamente 4 anos. No crédito, estamos a reduzir a exposição a obrigações de grau de investimento (IG) em favor de obrigações de alto rendimento de curto prazo (HY) e dívida de mercados emergentes (EMD), para captar a portagem ainda atrativo num ambiente de diferenciais de crédito apertados. Continuamos sobre ponderados em hedge funds como uma fonte necessária de diversificação num contexto de correlação ainda positiva entre obrigações e ações. Nos nossos portfólios denominados em USD, realizámos taticamente uma cobertura total da nossa exposição ao euro (EUR).

Ações

Sem alternativas viáveis (ainda) para o domínio das ações norte-americanas

Pontos-chave

- O cenário macroeconómico favorável nos EUA é positivo para o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses.
- A expansão das expectativas de crescimento em todos os setores está a proporcionar um novo impulso.
- O risco de decepções nos lucros é elevado, dado o patamar exigente para as expectativas de crescimento dos lucros.

À medida que olhamos para 2025, espera-se que o mercado global de ações apresente retornos positivos, embora mais modestos do que nos últimos dois anos. As avaliações estão esticadas, particularmente nas ações de crescimento e tecnologia de grande capitalização nos EUA, limitando cada vez mais o potencial de expansão de múltiplos. Este ambiente exige que os investidores sejam mais seletivos na escolha de setores e ações, criando um contexto favorável para a gestão ativa.

Sem alternativas viáveis às ações dos EUA

À medida que 2024 se aproxima do fim, analistas projetam um crescimento de lucros de 9,5% para o S&P 500, marcando o quarto ano consecutivo de expansão. Enquanto os "Magnificent 7" deverão alcançar um notável crescimento de lucros, espera-se que as outras 493 empresas registrem um aumento muito mais modesto no lucro por ação (EPS). No entanto, prevê-se que o crescimento dos lucros se torne mais generalizado em 2025, com todos os 11 setores projetados para reportar crescimento positivo - uma ocorrência não vista desde 2018 e um fator-chave que provavelmente sustentará o mercado no próximo ano.

Ao nível do índice, o mercado de ações dos EUA continua a apresentar fundamentos sólidos, com margens operacionais elevadas que devem melhorar

ainda mais e o EPS previsto para crescer 15%. Outro fator significativo que impulsiona as ações dos EUA é a estrutura do mercado, que oferece alta exposição ao setor de tecnologia e ao fator de crescimento. Numa era em que a inteligência artificial (IA) está prestes a aumentar a produtividade em vários setores, a liderança dos EUA neste campo reforça a sua posição para superar outros mercados acionistas.

O principal obstáculo à perspectiva são as avaliações esticadas, particularmente entre as empresas de crescimento de grande capitalização, o que limita o potencial de expansão adicional dos múltiplos. Embora isso reduza o apelo a longo prazo desta classe de ativos, argumentamos que esses níveis de avaliação são bem sustentados pelo crescimento superior dos lucros e pelos retornos aos acionistas. Além disso, acreditamos que as projeções elevadas de crescimento de lucros para 2025 representam um risco significativo, caso as empresas não consigam atingir essas expectativas ambiciosas.

Impulso das reformas estruturais no Japão

Mantemos uma perspectiva positiva a longo prazo para as ações japonesas, sustentada por fatores microeconómicos. Entre os principais está a implementação de reformas estruturais pela Bolsa de Valores de Tóquio, que incentivam as empresas a

melhorar a governança corporativa, aumentar a transparência e priorizar os retornos aos acionistas. Estas iniciativas resultaram em recompras recorde de ações em 2024 e em maior rentabilidade, aproximando as corporações japonesas dos padrões globais. Esses avanços estão a desbloquear valor e a atrair investidores internacionais. Além disso, prevê-se que os lucros no ano fiscal de 2025 cresçam 9,2%, superando os 8,3% esperados para as ações europeias (Stoxx 600).

Europa e China continuam a enfrentar desafios significativos

A perspectiva para as ações europeias permanece ensombrada por um contexto macroeconómico fraco, questões estruturais e focos de instabilidade política agravada. A elevada dependência da Europa em relação às exportações é outro fator de preocupação, já que o desempenho económico da região é altamente sensível à procura global, particularmente da China. A ameaça de novas tarifas pela nova administração Trump agrava ainda mais estas preocupações. O ponto positivo é que as ações europeias são atrativas do ponto de vista do valor. Além disso, esperamos que o BCE continue o seu ciclo de cortes de juros devido à moderação da inflação, oferecendo algum suporte às ações europeias.

Embora reconheçamos que as autoridades chinesas conseguiram estabilizar a economia, vemos estes esforços como principalmente focados em fornecer alívio económico de curto prazo e melhorar o sentimento do mercado. O mercado imobiliário ainda apresenta sinais limitados de recuperação, o que continua a corroer a confiança e os gastos dos consumidores. Prevê-se que o crescimento do PIB desacelere ainda mais em 2025 e 2026, e as tensões comerciais esperadas com os EUA representam um risco significativo para a economia orientada para as exportações da China.

EUA e IA permanecem exposições centrais

Entramos em 2025 com uma postura neutra em relação às ações. Apesar da neutralidade em ações dos EUA, mantemos a nossa inclinação para crescimento e tecnologia. Além disso, estamos a mitigar o risco de concentração e a aproveitar as oportunidades geradas pela agenda de Trump (como cortes de impostos e desregulamentação)

através de uma exposição a empresas de média capitalização.

Estamos a aumentar a nossa exposição ao Japão para uma posição neutra, graças às melhorias na governança corporativa e ao potencial de crescimento dos lucros. Em contraste, mantemos uma posição subponderada em ações europeias e de mercados emergentes. Dentro do espaço dos mercados emergentes, estamos subponderados na China devido aos desafios estruturais contínuos e aos riscos geopolíticos. No entanto, vemos os mercados de fronteira como uma alternativa atrativa para investidores globais em ações.



A inteligência artificial (IA) continua a ser um tema chave para 2025, sendo esperada como um impulsionador significativo do crescimento dos lucros ao longo do ano. Estamos a procurar oportunidades além da indústria de semicondutores, incluindo infraestruturas de IA (centros de dados e geração de energia), fornecedores de software e serviços em nuvem.

Renda Fixa

Foco na portagem, dado o alcance limitado para compressão de diferenciais

Pontos-chave

- Os mercados de obrigações encontram-se num ponto de viragem, moldados pela interação entre resiliência económica, incertezas sobre a inflação e volatilidade.
- Estamos cautelosos quanto ao risco de duração, uma vez que a agenda de Trump deve impulsionar novas pressões inflacionárias.
- Prevemos que o crédito supere os Tesouros e estamos mais positivos em relação a títulos de alto rendimento (high yield) numa estratégia focada na portagem.
- A dívida emergente em moeda forte oferece oportunidades atrativas no segmento de curto prazo, mas a seletividade é essencial.

Os investidores em renda fixa estão a navegar num ambiente complexo, caracterizado por rendimentos reais elevados, volatilidade persistente das taxas de juro e renovadas pressões inflacionárias sob a nova administração dos EUA. Ventos contrários estruturais e preocupações com a inflação aumentam a probabilidade de rendimentos de longo prazo mais altos, o que exige cautela em relação às obrigações de longa duração.

Embora seja provável que o Fed continue o seu ciclo de cortes de taxas, a possibilidade de reduções mais lentas do que o esperado adiciona mais complexidade. Consequentemente, esperamos que as obrigações do governo dos EUA tenham um desempenho inferior em relação aos mercados de crédito.

Ainda assim, os investidores em obrigações podem encontrar valor nos mercados de crédito, onde as taxas de incumprimento devem permanecer baixas em meio a condições de crescimento favoráveis. Títulos de alto rendimento, híbridos corporativos e dívida de mercados emergentes de curto prazo em moeda forte destacam-se como opções atrativas, oferecendo rendimentos interessantes para investidores dispostos a adotar uma abordagem seletiva.

Taxas de juro dos EUA enviadas para cima

Vemos a taxa de juro a 10 anos nos EUA a tender para cima, impulsionada por várias forças. De uma perspetiva cíclica, a inflação poderá voltar a subir para cerca de 3% na segunda metade do ano, impulsionada pela agenda da nova administração, com políticas como cortes de impostos, tarifas e controlo mais rigoroso da imigração, que provavelmente estimularão um crescimento mais forte dos EUA e uma maior inflação. Se a inflação se mostrar mais persistente do que o antecipado, as taxas dos Tesouros a 10 anos poderão ultrapassar os 4,5%. Além disso, o mercado já está a prever apenas dois cortes das taxas de juro pelo Fed em 2025, e uma redução adicional nas expectativas de cortes poderá exercer uma pressão adicional para cima nas taxas. Estruturalmente, os défices fiscais crescentes e a emissão contínua de obrigações deverão empurrar as taxas a longo prazo para cima. Dada a persistente volatilidade das taxas de juro, um prémio de maturação pouco atrativo ao longo da curva dos EUA e a nossa perspetiva cautelosa para as taxas a longo prazo, preferimos reduzir a sensibilidade às taxas de juro nos portfólios, focando-nos em maturações de 3-5 anos. Embora os títulos indexados à inflação possam enfrentar dificuldades no curto prazo devido às taxas reais de juro mais altas, o seu desempenho poderá melhorar mais tarde no ano, caso os riscos inflacionários se concretizem, proporcionando uma oportunidade potencial num ambiente mais inflacionista.

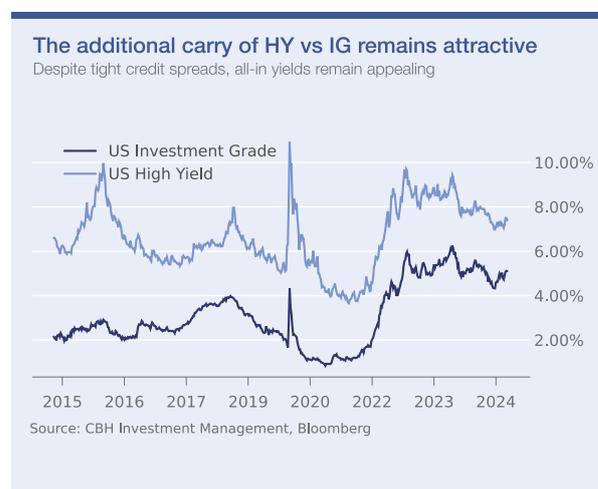
Portagem atrativa sustenta uma perspectiva positiva para o alto rendimento

Os títulos de dívida de grau de investimento (IG) de médio prazo continuam a ser uma pedra angular das carteiras de rendimento fixo, oferecendo estabilidade sustentada pelo baixo risco de incumprimento dos emissores IG e pelos sólidos perfis de crédito. Estes fatores fornecem uma proteção contra a volatilidade persistente no mercado de rendimento fixo. No entanto, com os diferenciais de crédito no espaço IG a níveis historicamente apertados, as oportunidades de valorização dos preços são limitadas, deixando os retornos principalmente dependentes da portagem.

Em contraste, os títulos de alto rendimento (HY) parecem mais atraentes no atual ambiente macroeconómico benigno, oferecendo rendimentos mais altos e maior potencial de retorno. A perspectiva para os títulos HY dos EUA em 2025 é apoiada por fundamentos sólidos e um ambiente macroeconómico favorável. Os emissores HY entram no ano com balanços robustos e espera-se que as taxas de incumprimento se mantenham baixas, sustentadas por uma melhoria das condições económicas e pressão de refinanciamento controlável. As políticas pró-crescimento a serem introduzidas pela nova administração deverão fortalecer ainda mais o desempenho das empresas, proporcionando um pano de fundo favorável para a classe de ativos. Adicionalmente, espera-se uma forte procura por títulos HY, impulsionada pelo seu rendimento atrativo em relação a outros ativos geradores de rendimento e apoiada pelo apetite pelo risco nos mercados financeiros. O principal apelo dos títulos HY em 2025 reside na sua portagem elevada, que deverá ser o principal motor dos retornos. Com as avaliações já esticadas, as oportunidades para um estreitamento adicional dos diferenciais de crédito são limitadas, tornando o rendimento constante gerado por estes títulos uma característica atrativa. Mesmo que os diferenciais experimentem alguma volatilidade, o impacto nos retornos totais deverá permanecer atenuado, apoiado pelo efeito amortecedor dos elevados rendimentos iniciais. Mantemos uma preferência pelo segmento de curto prazo do mercado HY, que oferece menor risco de duração e exposição ao refinanciamento controlável.

Oportunidades seletivas em títulos de dívida emergente em moeda forte

Mantemos uma perspectiva cautelosa sobre a dívida de mercados emergentes em moeda local, uma vez que as políticas expansionistas do presidente eleito Trump provavelmente irão fortalecer o dólar dos EUA. Isso poderá pressionar os bancos centrais de mercados emergentes a manter as taxas de juro elevadas para defender as suas moedas, limitando a sua capacidade de estimular o crescimento económico. Por outro lado, a dívida de mercados emergentes em moeda forte apresenta oportunidades atraentes, particularmente em títulos de curto prazo. Estes títulos oferecem um rendimento relativo mais elevado em comparação com os seus equivalentes nos mercados desenvolvidos, ao mesmo tempo que apresentam um risco de duração reduzido. O rendimento para o pior cenário (yield to worst) dos títulos de dívida emergente em moeda forte recuperou significativamente desde os mínimos de outubro, oferecendo agora uma portagem atrativa acima de 6%. Além disso, os incumprimentos pós-Covid deixaram os índices de dívida emergente em moeda forte relativamente limpos, com fundamentos melhorados que deverão ajudar a mitigar os potenciais efeitos negativos das políticas dos EUA. Estes fatores combinam-se para aumentar a atratividade da dívida emergente em moeda forte num ambiente global desafiante.



Mercado de câmbio

Perspetiva altista para o USD é o caminho de menor resistência por agora

Pontos-chave

- As políticas da nova administração dos EUA deverão reforçar o crescimento e reacender as pressões inflacionárias.
- A Zona Euro enfrenta um ambiente macroeconómico difícil e instabilidade política, o que coloca pressão sobre o EUR/USD.
- A combinação das políticas fiscal e monetária deverá apoiar um dólar dos EUA forte.
- O iene apresenta alguma atratividade, dado a posição de normalização do BoJ, mas o seu potencial contra o USD é inferior ao do EUR.

Trump 2.0 é altista para o dólar

Nos últimos anos, a força do dólar dos EUA tem sido principalmente impulsionada pelas diferenciais de taxas favoráveis e pela narrativa de “excepcionalismo dos EUA”. A reeleição de Donald Trump reforça ainda mais esses fatores, particularmente através de ajustes nas perspetivas de política fiscal e monetária e pela ameaça de tarifas, que deverão reforçar o crescimento económico e reacender as pressões inflacionárias.

Pre vemos que, tal como nos últimos anos, o caminho relativo das expectativas de política monetária continuará a desempenhar um papel chave na condução do EUR/USD em 2025. Neste sentido, a divergência entre as perspetivas do Fed e do BCE está a tornar-se cada vez mais pronunciada. O mercado está a prever apenas dois cortes adicionais nas taxas do Fed neste ciclo, mas com o crescimento e a inflação nos EUA a seguir uma trajetória ascendente, é provável que as expectativas de novos cortes nas taxas diminuam. Por outro lado, as políticas protecionistas dos EUA deverão impactar negativamente o crescimento da Zona Euro até ao quarto trimestre de 2025, provavelmente levando o BCE a adotar uma postura mais dovish do que a atualmente antecipada. Como resultado, o diferencial das taxas de juro a 2 anos entre os EUA e a Zona Euro deverá permanecer acima dos 200 pontos base nos próximos meses, proporcionando

apoio contínuo ao dólar.

A perspetiva de crescimento deverá reforçar ainda mais o dólar, uma vez que se espera que a economia dos EUA cresça a um ritmo significativamente mais rápido do que a da Zona Euro (2,1% contra 1%). A agenda pró-crescimento de Trump contrasta com as condições desafiantes nas economias centrais da Zona Euro, como a Alemanha e a França. O diferencial de crescimento entre os EUA e a Zona Euro alargou-se substancialmente de 0,4% no verão para mais de 1% atualmente, apoiando fortemente o dólar na segunda metade de 2024. Além do difícil ambiente macroeconómico e da perspetiva dovish do BCE, a instabilidade política regional deverá continuar a pesar sobre os ativos denominados em euros. Um exemplo disso é a situação política desoladora em França, que levou a que os OAT franceses de curto prazo rendessem mais do que os títulos soberanos gregos. Este pessimismo generalizado em relação à Zona Euro deverá limitar qualquer recuperação significativa do EUR/USD.

Embora grande parte do otimismo em relação ao dólar dos EUA já pareça estar refletido nos preços, não acreditamos que seja o momento certo para lutar contra os compradores de dólares. A perspetiva de um dólar forte é o caminho de menor resistência por agora, já que não há um catalisador claro para uma melhoria na Zona Euro a curto prazo. Apenas sinais de estabilização no crescimento da Zona Euro,

redução das tensões políticas ou uma mudança nas expectativas de política monetária poderiam proporcionar um modesto potencial de valorização para o EUR/USD.

Após uma queda de 7,6% no EUR/USD desde o pico de agosto, acreditamos que o par agora deverá consolidar-se, enquanto os investidores avaliam as prioridades políticas da nova administração e o cronograma para os motores económicos. Olhando para além desta provável recuperação de curto prazo, a nossa perspetiva de médio prazo permanece limitada e vemos o par a negociar na faixa de 1,02-1,10 no primeiro trimestre de 2025.

Perspetiva altista para o JPY expressa melhor contra o euro

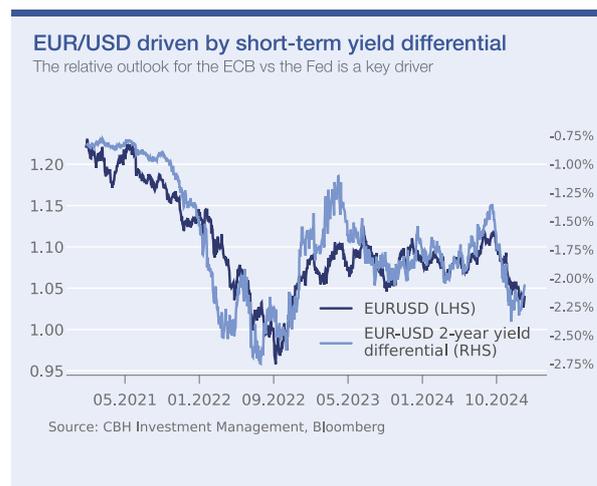
O USDJPY teve uma recuperação notável, recuperando cerca de 13% desde o mínimo de setembro de 140 até alcançar 157. No entanto, acreditamos que o potencial para uma valorização significativa adicional é limitado. O pico anterior perto de 162 deverá atuar como uma forte resistência, limitando qualquer movimento substancial a curto prazo.

Na nossa perspetiva, o principal fator que impulsiona o USD/JPY continua a ser o diferencial das taxas de juro entre os EUA e o Japão. Neste contexto, esperamos que o BoJ continue a normalizar gradualmente as taxas de política, sustentado por um crescimento salarial mais forte e pelos crescentes riscos de inflação, o que torna a postura acomodatória do BoJ cada vez mais insustentável. Embora se espere que o Fed implemente agora menos cortes nas taxas do que o antecipado anteriormente, o atual diferencial de rendimentos a 10 anos de aproximadamente 3,5% deverá reduzir-se para 3% em 2025, à medida que o BoJ continua a sua cautelosa normalização de políticas. Dado estes fatores, esperamos que o USD/JPY negocie abaixo de 150 durante a primeira metade de 2025.

Outro fator que sustenta uma perspetiva moderadamente positiva para o iene é a sua avaliação. Embora o uso da avaliação da moeda para visões táticas seja discutível, a leitura extrema do iene japonês merece atenção. De acordo com o modelo simples, mas eficaz, de paridade do poder de compra (PPP) da OCDE, o iene está atualmente subvalorizado em 67%. Esta subvalorização

estrutural estabelece um piso para o iene.

Ainda assim, esperamos que qualquer potencial de enfraquecimento do USD/JPY seja atenuado, já que o diferencial de rendimentos entre os EUA e o Japão continua excepcionalmente alargado. Apesar de termos observado várias fases de fortalecimento do iene nos últimos dois anos, normalmente coincidindo com picos locais nos rendimentos dos EUA, os investidores japoneses continuam a preferir os títulos de dívida dos EUA com rendimentos mais elevados. Na nossa perspetiva, uma forma mais convincente de expressar uma visão altista sobre o iene é através de uma posição curta em EUR/JPY. O euro enfrenta pressão devido a fracas condições macroeconómicas e à instabilidade política contínua na Zona Euro. Além disso, a clara divergência entre as expectativas de uma postura dovish do BCE e o caminho de aperto contínuo do BoJ reforça o caso altista para o EUR/JPY.



Em 2025, o Carry é Rei

À medida que a economia global entra em 2025, o cenário de investimentos será dominado por um tema predominante: o carry. O rendimento derivado da detenção de ativos surgirá como uma pedra angular do desempenho das carteiras, apoiado por rendimentos elevados de obrigações, fundamentos de crédito robustos e resiliência nos dividendos das ações. Numa era de crescimento resiliente nos EUA, economias globais em processo de estabilização e inflação a moderar, as estratégias de carry - abrangendo rendimento fixo, ações, produtos estruturados e mercados privados - estão bem posicionadas para capitalizar na combinação de crescimento estável e flutuações periódicas do mercado previstas para o ano que se aproxima.

Rendimento Fixo: Garantir o Prémio de Rendimento

O tema do carry é mais evidente em rendimento fixo. Após anos de retornos suaves, os rendimentos das obrigações encontram-se em níveis não vistos desde a crise financeira de 2008, oferecendo aos investidores uma rara oportunidade de garantir um rendimento atrativo. Embora as taxas de política monetária já tenham caído de 5,50% para 4,75% e se espere uma nova redução em 2025, os rendimentos globais continuam perto dos máximos históricos. Notavelmente, a taxa a 10 anos dos EUA está mais alta do que esteve 96% das vezes no último decénio, e a taxa a 5 anos está mais alta do que esteve 93% das vezes no mesmo período. Neste contexto, favorecemos as obrigações de duração intermédia, que equilibram rendimentos atraentes e a redução do risco de taxa de juro caso voltem a surgir pressões inflacionistas. Os diferenciais de crédito, embora apertados, refletem um cenário macroeconómico fundamentalmente sólido. Obrigações de grau de investimento, crédito de alto nível de HY e dívida emergente seletiva apresentam opções atraentes. O nosso foco permanece nos emissores de maior qualidade dentro do segmento de alto rendimento e nos mercados emergentes, ao mesmo tempo que mantemos uma abordagem cautelosa em relação a setores com maior risco idiossincrático e países potencialmente vulneráveis à pressão das políticas comerciais e externas dos EUA sob a nova administração. Com os diferenciais pouco propensos a apertar ainda mais, o rendimento, e não a valorização do capital, dominará os retornos de rendimento fixo.

Ações: O Retorno dos Dividendos

Nos mercados de ações, o carry manifesta-se na redescoberta dos dividendos como motor do retorno total. Durante grande parte dos últimos dois anos, o domínio de algumas gigantes tecnológicas ofuscou as oportunidades mais amplas de ações. No entanto, em 2025, espera-se que a participação no mercado se amplie além dos líderes tecnológicos (Magnificent 7), com um foco crescente em empresas com crescimento sustentável de dividendos. Historicamente, as empresas que aumentam os dividendos provaram ser resilientes, superando as empresas que não pagam dividendos com menores níveis de volatilidade, particularmente durante períodos de incerteza no mercado. À medida que a inflação se mantém elevada, as ações com crescimento consistente de dividendos oferecem uma vantagem dupla: um fluxo de rendimento confiável que pode servir de hedge contra o aumento dos custos e a oportunidade de valorização do capital a longo prazo. Negociando a um desconto em relação aos líderes tecnológicos, essas empresas apresentam um argumento convincente para inclusão em carteiras diversificadas, combinando estabilidade com potencial de crescimento.

Produtos Estruturados: Otimizando o Carry em Mercados Voláteis

Produtos estruturados, particularmente reverse convertibles, oferecem uma solução prática para as complexidades do ambiente de mercado de 2025. Com rendimentos semelhantes aos de HY, permitem aos investidores personalizar precisamente a sua exposição a fatores e riscos específicos, garantindo alinhamento com os seus objetivos estratégicos. Ao oferecer pagamentos de cupons elevados, ligados à volatilidade das ações, os reverse convertibles

proporcionam um fluxo de rendimento robusto enquanto mantêm uma proteção parcial contra quedas. Isso torna-os uma ferramenta eficaz para navegar pelas flutuações do mercado sem expor completamente as carteiras à volatilidade do mercado acionista.

Mercados Privados: Uma Jogada Transformadora de Carry

Os mercados privados estão de forma única posicionados para aproveitar o potencial transformador do carry em 2025. Desde o crédito privado até infraestruturas, essas classes de ativos respondem à crescente demanda por rendimento, ao mesmo tempo que financiam grandes projetos fora do alcance dos mercados públicos. Os investimentos em infraestruturas, cujos fluxos de caixa estão frequentemente indexados à inflação, oferecem um hedge contra pressões persistentes sobre os preços e apresentam uma sensibilidade reduzida às flutuações das taxas de juro. Por outro lado, o crédito privado oferece acesso a oportunidades não facilmente acessíveis nos mercados públicos, como empréstimos a empresas de médio porte e setores sub-representados em índices tradicionais de ações ou rendimento fixo. Estes investimentos oferecem rendimentos que frequentemente excedem os encontrados nos mercados públicos, tornando o crédito privado uma escolha atraente para carteiras orientadas para rendimento. No entanto, aconselhamos os investidores a priorizarem oportunidades de primeiro penhor, garantidos e posicionados no topo da estrutura de capital, com fortes convenções.

A proeminência do carry em 2025 será sustentada por uma confluência de fatores favoráveis: crescimento estabilizado, fundamentos corporativos resilientes e evolução da política monetária. À medida que os investidores navegam pelas complexidades de uma era definida pela transformação e divergência, as estratégias de carry oferecem não apenas rendimento, mas também um grau de previsibilidade e resiliência. Num mundo onde os retornos devem ser cada vez mais conquistados, em vez de oferecidos pela valorização dos preços dos ativos, o carry reinará supremo. O desafio para os investidores será aproveitar o seu potencial em todo o espectro de oportunidades para garantir que as carteiras sejam fortificados contra a incerteza e posicionados para prosperar no ano que se aproxima.

IA - O Fator X de 2025

A inteligência artificial (IA) deixou rapidamente o campo da tecnologia especulativa para se tornar o motor de uma transformação significativa em diversos setores. Desde a reconfiguração de paisagens econômicas e geopolíticas até à redefinição das dinâmicas da indústria, a IA é o eixo central em torno do qual o crescimento futuro irá girar. A sua integração na economia global está preparada para ditar estratégias de investimento a longo prazo, e a sua influência será certamente sentida em 2025 e além, moldando mercados e economias de forma decisiva.

Mudanças Geopolíticas e Competição Global

A inteligência artificial deixou de ser apenas uma ferramenta de inovação para se tornar um ativo estratégico que está reformulando a ordem geopolítica. A corrida pela supremacia em IA é, na essência, uma competição por poder - econômico, tecnológico e militar. Nações como os Estados Unidos e a China investiram fortemente em IA para afirmar sua influência global. As iniciativas apoiadas pelo governo chinês e sua rápida expansão de infraestrutura desafiam a supremacia tecnológica dos EUA, que, por sua vez, mantém uma vantagem crucial através de mercados de capitais robustos e alinhamento entre os setores público e privado.

Embora a Europa enfrente dificuldades devido à fragmentação dos mercados financeiros e processos de tomada de decisão mais lentos, sua rede elétrica interconectada oferece uma vantagem importante, especialmente com a eletrificação tornando-se central para o crescimento da IA. Esta competição transcende a busca por domínio econômico, envolvendo também influência estratégica, obrigando investidores a navegar por essas dinâmicas e identificar os líderes em inovação de IA.

Desenvolvimento de IA e os Recursos que o Moldam

A Inteligência Artificial prospera graças a recursos essenciais - terra, matérias-primas, energia e capital. Contudo, a distribuição global desses recursos evidencia disparidades profundas na competitividade entre nações. Os Estados Unidos detêm uma vantagem clara, aproveitando os seus mercados de capitais profundos e diversificados e

uma notável colaboração entre os setores público e privado. Esta simbiose permite aos EUA manter a liderança na inovação em IA e atrair investimentos significativos em tecnologias de ponta.

A China também ocupa uma posição forte, destacando-se na rápida expansão de infraestruturas, apoiada por um planejamento centralizado e enormes investimentos com suporte governamental. Este modelo tem permitido à China desenvolver rapidamente setores estratégicos como telecomunicações (5G e fibra ótica), baterias para veículos elétricos, comboios de alta velocidade e energia renovável. Os seus planos estratégicos quinquenais delineiam uma visão ambiciosa, atualmente focada na rápida expansão de centros de dados para sustentar o desenvolvimento de IA.

A Europa, por outro lado, enfrenta desafios notáveis. Os seus mercados financeiros fragmentados e um processo de decisão mais lento e baseado em consenso dificultam a sua capacidade de competir em larga escala no desenvolvimento de IA. No entanto, a Europa não está desprovida de pontos fortes; a sua robusta e interligada rede de energia oferece uma base crítica para impulsionar a inovação orientada pela IA.

Estas diferenças reforçam a liderança dos Estados Unidos no setor de IA, ao mesmo tempo que estabelecem firmemente a China como o seu principal concorrente.

O Papel da IA nos Retornos Esperados de Longo Prazo e na Alocação de Ativos

A IA está a transformar as estratégias de investimento de longo prazo ao influenciar diretamente os retornos

esperados e a alocação estratégica de ativos.

À medida que a IA se integra cada vez mais na economia, está preparada para impulsionar o crescimento potencial, beneficiando ativos de maior risco. Simultaneamente, o investimento significativo necessário para escalar as tecnologias de IA provavelmente manterá elevadas as taxas de juro de longo prazo.

Esta dinâmica reforça a liderança estratégica das ações dos EUA, uma vez que os gigantes do ecossistema de IA deverão continuar a apresentar um forte crescimento dos lucros, mesmo que as suas avaliações pareçam elevadas. Em contraste, a falta de tração da Europa no desenvolvimento de IA está a limitar o seu potencial de crescimento. Embora as ações europeias ofereçam avaliações atrativas, o progresso limitado da região na inovação em IA representa um risco para o crescimento dos lucros a longo prazo.

A China apresenta uma oportunidade mais complexa. O seu potencial em IA é vasto, e as avaliações são notavelmente baixas. No entanto, as perspetivas de investimento são obscurecidas por riscos políticos e uma tendência para a sobre capacidade, o que exige uma abordagem cautelosa. A decisão final sobre a alocação depende fortemente da tolerância do investidor ao prémio de risco específico de cada país.

A IA é fundamental para a alocação de ativos de longo prazo, mas também oferece oportunidades táticas para o próximo ano.

As Ações das Big Tech Estão Sobrevalorizadas?

Uma das principais preocupações dos investidores é saber se as empresas de Big Tech, os principais beneficiários do rápido progresso da IA, estão atualmente sobrevalorizadas. Outra questão pertinente é a escalabilidade e rentabilidade dos casos de uso da IA em diferentes indústrias.

Embora as avaliações atuais reflitam expectativas de crescimento sustentado, acreditamos que estas ações devem continuar a ser um componente central da alocação de carteiras. A sua posição dominante permite-lhes capturar a maior parte dos ganhos gerados pela revolução da IA. Além disso,

a capacidade de identificar e adquirir tecnologias e empresas inovadoras mantém o seu potencial de crescimento renovado.

No entanto, somos mais cautelosos em relação aos casos de uso da IA em indústrias não tecnológicas. Estes setores exigem frequentemente investimentos iniciais significativos e têm prazos mais longos para a adoção generalizada. Embora essas aplicações sejam cruciais para manter a competitividade a longo prazo, o caminho para a monetização e retornos significativos permanece incerto. Os investidores devem ponderar cuidadosamente esses fatores ao diversificar a exposição às oportunidades impulsionadas pela IA.

Uma Estratégia Barbell para Oportunidades em IA

Para navegar neste cenário, uma abordagem equilibrada de alocação de ativos é essencial. Defendemos uma estratégia barbell que abrange tanto oportunidades principais como nichos dentro da cadeia de valor da IA:

- Alocação principal para os principais hyperscalers que dominam o ecossistema de IA, com um investimento cumulativo pelos cinco maiores players que deverá ultrapassar 1 trilhão de dólares até 2027. A sua escala e integração tornam-nos componentes essenciais de qualquer carteira focada em IA.
- Alocação complementar para temas de nicho cuidadosamente selecionados, como centros de dados.

Na Europa, os centros de dados são um dos poucos pontos de destaque, oferecendo um potencial de valorização significativo. A Europa está muito atrás dos EUA, com apenas um quarto da sua capacidade de centros de dados (MW por PIB). Esta lacuna cria uma oportunidade atraente, à medida que a procura por processamento e armazenamento de dados continua a superar a oferta.

Existe também um reconhecimento político crescente da urgência de agir. O relatório Draghi sublinhou a importância estratégica da IA para a soberania da Europa. Investimentos ousados e transformadores em inovação e tecnologias avançadas deixaram de ser opcionais - são imperativos. Expandir a infraestrutura de centros de dados e integrar aplicações avançadas de IA são passos cruciais para fechar a lacuna com os líderes globais.

IA como Força Motriz da Economia de Hoje e Amanhã

À medida que avançamos para 2025, a influência da IA será sentida em todos os setores, reformulando o panorama de investimentos e redefinindo a alocação estratégica de ativos. Desde o impacto na dinâmica global de poder até aos seus efeitos transformadores na produtividade e na inflação, a IA moldará tanto a política económica como as estratégias de investimento no futuro próximo.

Para os investidores, a questão já não é se devem investir em IA, mas sim como se posicionar melhor para capturar o seu potencial. Nesta nova era, a IA não é apenas um fator - é o fator determinante para 2025 e além.

Esquina das Criptomoedas

Ventos Contrários Estatísticos vs. Fundamentos Atrativos

Pontos-chave

- As criptomoedas, enquanto classe de ativos, são dominadas pelo Bitcoin e pelo Ethereum, ambos altamente correlacionados.
- A posição do Ethereum como a principal plataforma para inovação em blockchain oferece exposição à crescente economia digital.
- A volatilidade está a diminuir, enquanto a correlação com as ações dos EUA está a aumentar à medida que a adoção se torna mais ampla.
- O papel do Bitcoin como reserva de valor e proteção contra a desvalorização de moedas fiduciárias apoia a sua inclusão em carteiras.

O desenvolvimento das criptomoedas desde a criação do Bitcoin (BTC) em 2009 tem sido absolutamente notável. Na última década, as criptomoedas evoluíram de experiências digitais de nicho para uma força proeminente na tecnologia e nas finanças. No núcleo de todas as criptomoedas encontra-se a tecnologia blockchain - um registo digital que regista transações de forma segura. Ao contrário dos sistemas tradicionais, o blockchain opera numa rede descentralizada de computadores, garantindo transparência e segurança. À medida que o interesse pelo setor cresceu, milhares de novas criptomoedas surgiram, cada uma com o objetivo de resolver desafios específicos ou oferecer casos de uso inovadores, expandindo ainda mais a diversidade e o potencial do ecossistema.

O Bitcoin é a primeira moeda digital descentralizada, criada para abordar as limitações dos sistemas financeiros tradicionais, como a dependência de autoridades centrais, os elevados custos de transação e a falta de transparência. Operando numa rede ponto-a-ponto, o Bitcoin permite transferências diretas de valor sem intermediários. A sua oferta limitada a 21 milhões de moedas e o design descentralizado valeram-lhe o apelido de “ouro digital”. O BTC é visto como uma proteção contra a desvalorização de moedas fiduciárias e como uma reserva de valor, porque a sua oferta fixa e natureza descentralizada tornam-no resistente a políticas inflacionárias e à desvalorização de moedas,

ao contrário das moedas tradicionais que podem ser emitidas livremente pelos bancos centrais.

Os contratos inteligentes, acordos autoexecutáveis codificados em blockchains como Ethereum (ETH), Solana e Avalanche, automatizam processos sem intermediários, garantem confiança e reduzem disputas através de termos pré-definidos. Estes contratos permitem aplicações descentralizadas (dApps) em setores como finanças e jogos, facilitando atividades como empréstimos, comércio e propriedade de ativos. O Ethereum, em particular, oferece uma proposta de valor convincente como ativo financeiro devido ao seu papel central no suporte a dApps e contratos inteligentes, impulsionando a procura por Ether em finanças descentralizadas (DeFi) e tokens não fungíveis (NFTs). A atualização EIP-1559 introduziu uma dinâmica deflacionária ao queimar uma parte das taxas de transação, reduzindo a oferta de ETH ao longo do tempo. Embora a oferta de ETH não tenha um limite máximo, este mecanismo pode criar pressão de subida nos preços caso a redução da oferta supere a emissão, particularmente em períodos de elevada atividade na rede. Além disso, a transição do Ethereum para Proof-of-Stake (PoS) aumenta a sua escalabilidade, reduz o consumo de energia e oferece recompensas de staking, tornando-o ainda mais atrativo como ativo.

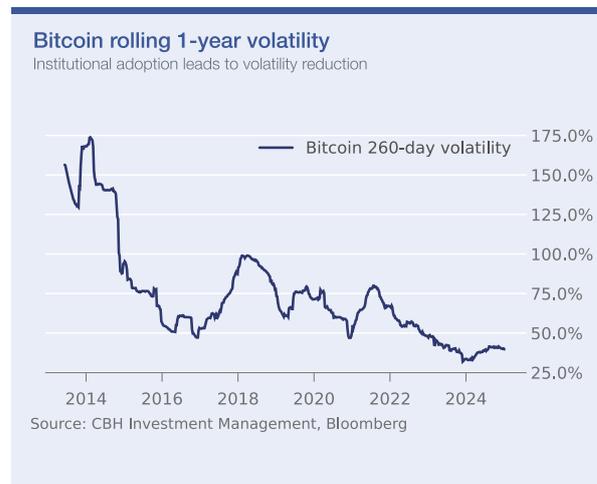
Agora, a questão é: as criptomoedas constituem

uma verdadeira classe de ativos, e devem ser incluídas no conjunto de alocações de ativos? Considerando o Nasdaq Crypto Index (NCI) como um indicador bem projetado, observamos que o mercado de criptomoedas é composto principalmente por Bitcoin (73%), Ethereum (16,5%), Solana (5,3%), Ripple (2,2%) e os restantes 2,76% distribuídos por várias outras criptomoedas. Assim, ao discutir criptomoedas como uma classe de ativos, consideramos principalmente o Bitcoin e o Ethereum.

À primeira vista, as criptomoedas podem não parecer particularmente atrativas em carteiras de múltiplos ativos devido à sua elevada volatilidade e correlação positiva com os mercados acionistas globais. A volatilidade anualizada do Bitcoin é de 40%, mais do que o dobro da volatilidade do Nasdaq100, que é de 18%. Curiosamente, observamos que a volatilidade do Bitcoin, embora ainda elevada, tem diminuído rapidamente à medida que o capital institucional entra no setor. No período de 2023- 2024, a volatilidade média anualizada do Bitcoin foi de 39,7%, uma queda acentuada em relação aos 79% observados entre 2017-2018 ou ao período de 2013-2014, quando atingiu 140%. Acreditamos que esta tendência continuará, tornando a volatilidade mais gerível e incentivando mais investidores a explorar as criptomoedas, criando potencialmente um ciclo virtuoso de adoção e estabilidade. Relativamente à correlação com ativos de risco, enquanto a correlação anualizada permanece moderada em cerca de 0,27, ao contrário da volatilidade, estas correlações estão a aumentar à medida que a adoção do Bitcoin cresce, tornando esta classe de ativos mais influenciada pelas tendências globais de apetite ao risco nos mercados financeiros. O ETH também parece estatisticamente pouco atrativo, com maior volatilidade do que o BTC e uma correlação mais significativa com as ações dos EUA. Assim, do ponto de vista puramente estatístico, o caso do Bitcoin e do Ethereum em carteiras de múltiplos ativos continua frágil.

As estatísticas são apenas um dos eixos a considerar no apelo de uma classe de ativos. Quando se trata de criptomoedas, gostamos de incluir os seus fundamentos na análise. Neste sentido, dadas as propriedades do Bitcoin, como oferta limitada e descentralização, mantemos que o Bitcoin pode encontrar o seu lugar numa carteira bem diversificada. O crescimento contínuo do

ecossistema do Ethereum e a sua posição como a principal plataforma para inovação em blockchain também o tornam um ativo atrativo, proporcionando exposição à expansão da economia digital.



Para incluir com sucesso as criptomoedas numa carteira de múltiplos ativos, é necessário dar uma consideração cuidadosa à afinação da alocação ótima, sendo a escolha do método de alocação crítica. Abordagens como a contribuição para o risco, a otimização da carteira ou a capitalização de mercado podem gerar resultados significativamente diferentes. Diversos estudos demonstraram que uma alocação modesta em criptomoedas - tipicamente entre 1% e 5% - pode melhorar o perfil de risco/retorno de uma carteira, tendo apenas um impacto minoritário nas quedas. Além disso, acreditamos que os investidores que alocam BTC e/ou ETH devem reavaliar regularmente a sua alocação devido à natureza altamente dinâmica destes ativos.

Presença Geográfica

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

Genebra

Headquarter
CBH Bank
Bd Emile-Jaques-
Dalcroze 7
P.O. Box
1211 Geneva 3, CH
cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurique

Branch Office
CBH Bank
Bahnhofstrasse 82
P.O. Box 1213
8021 Zurich, CH
cbhbank.com
t +41 44 218 15 15

Luxemburgo

SICAV
1618 Investment Funds
106, route d'Arlon
L-8210 Mamer
Grand Duché de
Luxembourg
1618am.com

Londres

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

Rio de Janeiro

Subsidiary
1618 Investimentos
Av. Ataulfo de Paiva,
204 Salas 305 a 308
Leblon, Rio de Janeiro/
RJ
CEP: 22440-033, Brazil
1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

São Paulo

1618 Investimentos
Subsidiary
Rua Iguatemi, 192
Itaim Bibi, São Paulo -SP
CEP: 01451-010
Brazil
1618investimentos.com
t +55 11 4550 4401

Tel Aviv

Representative Office
CBH Bank
Rehov Tuval 40
Ramat Gan
5252247 Israel
cbhbank.com
t +972 73 793 62 22

Isenção de Responsabilidade

Esta publicação é apenas para fins informativos e não constitui qualquer oferta, indução ou recomendação por parte da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ou de quaisquer outros membros do seu grupo. Em particular, esta publicação não constitui um prospecto, e as informações publicadas não devem ser interpretadas como uma oferta de venda de quaisquer valores mobiliários ou uma proposta de investimento de qualquer tipo.

Trata-se de uma informação geral baseada em conhecimento próprio, informações fornecidas por terceiros e fontes de acesso público. Não é apenas o resultado de pesquisa financeira independente; portanto, os requisitos legais relativos à independência da pesquisa financeira não se aplicam. As informações e opiniões expressas nesta publicação foram divulgadas pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA na data da redação e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio, em particular, quaisquer preços indicados são atuais na data desta publicação e também estão sujeitos a alterações sem aviso prévio.

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 é direcionada a, nem se destina à distribuição ou utilização por, qualquer pessoa ou entidade que seja cidadã ou residente de, ou esteja localizada em, qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição onde tal distribuição, publicação, disponibilidade ou uso seria contrário à lei ou regulamentação. Esta publicação foi elaborada sem considerar os objetivos, a situação financeira ou as necessidades de qualquer investidor específico. Antes de realizar qualquer transação, os investidores devem considerar a adequação da transação às circunstâncias e objetivos individuais. É aconselhável procurar aconselhamento profissional, incluindo aconselhamento fiscal, se os investidores tiverem dúvidas. O valor dos investimentos e a renda proveniente deles podem diminuir assim como aumentar e não é garantido, portanto, os investidores podem não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode cair repentinamente e substancialmente; o desempenho passado não é um guia para o desempenho futuro; e os níveis e fundamentos da tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar com o tempo. Mudanças nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o preço, valor ou rendimento de um investimento.

Por favor, note que o valor dos investimentos e a renda proveniente deles podem diminuir assim como aumentar e não é garantido, portanto, os investidores podem não recuperar o montante original investido; o valor de um investimento pode cair repentinamente e substancialmente; o desempenho passado não é um guia para o desempenho futuro; e os níveis e fundamentos da tributação, bem como as isenções fiscais, podem mudar com o tempo. Mudanças nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o preço, valor ou rendimento de um investimento.

Não se faz qualquer representação relativamente à precisão e integridade desta publicação, e esta não deve ser considerada como uma base para qualquer confiança. Possíveis erros ou incompletudes das informações contidas nesta publicação não constituem fundamento para responsabilidade. Nem a Compagnie Bancaire Helvétique SA nem quaisquer outros membros do seu grupo são responsáveis pelas informações contidas nesta publicação.

Esta publicação só pode ser distribuída em países onde a sua distribuição seja legalmente permitida pelas entidades locais da CBH. Esta publicação não é direcionada a qualquer pessoa em qualquer jurisdição onde (por motivo de nacionalidade, residência ou outros) tal publicação seja proibida.

Informação Importante sobre Distribuição

Suíça - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, uma entidade autorizada e regulamentada pela Autoridade Supervisora do Mercado Financeiro da Suíça (FINMA) na Suíça.

Bahamas - Esta publicação é distribuída aos clientes da CBH Bahamas Ltd. e não se destina à distribuição a pessoas designadas como cidadãos ou residentes das Bahamas para os efeitos das Regulamentações e regras de Controle de Câmbio das Bahamas. Assim, é apenas destinada a pessoas que são designadas ou consideradas não-residentes.

Hong Kong - Esta publicação é distribuída pela CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA e distribuída pela CBH Asia Limited em seu próprio nome para os seus clientes. A CBH Asia Limited é uma empresa licenciada pela Comissão de Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong (SFC), e registada na Autoridade dos Fundos de Providência Obrigatória (MPFA) e na Autoridade de Seguros de Hong Kong (IA).

Reino Unido - Esta publicação é distribuída aos clientes pela CBH Wealth UK Limited, autorizada e regulamentada no Reino Unido pela Autoridade de Conduta Financeira [FRN 514546]. Este documento destina-se a fins gerais de informação e não deve ser considerado como pesquisa de investimento. Para informações completas sobre as comunicações da CBH Wealth UK Limited, por favor, visite o nosso site ou fale com o seu Gestor de Relacionamento.

Estados Unidos - Nem esta publicação nem qualquer cópia dela pode ser enviada, levada para ou distribuída nos Estados Unidos ou a qualquer pessoa dos EUA.

Esta publicação pode conter informações obtidas de terceiros, incluindo classificações, medidas de pontuação, preços e outros dados. A reprodução e distribuição de conteúdos de terceiros sob qualquer forma são proibidas, exceto com a autorização prévia por escrito do respectivo terceiro. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não garantem a precisão, completude, pontualidade ou disponibilidade de qualquer informação, incluindo classificações, e não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (negligentes ou não), independentemente da causa, ou pelos resultados obtidos com a utilização de tais conteúdos. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não fornecem garantias expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando a, quaisquer garantias de comercialização ou adequação para um determinado propósito ou uso. Os fornecedores de conteúdos de terceiros não serão responsáveis por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, honorários legais ou perdas (incluindo perda de rendimentos ou lucros e custos de oportunidade) em conexão com qualquer uso dos seus conteúdos, incluindo classificações. As classificações de crédito são declarações de opiniões e não declarações de fato ou recomendações para comprar, manter ou vender valores mobiliários. Elas não abordam o valor de mercado dos valores mobiliários ou a adequação dos valores mobiliários para fins de investimento e não devem ser consideradas como aconselhamento de investimento.

Existem direitos autorais e de proteção de base de dados nesta publicação e não pode ser reproduzida, distribuída ou publicada por qualquer pessoa para qualquer finalidade sem o consentimento prévio expresso da CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Todos os direitos reservados.

Todos os dados em dezembro de 2024



CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

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

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com