

Perspetivas
Outlook Verão

3º Trimestre 2025

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Entre forças antagónicas e equilíbrios instáveis

O segundo trimestre de 2025 foi marcado por uma acentuada volatilidade nos mercados financeiros, sobretudo ao nível do sentimento dos agentes económicos. As políticas fiscais e comerciais da nova administração norte-americana, somadas a tensões geopolíticas persistentes, geraram incerteza. Contudo, os indicadores económicos continuaram a demonstrar resiliência: crescimento económico sustentado e uma evolução positiva da inflação mantêm-se como traços dominantes. O desafio, neste trimestre, será navegar num ambiente em que forças contraditórias podem anular-se - ou desencadear movimentos abruptos.

O segundo trimestre foi pródigo em ruído, mas parco em deterioração real. As expectativas dos investidores oscilaram ao sabor de anúncios sobre tarifas, políticas migratórias e estímulos fiscais, principalmente nos EUA. Este ambiente contribuiu para uma perceção de risco elevada, mas os dados económicos mantiveram-se surpreendentemente robustos. A inflação continua a abrandar de forma ordenada, e o crescimento económico, embora moderado, não dá sinais de inflexão abrupta. O menor dinamismo previsto para o crescimento económico global ocorre num cenário próximo de pleno emprego global, pelo que tenderá a não ser tão preocupante como se ocorresse num cenário mais depressivo. Pode aliás contribuir para evitar uma situação de sobreaquecimento da economia e permitir que a política monetária se torne menos restritiva, prolongando a fase de crescimento. Ainda assim, o risco de contágio do sentimento à economia é real.

Tanto consumidores como empresários mostram prudência, com adiamentos em decisões de consumo e investimento. Paradoxalmente, também se verificou antecipação de certas decisões - nomeadamente importações - com o objetivo de mitigar futuros custos decorrentes de tarifas. Esta dicotomia espelha bem o momento atual: o mundo está atravessado por forças antagónicas que, por ora, tendem a equilibrar-se mutuamente.

Por um lado, a inteligência artificial e o ressurgimento da produção energética ("*drill baby drill*" e aumento da produção dos países da OPEC) estão a impulsionar a produtividade e a reduzir custos energéticos, favorecendo um cenário de crescimento com pressões desinflacionistas. Por outro lado, a desglobalização, as restrições à imigração e o aumento de tarifas introduzem fricções inflacionistas. Ao mesmo tempo, o envelhecimento demográfico, o elevado endividamento e o excesso de capacidade produtiva em várias geografias exercem forças deflacionistas.

Este jogo de contrapesos gera um equilíbrio frágil. Enquanto estas forças se anularem, o sistema permanecerá dentro de uma "normalidade instável". Porém, caso uma destas forças perca tração, o movimento de saída desse equilíbrio poderá ser brusco e disruptivo. Com níveis recorde de endividamento global, parece cada vez mais provável o regresso a um regime de repressão financeira, onde os devedores são aliviados através de juros reais persistentemente negativos.

Neste contexto, defendemos uma abordagem prudente, alinhada com o perfil de risco de cada um. A diversificação permanece essencial, mas deve ser complementada por uma alocação seletiva. Ativos reais com remuneração indexada à inflação, negócios de elevada qualidade com capacidade de definir preços (*pricing power*) e obrigações de curto prazo com *spreads* de crédito elevados (nomeadamente *high yield*) podem oferecer potencial de retorno real positivo e uma relação risco e retorno atrativos. A manutenção de uma reserva de liquidez, capaz de responder a eventos súbitos, completa o perfil de uma carteira robusta para tempos incertos, mas ainda promissores.



Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

Classes	Subclasses	— —	—	Neutro	+	+ +
Liquidez	Depósitos à Ordem, Depósitos a Prazo					
Obrigações	*Investment Grade* Europa					
	Investment Grade EUA (EURHdg)					
	High Yield Global (EURHdg)					
	Emergentes Global (EURHdg)					
Ações	Europa ex-Reino Unido					
	EUA (EURHdg)					
	Reino Unido (EUR)					
	Emergentes (EUR)					
Outros	Ouro, REITS, Infraestruturas, etc.					

Análise Macroeconómica

As perspetivas económicas para os três maiores blocos económicos globais continuam a desacelerar.



Apesar de, no relatório de 5 de junho, o BCE ter mantido a projeção de crescimento do PIB da Zona Euro para 2025 em 0,9%, reviu em baixa a de 2026, para 1,1% (-0,1 p.p.), devido ao impacto das tarifas dos EUA, à apreciação do euro e à incerteza comercial. Em 2027, espera uma recuperação para 1,3%. A expectativa para a inflação foi igualmente reduzida e deverá abrandar para 2% em 2025 e 1,6% em 2026, regressando à meta de 2% em 2027. O consumo privado e o investimento também foram revistos em baixa para 2025, mas deverão ganhar força a partir de 2026, suportados pelo acréscimo de rendimentos real, menor inflação e impulso dos gastos em defesa e infraestruturas. O mercado de trabalho mantém-se resiliente, com emprego a crescer 0,6% em 2025 e a taxa de desemprego estável nos 6,3%.

A inflação subjacente (*core*) da Zona Euro, que exclui bens voláteis como energia e alimentação, continua a desacelerar e atingiu, em junho, o nível mais baixo desde o final de 2021, em 2,3%. Este abrandamento confirma a desaceleração económica e justifica a descida das taxas de juro pelo BCE em 200 pontos base em menos de um ano.

Na Alemanha, apesar do crescimento de 0,3% no primeiro trimestre, não se espera que esse impulso se mantenha durante o resto do ano. É certo que as expectativas para a economia

alemã continuam a melhorar desde o final do ano passado. O índice Ifo alemão está no nível mais elevado do último ano e o índice ZEW também regista progressos. Além disso, as expectativas dos industriais alemães, medidas pelo PMI, têm melhorado gradualmente, atualmente nos 49 pontos, muito próximo do território de expansão (50 pontos). Sendo um dos principais motores da economia alemã, a indústria é essencial para relançar a economia germânica e europeia, uma vez que a Alemanha continua a ser o motor da economia da Zona Euro. No entanto, de acordo com o Instituto Económico Ifo, o PIB alemão deverá estagnar no segundo trimestre de 2025.

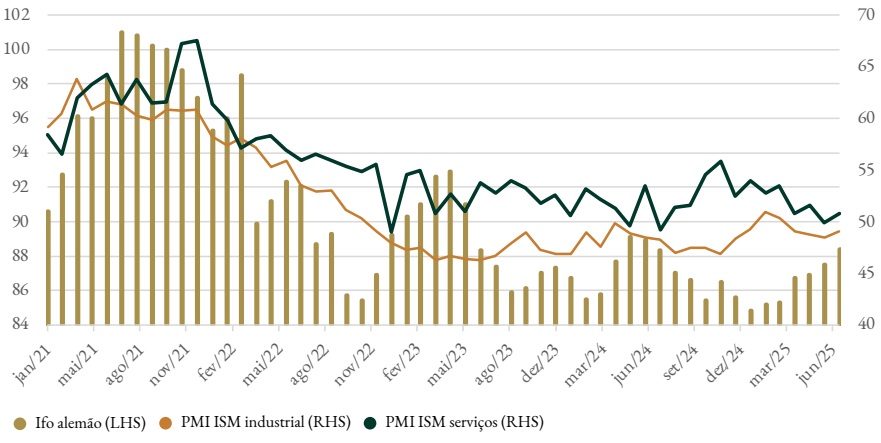
No que toca aos EUA, a volatilidade do primeiro semestre deverá ter sido pontual, marcada por uma recuperação resiliente do PIB no segundo trimestre, após a contração no primeiro. Esta evolução ficou a dever-se, em grande medida, à antecipação das tarifas, impulsionando as importações no início do ano, e como estas reduzem o PIB, este efeito acabou por penalizar o crescimento económico. Já no segundo trimestre, a variação das importações tem sido negativa, dado que muitas compras foram antecipadas no trimestre anterior. Assim, o GDPNow da Fed de Atlanta estima atualmente um crescimento de 2,6% para o segundo trimestre.

Contudo, o consumidor norte-americano, responsável por cerca de 70% do PIB, evidencia uma gradual fragilidade, contribuindo para um crescimento de apenas 1%, bastante abaixo da média da última década, entre 2% e 3%. Esta desaceleração está, essencialmente, associada aos receios em torno das tarifas, que poderão impulsionar os preços, e ao fim das poupanças acumuladas durante a pandemia.

Além disso, a confiança dos consumidores, medida tanto pelo Conference Board como pela Universidade de Michigan, tem evidenciado sinais de enfraquecimento. Também a Reserva Federal dos EUA (Fed), no seu Outlook trimestral publicado a 18 de junho, corroborou essa mesma tendência de abrandamento ao rever em baixa a projeção de crescimento dos EUA (de 1,7% para 1,4%), em alta a taxa de desemprego (de 4,4% para 4,5%) e ao aumentar a projeção da inflação subjacente (PCE *core*) em 30 pontos base, de 2,8% para 3,1%.

Quanto à China, o sentimento industrial, medido tanto pelo PMI Caixin como pelo PMI do NBS (Instituto Nacional de Estatística chinês), continua a apresentar valores relativamente fracos, próximos ou abaixo dos 50 pontos, insuficientes para sustentar um crescimento económico superior a 5%. No World Economic Outlook de abril, o FMI reviu em baixa o crescimento da China para 4% em 2025 e 2026, face aos 4,6% e 4,5% projetados em janeiro. A revisão deve-se sobretudo ao impacto das tarifas dos EUA e à incerteza global, que penalizam as exportações. Embora os estímulos internos amorteçam parte do choque, o FMI deixa o alerta relativo à excessiva dependência da economia chinesa do setor externo, recomendando uma maior aposta na procura interna.

Confiança empresarial: EUA Vs. Alemanha



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Desde o início do ano, a confiança empresarial na Alemanha tem registado uma melhoria significativa. O índice Ifo atingiu máximos dos últimos 12 meses e o PMI industrial tem acompanhado também esta recuperação. Estes sinais reforçam a expectativa de que a Alemanha possa finalmente sair da recessão que já dura há dois anos - uma situação apenas comparável, desde a Segunda Guerra Mundial, à contração vivida na crise das dotcom. A concretizar-se, evitar-se-iam três anos consecutivos de recessão, algo inédito desde o período de 1932-34. Este otimismo resulta, em parte, do pacote de estímulos alemão, que deverá impulsionar a atividade industrial. O efeito positivo já se nota na bolsa, com o DAX 40 a superar os índices norte-americanos. Nos EUA, o PMI industrial recuperou apenas ligeiramente, enquanto o PMI dos serviços cai há quase um ano, aproximando-se dos mínimos da pandemia. Isto levanta dúvidas sobre a solidez da economia americana. Importa ainda sublinhar que o setor manufatureiro alemão representa cerca de 20 % do PIB, o dobro do peso nos EUA, à volta de 10 %. Esta diferença reforça a importância da indústria na economia germânica e dos serviços na economia dos EUA.

Perspetivas para obrigações

O ano de 2025 está a ser marcado por uma profunda reconfiguração geopolítica e económica. As tensões comerciais, especialmente entre os EUA e a China, começaram a dar sinais de abrandamento, criando um ciclo de otimismo nos mercados. Contudo, a incerteza continua elevada, impulsionada por fatores como a guerra no Médio Oriente, políticas protecionistas e a atuação dos bancos centrais.

Observou-se uma divergência entre os mercados de dívida soberana: os *Bunds* alemães funcionaram como ativos de refúgio, ao passo que os *Treasuries* norte-americanos seguiram uma tendência pouco habitual. Esta dinâmica evidencia uma crescente preocupação dos investidores quanto à solidez dos EUA, promovendo a diversificação fora dos ativos norte-americanos.

A sustentabilidade da dívida é uma questão crítica em algumas economias desenvolvidas, especialmente no Japão, EUA e França, onde os défices orçamentais permanecem elevados. A França, em particular, tem sofrido descidas de *rating*, ao contrário dos países da periferia europeia que demonstram uma relativa resiliência económica.

Em termos de política monetária, o BCE parece satisfeito com o nível atual da inflação, próximo dos 2%, embora adote uma postura prudente quanto a novos cortes nas taxas de juro. Já nos EUA, a Fed mantém-se vigilante face ao impacto das tarifas na inflação e poderá reagir com cortes adicionais, caso surjam sinais de enfraquecimento no mercado laboral. A relativa solidez financeira das famílias americanas – com baixos níveis de endividamento e riqueza elevada – ainda suporta o consumo, apesar das desigualdades entre os vários extratos sociais.

Globalmente, prevê-se um ciclo de cortes nas taxas de juro, um de 25 pontos base (pb) para a Europa e dois de 25 pb cada para os EUA. A exceção é no Japão, onde o aperto monetário pode ser adiado. A Alemanha anunciou um reforço dos investimentos em defesa e infraestruturas, o que poderá ser um motor para o crescimento europeu a médio prazo, mas que poderá limitar a descida das taxas de juro de longo prazo.

No mercado de crédito corporativo, o primeiro semestre de 2025 revelou uma melhoria na qualidade de crédito nas empresas europeias, onde existiram mais *upgrades* (138) que *downgrades* (101) e deterioração na qualidade de crédito nos EUA, com os *downgrades* (261) a superaram os *upgrades* (216). Ainda assim, os *spreads* mantêm-se relativamente estáveis e os níveis de endividamento das empresas continuam controlados.

Com o abrandamento económico e a expectativa de cortes nas taxas, os investidores deverão privilegiar maturidades curtas e intermédias. A seleção de ativos torna-se crítica, especialmente em cenários de potenciais choques económicos. Títulos como dívida *high yield* de curto prazo, instrumentos subordinados e dívida híbrida corporativa podem oferecer prémios de risco interessantes.

O mercado obrigacionista em 2025 apresenta-se como um campo de oportunidades, mas também de cautela. A diversificação, a análise criteriosa do risco de crédito e a atenção às decisões dos bancos centrais serão determinantes para um posicionamento eficiente neste novo ciclo económico.

Euro/Dólar



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Após a eleição de Trump em novembro de 2024, o dólar valorizou face ao euro devido a expectativas de políticas orçamentais expansionistas e eventual subida das taxas de juro pela Fed para conter pressões inflacionistas. No entanto, desde 13 de janeiro, o Dollar Index caiu quase 13%, atingindo mínimos desde 2021, refletindo a perceção de que Trump está a implementar, de forma implícita, o chamado "Acordo de Mar-a-Lago". Inspirado no Bretton Woods, mas invertido, o plano visa enfraquecer estrategicamente o dólar para beneficiar os EUA, através de tarifas protecionistas e de um fundo soberano que compraria moedas estrangeiras. A estratégia assume que bancos centrais estrangeiros continuarão a comprar dívida americana, mas ignora mudanças recentes: a China, receosa após o congelamento das reservas russas em 2022, tem reduzido a sua exposição ao dólar e aumentado reservas em ouro físico. Paralelamente, países como a Índia e Arábia Saudita adotam acordos bilaterais e *swaps* cambiais para escaparem à dependência do dólar. Sem a cooperação internacional do passado (como no Acordo Plaza de 1985), os EUA enfrentam um contexto multipolar, onde a confiança no dólar se tem deteriorado, comprometendo o seu papel como moeda de reserva global.

Perspetivas para ações

O segundo trimestre de 2025 foi marcado pela surpreendente reviravolta dos mercados acionistas, recuperando de fortes quedas registadas na sequência do 'Liberation Day' no início de abril e atingindo novos máximos perto do final do trimestre.

Este movimento de reversão iniciou-se após o anúncio do adiamento da entrada em vigor das tarifas, o que levou o mercado a deduzir três conclusões fundamentais: que a administração Trump afinal era sensível aos dados macroeconómicos e de mercado, existindo assim o chamado "Trump put"; que do lado dos EUA, a liderança das negociações comerciais tinha transitado para elementos da administração vistos como agindo numa base de racionalidade, nomeadamente Scott Bessent; que o impacto das tarifas sobre os resultados das empresas não seria tão negativo como receado logo após o 'Liberation Day'.

A confiança dos investidores foi crescendo ao longo do trimestre, à medida que vários riscos se atenuaram: não só a retórica entre os EUA e os seus principais parceiros comerciais baixou de tom, especialmente com a China, culminando na perspetiva de assinatura de acordos comerciais, mas também a administração Trump retirou da sua lei orçamental a controversa Section 899, que poderia ter funcionado como fator adicional de incerteza, enquanto que a tensão do conflito militar entre Israel e Irão abrandou.

Evolução nos últimos 3 meses

	31-mar	30-abr	31-mai	30-jun	Últimos 3 meses	Último mês (jun)
Ações						
S&P 500	5 611,85	5 569,06	5 911,69	6 204,95	10,57%	4,96%
Nasdaq 100	19 278,45	19 571,02	21 340,99	22 679,01	17,64%	6,27%
DAX 40	22 163,49	22 496,98	23 997,48	23 909,61	7,88%	-0,37%
Stoxx 600	533,92	527,48	548,67	541,37	1,40%	-1,33%
Nikkei 225	35 617,56	36 045,38	37 965,10	40 487,39	13,67%	6,64%
Shanghai Composite	3 335,75	3 279,03	3 347,49	3 444,43	3,26%	2,90%
MSCI World	3 628,64	3 655,52	3 863,48	4 026,44	10,96%	4,22%
MSCI Emergentes	1 101,40	1 112,84	1 157,34	1 222,78	11,02%	5,65%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,21%	4,16%	4,40%	4,23%	2,3 pb	-17,2 pb
Yield Bund 10 yr	2,74%	2,44%	2,50%	2,61%	-13,1 pb	10,7 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,26%	3,00%	2,98%	3,06%	-20,5 pb	8,0 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	4,29%	4,27%	4,32%	4,29%	0,4 pb	-3,1pb
Libor EUR 3 meses	2,34%	2,16%	2,00%	1,94%	-39,2 pb	-5,1 pb
Cambial						
EUR/USD	1,0816	1,1328	1,1347	1,1787	8,98%	3,88%
EUR/GBP	0,8372	0,8500	0,8432	0,8583	2,52%	1,79%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	72,60	60,43	62,05	66,74	-8,07%	7,56%
WTI (USD barril)	69,65	57,19	59,79	65,11	-6,52%	8,90%
Ouro (USD onça troy)	3123,57	3288,71	3289,25	3303,14	5,75%	0,42%

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O mercado foi ainda suportado, mesmo neste contexto de incerteza, porque as principais economias continuaram a evoluir a um ritmo satisfatório, não se concretizando ainda os receios de estagnação do consumo das famílias ou do investimento das empresas. Em particular, no setor da tecnologia, apesar das dúvidas levantadas no primeiro trimestre, o investimento em capacidade de computação para inteligência artificial não deu sinais de desacelerar.

Pelo contrário, não se inverteu a tendência de desvalorização do dólar norte-americano, materializando-se assim um dos principais objetivos preconizados por conselheiros económicos da administração Trump, no sentido de melhorar a posição competitiva da economia americana. Para além de potencialmente prejudicar os resultados das exportadoras europeias, este dado veio reduzir a *performance* das carteiras de investimento denominadas em euros e com exposição ao mercado americano.

Neste ambiente de mercado, reiteramos a recomendação de exposição a empresas de qualidade, com menor volatilidade de resultados, inclusivamente na sua componente cambial, e caracterizadas pela exposição a tendências estruturais de crescimento de longo prazo e excelente geração de *cash-flow*.

Perspetivas para Alternativos

O investimento em ativos alternativos ganha crescente atratividade com os cortes nas taxas de juro pelos principais bancos centrais, oferecendo potencial de descorrelação face aos mercados tradicionais. Esta classe torna-se particularmente relevante em cenários de *stress* simultâneo nos mercados acionista e obrigacionista, sendo essencial um critério de seleção rigoroso face às incertezas geopolíticas.

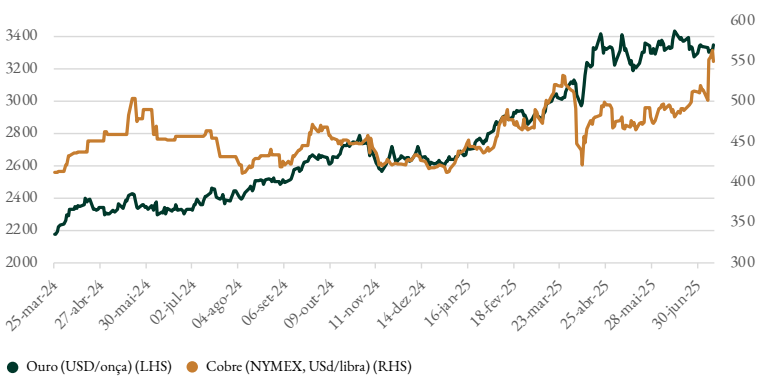
As matérias-primas apresentam perspetivas divergentes: a cotação do petróleo tem sido pressionada em baixa devido a preocupações com o crescimento económico americano e abrandamento da procura chinesa, com objetivos de $63-68 para o Brent e $60-65 para o WTI. O potencial excesso de oferta poderá levar o Brent para $55 até meados de 2026, de acordo com a Amundi. Contrariamente, o ouro mantém-se como aposta de elevada convicção, beneficiando da procura robusta de bancos centrais e funcionando como proteção estratégica contra incertezas geopolíticas. A prata surge como exposição complementar, embora mais volátil devido à sua dupla natureza de metal precioso e industrial.

O imobiliário tem estabilizado após a correção de 2022, com dinâmicas distintas: o residencial beneficia da escassez de oferta, o logístico enfrenta excesso de oferta, os escritórios permanecem pressionados e o retalho demonstra recuperação em ativos bem integrados com o comércio eletrónico.

As infraestruturas mantêm relevância estrutural pela proteção contra inflação e descorrelação, com crescente interesse em ativos ligados à inteligência artificial. Os *hedge funds* são valorizados pela capacidade de gerar alfa, destacando-se as estratégias *Equity Market Neutral* e *Global Macro*.

O *private equity* enfrenta desafios, com preferência pelo crédito privado, que beneficia de rendimentos estáveis, baixa sensibilidade à volatilidade e democratização do acesso através de fundos *"evergreen"* e regimes como o ELTIF 2.0.

Ouro Vs. Cobre



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O ouro, enquanto principal metal precioso, e o cobre, como o mais importante dos metais industriais, tendem historicamente a evoluir de forma oposta em função do ciclo económico. Em períodos de desaceleração, o ouro valoriza por ser visto como ativo-refúgio, beneficiando também de taxas de juro mais baixas e da procura por segurança. Já o cobre, muito utilizado na construção e indústria, tende a ser penalizado com a menor atividade económica e a queda da procura global. No entanto, o gráfico revela um comportamento invulgar, com ambos os metais a terem um comportamento muito semelhante. O ouro acelerou desde o início do ano, refletindo maior incerteza geopolítica e crescente procura dos bancos centrais, sobretudo do PBoC. Por sua vez, o cobre, após um período de fraqueza, recuperou de forma acentuada, impulsionado na última semana pela antecipação de tarifas sobre metais industriais, o que gerou receios de escassez de oferta e reforçou a procura. Este padrão simultâneo de valorização sugere que, apesar do abrandamento económico, fatores extraordinários, como medidas comerciais e estratégias monetárias dos bancos centrais, estão a influenciar ambos os mercados de forma convergente, contrariando a tendência histórica de divergência entre os dois ativos.

1833
BANCO
CARREGOSA

Siga-nos nas redes sociais

Banco L. J. Carregosa, S.A. | Capital Social € 20.000.000,00
Matriculado na Conservatória do Registo Comercial do Porto sob o número único de matrícula e de identificação fiscal 503 267 015
O Banco Carregosa está registado no Banco de Portugal (BdP) sob o nº 0235 e na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) sob o nº 0169.
Av. da Boavista, 1083 - 4100-129 Porto, Portugal | Tel.: +351 226 086 460 | Fax: +351 226 086 490
info@bancocarregosa.com | www.bancocarregosa.com

2025 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.

Mod0587V01_BC_PT_07-25