Quarterly Insight 2Q25

Creativity within Excellence

CBH | Investment Management

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

Índice

3 “Por Favor, Mantenham-se Sentados: Estamos a Experienciar Alguma Turbulência”

5 Perspetiva Macro Global

Perspetiva Macro – Estados Unidos
Perspetiva Macro – Zona Euro
Perspetiva Macro – Outras Economias Avançadas
Perspetiva Macro – Ásia
Relatório Trimestral da 1618 Investimentos Brasil
Perspetiva Macro – Mercadorias

19 Perspetivas por Classe de Ativos

21 Alocação de Ativos

23 Ações

27 Renda fixa

29 Forex

Published: April 2025

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

Design: Kateryna Polishchuk

Contact: am@cbhbank.com

“Por Favor, Mantenham-se Sentados: Estamos a Experienciar Alguma Turbulência”

Em Resumo

- A chegada de Donald Trump aumentou a volatilidade dos mercados, confirmando as nossas expectativas iniciais.
- As valorizações das ações norte-americanas, que estavam elevadas no início do ano, sofreram com a incerteza política.
- Um “muro de preocupações” aproxima-se com o aumento das tensões comerciais e o desafio à ordem global.
- Estratégias assimétricas continuam a ser essenciais para navegar a volatilidade persistente.
- A liderança de mercado mudou para a Europa, ações de valor e China.
- A Fed proporciona algum apoio ao abrandar o Aperto Quantitativo, mas os riscos de inflação persistem.
- As estratégias de proteção ajudaram a atenuar o impacto da correção.

À medida que 2025 descola, os mercados enfrentam a turbulência esperada. O regresso de Donald Trump ao palco global provocou um forte abalo na confiança dos investidores, trazendo exatamente o tipo de volatilidade que antecipávamos para os primeiros meses do ano. E é, de facto, uma turbulência — não apenas pela imprevisibilidade dos anúncios presidenciais ou das decisões comerciais, mas também pelo seu timing: atingiram um mercado acionista norte-americano a voar a grande altitude, com valorizações esticadas e pouca margem para erro.

Desde o início, integrámos estratégias de proteção na nossa posição — através de opções de venda (puts) e da gestão da volatilidade — para mitigar os riscos deste descolar turbulento. Estas ferramentas provaram ser cruciais para enfrentar as quedas iniciais do mercado. A mensagem é clara: em céus incertos, ter um paraquedas compensa.

O panorama global de investimentos enfrenta agora um novo “muro de preocupações”. As fricções geopolíticas estão a escalar, as normas multilaterais estão a ser postas em causa e a política interna dos Estados Unidos tornou-se mais errática. As ameaças de tarifas por parte de Trump — por vezes súbitas e inconsistentes — já estão a minar a confiança das empresas e a atrasar decisões de investimento. A inflação, que parecia uma preocupação em declínio, pode ser reacesa pelas perturbações comerciais, especialmente à medida que os bens importados se tornam mais caros. Isto não passa despercebido aos lares norte-americanos, que começam a sentir o impacto no seu dia a dia.

Ao contrário do seu primeiro mandato, Trump já não parece ver o mercado de ações como o indicador definitivo da sua presidência. O chamado “Trump Put” — uma suposição implícita de que a administração tomaria medidas para apoiar os mercados — parece agora um vestígio de uma era passada. Em vez disso, os investidores olham agora para a Reserva Federal, que tem dado alguma tranquilidade ao sinalizar um ritmo mais lento de redução do balanço. No entanto, com o mercado de trabalho ainda robusto e os riscos de inflação a aumentar, a capacidade da Fed de fornecer uma rede de segurança significativa continua limitada, pelo menos por agora.

Este cenário em mudança desencadeou uma forte rotação nos mercados. Os queridinhos do crescimento dos EUA — as ações tecnológicas que lideraram nos últimos dois anos — tropeçaram à medida que o ímpeto dos seus lucros estabilizou.

Enquanto isso, as ações europeias, as ações chinesas e os papéis orientados para o valor recuperaram altitude. Na China, uma série de desenvolvimentos positivos em torno da inteligência artificial — especialmente o avanço associado ao "DeepSeek" — reacendeu o entusiasmo dos investidores. A Europa também está a mostrar resiliência, adotando uma resposta mais unificada à instabilidade global, desde os gastos em defesa até à flexibilidade fiscal. Como muitos investidores, fomos impressionados pela brutalidade da rotação do mercado de ações dos EUA em favor da Europa. Mas mesmo considerando as mudanças estruturais que agora estão em curso na Alemanha — nomeadamente o afrouxamento das restrições fiscais e o renovado investimento em setores estratégicos — mantemos uma postura cautelosa quanto à durabilidade desta tendência. Já vimos rotações violentas, mas curtas, no passado, e nenhuma delas foi suficiente para deslocar a liderança estrutural de longo prazo do mercado acionista dos EUA. Resta saber se desta vez será realmente diferente.

Enquanto navegamos por este espaço aéreo turbulento, nem todos os sinais apontam para perigo. O emprego continua forte, os diferenciais de crédito estão historicamente apertados e a procura do consumidor mantém-se. Estes não são indicadores de um sistema à beira do colapso. Na verdade, reforçam o nosso cenário central construtivo: a economia mundial continua num caminho positivo, mesmo enquanto voa através de nuvens de incerteza.

Mas a mensagem para os investidores é clara. Já não estamos a voar em cruzeiro. Estamos a voar através de tempo instável, e o sinal do cinto de segurança está firmemente ligado. Não é altura para entrar em pânico, nem para abandonar a rota, mas sim para manter a calma, continuar com o cinto apertado e adaptar o plano de voo quando necessário. O papel da construção de portfólio torna-se ainda mais vital em tal ambiente. Estratégias assimétricas — através de opções, produtos estruturados ou fundos de cobertura — continuam a ser essenciais para suavizar o voo e tirar partido das deslocalizações episódicas.

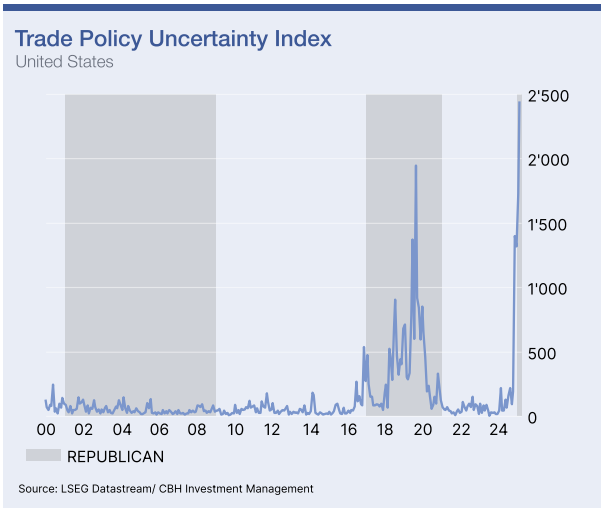
No final, o nosso objetivo é garantir a viagem mais suave possível, mesmo em céus turbulentos. Como pilotos de investimento, não podemos controlar o vento, mas podemos ajustar as velas — e manter o foco em levar os nossos passageiros em segurança ao destino.

Perspetiva Macro – Estados Unidos

Principais Conclusões

- Os riscos em baixa para o crescimento do PIB dos EUA aumentaram. Espera-se que os EUA desacelerem gradualmente, mas permaneçam resilientes.
- Após uma queda rápida impulsionada pelo medo de uma desaceleração económica, espera-se que os rendimentos a longo prazo subam, impulsionados por fatores estruturais.
- As incertezas aumentadas relacionadas com as políticas de Trump estão a afetar o sentimento dos consumidores e das empresas.
- A Fed deverá manter-se cautelosa.

A considerável incerteza política representa um risco para o crescimento económico dos EUA. O regresso de Donald Trump à Casa Branca levanta questões sobre o excepcionalismo dos EUA. Desde o seu regresso ao poder, as suas decisões erráticas e a sua retórica aumentaram a incerteza. Analistas e mercados começaram a duvidar da força da economia. No entanto, embora uma incerteza política prolongada possa pesar sobre o crescimento, os indicadores económicos não sinalizam atualmente uma recessão.



Após uma expansão forte em 2023 e 2024, espera-se que o crescimento do PIB dos EUA desacelere gradualmente em 2025 e 2026. Este panorama robusto é acompanhado por incertezas significativas. A economia dos EUA entrou em 2025 com fundamentos fortes, mas estão a surgir crescentes riscos em baixa. O consumo privado deverá continuar resiliente, apoiado por um mercado de trabalho robusto e aumentos reais dos salários. No entanto, a confiança dos consumidores caiu acentuadamente no início do ano. Em meio a uma maior incerteza política, as famílias tornaram-se cada vez mais pessimistas em relação às perspetivas de emprego e à inflação futura. Entretanto, o estímulo derivado da queda das taxas de juro está a ser parcialmente contrabalançado pela pressão financeira sobre as famílias e empresas que fixaram taxas de juro baixas durante a pandemia e agora enfrentam custos mais elevados de refinanciamento.

Desde a pandemia, o crescimento do investimento tem-se mantido robusto, apesar das taxas de juro elevadas, particularmente em produtos de propriedade intelectual. Esta tendência reflete a força da dinâmica de investimento dos EUA e as mudanças estruturais mais amplas, incluindo a revolução da IA, que foram reforçadas pelas políticas industriais introduzidas pela administração Biden. Entretanto, as taxas de juro mais elevadas têm pesado sobre o investimento residencial. Olhando para o futuro, a confiança empresarial parece sensível à incerteza política, particularmente no que diz respeito a tarifas comerciais, reversões de políticas e retórica errática que poderia perturbar as cadeias de abastecimento e alimentar a inflação.

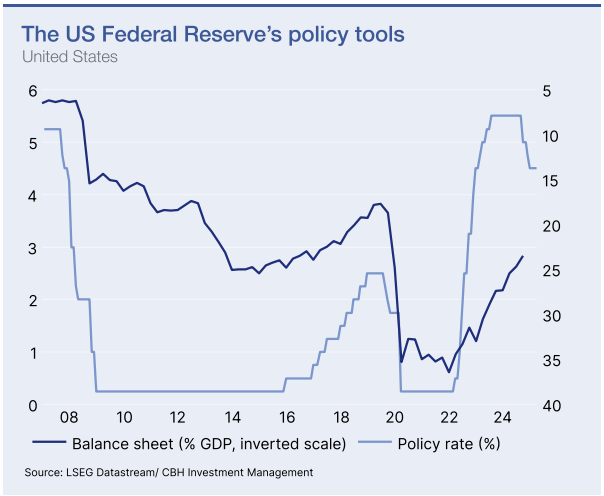
Existe uma incerteza considerável devido à política governamental errática.

A imposição de uma tarifa generalizada de 20%

sobre as importações chinesas, com medidas semelhantes esperadas para as importações europeias a partir de 2 de abril, deverá abrandar o crescimento económico dos EUA. Políticas de imigração mais restritivas deverão pesar sobre o crescimento potencial, enquanto a desregulamentação de setores-chave da economia poderá atuar como catalisador da expansão. A dívida pública continua a ser uma preocupação, uma vez que as propostas de Trump apontam para um orçamento expansionista. Apesar de ter prometido cortes fiscais, permanecem incertezas significativas.

A inflação continuou a diminuir e moderou-se significativamente nos últimos dois anos, impulsionada pela política restritiva da Reserva Federal, pelo aumento da imigração e pelo alívio das restrições de oferta relacionadas com a pandemia. No entanto, mantém-se acima da meta definida pelo banco central. A persistente rigidez do mercado de trabalho, a procura resiliente e o forte crescimento salarial continuam a exercer pressão ascendente sobre os preços. Além disso, o aumento das tarifas comerciais deverá contribuir para a subida dos custos de importação. Neste contexto, as expectativas de inflação a curto prazo aumentaram recentemente, com consumidores e empresas a citarem cada vez mais as tarifas como um fator-chave.

Neste contexto, a Reserva Federal sinalizou uma abordagem cautelosa, prevendo-se um ritmo gradual de cortes de taxas ao longo de 2025 e 2026, com o objetivo de alcançar uma taxa neutra que nem restrinja nem estimule o crescimento. Em paralelo, a Fed irá abrandar o ritmo de redução do seu balanço, alinhando as suas duas ferramentas de política monetária na mesma direção. A queda dos rendimentos dos EUA no primeiro trimestre foi impulsionada principalmente pelas preocupações com uma possível desaceleração económica. No entanto, as expectativas de inflação mais elevadas, fatores estruturais como o envelhecimento da população e a revolução da inteligência artificial em curso — que exigirá investimentos substanciais e aumento da despesa pública —, juntamente com a trajetória da dívida pública, deverão fazer com que os rendimentos das obrigações do Tesouro dos EUA a 10 anos voltem a aproximar-se dos 4,5%.



Perspetiva Macro – Zona Euro

Principais Conclusões

- As expectativas de um cessar-fogo entre a Ucrânia e a Rússia, juntamente com uma possível mudança na política orçamental alemã, estão a elevar as perspetivas de uma melhoria do panorama económico.
- No curto prazo, persistem vários ventos contrários, incluindo a fraca confiança, a incerteza em torno da política comercial dos EUA, a baixa produtividade e as ineficiências estruturais.
- O BCE adotou uma política monetária mais acomodatícia. Olhando para o futuro, o ambiente de incerteza exige uma abordagem cautelosa.

Após anos de pessimismo excessivo sobre a zona euro, principalmente devido às ineficiências estruturais e à falta de investimento, especialmente na Alemanha, **o primeiro trimestre de 2025 aumentou as expectativas de uma melhoria do panorama económico para a zona euro.** As expectativas de um cessar-fogo entre a Rússia e a Ucrânia, juntamente com uma possível queda nos preços da energia e a necessidade urgente de um aumento substancial dos gastos em defesa, deverão apoiar a atividade económica. Além disso, a Alemanha introduziu um fundo de infraestruturas de 500 mil milhões de euros e um plano para permitir endividamento ilimitado para a defesa, indicando uma abordagem mais flexível à sua "frenagem da dívida". Esta mudança de política deverá remodelar o panorama económico e proporcionar um impulso significativo à economia alemã, que tem enfrentado um prolongado subinvestimento e crescimento lento. No entanto, o impacto destes gastos e o seu efeito multiplicador na economia deverão ser amplamente sentidos em 2026 e 2027.

A queda dos preços da energia, particularmente do gás, deverá apoiar a economia europeia, que continua a lutar com custos elevados em comparação com o período pré-pandemia e com os Estados Unidos. Os custos mais baixos de energia poderão beneficiar as empresas de manufatura europeias, muitas das quais enfrentam desafios competitivos. No entanto, é importante reconhecer que as ineficiências estruturais da Europa estão profundamente enraizadas. Transformar a economia europeia exigirá reformas estruturais importantes, incluindo mudanças nos mercados de capitais.

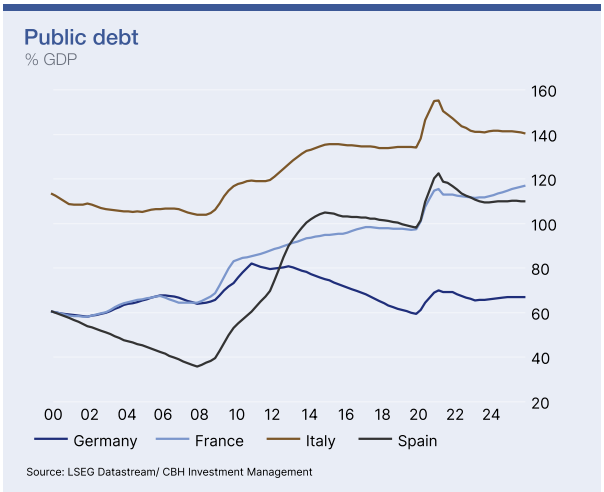
A Europa enfrenta o risco de um aumento do protecionismo dos EUA.

Entretanto, a Europa sofrerá com as tarifas comerciais dos EUA e com a contínua incerteza em torno da política comercial norte-americana. Os Estados Unidos são um destino importante para as exportações de mercadorias da UE. Em 2023, ultrapassaram o Reino Unido e tornaram-se o maior parceiro comercial da União Europeia. Além disso, a União Europeia tem um excedente comercial substancial com os Estados Unidos. O impacto das políticas comerciais protecionistas dos EUA dependerá não só da dimensão das tarifas, mas também do nível de incerteza que as políticas de Trump possam criar na Europa e a nível global. O choque de confiança poderá ter um impacto ainda maior do que as próprias tarifas.

O alívio da política monetária do BCE — assinalado por um corte de 185 pontos base na taxa de refinanciamento desde junho de 2024 — começou a estimular a procura de crédito, impulsionado pela descida das taxas de juro. No entanto, o endividamento das empresas continua fraco, refletindo as condições económicas ainda débeis e a baixa confiança. As incertezas comerciais persistentes estão a agravar este sentimento de

estagnação. Paralelamente, a queda das taxas de juro está a apoiar a procura de empréstimos para habitação. Contudo, a confiança dos consumidores europeus mantém-se fraca, pressionando o consumo, apesar da resiliência do mercado de trabalho.

Espera-se que a procura interna cresça a um ritmo modesto em 2025, com uma recuperação mais acentuada em 2026, à medida que o plano de despesas da Alemanha comece a produzir efeitos. Noutras partes da área do euro, o aumento da despesa com a defesa poderá dar um apoio adicional ao crescimento. No entanto, alguns países, nomeadamente França e Itália, enfrentam níveis elevados de dívida pública e poderão ter de fazer compromissos para acomodar o aumento das despesas com a defesa.



A região continuará a enfrentar vários ventos contrários. Em França, a fragilidade do governo, resultante da ausência de uma maioria parlamentar, persistirá. Como consequência, o país deverá enfrentar uma prolongada incerteza política, orçamental e regulamentar, dificultando a implementação de reformas essenciais para a transformação económica.

Dado o ambiente turbulento, as perspetivas de inflação tornaram-se cada vez mais incertas. Assim, é provável que o BCE adote uma postura de cautela e mantenha uma abordagem dependente dos dados. A inflação nos serviços e o crescimento dos salários continuam elevados, enquanto a produtividade permanece fraca. Além disso, a área do euro continua vulnerável a choques externos e idiossincráticos, incluindo o impacto da política comercial dos EUA e as suas repercussões.

Perspetiva Macro – Outras Economias Avançadas

Principais Conclusões

- Espera-se que a economia do Reino Unido ganhe dinamismo em 2025, mas o espaço orçamental continuará limitado.
- Sendo uma economia altamente aberta, a Suíça é vulnerável às incertezas em torno do futuro da política comercial dos EUA.
- O Japão continua vulnerável às tarifas comerciais, enquanto a procura dos consumidores enfrenta forças contraditórias: o aumento dos rendimentos versus a subida dos preços.

Espera-se que a economia do Reino Unido ganhe dinamismo em 2025, graças a um alívio da combinação de políticas. Tal será evidenciado por uma forte recuperação da procura de crédito, com as aprovações de hipotecas para compra de habitação a regressarem aos níveis anteriores à crise. No entanto, os cortes das taxas de juro pelo Banco de Inglaterra serão graduais, e a política monetária permanecerá em território restritivo ao longo de 2025, antes de atingir a neutralidade em 2026. Paralelamente, o governo manterá uma postura orçamental mais restritiva. Contudo, esta abordagem será acompanhada de medidas destinadas a estimular o crescimento, nomeadamente através de um programa de apoio ao investimento e à educação. Ainda assim, o espaço orçamental permanece limitado e a economia do Reino Unido – tal como a do resto do mundo – continua vulnerável às incertezas resultantes da ascensão do protecionismo nos EUA.

A Suíça mantém relações comerciais extensas com a economia global. No início de 2025, o setor industrial enfrenta desafios significativos, nomeadamente o aumento das medidas protecionistas nos Estados Unidos e a fraca procura na Alemanha. Embora as incertezas e os riscos descendentes associados à administração Trump se tenham intensificado, a mudança na política orçamental alemã poderá constituir um estímulo para a economia suíça, especialmente a partir de 2026. No entanto, a incerteza acrescida poderá pesar no dinamismo do investimento. Apesar da recente depreciação do franco suíço, a força da moeda está a prejudicar a competitividade da Suíça, embora as exportações suíças, devido ao seu elevado valor acrescentado, sejam menos sensíveis às flutuações de preços. Além disso, a valorização do franco contribuiu para as pressões deflacionistas que a Suíça enfrenta atualmente. Paralelamente, espera-

se que a procura dos consumidores permaneça resiliente, apoiada por um mercado de trabalho robusto, pelo aumento dos salários reais, pela baixa pressão inflacionista e pelo afrouxamento da política monetária.

A inflação desceu de 0,7% em novembro de 2024 para 0,3% em fevereiro de 2025, enquanto as expectativas de inflação, tanto de curto como de longo prazo, permanecem bem ancoradas. Neste contexto, o Banco Nacional Suíço (BNS) reduziu a sua taxa de juro de referência em 25 pontos base na reunião de março. Olhando para o futuro, a probabilidade de novos cortes nas taxas diminuiu significativamente, sendo que a maioria dos analistas considera que a política do BNS atingiu agora uma posição neutra.

O Japão não está imune ao risco crescente de uma guerra comercial global. Os Estados Unidos, o maior parceiro comercial do Japão, começaram a impor tarifas que ameaçam a competitividade dos exportadores japoneses. O setor automóvel, em particular, será sujeito a tarifas de 25%. Poderão ainda ser aplicadas tarifas adicionais a outros setores. Além disso, a procura da China, o segundo maior destino das exportações japonesas, deverá permanecer fraca, apesar das medidas de estímulo em curso. Num ambiente de maior incerteza, é provável que as empresas adiem decisões de investimento.

Entretanto, o consumo privado – o principal motor do crescimento do PIB – deverá reforçar-se em 2025, apoiado pelo aumento do rendimento disponível. Contudo, a procura dos consumidores enfrenta pressões opostas: embora os agregados familiares beneficiem do aumento dos salários, são também afetados pela subida dos preços, em especial pelo aumento recorde dos preços do arroz.

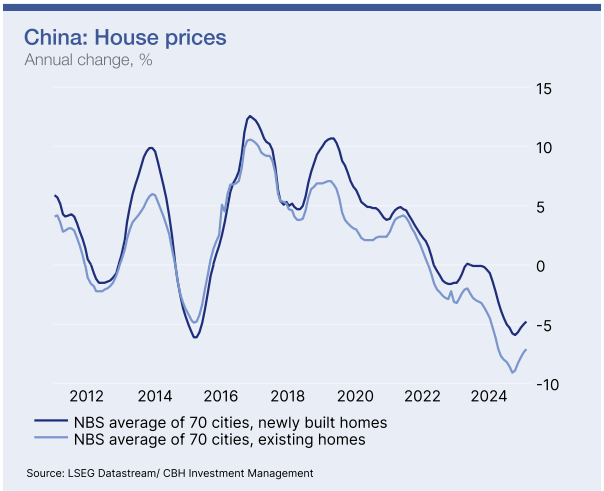
Perspetiva Macro – Ásia

Principais Conclusões

- A perspetiva da China continua incerta: o setor tecnológico apresenta uma melhoria significativa, mas os agregados familiares continuam frágeis e a contribuição do comércio sofrerá com o protecionismo dos EUA.
- O potencial da Índia continua limitado por fragilidades estruturais.

As autoridades chinesas estão a implementar medidas para apoiar a atividade económica e reafirmaram o seu compromisso com a meta de crescimento do PIB de 5% até 2025. No entanto, o aumento das políticas protecionistas, particularmente por parte dos Estados Unidos e potencialmente da União Europeia, representa um risco para a procura externa.

O consumo privado permanece fraco, limitado por ventos contrários estruturais em curso. A prolongada recessão no setor imobiliário erodiu significativamente a riqueza dos agregados familiares, com os preços das habitações a cair 17% desde 2021, colocando pressão descendente na confiança dos consumidores. Além disso, o elevado desemprego jovem e o crescimento salarial lento continuam a pesar sobre o consumo discricionário. Embora as intervenções políticas recentes, incluindo cortes nas taxas de juro e subsídios do governo, tenham proporcionado apoio a curto prazo, o seu impacto na procura agregada tem sido limitado.



Novas facilidades monetárias e fiscais, juntamente com medidas direcionadas de estímulo ao consumo, deverão fornecer algum impulso ao gasto das famílias. No entanto, esses esforços permanecem modestos em termos de escala e, na sua maioria, temporários, não sendo suficientes para resolver desequilíbrios estruturais mais profundos. As taxas persistentemente elevadas de poupança das famílias sublinham a inadequação das redes de segurança social, enquanto os elevados custos de saúde, habitação e educação limitam o crescimento do consumo. Embora Pequim tenha reconhecido a necessidade de reformas abrangentes no bem-estar social, a implementação tem sido limitada, reduzindo a sua eficácia no apoio a uma recuperação sustentada da procura interna.

Neste contexto, o crescimento económico da China continua a depender fortemente da procura externa. No entanto, a escalada das tarifas dos EUA representa um risco significativo para as estratégias comerciais da China. Embora Pequim continue a diversificar as suas parcerias comerciais e a deslocar a produção, a escala dessas novas medidas protecionistas deverá superar a eficácia das medidas defensivas anteriores. Como resultado, é provável que a procura externa sofra uma pressão significativa, limitando a sua contribuição para o crescimento do PIB.

> **O surgimento repentino da DeepSeek destaca o dinamismo do setor privado e a força do setor tecnológico da China.**

As perspetivas para o setor tecnológico parecem mais positivas. As autoridades estão a trabalhar para

tranquilizar os atores do setor privado, nomeadamente ao estabilizar e clarificar o ambiente jurídico. Declarações recentes do presidente em apoio ao empreendedorismo privado, juntamente com promessas de apoio estratégico para as empresas tecnológicas, sinalizam uma mudança na política em relação ao aperto regulatório de 2020-2022. Se for sustentada, espera-se que esta mudança impulsione a inovação e o investimento, bem como a criação de empregos, particularmente em posições bem remuneradas para recém-formados. Estas alterações ocorrem num momento em que o lançamento da Deep Seek reafirmou a posição da China no palco tecnológico global, sublinhando a sua capacidade de inovar, apesar dos desafios impostos pelas sanções dos EUA.

A Índia continua a ser a maior economia em crescimento. A atividade económica da Índia está a desacelerar, mas ainda cresce a um ritmo robusto. A desaceleração da economia da Índia pode ser amplamente atribuída a uma notável desaceleração na atividade industrial e de construção. A atividade no setor de serviços manteve-se robusta, embora tenha experienciado uma ligeira desaceleração. O único setor que teve uma recuperação foi a agricultura. Do lado da procura, todos os componentes, à exceção das despesas do governo, desaceleraram. O ambiente económico internacional não favorece o investimento, tanto doméstico como estrangeiro, embora o impacto direto de um potencial aumento das tarifas dos EUA no crescimento económico da Índia provavelmente seja limitado.

Apesar da possibilidade de a Índia ser menos afetada diretamente pelas políticas da administração Trump, é improvável que beneficie significativamente de uma reorientação dos fluxos comerciais destinados aos Estados Unidos. As incertezas prevalentes em torno da política comercial dos EUA deverão dissuadir o investimento necessário para mudar esses padrões comerciais. Além disso, embora os custos laborais da Índia continuem significativamente mais baixos do que os de outros países asiáticos e o seu desempenho logístico seja comparável ao do Vietname, os impedimentos estruturais continuam a dificultar o crescimento do seu setor manufatureiro e a limitar o investimento direto estrangeiro (IDE). Apesar dos esforços do governo do primeiro-ministro Modi, os fluxos de IDE, embora substanciais, continuam a enfrentar barreiras significativas para um crescimento sustentado.

IED, aunque sustanciales, siguen enfrentándose a barreras significativas para un crecimiento sostenido.

Perspetiva Macro – Mercadorias

O ouro voltou a assumir o protagonismo no primeiro trimestre, ultrapassando os 3.000 dólares por onça. O metal precioso continua a beneficiar do seu estatuto de valor-refúgio e da crescente procura por parte dos bancos centrais dos mercados emergentes, num ambiente de volatilidade aumentada após o regresso de Donald Trump à Casa Branca, incertezas comerciais e geopolíticas em curso e crescentes preocupações sobre a sustentabilidade da dívida pública dos EUA. Além disso, o enfraquecimento do dólar e a queda das taxas de juro contribuíram para aumentar o atrativo do ouro.

Prices of gold & Chinese institutional demand

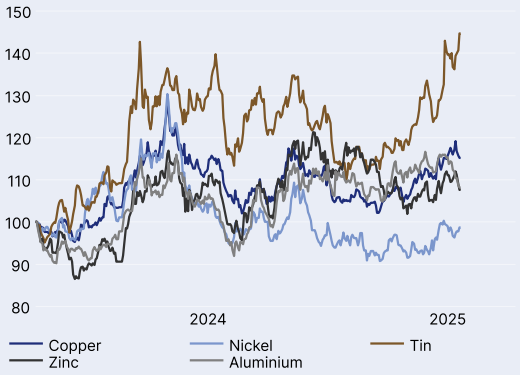
Source: LSEG Datastream/ CBH Investment Management

Apesar das preocupações com uma desaceleração da economia dos EUA, os metais básicos tiveram uma recuperação. Desde o início do ano, os preços do estanho aumentaram 21%, principalmente devido a interrupções significativas no fornecimento. Além do encerramento da mina de Man Maw (Myanmar) em agosto de 2023 devido ao conflito local, que reduziu drasticamente o fornecimento de concentrado de estanho, afetando particularmente os fundidores chineses, e a queda nas exportações da Indonésia devido a atrasos regulamentares na aprovação dos planos de produção, o conflito em curso na região de Kivu (RDC) levou à suspensão das operações na mina de Bisie, que representa 6% do fornecimento global de estanho, apertando ainda mais o mercado. Ao mesmo tempo, a procura de estanho permanece forte, especialmente nas aplicações eletrónicas e de energias renováveis, colocando uma pressão adicional sobre os preços.

Os mercados de mercadorias não foram imunes à guerra comercial iniciada pelos Estados Unidos. Os produtos de alumínio e aço que entram nos EUA estão agora sujeitos a uma tarifa de importação de 25%. Além disso, todos os produtos originários da China estão sujeitos a uma taxa de 20%. A China desempenha um papel dominante na cadeia de fornecimento de metais devido aos seus vastos recursos naturais internos, investimentos significativos em África e ao longo da Rota da Seda, e à sua capacidade de refinação.

London Metal Exchange base metal prices

Cash, rebased to 100=31/12/2023

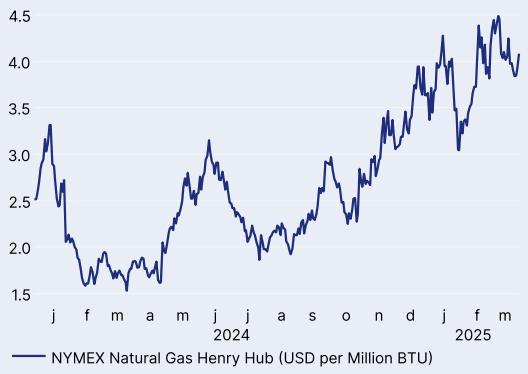


Source: LSEG Datastream/ CBH Investment Management

Entretanto, as preocupações com o impacto dos conflitos comerciais na atividade económica global e as esperanças de um cessar-fogo entre a Ucrânia e a Rússia pesaram sobre os preços do petróleo. O "ouro negro" está preso entre forças opostas, com o aumento da produção dos países da OPEC+ a partir de abril, novas sanções ao Irão e à Rússia e o declínio da oferta venezuelana a partir de abril, quando a Licença Geral da Chevron para operar no país expira. De forma geral, a Agência Internacional de Energia prevê que a oferta global de petróleo possa exceder a procura em cerca de 600 mil barris por dia em 2025, sendo que se espera que os preços flutuem perto do nível atual.

Os preços do gás nos EUA dispararam no primeiro trimestre, à medida que condições meteorológicas severas, particularmente nos EUA, aumentaram a procura. O frio extremo também criou desafios na produção, enquanto os níveis de armazenamento permaneceram abaixo da média dos últimos cinco anos, agravando ainda mais as restrições de oferta.

US: Natural gas price

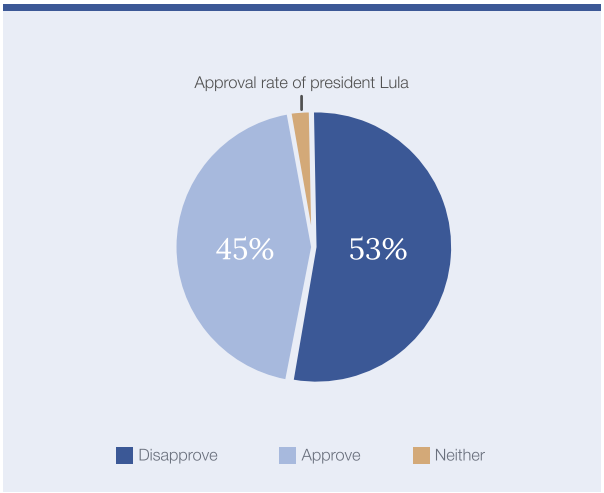


Source: LSEG Datastream/ CBH Investment Management

Relatório Trimestral da 1618 Investimentos Brasil

A perspetiva macroeconómica para o Brasil no trimestre atual revela um quadro complexo, marcado por uma grave deterioração fiscal que estabelece um antagonismo direto com a política monetária contracionista implementada pelo Banco Central do Brasil (BCB). Esta conjuntura desfavorável manifesta-se numa perspetiva de aumento da relação dívida/PIB, exercendo pressão sobre a avaliação do risco soberano.

A persistência de uma política fiscal expansionista está intrinsecamente ligada a uma agenda política de inclinação à esquerda, com o objetivo primordial de revitalizar a base eleitoral do governo, cuja taxa de desaprovação se encontra atualmente num nível elevado, em torno dos 50%. Este cenário político, contudo, pode também ser interpretado como uma janela de oportunidade para a ascensão da direita nas eleições de 2026, historicamente associada a um desempenho positivo dos ativos de risco domésticos.



Adicionalmente, a atividade económica interna tem mostrado uma tendência de arrefecimento desde o final de 2024, e as projeções sugerem que o PIB poderá ser até 1,4 pontos percentuais inferior em 2025 em comparação com 2024 (3,4%). Este movimento de desaceleração, resultante da política contracionista do BCB, é parcialmente contrabalançado pela expectativa de uma produção agrícola recorde, que deverá impulsionar o crescimento no primeiro trimestre de 2025. A mediana das expectativas de mercado aponta para um crescimento do PIB em 2025 em torno dos 2%.

Apesar da esperada moderação no crescimento do PIB, o mercado de trabalho mantém-se pressionado, com os salários nominais a registarem crescimentos acima da inflação, enquanto a produtividade do trabalho apresentou um crescimento modesto de 0,1% em 2024. Este fenómeno contribui para a deterioração das expectativas de inflação, nomeadamente no setor dos serviços, que é intensivo em mão de obra. Além disso, o consumo das famílias mantém-se resiliente pelas mesmas razões e também contribui para a persistência das pressões inflacionistas.

A inflação, de facto, continua acima da meta estabelecida, com as médias dos núcleos de inflação a situarem-se entre 5% e 6%. As expectativas de inflação, por sua vez, encontram-se desalinhadas, situando-se consideravelmente distantes do limite superior da meta definida pelo BCB (4,5%, com uma meta oficial de 3%).

Neste contexto, torna-se imperativo que o Banco Central do Brasil recupere a credibilidade, que foi parcialmente comprometida devido à condução da política fiscal. Para restabelecer um equilíbrio macroeconómico, a manutenção de taxas de juro elevadas por um período prolongado ("higher for longer") parece ser uma estratégia necessária. O próprio BCB já sinalizou que ainda há trabalho significativo a ser feito na política monetária. A projeção do Comité de Política Monetária (Copom) para a inflação do terceiro trimestre de 2026, fixada em 3,9%, sugere que o espaço para uma flexibilização da taxa Selic no curto prazo é limitado, corroborando a necessidade de taxas de juro elevadas por um período prolongado.

De um modo geral, o atual contexto político revela um governo a enfrentar desafios significativos na formação de uma base de apoio no Congresso, especialmente dada a crescente autonomia do legislativo no controlo de parte do orçamento através de emendas parlamentares, cujo destino não é muito transparente. Esta dinâmica dificulta a

aprovação de reformas estruturais e a implementação de uma agenda económica consistente. Adicionalmente, a popularidade do presidente tem vindo a cair, motivada por fatores como novos impostos e, principalmente, pela inflação persistente dos alimentos. No entanto, a colheita recorde e a queda do preço do dólar podem ser fatores que contribuam para a desaceleração dos preços dos alimentos, dado que a oferta interna destes produtos deverá aumentar. É também importante referir que a polarização da população, exacerbada pela fragmentação política entre direita e esquerda, contribui para um elevado nível de incerteza e pode influenciar o debate económico e as expectativas para as eleições de 2026.

Em resumo, o cenário macroeconómico brasileiro apresenta desafios significativos, com a inflação persistente e a deterioração fiscal como pontos centrais de preocupação. A oportunidade de portagem nas taxas de juro reais continua relevante, dada a elevada taxa de juro doméstica em comparação com os pares. Os ativos de risco, após terem passado por um período de desconto significativo nos últimos anos, poderão agora apresentar um potencial de valorização relevante, especialmente devido às expectativas de mudanças no cenário político em 2026, embora devam continuar descontados enquanto as taxas de juro se mantiverem historicamente elevadas e o panorama político permanecer incerto.

Principais dados e previsões macroeconômicas

	Annual				2024			
	2023	2024	2025e	2026e	Q1	Q2	Q3	Q4
United States								
Real GDP	**2,9**	**2,8**	**1,9**	**1,7**	**1,6**	**3,0**	**3,1**	**2,5**
Private consumption	2,5	2,8	2,4	2,0	1,9	2,8	3,7	4,0
Investment	2,4	3,7	1,9	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Domestic demand (contribution, %pt)	2,8	3,2	2,4	1,9	2,8	2,9	3,8	3,1
Inventories (contribution, %pt)	-0,4	0,1	-0,4	0,0	-0,5	1,1	-0,1	-0,9
Net exports (contribution, %pt)	0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,7	-1,0	-0,6	0,3
Inflation (CPI, %yoy)	4,1	3,0	2,8	2,5	3,2	3,2	2,7	2,7
Unemployment rate (%)	3,6	4,0	4,2	4,2	3,8	4,0	4,2	4,1
Euro area								
Real GDP	**0,5**	**0,8**	**1,1**	**1,5**	**0,5**	**0,5**	**1,0**	**1,2**
Private consumption	0,6	1,0	1,6	1,6	1,0	0,6	1,1	1,5
Investment	2,0	-2,0	1,2	1,6	-1,0	-3,2	-1,6	-2,1
Domestic demand (contribution, %pt)	1,0	0,7	1,4	1,5	0,7	0,3	0,9	0,9
Inventories (contribution, %pt)	-0,8	-0,3	-0,1	0,0	-0,7	-0,9	0,0	0,2
Net exports (contribution, %pt)	0,3	0,4	-0,3	-0,0	0,5	1,2	0,0	-0,0
Inflation (HICP, %yoy)	5,5	2,4	2,2	2,0	2,6	2,5	2,2	2,2
Unemployment rate (%)	6,6	6,4	6,4	6,5	6,5	6,4	6,3	6,2
China								
Real GDP	**5,4**	**5,0**	**4,8**	**4,5**	**1,5**	**0,9**	**1,3**	**1,6**
Unemployment rate (%)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2	5,0	5,1	5,1
Inflation (CPI, %yoy)	0,2	0,2	0,6	1,3	0,0	0,3	0,5	0,2
Trade	0,7	3,4	3,2	3,3				

Previsões – Taxas

	Actual	Target		Last 5 years	
Policy rate	04/25	3M	12M	High	Low
Fed funds (upper)	4,50	4,25	3,75	5,50	0,25
ECB deposite rate	2,50	2,00	2,00	4,00	-0,50
10-year rate					
Us Treasury	4,21	4,50	4,50	4,91	0,54
German Bund	2,73	2,60	2,50	2,84	-0,62
FX					
EUR/USD	1.08	1,07	1,10	1,22	0,98
EUR/CHF	0,96	0,97	0,95	1,11	0,93
USD/JPY	149,96	145,00	140,00	160,86	103,26
GBP/USD	1,29	1,27	1,30	1,42	1,12

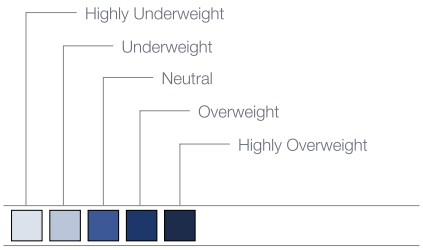
Perspectivas das classes de ativos

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.

	Highly Underweight	Underweight	Neutral	Overweight	Highly Overweight
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, 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

2025: um ano para manter agilidade e adaptar a estratégia

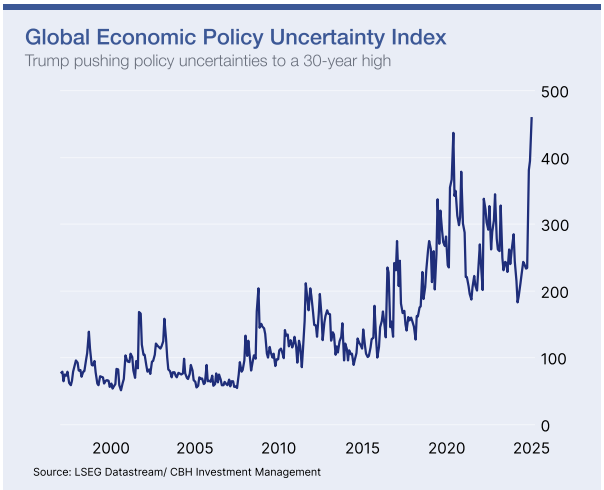
Pontos-chave:

- As políticas do Presidente Trump emergiram como um fator disruptivo chave, causando turbulência nos mercados.
- A volatilidade das taxas de juro aponta para uma duração neutra, enquanto os rendimentos em determinados segmentos de crédito continuam atrativos.
- A subperformance das ações de crescimento e tecnologia dos EUA deverá ser temporária.
- A gestão do risco de concentração nas ações norte-americanas voltou a ganhar a máxima atenção.

Três palavras resumem o primeiro trimestre do ano: incerteza, rotação e concentração. Na nossa opinião, navegar com sucesso neste contexto exige agilidade e flexibilidade na gestão de carteiras.

Navegar nas incertezas com agilidade

Tal como antecipado nas nossas previsões para 2025, as políticas e a retórica do Presidente Trump aumentaram significativamente as incertezas económicas e geopolíticas globais, elevando-as a níveis não vistos há décadas. Ao contrário do seu primeiro mandato, tornou-se evidente que Trump já não vê o mercado acionista norte-americano como uma medida fundamental do seu sucesso. O "Trump put" desapareceu e, em vez disso, ele parece disposto a aceitar dor económica de curto prazo em prol de objetivos económicos e políticos de longo prazo. As implicações das suas políticas — tarifas, controlos de imigração e cortes de custos relacionados com a DOGE — deverão aumentar custos e preços, criando obstáculos ao crescimento no curto prazo e exercendo pressão ascendente sobre a inflação. Combinados com uma retórica inflamada, estes fatores alimentaram a incerteza e o receio entre os investidores. Esperamos que este ambiente persista, continuando a pesar nos mercados financeiros nos próximos trimestres.



Em resposta a este cenário em evolução, os investidores globais procuraram naturalmente reduzir o risco. Começámos o ano com uma posição neutra em ações, mas aproveitámos a baixa volatilidade no início de fevereiro — perto do pico anual dos índices norte-americanos — para cobrir a nossa exposição. Isto reduziu progressivamente a nossa alocação a ações em 25%, à medida que os índices dos EUA começaram a corrigir. Mais recentemente, em meados de março, invertemos a estratégia e aproveitámos a volatilidade elevada para a vender, capturando um rendimento atrativo.

Mudança temporária ou alteração estrutural?

Em 2025, até agora, as ações norte-americanas têm subperformado, enquanto as ações europeias e chinesas offshore lideraram os retornos globais, marcando uma reversão acentuada face ao ano anterior. A grande questão para os participantes do mercado é se as políticas tarifárias de Trump justificam uma rotação completa dos líderes

de mercado do ano passado para os setores anteriormente negligenciados. Apesar de procurarmos suavizar as flutuações do mercado, a nossa alocação de ativos continua ancorada nos fundamentos de médio prazo. Nesta fase, vemos esta mudança de liderança como temporária, e não estrutural, e não acreditamos que justifique uma rotação importante da carteira. A economia dos EUA, embora em desaceleração após dois anos de forte crescimento, mantém-se resiliente, suportada por um consumo robusto da classe média. Embora as expectativas de lucros para as mega-cap tecnológicas dos EUA deixem pouca margem para desilusões, o setor continua projetado para apresentar o maior crescimento de lucros este ano. Na Europa, a perspetiva económica está a melhorar, impulsionada pelo estímulo fiscal da Alemanha, mas os desafios persistem e a recuperação deverá ser desigual. Na China, o apoio político e o "efeito DeepSeek" estabilizaram a economia e o mercado de ações, embora persistam obstáculos internos, como a fraca confiança do consumidor e a crise no setor imobiliário.

Gerir o risco de concentração

Temos vindo a alertar consistentemente para o risco de concentração nas ações dos EUA, particularmente nas "Magnificent 7". Enquanto estas ações lideravam o mercado, o custo de oportunidade de uma posição reduzida parecia superior aos riscos associados, para a maioria dos investidores. No entanto, a recente forte subperformance das ações de crescimento mega-cap validou as nossas preocupações. A nosso ver, a recente rotação de mercado resume-se a dois fatores: primeiro, os receios de desaceleração económica — em grande parte desencadeados pelas políticas de Trump —, e segundo, a crescente concorrência em inteligência artificial proveniente da China, com o chamado "efeito DeepSeek", que representa um desafio sério à liderança dos EUA neste domínio. À medida que os investidores começaram a reduzir o risco, também começaram a realizar lucros nas ações tecnológicas com avaliações excessivas, rotacionando para setores mais atrasados e de valor do mercado.
Para mitigar o risco de concentração, começámos a alargar a nossa exposição ao mercado acionista norte-americano em setembro passado, aumentando a nossa alocação a ações de média capitalização (mid-caps). Este segmento oferece avaliações atrativas e forte rentabilidade, e esperamos que beneficie dos próximos cortes fiscais e da desregulamentação em setores-chave. Embora os mid-caps tenham subperformado no acumulado do ano, estão a superar as "Magnificent 7" em cerca de 10%.

O ano da portagem está em desenvolvimento

Nos mercados de dívida, as incertezas complicam principalmente as perspetivas para as taxas de juro. Consequentemente, mantemos a duração próxima do índice de referência. O crédito continua caro, mas bem suportado por fatores de procura e por um enquadramento macroeconómico benigno. Apesar de algum alargamento dos diferenciais de crédito, a magnitude foi moderada em termos históricos, e mantemos a nossa estratégia de capturar rendimento atrativo em notas de alto rendimento de curto prazo e dívida emergente. Contudo, continuamos cautelosos quanto à possibilidade de um alargamento mais significativo dos diferenciais caso as condições económicas mudem. Assim, continuamos a favorecer segmentos selecionados onde vemos as melhores relações risco-retorno, mantendo vigilância apertada sobre eventuais mudanças de mercado.

Ações

Hora de explorar o mundo para além das Magnificent 7?

Pontos-chave:

- As incertezas políticas e tecnológicas impulsionaram a maior rotação no mercado "bull" cíclico.
- Espera-se que as empresas tecnológicas dos EUA continuem a apresentar um elevado crescimento dos lucros.
- Espera-se que as reformas no Japão reduzam a diferença de rentabilidade face aos mercados desenvolvidos.
- A reavaliação da Zona Euro, embora significativa, pode ter ido longe demais.

Ações dos EUA abaladas por tempestades políticas e rivalidade em IA

As ações norte-americanas, especialmente as de crescimento e cíclicas, têm sido a força motriz do atual mercado "bull" desde o final de 2022, lideradas pelo domínio das Magnificent 7. Entretanto, os mercados europeus e emergentes enfrentaram dificuldades, levando os investidores a questionar se os antigos retardatários poderiam tornar-se os líderes deste ano. A recente correção do mercado norte-americano foi impulsionada sobretudo por mudanças políticas na nova administração, que aumentaram as incertezas globais para níveis não vistos em décadas. Este cenário afetou negativamente a confiança empresarial e dos consumidores, resultando numa redução dos planos de investimento e de despesa pessoal. A subida das expectativas de inflação também pesou no comportamento dos consumidores.

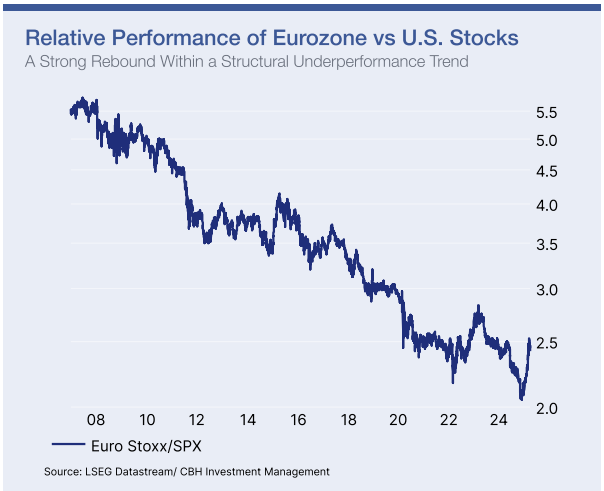
Dado o forte rali desde outubro de 2022 e as avaliações elevadas, uma correção temporária era de esperar. No entanto, não acreditamos que isto justifique uma rotação significativa das ações norte-americanas para as europeias, nem uma mudança de ações de crescimento para ações de valor nesta fase. Mantemos uma perspetiva positiva para as ações dos EUA, mesmo com a melhoria de outros mercados globais. A economia norte-americana, apesar de uma desaceleração, permanece resiliente, sustentada por uma classe média robusta, com balanços saudáveis, aumento dos rendimentos reais disponíveis e um forte efeito riqueza. As expectativas de crescimento dos lucros para 2025 e 2026 permanecem em território de dois dígitos, com o setor tecnológico a liderar. Além disso, o impacto estrutural de longo prazo da inteligência artificial continua a ser um grande motor, reforçando a força do mercado norte-americano, fortemente exposto às ações tecnológicas e relacionadas com IA.
Contudo, a recente correção nas Magnificent 7 recorda o risco de concentração nas ações dos EUA. Isto reforça a nossa visão de longa data de que os investidores devem diversificar para além de um conjunto restrito de ações tecnológicas mega-cap. Assim, continuamos a manter a nossa exposição a ações de média capitalização (mid-cap) e a oportunidades temáticas selecionadas, alargando a nossa alocação de ações norte-americanas para mitigar riscos, mantendo o potencial de crescimento.

O impulso da Zona Euro

À data desta publicação, as ações da Zona Euro (MSCI Euro) estão a superar as ações dos EUA (S&P 500) em cerca de 13% no acumulado do ano, representando a sua melhor performance relativa em uma década. Este forte rali foi impulsionado sobretudo pelas mudanças repentinas nas políticas da Alemanha, que se espera aumentem o potencial de crescimento a longo prazo da região. O ritmo e a escala desta reavaliação foram fortemente influenciados por três fatores: avaliações relativas

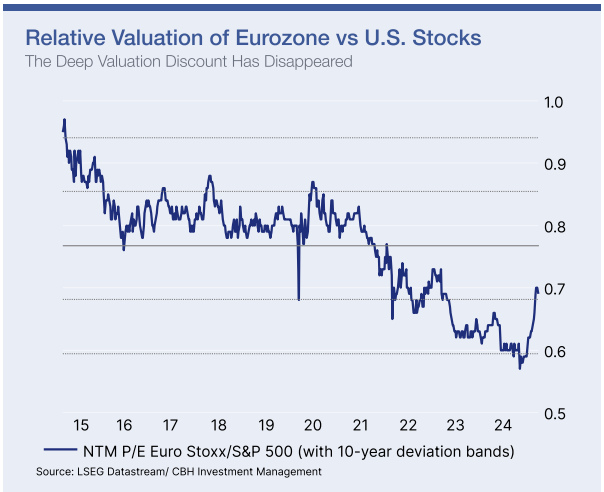
atrativas, sentimento extremamente pessimista em relação à economia da Zona Euro e uma posição historicamente baixa dos investidores globais em ações europeias. Como resultado, os fluxos de capital beneficiaram sobretudo as grandes capitalizações, especialmente bancos e empresas de defesa, enquanto as pequenas capitalizações ficaram para trás.

Apesar deste rali, mantemos uma postura cautelosa quanto à sustentabilidade desta superação no médio prazo. Desde a crise financeira global de 2008, ocorreram quatro ralis semelhantes em ações da Zona Euro em relação aos EUA, durando entre quatro e doze meses, com ganhos relativos entre 9% e 22%. Embora o desempenho atual seja relevante, padrões históricos sugerem que poderá ser uma reação de curto prazo dentro de uma tendência estrutural descendente.



Além disso, embora as ações da Zona Euro ainda apresentem avaliações atrativas, a recente reavaliação reduziu significativamente o desconto anterior face ao mercado norte-americano. O rácio preço-lucro (P/E) relativo moveu-se de abaixo de duas desvios padrão para ligeiramente acima de um desvio padrão face à média dos últimos 10 anos, limitando o potencial para nova expansão de múltiplos sem impulsionadores fundamentais mais fortes. As previsões de crescimento dos lucros por ação (EPS) para 2025 apontam para apenas 6% na Zona Euro, bastante abaixo dos 12% esperados para os EUA.

Do ponto de vista macroeconómico, as perspetivas de crescimento da Zona Euro permanecem modestas, com o crescimento dos lucros a ficar atrás de outras regiões-chave como os EUA, o Japão e os mercados emergentes. O estímulo fiscal da Alemanha, focado em infraestruturas e defesa, oferece potencial positivo de longo prazo, mas o seu impacto nos dados económicos levará tempo a materializar-se.



Apesar disso, há catalisadores de curto prazo que podem beneficiar as ações da Zona Euro: as revisões dos lucros estão a ser ajustadas em alta, enquanto nos EUA estão a ser revistas em baixa; além disso, o impacto potencial das tarifas norte-americanas sobre as ações europeias parece limitado, com menos de 10% das vendas de empresas europeias expostas.
Assim, antecipamos um período de consolidação, salvo melhorias significativas nos indicadores macroeconómicos. Para sustentar a superação, a Zona Euro necessitará de um caminho mais claro para o crescimento económico e revisões em alta dos lucros, ainda ausentes. Por agora, mantemo-nos neutros nas ações da Zona Euro para o segundo trimestre de 2025.

Reformas corporativas no Japão numa nova fase

Embora mantenhamos uma posição neutra nas ações japonesas, estamos cautelosamente otimistas para as perspetivas de médio prazo, pois acreditamos que o mercado poderá beneficiar de vários ventos favoráveis. O Japão está a sair de um período prolongado de pressões deflacionistas, o que deverá conduzir a um quadro macroeconómico mais forte. Um dos sinais dessa mudança é a aceleração do crescimento salarial nominal, que atingiu 4,8% em termos homólogos em dezembro de 2024 — o maior aumento desde 1997. Adicionalmente, o Banco do Japão (BoJ) subiu as taxas de juro em janeiro para o nível mais elevado em 17 anos, refletindo um “ciclo

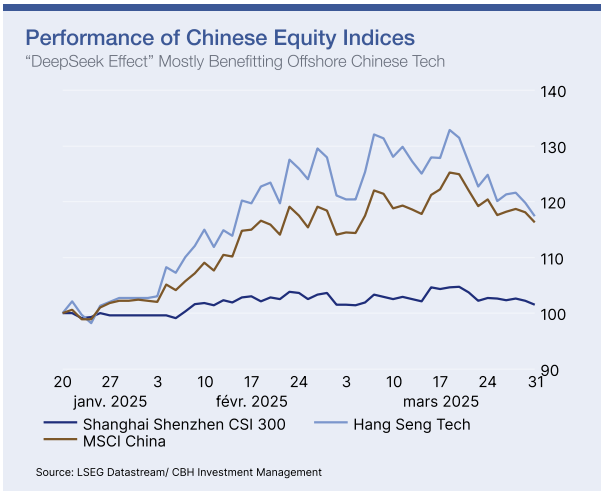
virtuoso entre salários e preços a intensificar-se".

O Japão apresentou um crescimento superior dos lucros na última década, apesar de um crescimento económico modesto, graças a reformas corporativas que promoveram melhorias operacionais. Como a rentabilidade das empresas japonesas ainda é baixa, existe margem para melhorias adicionais. O retorno aos acionistas também pode ser reforçado através da gestão de balanços, pois as empresas japonesas continuam sobrecapitalizadas. Parece evidente que as empresas listadas abraçaram a necessidade de melhorar o ROE e o retorno ao acionista, evidenciado pelo aumento de 75% dos programas de recompra de ações em 2024. Outros sinais encorajadores incluem a intensificação da dissolução de participações cruzadas.

O mercado japonês está atualmente a negociar abaixo de um desvio padrão da sua média de 10 anos, tornando-o relativamente barato em comparação com outros mercados desenvolvidos. Os fundamentais permanecem sólidos, com balanços robustos, oferecendo aos investidores uma margem de segurança considerável. A tendência de reshoring está a melhorar a competitividade do Japão, e os programas de cobertura cambial protegem-no contra flutuações de moeda. Além disso, o Japão é o mercado desenvolvido menos correlacionado com os índices norte-americanos e globais, oferecendo uma oportunidade de diversificação atrativa na construção de portefólios.

China mostra força na inteligência artificial

As ações chinesas registaram uma forte recuperação este ano, impulsionadas pelo lançamento do DeepSeek-R1 a 20 de janeiro, destacando os avanços da China em inteligência artificial. Muitos investidores globais começaram o ano subponderados em ações chinesas e foram apanhados de surpresa pelo rali, resultando numa mudança súbita para ações de IA de alta beta e focadas no crescimento.
Observamos que o mercado onshore (ações A) da China, dominado por setores tradicionais como banca e consumo, permaneceu pouco entusiasmado, subindo apenas 5% desde 20 de janeiro, enquanto o mercado offshore (MSCI China) subiu 25% e o índice de tecnologia chinesa (KraneShares CSI China Internet) 30%. Isto reflete um certo ceticismo sobre a recuperação económica da China.



Por agora, mantemo-nos cautelosos em relação a uma potencial nova reavaliação das ações chinesas e mantemos uma exposição neutra. Em primeiro lugar, o rali recente concentrou-se sobretudo em ações de tecnologia e IA, impulsionado principalmente por fluxos de capitais internacionais e não por melhorias macroeconómicas internas. Em segundo lugar, o otimismo dos investidores poderá sobrestimar o impacto de curto prazo da IA, correndo o risco de desilusão caso o crescimento não corresponda às expectativas. Grandes investimentos, como o plano de 52 mil milhões de dólares da Alibaba em IA, poderão levar anos até produzir resultados significativos. Além disso, riscos externos, como o aumento de tarifas e restrições norte-americanas à exportação de chips, poderão comprometer o progresso da China na área da IA.

Para adotarmos uma postura mais construtiva sobre as ações chinesas, seria necessário ver uma recuperação económica mais ampla, especialmente nos setores de consumo e imobiliário, além de provas claras de crescimento sustentado dos lucros por ação, algo ausente na última década. Nesta fase de volatilidade, acreditamos que produtos estruturados com proteção contra quedas podem oferecer uma resiliência adicional ao portefólio.

Renta fixa

Mantendo o plano de voo no caminho certo para colher a portagem

Pontos-chave:

- Os rendimentos dos EUA sob pressão devido ao receio de crescimento induzido pelas políticas de Trump.
- Os rendimentos da UE impulsionados pela grande "bazuca" fiscal da Alemanha.
- Alargamento dos diferenciais de crédito contido, apesar da volatilidade interativa de ativos.
- Colher rendimentos atrativos em segmentos específicos de crédito continua a ser o nosso foco.

Volatilidade das taxas em meio a crescentes incertezas

No 1º trimestre, os rendimentos dos EUA inicialmente subiram até meados de janeiro, antes de cair acentuadamente até o início de março, amplamente impulsionados pela crescente incerteza económica. A resposta moderada na extremidade curta da curva reflete a relutância da Reserva Federal (Fed) em cortar as taxas, enquanto a extremidade mais longa tem sido mais sensível às preocupações fiscais. As expectativas do mercado para a trajetória política da Fed evoluíram juntamente com o impacto económico e inflacionário das políticas de Trump. Inicialmente, os receios de inflação mais alta dominaram, mas, mais recentemente, as preocupações sobre um crescimento mais fraco assumiram o centro do palco. Esta mudança levou a uma repricagem significativa das expectativas das taxas, com a taxa implícita de política para o final do ano a cair mais de 40 pontos base em relação ao pico de meados de fevereiro.

A decisão da Fed de manter as taxas de juros estáveis, ao mesmo tempo que reduziu a sua previsão de crescimento para 2025 e aumentou as projeções de inflação, destaca os efeitos negativos das tarifas na economia. Isto coloca o banco central numa posição difícil – enquanto a fraqueza do mercado de trabalho poderia justificar cortes nas taxas, as expectativas de inflação persistentemente altas no médio prazo podem adiá-los. Como resultado, acreditamos que o mercado terá dificuldade em incorporar mais de 70 pontos base de afrouxamento para o restante do ano.

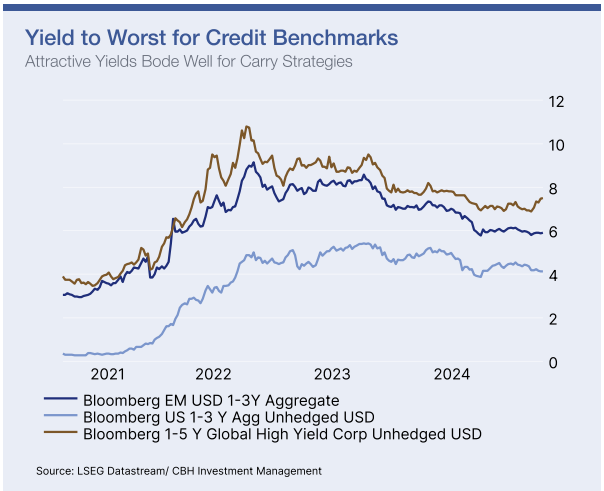
Dada a volatilidade contínua do mercado, uma abordagem ativa para a gestão da duração continua a ser crucial. Por agora, mantemos uma postura cautelosa, mantendo-nos próximos ao nosso índice de referência. Tecnicamente, o nível de 4,10% continua a ser um suporte chave para o rendimento dos títulos do Tesouro a 10 anos, e uma quebra abaixo desse limiar pode abrir caminho para um movimento em direção ao mínimo do ano passado, perto de 3,6%. Este não é o nosso cenário base, salvo temores crescentes de recessão.

Na Zona Euro, a política fiscal da Alemanha sofreu uma mudança significativa, com o parlamento a flexibilizar o travão constitucional da dívida para permitir o aumento dos gastos com defesa e a criação de um fundo de infraestruturas de 500 mil milhões de euros. Isto impulsionou uma subida acentuada nos rendimentos dos Bunds alemães, que subiram mais de 50 pontos base desde março e 90 pontos base desde dezembro.

Embora os planos fiscais da Alemanha ofereçam promessas, eles exigirão financiamento de mercado a taxas de juro mais altas, o que aumentará a dívida nacional e os custos com juros. Isto levanta preocupações sobre a sustentabilidade da dívida a longo prazo, particularmente para países como

a Itália. Após esses anúncios, os rendimentos já subiram entre 40-50 pontos base, com os rendimentos dos títulos a 10 anos da Itália ainda à volta de 4%.

Embora estas medidas possam melhorar o potencial de crescimento da Zona Euro a médio prazo, a perspetiva a curto prazo permanece incerta devido a desafios estruturais e ao risco de tarifas dos EUA. Dado estes ventos contrários, esperamos que o BCE continue o seu ciclo de cortes de taxas com dois cortes adicionais este ano. Consequentemente, estamos mais otimistas em relação ao risco de duração na nossa exposição à renda fixa em euros.



Crédito: foco contínuo na estratégia de portagem

Desde que a nova administração dos EUA assumiu funções, os diferenciais de crédito dos EUA recuperaram dos mínimos, uma vez que a incerteza política é claramente um fator negativo para os mercados de diferenciais globais. No entanto, ainda está por ver até que ponto o enfraquecimento recente do sentimento económico se refletirá em dados de atividade 'dura' mais fracos. Por enquanto, o alargamento recente dos diferenciais não foi suficientemente significativo para mudar as nossas alocações e continuamos a privilegiar a portagem de curto prazo em todo o segmento. Mantemos posições em dívida de alto rendimento de curto prazo e dívida de mercados emergentes, e estamos mais seletivamente expostos a híbridos corporativos e CLOs. A portagem atrativa continua a ter o potencial para absorver uma grande parte de um eventual estreitamento adicional dos diferenciais, mesmo que mantenhamos a nossa perspetiva benigno para os diferenciais de crédito.

A dívida de mercados emergentes em moeda forte (EMD) iniciou o ano com um forte desempenho, principalmente impulsionada por uma recuperação nas taxas de juros principais, com os diferenciais de marcados emergentes (ME) a manterem-se relativamente estáveis. A portagem continua a ser um contributo significativo para os retornos, representando quase metade do desempenho total. O mercado de moeda forte ME encontra-se numa posição favorável após um período de reestruturações intensas, deixando os emissores mais vulneráveis em uma situação mais forte, o que deverá continuar a apoiar a portagem.

Forex

O Excecionalismo dos EUA posto em questão

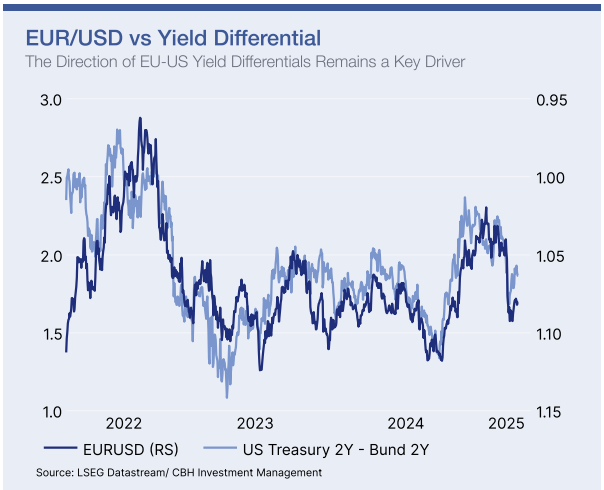
Puntos clave:

- Trump tem ofuscado significativamente a perspetiva do dólar dos EUA.
- À medida que o diferencial de crescimento e rendimento entre os EUA e a UE diminui, o USD perde o seu brilho.
- O iene é um dos melhores desempenhos de 2025, e mantemos a nossa perspetiva moderadamente positiva.
- Esperamos que a GBP continue influenciada por preocupações fiscais e dados económicos.

Trump 2.0 a pesar sobre o dólar

O dólar dos EUA começou o ano com um desempenho forte, alcançando um pico de dois anos com base no índice ponderado pelo comércio. No entanto, uma reversão acentuada ocorreu desde então, impulsionada por três fatores principais. Primeiro, as tarifas crescentes introduziram uma significativa incerteza política e volatilidade no mercado, com uma crescente preocupação por parte dos investidores sobre o seu potencial para enfraquecer o crescimento económico. Segundo, uma série de dados económicos inesperadamente fracos dos EUA, em particular a queda da confiança do consumidor, amplificou os receios de uma desaceleração ou mesmo estagflação. Embora os EUA ainda possam demonstrar um desempenho económico absoluto superior, o diferencial de crescimento relativo com o resto do mundo deverá diminuir no próximo ano e até 2026. Esta mudança levanta dúvidas sobre a narrativa de longa data do excecionalismo económico dos EUA, que tem sido um pilar fundamental da perspetiva otimista para o dólar nos últimos meses.

O EUR/USD também recebeu um impulso significativo com o estímulo fiscal da Alemanha, particularmente em infraestrutura e despesas com defesa. Isso aumentou as expectativas de um crescimento económico mais forte na Zona Euro e reduziu significativamente o diferencial das taxas de juros, empurrando o EUR/USD para cima. A velocidade e a magnitude do movimento foram exacerbadas pela posição extremamente negativa no euro, o que surpreendeu os mercados. Além disso, o forte desempenho dos ativos europeus levou a entradas substanciais de capitais, fortalecendo ainda mais o euro.



Olhando para o futuro, a expansão fiscal da Alemanha deverá impulsionar o crescimento a médio prazo, mas a perspetiva a curto prazo permanece incerta devido ao impacto potencial das tarifas dos EUA. Embora esperemos que o EUR/USD negocie dentro da faixa de 1,06–1,10 nas próximas semanas, a nossa perspetiva a médio prazo sobre o dólar tornou-se mais cautelosa, à medida que os dois pilares principais do excecionalismo dos EUA – os diferenciais de rendimento e crescimento – continuam a diminuir. Evidências crescentes sugerem que o ímpeto económico dos EUA está a abrandar, tornando mais provável uma contração adicional nos diferenciais de crescimento em relação aos pares globais. Esta mudança reduz a

probabilidade de uma Reserva Federal mais agressiva e enfraquece o suporte para o dólar impulsionado pelo rendimento. A especulação sobre aumentos adicionais das taxas pela Fed, que foi convincente no final do ano passado e no início deste ano devido ao desempenho económico superior dos EUA, inflação persistente e políticas fiscais expansionistas antecipadas, agora parece desatualizada, com as discussões a regressarem para possíveis cortes nas taxas. Além disso, como a atual fonte de incerteza global está centrada nos EUA, os investidores internacionais estão cada vez mais a tentar reduzir a sua exposição a ativos denominados em dólares. Além disso, Donald Trump parece disposto a provocar um enfraquecimento do dólar, visto que considera que a força da moeda é um obstáculo à competitividade económica dos EUA.

BoJ deverá continuar a aumentar as taxas

Entramos em 2025 com uma perspetiva otimista sobre o iene japonês (JPY), prevendo que o USD/JPY negoceie abaixo de 150 no primeiro semestre de 2025 e que o diferencial de rendimento de 10 anos entre os EUA e o Japão se reduza para 3% – ambos os cenários materializaram-se em grande parte. O JPY é atualmente a terceira moeda com melhor desempenho entre as moedas do G10, ficando atrás apenas das moedas escandinavas.
O Banco do Japão (BoJ) manteve a sua trajetória de política, aumentando a taxa de juros em janeiro para 0,5% à medida que os salários reais melhoraram, o que contribuiu para uma mudança no diferencial de rendimento em favor do iene. Além disso, um receio de crescimento nos EUA, impulsionado pelo impacto das políticas de Trump, levou a uma queda significativa nos rendimentos dos EUA, fortalecendo ainda mais o JPY em relação ao dólar.

Olhando para o futuro, esperamos que o BoJ continue a normalizar gradualmente as taxas de juros, à medida que os aumentos salariais substanciais e o aumento dos preços dos alimentos estão a impulsionar os preços ao consumidor, tornando o BoJ cada vez mais confiante de que atingirá a sua meta de 2%. Além disso, os investidores japoneses podem começar a repatriar ativos estrangeiros, proporcionando um suporte estrutural adicional para o JPY. No geral, mantemos uma perspetiva construtiva a médio prazo sobre o iene, esperando que a normalização da política e os fluxos de capitais conduzam a uma maior apreciação.

Esta perspetiva é reforçada pelo facto de o JPY continuar a ser a moeda mais subvalorizada do G10. O USD/JPY caiu abaixo de 147 em meados de março antes de recuperar para acima de 151. A curto prazo, esperamos que o nível de resistência de 153 se mantenha e continuamos a ver uma alta probabilidade de que a paridade negocie de forma sustentável abaixo de 150 nos próximos meses.

GBP a navegar pelas dificuldades fiscais

A libra esterlina evitou um novo receio fiscal no final de março, quando a chanceler Rachel Reeves procurou tranquilizar os mercados implementando uma medida de aperto fiscal próxima dos 10 mil milhões de libras esperados. Isto seguiu-se às previsões atualizadas do Office for Budget Responsibility (OBR), que reduziu pela metade a sua projeção de crescimento do PIB para 2025, de 2% para 1%, enquanto se espera que a inflação média seja de 3,2% em 2025 antes de regressar a 2% em 2027. O crescimento económico mais lento, a inflação persistente e os riscos geopolíticos levaram o governo a apertar a política fiscal sem aumentar os impostos. A Declaração de Primavera de 2025 manteve as políticas fiscais definidas no Orçamento de Outono de 2024, ao mesmo tempo que introduziu cortes nos gastos, principalmente em ajuda externa, benefícios sociais e orçamentos de alguns departamentos, tudo enquanto mantinha o investimento em capital. Ao priorizar a disciplina fiscal e a segurança nacional, o governo procurou tranquilizar os mercados e gerir a dívida de forma eficaz.

O mercado reagiu positivamente, com o GBP/USD a manter-se estável, enquanto os rendimentos dos títulos a 10 anos (gilts) inverteram para baixo. Vemos esses desenvolvimentos como favoráveis para a libra, uma vez que rendimentos mais altos nos gilts poderiam pressionar as suposições orçamentais e a libra esterlina. No entanto, as tarifas dos EUA representam um risco chave – de acordo com o OBR, um aumento de 20% nas tarifas dos EUA sobre o resto do mundo (RoW) poderia reduzir o PIB do Reino Unido em 1% e anular qualquer superávit fiscal projetado. Como resultado, a GBP não deve ser considerada uma vencedora relativa nas tensões comerciais, dado as implicações fiscais. Por agora, acreditamos que o GBP/USD formou um pico local em torno de 1,30 e esperamos que o par caia gradualmente para 1,26 durante o segundo trimestre.

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

Rua Visconde de
Pirajá, 470 / 701
Ipanema -
CEP: 22410-002
Rio de Janeiro - Brazil
*from 01/05/2025

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 são referentes a 31 de março de 2024
Publicado em abril 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