

outubro de 2021



Relatório  
trimestral

## Constrangimentos na recuperação económica global

Os constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais e a continuação de contágios de variantes virais estão a ter impacto no abrandamento a curto prazo do crescimento económico. No entanto, a recuperação na procura e as condições financeiras favoráveis continuam a apoiar o caminho para uma plena recuperação.

A economia global está a passar de uma recuperação baseada em estímulos para uma expansão orgânica e auto-sustentável. Até agora, os bancos centrais foram bem-sucedidos numa comunicação efetiva da transição para uma política monetária menos acomodaticia, tendo conseguido evitar que o mercado entrasse em turbulência. Os atuais yields reais negativos nos mercados desenvolvidos parecem incorporar o cenário de inflação transitório, algo que começa a parecer menos provável.

As avaliações exigentes dos ativos de risco implicam uma elevada sensibilidade do mercado face a surpresas negativas. Destacamos quatro riscos que podem implicar picos de volatilidade nos próximos meses: uma inflação persistente, o mercado imobiliário chinês, a compressão das margens empresariais e a incerteza em matéria de política fiscal nos EUA. No entanto, acreditamos que a tendência de crescimento das ações e obrigações de empresas continua a beneficiar de valorizações relativas, da melhoria em matéria de lucros das empresas e um ambiente de política monetária que se mantém acomodaticio.

# Mensagens chave para o 4.º Trim. de 2021

## Os constrangimentos na indústria e as variantes Covid-19 estão a atrasar a recuperação global

A economia global continua a progredir no sentido de uma recuperação total, graças a condições financeiras muito favoráveis. No entanto, verifica-se uma moderação nas expectativas de crescimento devido ao impacto da variante Delta e aos constrangimentos na linha de produção industrial. Creemos que o atual ciclo de crescimento ainda está sustentado nas políticas monetárias expansionistas, no otimismo empresarial e no aumento da procura.

## Os estímulos continuam a apoiar a economia.

Até agora, os bancos centrais têm tido sucesso a convencer os investidores a respeito da natureza de curto prazo da subida da inflação e sobre a pertinência de começar a reduzir os programas de compra de ativos. No entanto, o processo de subida das taxas de juro promete ser mais problemático, como já se viu nos mercados emergentes, em 2021. Os investidores estão confiantes de que o começo dessas subidas e o aumento dos impostos se manterão fora do radar durante os próximos doze meses, mas a probabilidade de isso vir a ocorrer mais cedo está a aumentar.

## Os ativos de risco continuam a estar apoiados nos fluxos e nas valorizações relativas.

No seguimento dos bons resultados verificados nos primeiros 9 meses de 2021, muitos investidores questionam se o mercado irá conseguir manter o ritmo. Continuamos a acreditar que a fase ascendente dos ativos de risco ainda não terminou, dado que os ativos de menor risco não constituem uma alternativa e a economia global ainda não recuperou totalmente do embate da pandemia. Não obstante, as valorizações absolutas estão cada vez mais elevadas, e isto constitui uma fonte de debilidade e preocupação em relação à volatilidade e a retornos futuros.

## 01 Mensagens contraditórias no radar económico

O ciclo económico está a entrar numa fase em que os dados em matéria de crescimento e inflação começam a ser cada vez mais contraditórios. A dificuldade a nível mundial no controlo dos casos Covid-19 está a afastar as esperanças de uma recuperação económica rápida e sustentada, o que obriga as empresas a reajustarem os seus planos e a reverem as suas previsões.

**Durante o Verão, as expectativas passaram de uma reabertura total e iminente, sustentando o crescimento económico, para uma perspetiva de recuperação um pouco mais lenta e desigual.** O índice de confiança dos consumidores da OCDE continua a melhorar a nível mundial, mas economias como os EUA e a China, que saíram mais cedo da crise, começam a apresentar uma inflexão no caminho da melhoria. Parece claro que a variante Delta conduziu a uma deterioração da confiança e a uma perda de dinamismo dos indicadores económicos. Ainda assim, em termos gerais, **a situação financeira das famílias permanece robusta graças aos generosos programas de estímulo governamental nas economias desenvolvidas, sendo que as condições financeiras globais são extremamente favoráveis ao investimento empresarial.**

A economia europeia é um bom exemplo de uma forte recuperação da crise do coronavírus. O crescimento na Zona Euro ultrapassou os EUA e a China no segundo trimestre de 2021, sendo que mais de 70% dos adultos da UE estão totalmente vacinados, o investimento está em expansão e o desemprego em queda. No entanto, a presidente do BCE, Christine Lagarde, mostrou-se recentemente cautelosa ao afirmar que "não estamos fora de perigo" e destacou riscos como a variante Delta ou constangimentos nos próximos meses, apesar de ter revisto em alta as suas previsões de crescimento pela terceira vez consecutiva este ano.

Um bom exemplo dos **sinais contraditórios que a publicação de dados económicos** apresenta pode ser observado nos dois gráficos abaixo. As medidas de "surpresa" (ou seja, a comparação dos dados oficiais publicados com as previsões dos economistas) em matéria de crescimento, começaram a degradar-se e **passaram a negativas durante o Verão.** Ao mesmo tempo, **os dados em matéria de inflação surpreenderam pelo lado positivo, tendo excedido as expectativas em todo o mundo.** Os economistas veem riscos de queda para a economia global, mas continuam a estimar um crescimento sólido em 2021.

A variante Delta conduziu a uma deterioração da confiança e a uma perda de dinamismo dos indicadores económicos

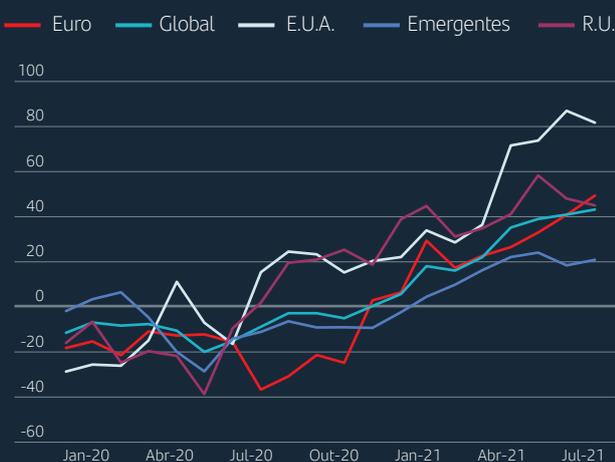
A incerteza sobre se a recuperação da economia irá manter o bom ritmo que tem tido até ao momento tem vindo a crescer

### A economia global dá sinais mistos entre inflação e crescimento

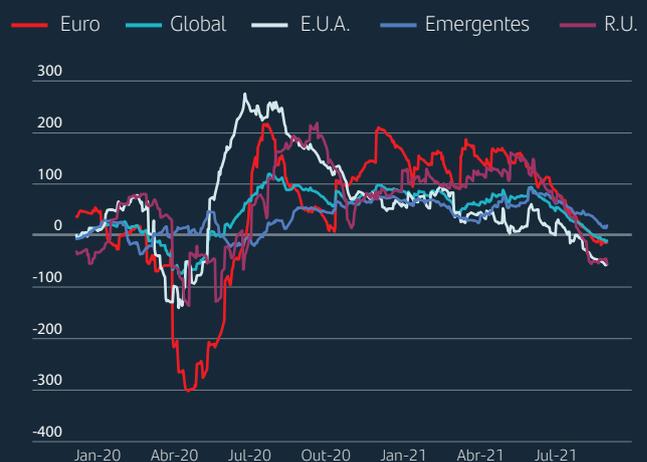
Fonte: Bloomberg

A combinação de inflação elevada com redução do crescimento constitui fonte de preocupação para os investidores

Inflação - Índice Citi Inflation Surprise



Crescimento - Índice Citi Economic Surprise



## O caminho de regresso à normalidade requer vacinas de reforço

Passaram quase 18 meses desde o início da pandemia, sendo que a economia vai recuperando e ganhando força à medida que a imunização aumenta. Todavia, o mundo enfrenta a variante Delta e a necessidade de uma vacina de reforço parece ser a única forma de manter um elevado nível de eficácia.

No final de 2020, foi dito que a "imunidade de grupo" seria alcançada quando 70% da população estivesse inoculada. Segundo a publicação *Our World in Data*, que compila todos os dados globais disponíveis sobre o Covid-19, a percentagem da população com pelo menos uma dose é ligeiramente superior a 40%, a nível mundial, com diferenças significativas por regiões, conforme se pode ver no gráfico abaixo. **Embora seja certo que as novas infeções diminuíram globalmente por volta do mês de Junho (ver gráfico acima), o aparecimento da variante Delta levou a novos picos de infeção, especialmente entre a população não vacinada.**

Face a este aumento no número de infeções, os países reagiram de maneiras diferentes. Os Estados Unidos e o Reino Unido procuraram manter-se numa trajetória de normalidade, ao passo que outros governos, tais como a China, Austrália, Nova Zelândia e grande parte do Sudeste Asiático, impuseram restrições mais rígidas. Novos confinamentos na Ásia, um importante produtor de bens intermédios fundamentais, causaram uma diminuição na atividade económica e ainda mais entraves no abastecimento, com duas consequências: aumentos de preços e uma desaceleração económica no resto do mundo, devido à escassez desses bens. Ou seja, a variante Delta poderá estar a provocar uma "estagflação"

É provável que o ceticismo em relação às vacinas se torne quase residual à medida que as provas da sua eficácia aumentem. Um estudo realizado pela Public Health England demonstrou que duas doses da vacina Pfizer-BioNTech tinham uma eficácia de 96% contra a hospitalização por motivo da variante Delta, sendo que a vacina da Oxford-AstraZeneca apresentou uma eficácia de 92%. Também foi demonstrado que a eficácia da vacina diminui com o tempo, sendo por isso necessária uma dose de reforço para que nos idosos se prolongue por mais tempo um nível elevado de eficácia. Quanto mais elevadas forem as taxas de infeção das novas variantes, mais elevada será a percentagem de vacinação necessária. Contudo, não consideramos que isto constitua um obstáculo para a recuperação, na medida em que os agentes económicos, incluindo governos, já se habituaram a lidar com este tipo de incertezas. No entanto, o maior risco potencial para a estabilidade do mercado e o crescimento económico continua a ser a possibilidade de novas variantes do Covid-19 não cobertas por vacinas.

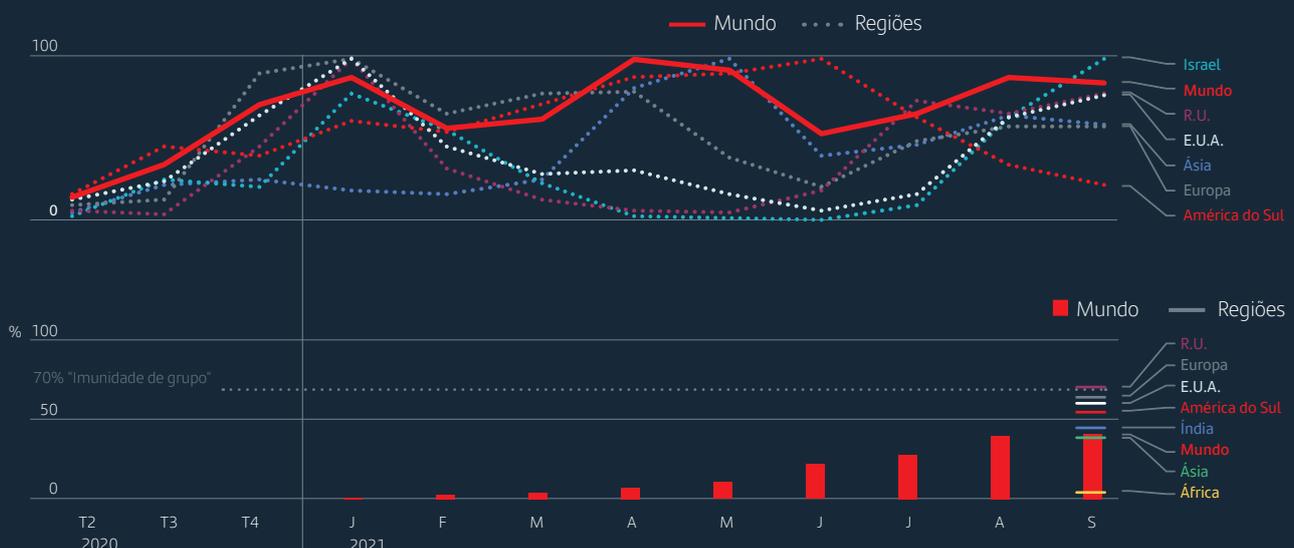
A pandemia prossegue através das novas variantes, mas estas não conseguiram até agora fazer descurrilar o processo de recuperação

O aumento da infecciosidade da variante Delta, mesmo entre as pessoas já vacinadas, implica que existe uma "nova normalidade" que difere da ideia de um regresso ao mundo pré-Covid que se esperava com a chegada das vacinas

### Média de novos casos por milhão por dia (100=nível máximo) e percentagem da população vacinada a nível mundial

Fonte: *Our World in Data* a 7 de setembro de 2021. A percentagem de pessoas vacinadas refere-se à população total e inclui aqueles que receberam pelo menos uma dose.

Apesar dos níveis de vacinação elevados, a variante Delta aumentou o número de infeções



## Os constrangimentos na indústria são más notícias no curto prazo, mas poderão implicar uma recuperação mais prolongada.

A rutura nas cadeias de abastecimento está a causar interrupções. Embora nalguns produtos se tenha verificado uma redução na oferta, a produção global de produtos fabricados está próxima de um recorde histórico. O problema centrar-se-á mais num desequilíbrio entre a oferta e a procura do que num problema de "menor oferta". **Desde meados da década de 1970 que as empresas não sofriam atrasos tão significativos nas entregas por parte dos fornecedores e os inquéritos empresariais realizados pela IHS Markit indicam que os problemas logísticos continuam a aumentar.** Um exemplo muito claro do impacto da escassez de semicondutores e de mão-de-obra pode ser visto na indústria automóvel (ver gráfico abaixo), que foi forçada a reduzir significativamente a produção para atribuir adequadamente o número limitado de microchips às fábricas de montagem de automóveis.

Ao longo do ano de 2021, os consumidores das economias desenvolvidas têm vindo a gastar as poupanças que acumularam durante o confinamento. Esta despesa tem estado a ser dirigida mais para bens do que para serviços, devido a restrições impostas pela pandemia no setor dos serviços, ou em função de os consumidores se sentirem mais seguros evitando atividades relacionadas com serviços. Isto levou a um nível extraordinário de procura de bens, tendo as despesas em bens duradouros aumentado muito acima da tendência.

**Esta expansão no consumo está a criar dois tipos de constrangimentos. O primeiro está relacionado com as cadeias de abastecimento.** Existe uma escassez de tudo, desde a madeira aos semicondutores. O segundo encontra-se nos mercados de trabalho, especialmente nos EUA. Em Agosto só foram criados 235.000 empregos nos EUA, muito abaixo dos 720.000 previstos. No entanto, as ofertas de emprego atingiram níveis recorde e as empresas estão a enfrentar dificuldades no preenchimento das vagas. Nos próximos doze meses deverá verificar-se um alívio em algumas destas tensões. As cadeias de abastecimento globais deverão ajustar-se e fortalecer-se e o mercado de trabalho deverá adaptar-se às novas exigências. A recuperação da pandemia estará longe de ser fácil. **A boa notícia é que ainda há muita procura em muitos sectores (habitação, automóveis, semicondutores, etc.), pelo que a escassez a curto prazo não parece ter potencial suficiente para fazer descarrilar a recuperação económica.**

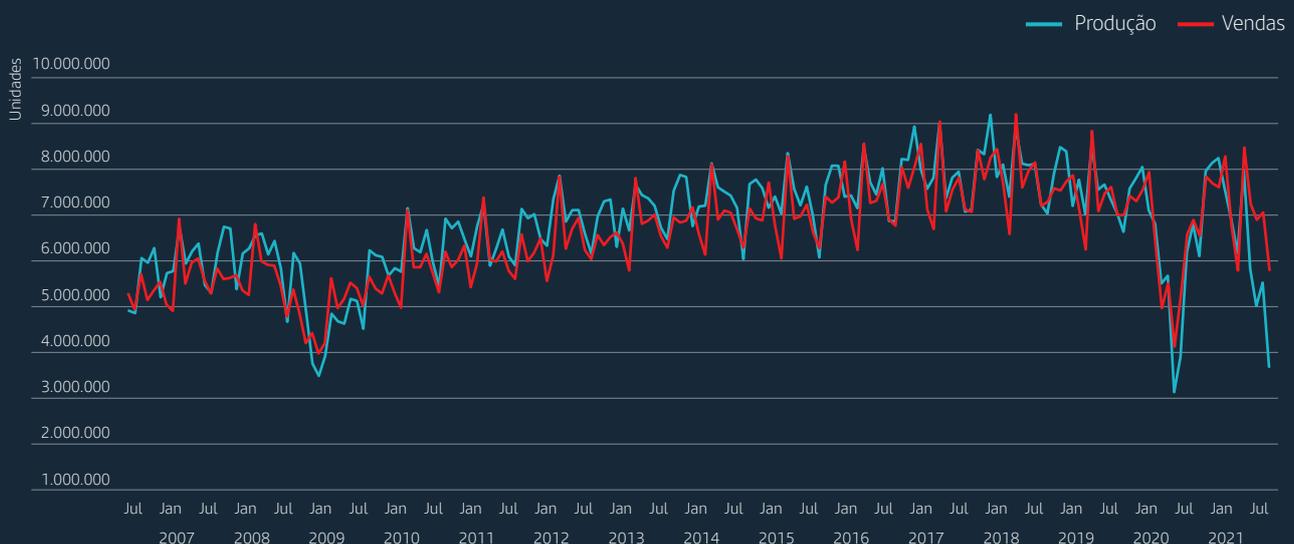
Muitos setores estão a sofrer com escassez de materiais e atrasos na entrega em resultado das ruturas causadas pela pandemia

O otimismo empresarial em matéria de crescimento mantém-se, embora a escassez e as subidas dos preços nos fornecimentos não deixem de constituir motivo de preocupação

### A produção global de veículos caiu a pique e ficou longe de satisfazer a procura atual

Fonte: Wards Intelligence e Datastream

#### A escassez de chips está a causar sérios problemas à indústria automóvel



## O crescimento económico já deverá ter tido o seu ponto mais alto neste ciclo

A dinâmica da recuperação económica abrandou nos últimos meses. Os indicadores de confiança revelam um desempenho dispar entre os principais mercados desenvolvidos, bem como uma divergência com os mercados emergentes. **O aumento dos contágios, os constrangimentos na produção, as limitações na oferta de mão-de-obra e o termo das várias medidas de estímulo nos EUA em particular deram origem a uma moderação – não obstante os níveis de crescimento permanecerem bastante elevados na maioria das economias.** A forte recuperação do crescimento económico que ocorreu após a queda inicial da atividade relacionada com a pandemia é insustentável ao longo do tempo, sendo portanto, de esperar, um regresso a níveis mais moderados.

A dinâmica negativa da pandemia continua a pesar na atividade económica na Austrália e no Japão, onde se tem verificado um aumento dos contágios e aplicação de medidas severas, tais como o confinamento, está a ser prolongada e alargada. Os indicadores de confiança no setor dos serviços caíram drasticamente, e a produção industrial está igualmente a abrandar. Os Estados Unidos e o Reino Unido também sofreram o impacto de grandes ondas de contágio que deram origem a uma desaceleração ainda maior do que a esperada. Nestes casos, as restrições não foram endurecidas de forma drástica, mas a situação, ao aumentar, parece estar a atrasar também a atividade dos consumidores. O lado positivo é que os **indicadores de confiança revelam que a Zona Euro está a demonstrar resiliência.** Como afirmámos, no último trimestre, a recuperação económica nesta região estava atrasada em relação ao resto do mundo – tendo provavelmente atingido o seu ponto mais elevado no segundo trimestre – e agora está a tentar convergir com as demais economias desenvolvidas.

**As economias emergentes foram afetadas pela variante Delta numa fase precoce da recuperação económica e estão a lutar contra a debilidade das suas condições internas.** A China não é diferente das outras grandes economias e está também a experimentar um abrandamento económico no segundo semestre do ano.

Esta situação causou revisões em baixa das previsões económicas (ver gráfico abaixo) nas maiores economias nos últimos meses. Tal como referimos, a Zona Euro e a América Latina estão a sofrer um atraso na recuperação, sendo que poderão ocorrer revisões em baixa no final do ano. Ainda assim, os economistas do Inquérito Mensal do Noticiário Bloomberg [Bloomberg News Monthly Survey] estimam que ocorrerá um crescimento global de aproximadamente 5,9% este ano e 4,9% em 2022.

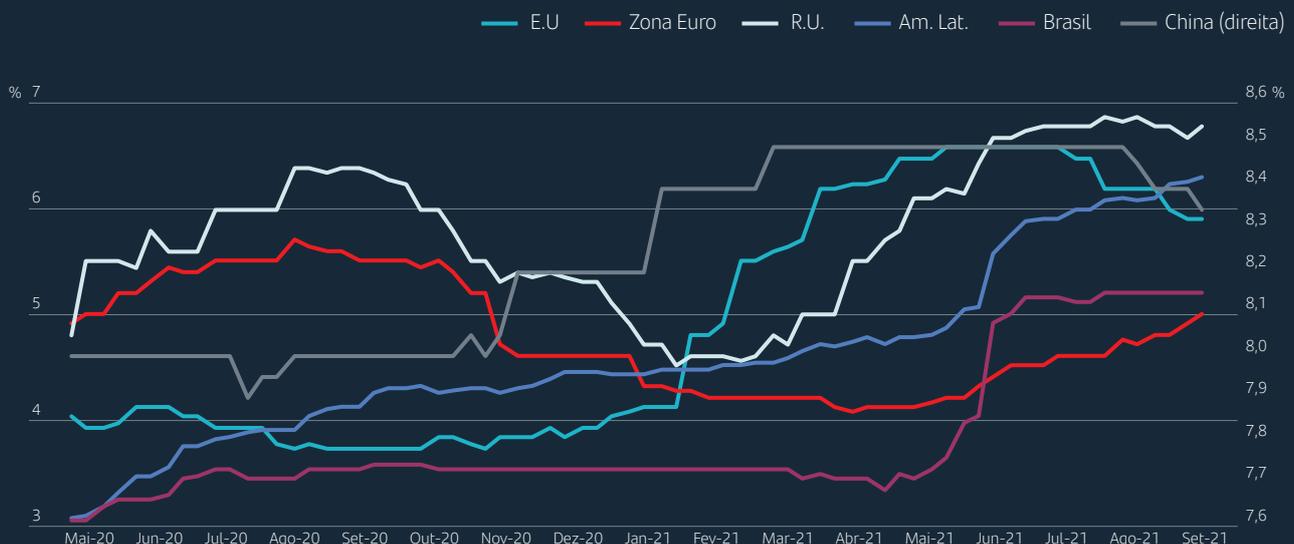
A dinâmica económica moderou-se devido ao aumento de contágios, e dos constrangimentos na cadeia de produção.

O crescimento económico em 2021 mantém-se em níveis elevados, mesmo com a moderação esperada para o resto do ano

### Previsões de crescimento para 2021

Fonte: Inquérito mensal dos economistas da Bloomberg News. Dados em 24/9/2021

Os constrangimentos na indústria e a variante Delta são um fator moderador das expectativas de crescimento



## 02 A política fiscal e monetária permanece expansionista em 2021, mas em 2022 deverá ser diferente

Os governos estão a começar a retirar o forte apoio que prestaram no início da pandemia. Contudo, tanto a política monetária como a fiscal continuam a mostrar-se muito acomodaticias. Os **mercados continuam extremamente dependentes dos estímulos monetários**, e os investidores interrogam-se sobre quanto tempo levará para a economia global regressar ao pleno emprego e o que irá acontecer à inflação nos próximos trimestres.

Existe um **risco crescente de que um aumento da inflação, exacerbado pelas atuais fricções na cadeia de abastecimento, venha provocar uma diminuição da procura no próximo ano**. Nos EUA, o índice de preços no consumidor (IPC) publicado pela Bureau of Labor Statistics subiu 5,3% em Agosto em relação há um ano atrás, um pouco abaixo do nível anteriormente reportado de 5,4%, sendo esse o valor mais alto desde 2008. A inflação core, que exclui bens voláteis, tais como alimentos e energia, também desacelerou. A maior parte das subidas de preços observadas até ao momento neste ano teve origem nos setores mais sensíveis ao constrangimento nos abastecimentos, um número reduzido de artigos como carros usados ou alojamentos de férias e outros sectores afetados pela pandemia. A última leitura do IPC veio oferecer mais uma confirmação de que as pressões sobre os preços nestes sectores estão a começar a diminuir.

**Os Bancos Centrais e os economistas estão a prestar mais atenção às expectativas de inflação a mais longo prazo, que se têm mantido estáveis**, tanto na Europa como nos Estados Unidos, o que tem vindo a permitir, tanto à Reserva Federal como ao BCE, olhar para além destas oscilações temporárias da inflação. As expectativas de inflação a longo prazo têm subido muito menos do que a inflação real ou as expectativas a curto prazo, o que sugere que as famílias, as empresas e os demais agentes do mercado também estão confiantes que as atuais leituras de uma inflação elevada são provavelmente transitórias. Na nossa opinião, **é pouco provável que a dinâmica inflacionista venha a afetar a política do Fed a curto prazo**. Em vez disso, a velocidade da recuperação do mercado de trabalho ditará a data em que a Fed começará a inverter a política monetária. A inflação só deverá ser relevante a partir do momento em que a economia dos EUA se encontre próxima do pleno emprego.

Esperamos que a inflação se reduza nos próximos meses, em linha com as previsões dos bancos centrais

O maior risco para a inflação será um aumento prolongado dos preços da energia, o que também poderá afetar as finanças domésticas, a confiança dos consumidores, e a própria recuperação económica

Em contraste com 2013, as taxas de juro de longo prazo mal subiram, mesmo depois da anunciada redução dos apoios da Reserva Federal

Fonte: Bloomberg e Santander

Os mercados obrigacionistas têm permanecido calmos apesar da retoma da inflação e da aproximação do início da redução dos estímulos monetários



|              |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| IPC YoY 2013 | 1,6% | 2,0% | 1,5% | 1,1% | 1,4% | 1,8% | 2,0% | 1,5% | 1,2% | 1,0% | 1,2% | 1,2% |
| IPC YoY 2021 | 1,4% | 1,7% | 2,6% | 4,2% | 5,0% | 5,4% | 5,4% | 5,3% |      |      |      |      |

## Os Bancos Centrais estão a começar a reduzir as suas compras de ativos.

Os Bancos Centrais, tal como as empresas, os governos e os serviços de saúde, estão empenhados em responder à questão de como será a "normalidade" após a pandemia. A resposta é crucial para decidir a velocidade a que terá de aplicada a estratégia da redução dos estímulos monetários, sendo que o primeiro passo passará por fechar lentamente o fluxo de compras de ativos que os mercados chamam "abrandamento". Como se pode ver no gráfico da página anterior, este processo de abrandamento criou alguma turbulência no ciclo anterior (a ansiedade em relação ao abrandamento de 2013) com um pico nas yields das obrigações. Atualmente, os juros da dívida pública continuam a ser reduzidos e o rendimento efetivo da dívida com uma notação mais baixa (lixo) atingiram recentemente, pela primeira vez, níveis negativos, caindo para valores abaixo da taxa de inflação global. Assim, o comportamento mais recente do mercado sugere que os bancos centrais podem manifestar a intenção de diminuir as suas aquisições sem provocar um agravamento das condições financeiras.

Este processo já foi iniciado por três reguladores monetários das economias do G7. O Banco do Canadá iniciou o processo de redução dos seus programas de compra de obrigações, em abril, e o Banco de Inglaterra atingirá em breve o seu objetivo de compra de 875.000 milhões de GBP de obrigações, após anunciar em maio uma decisão de reduzir o ritmo do seu programa de compra de obrigações. Da igual modo, o Reserve Bank of Australia começou a reduzir as suas compras mensais de ativos após a sua reunião de 7 de setembro. O BCE anunciou recentemente uma redução nas compras de ativos, explicando o processo como uma "recalibração", tendo conseguido tranquilizar com sucesso os mercados. Jerome Powell e a Reserva Federal estão a tentar alcançar a mesma "proeza". Na mensagem de Jackson Hole, a Reserva Federal conseguiu comunicar uma separação entre a decisão de retirar o Quantitative Easing e a decisão de começar a aumentar as suas taxas de juro, retirando assim o drama ao anúncio da redução dos estímulos monetários. Os Bancos Centrais compreendem que as valorizações dos preços dos ativos de todos os tipos foram impulsionadas pela flexibilização monetária, tendo os mercados acolhido favoravelmente a abordagem comedida e a atenção à narrativa relativamente ao modo como o processo de redução de estímulos está a ser conduzido.

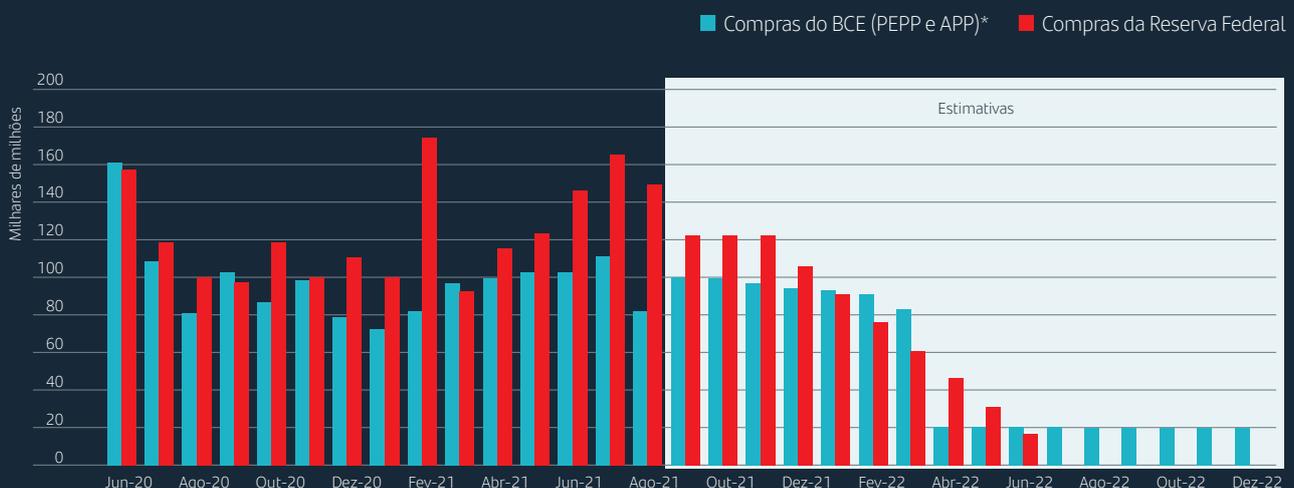
Os Bancos Centrais têm estado a ser bem-sucedidos desta vez na comunicação e na preparação dos mercados para uma futura retirada de estímulos

O nosso cenário central em relação à Reserva Federal é que este venha a anunciar o início da redução dos estímulos monetários na reunião do FOMC de novembro e que as compras mensais de ativos comecem a diminuir a partir de dezembro de 2022

### Aquisições mensais de ativos pela Reserva Federal e pelo BCE

Fonte: Bloomberg, BCE, Reserva Federal e Santander, BCE: valores em euros. Estimativas próprias para o PEPP e estimativas do BCE para o APP. Reserva Federal: valores em USD. Estimativas do inquérito da Reserva Federal de Nova Iorque, aos Operadores de Mercado Primário, de julho de 2021.

O processo de retirada das injeções de liquidez justifica-se pelos progressos na recuperação económica



\* PEPP: pandemic emergency purchase programme; APP: asset purchase programme

## A política monetária dá mais prioridade ao crescimento e à recuperação do mercado de trabalho do que à estabilidade dos preços

Os mercados estão a digerir um ritmo mais lento de compras de ativos e parecem não ter medo relativamente ao início da redução dos estímulos monetários mas, **os investidores questionam-se sobre quanto tempo mais poderão usufruir das atuais taxas de juro historicamente baixas.** As taxas de juro já começaram a subir nalguns países, como no Brasil e na Rússia, países nos quais os Bancos Centrais aumentaram as taxas de juro várias vezes este ano, em função da subida dos custos da alimentação e da energia. Apesar de **os primeiros a darem passos nesse sentido terem sido os países emergentes, onde a inflação é frequentemente agravada por movimentos nos mercados cambiais,** o tempo da subida de taxas de juro no bloco das economias desenvolvidas começa a aproximar-se, à semelhança do exemplo recente da Noruega.

A Reserva Federal clarificou que **será necessário que o mercado de trabalho regresse ao "pleno emprego" e que a inflação permaneça acima dos 2% durante algum tempo, antes de considerar qualquer aumento de taxas.** A condição em matéria de inflação parece ir no bom caminho, sendo que a definição do que é "pleno emprego" é crítica para a avaliação do momento em que se produzirá a primeira subida. **Estimamos (ver gráfico abaixo) que o pleno emprego nos EUA poderá ser atingido no início de 2023, caso a economia seja capaz de criar uma média de 250.000 novos postos de trabalho em 2022,** tendo em conta o número recorde de vagas e a necessidade das empresas de contratarem novos trabalhadores. Os EUA ainda têm uma longa batalha pela frente na recuperação do emprego, mas acreditamos que irão ganhá-la gradualmente, com a consequente primeira subida das taxas de juro pela Reserva Federal no final de 2022/início de 2023.

O Banco de Inglaterra poderá antecipar-se à Reserva Federal e subir a sua taxa de juro, provavelmente antes do final do ano, sendo que não se espera que o BCE venha a subir as suas taxas de juro nos próximos dois anos. Tendo em conta a natureza involgar desta crise, tanto na queda como na recuperação, esperamos que as autoridades monetárias se mantenham muito cautelosas, implementando uma retirada muito gradual do estímulo monetário, embora seja possível que nos próximos trimestres se venha a assistir a progressos substanciais no sentido do pleno emprego.

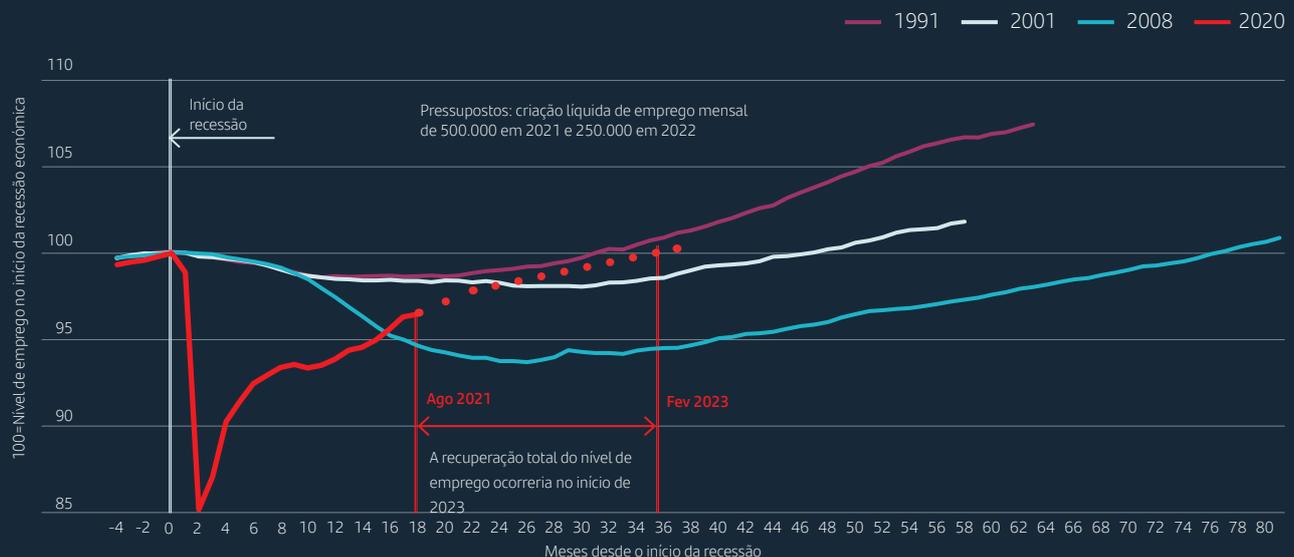
A evolução da taxa de desemprego será fundamental para a Reserva Federal. Não esperamos que ocorra uma recuperação total dos níveis de emprego até 2023

Nos próximos 18 meses esperamos que prossiga uma política monetária expansionista nas grandes economias, o que permitirá um crescimento global acima da tendência

### Estados Unidos: Recuperação do emprego no ciclo atual e em períodos anteriores de queda económica

Fonte: Bloomberg e Santander

Os atuais níveis de vagas no mercado de trabalho sugerem que o emprego poderá atingir uma recuperação total até ao início de 2023



## Os governos começam a ficar sem ferramentas fiscais

Os governos de todo o mundo têm levado a cabo uma intervenção fiscal extremamente agressiva no sentido de combater a recessão provocada pelo Covid. Os recursos fiscais e as medidas de saúde pública foram utilizados com ponderação no amortecimento do impacto da pandemia, à custa de um aumento substancial dos níveis da dívida pública. Por exemplo, o défice fiscal da UE aumentou de 0,5% do PIB, em 2019, para 7,5%, em 2021. A dívida pública em relação ao PIB aumentou de 79% do PIB, em 2019, para 94%, em 2021. Nos EUA, o défice fiscal atingiu 15,6%, em 2020, e os peritos económicos estimam que, em 2022, este atinja um valor superior a 13%. **À medida que a economia recupera, a estratégia de saída fiscal será da maior importância.**

Nos Estados Unidos, a aprovação no Congresso do American Families Act (AFP) e do American Jobs Plan (AJP, ou projeto de lei das infraestruturas) são a pedra angular da agenda legislativa do Presidente Biden. Contudo, com vista a financiar as despesas adicionais, os Democratas propuseram um aumento de impostos sobre as empresas e os rendimentos mais elevados. A administração Biden pretende aumentar a taxa do imposto sobre as sociedades de 21% para 26%, revertendo uma grande parte dos cortes fiscais de Trump (cfr. gráfico abaixo). Alguns legisladores democratas querem reduzir os aumentos de impostos propostos pelo Presidente Biden sobre lucros empresariais e ganhos de capital, como parte dos **2,9 mil milhões de USD em aumentos de impostos para pagar a expansão da rede de segurança social do Presidente** (uma expansão de 3,5 mil milhões de USD de investimento em educação, cuidados de saúde e energia verde). Acreditamos que estas discussões, juntamente com o debate sobre o limite máximo da dívida, poderão ter efeito nos mercados de ações.

**No curto prazo, não está prevista qualquer viragem no sentido da austeridade. Com efeito, na União Europeia, a despesa do fundo de recuperação Next GenerationEU, no valor de 750 mil milhões de EUR, acordado em 2020, só agora está a começar.** No entanto, a política fiscal está a tornar-se muito menos acomodatória e estima-se que os défices fiscais no G20 venham a cair para metade no próximo ano, em comparação com 2021. Um exemplo é o **anúncio recente do primeiro-ministro britânico, Boris Johnson, de que irá aumentar os impostos sobre a remuneração do trabalho para ajudar a sustentar um sistema de saúde financiado pelo Estado** que está a lutar para gerir as sequelas da pandemia. Para lá de 2022, os políticos terão de enfrentar algumas decisões muito difíceis em matéria de aumentos de impostos ou cortes agressivos da despesa.

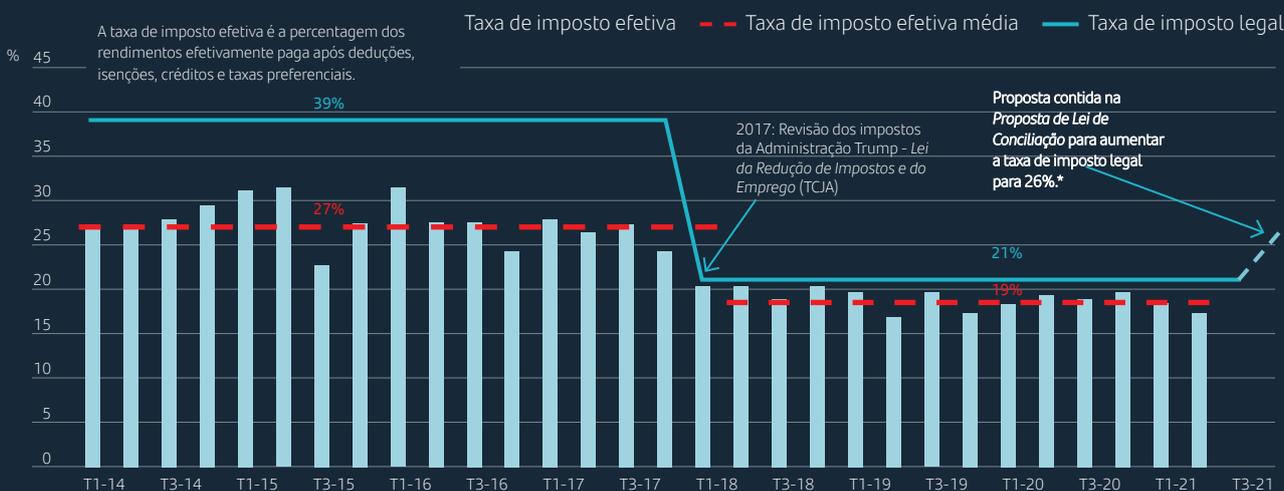
Os défices fiscais nos EUA e na Europa continuarão elevados em 2022 devido aos programas de despesa já aprovados

O Reino Unido é o primeiro país do G7 a aumentar os impostos para reduzir o défice criado pelas despesas pandémicas. É provável que outros países venham a tomar medidas adicionais no futuro

### Taxa legal e efetiva do imposto sobre pessoas coletivas nos Estados Unidos

Fonte: S&P Global e Goldman Sachs

Os Democratas procuram financiar os seus planos de despesas sociais fazendo reverter alguns dos cortes fiscais da era Trump



## 03 Os bons resultados de empresas e as condições financeiras continuam a sustentar os ativos de risco

Mantendo-se as políticas fiscais e monetárias favoráveis e verificando-se um reforço das condições financeiras das famílias na maioria dos países desenvolvidos, as probabilidades de a economia global vir a sofrer uma recessão antes de 2023 são reduzidas. Não obstante a progressão lenta na imunização, a recuperação dos níveis de atividade mantém-se e estimamos que a expansão económica se mantenha sustentada em 2022. Caso esta tendência se confirme, e na ausência de novos fatores de risco, consideramos que a melhor recomendação será a de manter uma alocação a ações positiva. As obrigações de empresas e as ações devem continuar a beneficiar do apetite dos investidores enquanto as condições financeiras forem favoráveis e os lucros das empresas forem suficientemente fortes para permitir o aumento dos níveis de dividendos e a manutenção de níveis baixos de falências.

O maior apoio para uma evolução em alta dos mercados bolsistas tem sido a solidez da recuperação dos ganhos. Como se pode ver nos dois gráficos abaixo, tanto na Europa como nos EUA, a revalorização bolsista tem estado 100% apoiada no crescimento das expectativas de ganhos. **A recuperação dos ganhos estimados e publicados tem sido inclusivamente mais pronunciada do que a revalorização do valor dos índices bolsistas.** Com efeito, desde junho de 2020, os rácios de valorização (PER) dos mercados bolsistas dos EUA e da Europa ficaram mais baratos, sendo isto devido à recuperação superior dos ganhos. **As estimativas de ganhos em todas as regiões, com exceção do Reino Unido, recuperaram e ultrapassaram os níveis pré-pandémicos.** Os relatórios de ganhos do segundo trimestre surpreenderam os analistas de mercado, dado que 87% das empresas da S&P 500 superaram as expectativas. Uma falha tão sustentada e sistemática das estimativas por parte dos analistas de tantas empresas sugere que poderá haver um aumento prolongado dos ganhos.

Os ganhos das empresas têm sido surpreendentes. O índice S&P 500 registou o mais forte crescimento anual de ganhos numa década

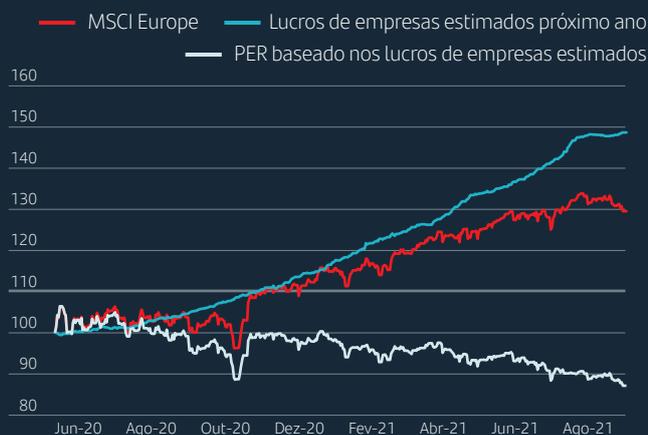
Até à data, as empresas têm sido capazes de transferir o aumento dos custos para o consumidor, graças a uma procura sólida, num contexto de elevado estímulo financeiro às famílias

### A recuperação nos lucros das empresas suporta os mercados acionistas

Fonte: Bloomberg e Santander. Os gráficos mostram a variação percentual do índice, do BPA a 12m e o múltiplo de rendimentos (PER) 12m, a partir de 1 de junho de 2020.

Os múltiplos do mercado europeu e americano não encareceram à medida que o crescimento dos resultados das empresas ultrapassava a apreciação dos índices bolsistas

Mercado Europeu



Mercado dos Estados Unidos



## Os juros reais negativos das obrigações impulsionam fluxos recorde nos mercados acionistas

A noção de que "não existe alternativa" para as ações continua a ser um mantra fundamental para os investidores, não obstante os indicadores de crescimento lento e da exigência das avaliações das ações. Um investidor conservador que mantenha o seu dinheiro em numerário ou obrigações do tesouro de alta qualidade, "sem risco", dar-se-á sem dúvida conta de que o poder de compra desse dinheiro tem vindo a diminuir com o tempo. Este cenário de rendimentos reais negativos tende a incentivar os investidores no sentido de tomarem decisões de investimento em busca de maiores rendimentos, apesar do aumento do risco inerente. Os rendimentos nominais das obrigações caíram em relação aos seus máximos de março, numa altura em que as expectativas de inflação tiveram apenas uma queda ligeira, tendo os rendimentos reais descaído para um nível inferior ao mínimo histórico registado no ano passado. **Uma das razões para a subida das ações é a ausência de alternativas rentáveis, uma vez que os rendimentos das obrigações e os spreads de crédito se reduziram aos seus níveis mais baixos em mais de uma década.**

No primeiro semestre de 2021 - de acordo com dados da Morningstar - os fluxos de activos líquidos tanto em ETF como em fundos de investimento (cfr. gráfico abaixo) revelaram uma forte apetência dos investidores por produtos de maior risco (ações e fundos mistos) em comparação com as obrigações. Os fluxos totais **em direção a ações e fundos mistos ultrapassaram 900 mil milhões de USD no mundo inteiro, em apenas um semestre**, enquanto os investidores procuram compensar os baixos rendimentos reais históricos da dívida pública mais segura do mundo.

Uma outra área que está a registar máximos históricos de fluxos de entrada é a das ASG (Ambiental, Social e Governança - ESG: Environmental, Social and Governance), devido a uma consciencialização crescente dos indivíduos e das instituições para a necessidade de investir de forma mais sustentável. De um modo geral, os **ativos dos fundos sustentáveis europeus atingiram um máximo histórico de 1,83 mil milhões de USD no final de junho**, o que representou um aumento de 11,5% desde finais de março, de acordo com os dados fornecidos pela Morningstar.

Tentamos não subestimar até que ponto esta recuperação no mercado acionista poderá perdurar em razão desses fluxos de investimento assinaláveis, mas também reconhecemos uma série de riscos: Um erro de política monetária, inflação inesperada, um recrudescimento significativo de COVID, repercussões com origem na China ou um maior risco geopolítico.

Os fluxos para as ações têm sido apoiados por uma política monetária ultraexpansiva. No futuro, os rendimentos poderão ser moderados devido a níveis de valorização elevados

Os governos têm estado a acelerar os seus planos de transição para emissões de carbono zero e os investidores a orientar as suas carteiras para produtos ASG (ESG)

### Fluxos líquidos em fundos de investimento e ETF a nível mundial

Fonte: Morningstar Direct e Santander 2021: dados para o primeiro semestre do ano

Os fluxos para fundos de ações no primeiro semestre de 2021 já excedem os fluxos anuais noutros períodos



## As ações mantêm uma relativa atratividade em termos de valorização relativamente às alternativas de menor risco

Os rácios de valorização absoluta das ações atingiram níveis nunca vistos desde a bolha das tecnológicas. As valorizações das ações a nível mundial são elevadas com base no rácio preço/lucros (PER), que valoriza uma ação em função do seu potencial de rendimentos passados ou futuros. Contudo, acreditamos que o PER é uma medida menos informativa do que a diferença entre o rendimento das ações e a taxa sem risco oferecida pelas obrigações do Estado. Este diferencial é conhecido como **prémio de risco de ações (ERP, em inglês), e mede se os investidores são recompensados pelo risco mais elevado das ações face à dívida pública, "sem risco"**. Este diferencial pode ser visto no gráfico abaixo, que compara o rendimento dos ganhos do mercado global de ações (MSCI World) com o rendimento real da dívida pública em três geografias diferentes. O mercado bolsista mundial não está no máximo de rendimento absoluto, mas destaca-se em comparação com o baixo rendimento das obrigações.

Sabe-se que as taxas nominais têm vindo a baixar há muito tempo. A pandemia acelerou essa tendência, na medida em que os investidores acorreram aos ativos seguros, como as obrigações do tesouro, durante a crise, o que fez com que os rendimentos nominais caíssem para mínimos históricos. No princípio do ano de 2021, à medida que as economias se iam abrindo e a retoma do crescimento económico se consolidava, houve uma recuperação nos rendimentos das obrigações do tesouro, sendo que, com a subida da inflação, esta tendência foi-se moderando. Consequentemente, os rendimentos reais caíram para mínimos históricos em todas as economias desenvolvidas, o que implicou taxas reais negativas que geraram insatisfação entre os investidores que buscavam alternativas.

Esperamos que o rendimento do Tesouro dos EUA, a 10 anos, volte a subir gradualmente para 1,7%-1,9% até ao final do ano. Os rendimentos das obrigações noutros mercados desenvolvidos também sofreram uma pressão altista, mas menos do que nos EUA, dado o estatuto "beta elevado" das obrigações do tesouro dos EUA. **Dadas as oportunidades negativas em matéria de rentabilidade real da dívida pública, os investidores que tenham em vista com um horizonte temporal de 12 meses deverão manter uma exposição pelo menos igual às ações e ao crédito numa carteira multiativos.**

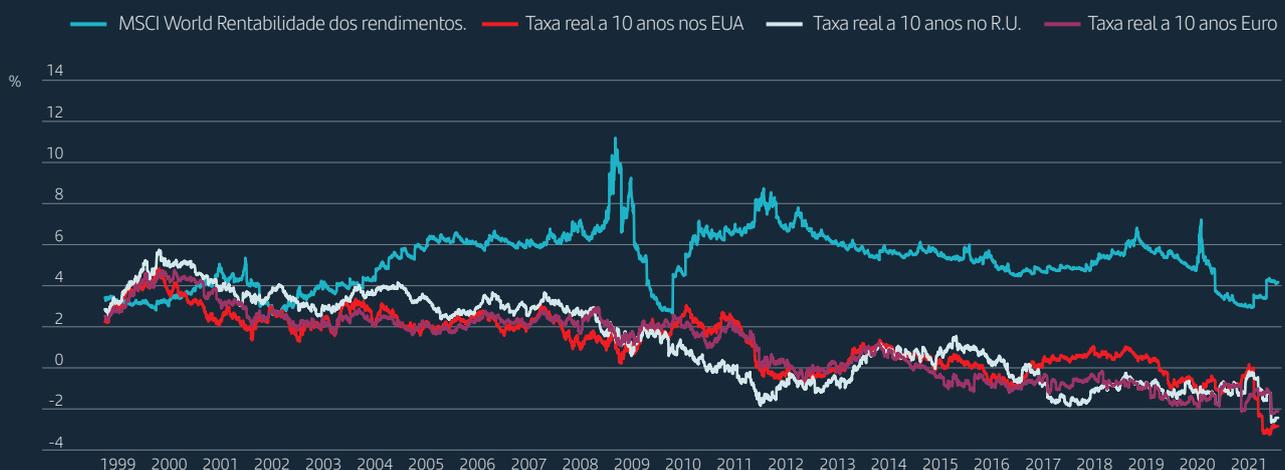
Os rendimentos negativos em termos reais dos ativos de menor risco empurram os investidores para outros ativos que oferecem rendimentos mais atrativos

O nível de juros atual não permite às obrigações concorrer com rendimento (dividendos) apresentado pelas ações

### Rendibilidade dos rendimentos globais das ações e taxas de juro reais das obrigações do tesouro

Fonte: Bloomberg e Santander

As ações continuam a proporcionar rendimentos atrativos face às alternativas de menor risco



## A vulnerabilidade do mercado aumenta devido aos níveis de avaliação exigentes

O ano de 2021 tem estado a recompensar os investidores com um desempenho sólido dos mercados nos principais ativos de risco nas diferentes geografias, com um número limitado de excepções. **A força dos lucros das empresas e a tranquilidade, à margem de períodos pontuais, dos mercados de obrigações têm permitido aos mercados resistir a muitas adversidades:** a propagação da variante Delta, o conflito geoestratégico entre os EUA e a China, o aumento da inflação, as interrupções das cadeias de abastecimento, o abrandamento da dinâmica de recuperação e uma dura onda de regulamentação na China, entre outras.

**A questão que agora se coloca é: os mercados ainda podem apreciar?** Há razões para acreditar que a tendência de subida permanece intacta, uma vez que a recuperação económica ainda está em curso, mas as valorizações parecem ter atingido um ponto de exaustão e os mercados estão, por consequência, mais vulneráveis a surpresas negativas. **Identificamos quatro riscos potenciais nos próximos meses: uma nova subida na crise da electricidade** que dê origem a motivos de preocupação com a inflação e a um **menor crescimento, uma estreitamento das margens das empresas** devido a aumentos nos preços de produção, uma deterioração dos problemas de liquidez no **sector imobiliário chinês** e uma possível **agitação no Congresso dos EUA**, em resultado de negociações sobre os planos de despesa do Presidente e a necessidade de **aumentar o teto da dívida**.

Consideramos provável a ocorrência de períodos de volatilidade no mercado, e que o período de maiores ganhos dos mercados acionistas pode já ter passado. Continuamos a ser construtivos no que diz respeito às ações face às obrigações e a liquidez enquanto os mercados e a economia beneficiarem do apoio dos Bancos Centrais e os investidores continuarem dispostos a comprar nos momentos em que se dão correções nas bolsas.

As valorizações dos ativos refletem as expectativas positivas integradas nos preços dos ativos e criam o potencial para a ocorrência de eventos de volatilidade

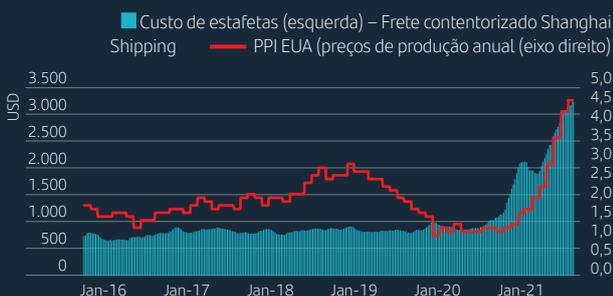
As valorizações elevadas aumentam a sensibilidade dos mercados a choques negativos. Salientamos quatro riscos principais que poderão aumentar a volatilidade no quarto trimestre: Evergrande, a crise energética, estrangulamentos e o teto da dívida dos EUA.

## A corrida às ações poderá deparar-se com períodos de volatilidade

Fonte: Bloomberg e Gabinete do Orçamento do Congresso dos EUA (CBO).

Riscos potenciais a ter em conta nos próximos meses, que poderão dar origem a uma correcção do mercado

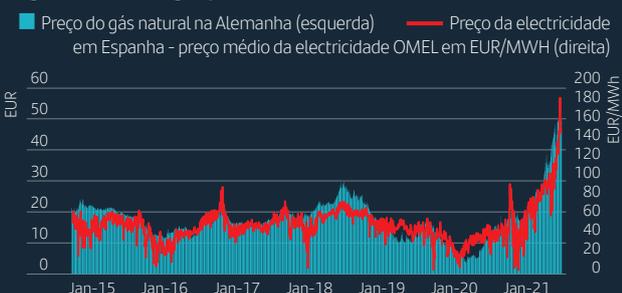
As margens empresariais poderão ser comprimidas pelo aumento dos custos



A crise de liquidez da Evergrande poderá ter efeitos colaterais na economia chinesa



Os níveis recorde dos preços do gás e da electricidade poderão dar origem a uma "estagflação"



O debate sobre o teto da dívida dos EUA poderá complicar os planos de despesa de Biden



# Anexo tabelas

## Principais rendibilidades de ativos nos últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg e produção própria

Dados a 30 de setembro de 2021

|  | Rendibilidades |        |        |                |           | Rendibilidade anualizada |        |        |        |         |
|--|----------------|--------|--------|----------------|-----------|--------------------------|--------|--------|--------|---------|
|  | Jul-21         | Ago-21 | Set-21 | Ano até à Data | Ano a Ano | 2019                     | 2020   | 3 anos | 5 anos | 10 anos |
| <b>Liquidez (USD) <sup>(1)</sup></b>                     | 0,0%           | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%           | 0,1%      | 2,2%                     | 0,4%   | 1,1%   | 1,1%   | 0,6%    |
| <b>Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup></b>                     | 0,0%           | 0,0%   | 0,0%   | -0,4%          | -0,4%     | -0,4%                    | -0,5%  | -0,4%  | -0,4%  | -0,2%   |
| <b>Obrigações Globais (USD) <sup>(3)</sup></b>           | 1,3%           | -0,4%  | -1,8%  | -4,1%          | -1,0%     | 6,8%                     | 9,2%   | 4,2%   | 2,0%   | 1,9%    |
| <b>Obrigações USD <sup>(4)</sup></b>                     | 1,1%           | -0,2%  | -0,9%  | -1,6%          | -0,5%     | 8,7%                     | 7,5%   | 5,4%   | 2,9%   | 3,0%    |
| Obrigações Governos (USD) <sup>(5)</sup>                 | 0,8%           | -0,2%  | -0,6%  | -1,2%          | -1,0%     | 5,2%                     | 5,8%   | 4,0%   | 2,0%   | 1,8%    |
| Obrigações Corporate (USD) <sup>(6)</sup>                | 1,4%           | -0,3%  | -1,1%  | -1,3%          | 1,9%      | 14,5%                    | 9,9%   | 7,4%   | 4,6%   | 4,9%    |
| Obrigações High Yield (USD) <sup>(7)</sup>               | 0,4%           | 0,5%   | 0,0%   | 4,5%           | 10,7%     | 14,3%                    | 7,1%   | 6,9%   | 6,5%   | 7,4%    |
| <b>Obrigações Euro <sup>(8)</sup></b>                    | 1,6%           | -0,5%  | -1,1%  | -2,3%          | -1,9%     | 6,0%                     | 4,0%   | 2,8%   | 1,2%   | 3,7%    |
| Obrigações Governos (EUR) <sup>(9)</sup>                 | 1,8%           | -0,6%  | -1,2%  | -2,9%          | -2,7%     | 6,8%                     | 5,0%   | 3,4%   | 1,3%   | 4,0%    |
| Obrigações Corporate (EUR) <sup>(10)</sup>               | 1,1%           | -0,4%  | -0,6%  | -0,3%          | 0,9%      | 6,2%                     | 2,8%   | 2,7%   | 1,7%   | 3,9%    |
| Obrigações High Yield (EUR) <sup>(11)</sup>              | 0,5%           | 0,3%   | -0,1%  | 4,2%           | 9,4%      | 12,3%                    | 1,8%   | 4,7%   | 4,5%   | 7,8%    |
| <b>Obrigações Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup></b> | 0,2%           | 1,0%   | -1,7%  | -1,1%          | 3,4%      | 13,1%                    | 6,5%   | 5,9%   | 4,1%   | 5,7%    |
| Obrigações Emergente Am. Lat.(USD) <sup>(13)</sup>       | 0,5%           | 1,1%   | -2,3%  | -2,6%          | 4,3%      | 12,3%                    | 4,5%   | 4,0%   | 3,2%   | 5,0%    |
| <b>MSCI World (USD)</b>                                  | 1,7%           | 2,3%   | -4,3%  | 11,8%          | 31,1%     | 25,2%                    | 14,1%  | 11,2%  | 11,7%  | 10,5%   |
| S&P 500 (USD)  | 2,3%           | 2,9%   | -4,8%  | 14,7%          | 31,7%     | 28,9%                    | 16,3%  | 13,9%  | 14,7%  | 14,3%   |
| MSCI Europa (EUR)  | 1,8%           | 1,7%   | -3,1%  | 14,0%          | 32,7%     | 22,2%                    | -5,4%  | 5,2%   | 5,4%   | 6,7%    |
| MSCI Mercados Emergentes (USD)                           | -7,0%          | 2,4%   | -4,2%  | -3,0%          | 13,6%     | 15,4%                    | 15,8%  | 6,1%   | 6,8%   | 3,6%    |
| MSCI Asia Pac. Ex Japão (USD)                            | -6,6%          | 2,2%   | -4,0%  | -2,1%          | 13,9%     | 19,2%                    | 22,4%  | 9,2%   | 9,9%   | 8,3%    |
| MSCI América Latina (USD)                                | -4,2%          | 0,2%   | -11,4% | -9,1%          | 23,4%     | 13,7%                    | -16,0% | -4,7%  | -1,3%  | -4,0%   |

<sup>(1)</sup> Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; <sup>(2)</sup> Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; <sup>(3)</sup> Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un; <sup>(4)</sup> Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; <sup>(5)</sup> Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U; <sup>(6)</sup> Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; <sup>(7)</sup> Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD; <sup>(8)</sup> Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR; <sup>(9)</sup> Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR; <sup>(10)</sup> Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU; <sup>(11)</sup> Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged; <sup>(12)</sup> Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Value Unhedged; <sup>(13)</sup> Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return Value Unhedged USD.

## Ações

Fonte: Bloomberg e produção própria

Dados a 30 de setembro de 2021

|                       |                        | Último preço | Varição  | Intervalo últimos 10 anos |           |         | Rendibilidades |                |        | Rendibilidade anualizada |        |        |         |
|-----------------------|------------------------|--------------|----------|---------------------------|-----------|---------|----------------|----------------|--------|--------------------------|--------|--------|---------|
|                       |                        |              | 12 meses | Mínimo                    | Intervalo | Máximo  | Mês            | Ano até à Data | 2020   | 1 ano                    | 3 anos | 5 anos | 10 anos |
| <b>E.U.A.</b>         | S&P 500                | 4.308        |          | 1.247                     |           | 4.523   | -4,8%          | 14,7%          | 16,3%  | 29,1%                    | 13,9%  | 14,9%  | 14,3%   |
|                       | DOW JONES INDUS.       | 33.844       |          | 11.955                    |           | 35.361  | -4,3%          | 10,6%          | 7,2%   | 21,8%                    | 8,6%   | 13,3%  | 12,0%   |
|                       | NASDAQ                 | 14.449       |          | 2.605                     |           | 15.259  | -5,3%          | 12,1%          | 43,6%  | 29,4%                    | 21,5%  | 22,4%  | 19,6%   |
| <b>Europa</b>         | Stoxx 50               | 3.499        |          | 2.257                     |           | 3.617   | -3,3%          | 12,6%          | -8,7%  | 20,5%                    | 4,5%   | 4,2%   | 4,9%    |
|                       | Zona Euro (EuroStoxx)  | 4.048        |          | 2.119                     |           | 4.196   | -3,5%          | 13,9%          | -5,1%  | 26,8%                    | 6,0%   | 6,2%   | 6,4%    |
|                       | Espanha (IBEX 35)      | 8.796        |          | 6.090                     |           | 11.521  | -0,6%          | 9,0%           | -15,5% | 31,0%                    | -2,2%  | 0,0%   | 0,3%    |
|                       | França (CAC 40)        | 6.520        |          | 3.017                     |           | 6.680   | -2,4%          | 17,4%          | -7,1%  | 35,7%                    | 5,9%   | 8,0%   | 8,1%    |
|                       | Alemanha (DAX)         | 15.261       |          | 5.898                     |           | 15.835  | -3,6%          | 11,2%          | 3,5%   | 19,6%                    | 7,6%   | 8,0%   | 10,7%   |
|                       | Reino Unido (FTSE 100) | 7.086        |          | 5.321                     |           | 7.749   | -0,5%          | 9,7%           | -14,3% | 20,8%                    | -1,9%  | 0,5%   | 3,3%    |
|                       | Itália (MIB)           | 25.684       |          | 12.874                    |           | 26.009  | -1,3%          | 15,5%          | -5,4%  | 35,1%                    | 7,4%   | 9,5%   | 5,6%    |
|                       | Portugal (PSI 20)      | 5.461        |          | 3.945                     |           | 7.608   | 0,8%           | 11,5%          | -6,1%  | 34,3%                    | 0,6%   | 3,5%   | -0,8%   |
|                       | Suíça (SMI)            | 11.642       |          | 5.652                     |           | 12.411  | -6,2%          | 8,8%           | 0,8%   | 14,3%                    | 8,6%   | 7,4%   | 7,7%    |
| <b>América Latina</b> | México (MEXBOL)        | 51.386       |          | 34.555                    |           | 53.305  | -3,6%          | 16,6%          | 1,2%   | 37,2%                    | 1,3%   | 1,5%   | 4,4%    |
|                       | Brasil (IBOVESPA)      | 110.979      |          | 40.406                    |           | 126.802 | -6,6%          | -6,8%          | 2,9%   | 17,3%                    | 11,8%  | 13,7%  | 7,8%    |
|                       | Argentina (MERVAL)     | 77.364       |          | 2.257                     |           | 77.364  | 1,2%           | 51,0%          | 22,9%  | 87,5%                    | 32,2%  | 35,8%  | 41,2%   |
|                       | Chile (IPSA)           | 4.363        |          | 3.439                     |           | 5.855   | -2,9%          | 4,4%           | -10,5% | 19,9%                    | -6,2%  | 1,5%   | 1,2%    |
| <b>Ásia</b>           | Japão (NIKKEI)         | 29.453       |          | 8.435                     |           | 29.453  | 4,9%           | 7,3%           | 16,0%  | 27,0%                    | 6,9%   | 12,0%  | 13,0%   |
|                       | Hong-Kong (HANG SENG)  | 24.576       |          | 17.989                    |           | 32.887  | -5,0%          | -9,8%          | -3,4%  | 4,8%                     | -4,0%  | 0,7%   | 3,4%    |
|                       | Coreia (KOSPI)         | 3.069        |          | 1.755                     |           | 3.297   | -4,1%          | 6,8%           | 30,8%  | 31,8%                    | 9,4%   | 8,2%   | 5,7%    |
|                       | Índia                  | 59.126       |          | 15.455                    |           | 59.126  | 2,7%           | 23,8%          | 15,8%  | 55,3%                    | 17,7%  | 16,3%  | 13,6%   |
|                       | China (CSI)            | 4.866        |          | 2.140                     |           | 5.352   | 1,3%           | -6,6%          | 27,2%  | 6,1%                     | 12,3%  | 8,4%   | 6,5%    |
| <b>Mundo</b>          | MSCI WORLD             | 3.007        |          | 1.178                     |           | 3.141   | -4,3%          | 11,8%          | 14,1%  | 27,0%                    | 11,2%  | 11,8%  | 10,5%   |

## Ações por estilo e setores

Fonte: Bloomberg e produção própria

Dados a 30 de setembro de 2021

|                         | Último preço                   | Varição  | Intervalo últimos 10 anos |           | Rendibilidades |        |                | Rendibilidade anualizada |       |        |        | Rácios  |          |                           |       |
|-------------------------|--------------------------------|----------|---------------------------|-----------|----------------|--------|----------------|--------------------------|-------|--------|--------|---------|----------|---------------------------|-------|
|                         |                                | 12 meses | Mínimo                    | Intervalo | Máximo         | Mês    | Ano até à Data | 2020                     | 1 ano | 3 anos | 5 anos | 10 anos | Rácio PE | Rendimento dos dividendos |       |
|                         | MSCI World                     | 3.007    |                           | 1.178     |                | 3.141  | -4,3%          | 11,8%                    | 14,1% | 27,4%  | 11,2%  | 11,8%   | 10,5%    | 19,44                     | 1,74  |
| Estilo                  | MSCI World High Dividend Yield | 1.358    |                           | 810       |                | 1.422  | -4,4%          | 5,7%                     | -3,0% | 17,8%  | 3,6%   | 4,6%    | 5,5%     | 13,59                     | 3,69  |
|                         | MSCI World Momentum            | 3.699    |                           | 936       |                | 3.842  | -3,7%          | 8,4%                     | 28,3% | 20,5%  | 14,5%  | 17,7%   | 15,5%    | 16,78                     | 1,41  |
|                         | MSCI World Quality             | 3.680    |                           | 961       |                | 3.933  | -6,4%          | 14,0%                    | 22,2% | 26,4%  | 17,8%  | 17,5%   | 15,3%    | 23,34                     | 1,41  |
|                         | MSCI World Minimum Volatility  | 4.425    |                           | 1.730     |                | 4.635  | -4,5%          | 6,9%                     | 2,6%  | 13,5%  | 7,8%   | 8,6%    | 10,2%    | 20,12                     | 2,04  |
|                         | MSCI World Value               | 11.033   |                           | 4.695     |                | 11.376 | -3,0%          | 13,8%                    | -1,2% | 32,1%  | 6,7%   | 8,6%    | 9,6%     | 14,13                     | 2,77  |
|                         | MSCI World Small Cap           | 680      |                           | 218       |                | 702    | -3,1%          | 13,2%                    | 16,0% | 40,5%  | 10,9%  | 12,5%   | 12,9%    | 21,06                     | 1,60  |
|                         | MSCI World Growth              | 8.962    |                           | 2.262     |                | 9.454  | -5,2%          | 12,0%                    | 33,8% | 26,5%  | 19,2%  | 18,7%   | 15,6%    | 30,14                     | 0,76  |
|                         | Setor                          | Energia  | 294                       |           | 164            |        | 428            | 9,4%                     | 34,1% | -31,5% | 69,1%  | -7,1%   | -0,4%    | 0,9%                      | 13,16 |
| Materiais               |                                | 522      |                           | 229       |                | 573    | -7,4%          | 5,7%                     | 19,9% | 22,2%  | 10,4%  | 11,5%   | 7,2%     | 11,52                     | 3,46  |
| Indústria               |                                | 481      |                           | 167       |                | 505    | -4,7%          | 10,1%                    | 11,7% | 26,2%  | 9,6%   | 11,5%   | 12,2%    | 21,79                     | 1,63  |
| Consumo Discricionário  |                                | 548      |                           | 127       |                | 562    | -2,4%          | 8,8%                     | 36,6% | 26,7%  | 17,2%  | 17,6%   | 16,5%    | 26,30                     | 0,85  |
| Consumo Básico          |                                | 424      |                           | 181       |                | 442    | -3,9%          | 3,2%                     | 7,8%  | 10,4%  | 8,4%   | 6,4%    | 9,5%     | 20,51                     | 2,84  |
| Saúde                   |                                | 480      |                           | 130       |                | 507    | -5,2%          | 11,0%                    | 13,5% | 19,7%  | 12,1%  | 12,7%   | 14,5%    | 18,60                     | 1,63  |
| Financeiro              |                                | 248      |                           | 87        |                | 251    | -1,3%          | 23,2%                    | -2,8% | 53,5%  | 9,0%   | 12,0%   | 11,4%    | 12,23                     | 2,43  |
| Tecnologia              |                                | 602      |                           | 93        |                | 639    | -5,7%          | 14,7%                    | 43,8% | 30,2%  | 26,0%  | 27,0%   | 21,3%    | 28,56                     | 0,77  |
| Imobiliário             |                                | 467      |                           | 205       |                | 495    | -5,6%          | 16,2%                    | -5,0% | 26,6%  | 9,0%   | 6,5%    | 9,2%     | 28,96                     | 2,78  |
| Serviços de comunicação |                                | 208      |                           | 78        |                | 220    | -5,9%          | 16,3%                    | 23,0% | 34,8%  | 19,3%  | 11,2%   | 10,4%    | 20,39                     | 1,14  |
| Serviços Públicos       |                                | 294      |                           | 147       |                | 316    | -7,0%          | -1,3%                    | 4,8%  | 8,4%   | 8,4%   | 7,1%    | 6,9%     | 18,04                     | 3,62  |

## Obrigações Soberanas

Fonte: Bloomberg e produção própria

Dados a 30 de setembro de 2021

|                      | Notação (S&P) | Taxa de juro |        |         | Variação 12 meses | Intervalo últimos 10 anos |           |        | Rendibilidades |      |         | Pendente 10-2 anos |
|----------------------|---------------|--------------|--------|---------|-------------------|---------------------------|-----------|--------|----------------|------|---------|--------------------|
|                      |               | B. Central*  | 2 anos | 10 anos |                   | Mínimo                    | Intervalo | Máximo | Mês            | Ano  | A 1 ano |                    |
|                      |               |              |        |         |                   |                           |           |        |                |      |         |                    |
| <b>Desenvolvidos</b> |               |              |        |         |                   |                           |           |        |                |      |         |                    |
| E.U.A.               | AA+           | 0,25%        | 0,28%  | 1,49%   |                   | 0,53%                     |           | 3,14%  | 18             | 57   | 80      | 1,21               |
| Alemanha             | AAA           | -0,50%       | -0,69% | -0,20%  |                   | -0,70%                    |           | 2,28%  | 18             | 37   | 32      | 0,49               |
| França               | AA            | -0,50%       | -0,68% | 0,16%   |                   | -0,40%                    |           | 3,39%  | 19             | 49   | 40      | 0,84               |
| Itália               | BBB           | -0,50%       | -0,45% | 0,86%   |                   | 0,54%                     |           | 7,11%  | 15             | 32   | -1      | 1,31               |
| Espanha              | A             | -0,50%       | -0,58% | 0,46%   |                   | 0,05%                     |           | 6,86%  | 12             | 41   | 21      | 1,04               |
| Reino Unido          | AA            | 0,10%        | 0,41%  | 1,02%   |                   | 0,10%                     |           | 3,02%  | 31             | 83   | 79      | 0,61               |
| Grécia               | BB            | -0,50%       | n.d.   | 0,88%   |                   | 0,61%                     |           | 34,96% | 11             | 25   | -15     | n.d.               |
| Portugal             | BBB           | -0,50%       | -0,69% | 0,36%   |                   | 0,03%                     |           | 16,40% | 14             | 33   | 9       | 1,04               |
| Suíça                | AAA           | -0,75%       | -0,78% | -0,18%  |                   | -1,05%                    |           | 1,06%  | 16             | 40   | 33      | 0,60               |
| Polónia              | A-            | 0,10%        | 0,72%  | 2,16%   |                   | 1,15%                     |           | 5,91%  | 34             | 94   | 86      | 1,44               |
| Japão                | A+            | -0,10%       | -0,12% | 0,07%   |                   | -0,27%                    |           | 1,07%  | 5              | 5    | 6       | 0,20               |
| <b>Emergentes</b>    |               |              |        |         |                   |                           |           |        |                |      |         |                    |
| Brasil               | BB-           | 6,25%        | 9,70%  | 11,11%  |                   | 6,49%                     |           | 16,51% | 61             | 420  | 352     | 1,41               |
| México               | BBB           | 4,75%        | 5,89%  | 7,38%   |                   | 4,49%                     |           | 9,16%  | 40             | 184  | 126     | 1,49               |
| Chile                | A             | 1,50%        | 4,42%  | 5,49%   |                   | 2,19%                     |           | 5,49%  | 52             | 284  | 281     | 1,07               |
| Argentina            | CCC+          | 38,00%       | n.d.   | n.d.    | n.d.              | 0,00%                     |           | 0,00%  | n.d.           | n.d. | n.d.    | n.d.               |
| Colômbia             | BB+           | 2,00%        | n.d.   | 7,66%   |                   | 4,85%                     |           | 8,98%  | 45             | 228  | n.d.    | n.d.               |
| Turquia              | B+            | 18,00%       | 17,40% | 17,71%  |                   | 6,21%                     |           | 20,69% | 124            | 520  | n.d.    | 0,31               |
| Rússia               | BBB-          | 6,75%        | 7,24%  | 7,32%   |                   | 5,55%                     |           | 12,98% | 43             | 275  | 282     | 0,09               |
| China                | A+            | 2,89%        | 2,47%  | 2,87%   |                   | 2,51%                     |           | 4,58%  | 3              | -27  | -26     | 0,40               |
| Índia                | BBB-          | 4,00%        | 4,23%  | 6,22%   |                   | 5,84%                     |           | 8,87%  | 1              | 36   | 21      | 1,99               |

\* Taxa de intervenção, salvo nos países da Zona Euro, onde se emprega a facilidade marginal de depósito.

## Divisas

Fonte: Bloomberg e produção própria

Dados a 30 de setembro de 2021

|         | Último preço | Varição  | Intervalo últimos 10 anos |           |        | Rendibilidade |                |           | Rendibilidade anualizada |        |         |
|---------|--------------|----------|---------------------------|-----------|--------|---------------|----------------|-----------|--------------------------|--------|---------|
|         |              | 12 meses | Mínimo                    | Intervalo | Máximo | Mês           | Ano até à Data | Ano a Ano | 3 anos                   | 5 anos | 10 anos |
| EUR/USD | 1,1580       |          | 1,05                      |           | 1,39   | -1,9%         | -5,2%          | -1,2%     | 0,0%                     | 0,6%   | -1,3%   |
| EUR/GBP | 0,86         |          | 0,70                      |           | 0,92   | 0,1%          | -3,9%          | -5,3%     | -1,1%                    | -0,2%  | 0,1%    |
| EUR/CHF | 1,08         |          | 1,03                      |           | 1,24   | -0,2%         | -0,2%          | -0,1%     | -1,8%                    | -0,2%  | -1,2%   |
| EUR/JPY | 129          |          | 96                        |           | 148    | -0,8%         | 2,1%           | 4,2%      | -0,8%                    | 2,5%   | 2,5%    |
| EUR/PLN | 4,61         |          | 4,04                      |           | 4,63   | 1,9%          | 1,1%           | 1,7%      | 2,5%                     | 1,4%   | 0,4%    |
| GBP/USD | 1,35         |          | 1,22                      |           | 1,71   | -2,0%         | -1,4%          | 4,3%      | 1,1%                     | 0,8%   | -1,3%   |
| USD/CHF | 0,93         |          | 0,88                      |           | 1,03   | 1,8%          | 5,3%           | 1,2%      | -1,8%                    | -0,8%  | 0,1%    |
| USD/JPY | 111          |          | 76                        |           | 124    | 1,2%          | 7,8%           | 5,5%      | -0,8%                    | 1,9%   | 3,8%    |
| USD/MXN | 20,64        |          | 12,13                     |           | 24,17  | 2,8%          | 3,6%           | -6,7%     | 3,3%                     | 1,3%   | 3,9%    |
| USD/ARS | 98,74        |          | 4,24                      |           | 98,74  | 1,0%          | 17,3%          | 29,6%     | 35,7%                    | 45,2%  | 37,1%   |
| USD/CLP | 810          |          | 471                       |           | 855    | 4,6%          | 13,8%          | 3,3%      | 7,2%                     | 4,3%   | 4,4%    |
| USD/BRL | 5,44         |          | 1,72                      |           | 5,75   | 5,6%          | 4,7%           | -3,0%     | 10,6%                    | 10,8%  | 11,2%   |
| USD/COP | 3.808        |          | 1.763                     |           | 4.056  | 1,0%          | 11,0%          | -0,6%     | 8,3%                     | 5,7%   | 6,9%    |
| USD/CNY | 6,44         |          | 6,05                      |           | 7,16   | -0,2%         | -1,3%          | -5,1%     | -2,1%                    | -0,7%  | 0,1%    |
| EUR/SEK | 10,14        |          | 8,34                      |           | 10,93  | -0,4%         | 0,9%           | -3,4%     | -0,7%                    | 1,0%   | 1,0%    |
| EUR/NOK | 10,13        |          | 7,29                      |           | 11,48  | -1,4%         | -3,3%          | -7,4%     | 2,4%                     | 2,5%   | 2,6%    |

## Matérias Primas

Fonte: Bloomberg e produção própria

|                      | Último preço | Varição  | Intervalo últimos 10 anos |           |        | Rendibilidade |                |           | Rendibilidade anualizada |        |         |
|----------------------|--------------|----------|---------------------------|-----------|--------|---------------|----------------|-----------|--------------------------|--------|---------|
|                      |              | 12 meses | Mínimo                    | Intervalo | Máximo | Mês           | Ano até à Data | Ano a Ano | 3 anos                   | 5 anos | 10 anos |
| Petróleo (Brent)     | 78,8         |          | 21                        |           | 124    | 10,6%         | 53,9%          | 92,4%     | -2,5%                    | 18,2%  | -8,8%   |
| Petróleo (W. Texas)  | 75,0         |          | 19                        |           | 108    | 9,5%          | 54,6%          | 86,5%     | -0,1%                    | 15,9%  | -1,1%   |
| Ouro                 | 1.755,3      |          | 1.060                     |           | 1.971  | -3,3%         | -7,4%          | -7,0%     | 13,9%                    | 10,2%  | 2,0%    |
| Cobre                | 8.936,5      |          | 4.561                     |           | 10.258 | -6,1%         | 15,1%          | 33,9%     | 12,7%                    | 22,5%  | 8,5%    |
| Índice CRB           | 228,9        |          | 117                       |           | 322    | 4,9%          | 36,4%          | 54,1%     | 5,0%                     | 7,1%   | -8,2%   |
| Rogers International | 3.087,1      |          | 1.560                     |           | 3.915  | 5,4%          | 36,3%          | 56,0%     | 6,5%                     | 11,6%  | -3,6%   |
| Soja                 | 498,7        |          | 334                       |           | 697    | -2,8%         | -4,2%          | 22,7%     | 13,6%                    | 9,6%   | 2,2%    |

# "Tabela periódica" de rendibilidades de ativos\*

|                   |                      | Rendibilidade anual dos principais ativos |                              |                               |                               |                              |                              |                               |                              |                              |                              |                               |
|-------------------|----------------------|---|------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| Ativo             | Índice de referência | 2011                                      | 2012                         | 2013                          | 2014                          | 2015                         | 2016                         | 2017                          | 2018                         | 2019                         | 2020                         | 15'21                         |
| Ações E.U.A.      | S&P 500 TR           | 9,6%<br>Governo<br>Zona Euro              | 20,9%<br>Ações<br>Japão      | 54,4%<br>Ações<br>Japão       | 16,7%<br>Governo<br>Espanha   | 12,1%<br>Ações<br>Japão      | 14,8%<br>HY Global           | 37,3%<br>Ações<br>Emergente   | 2,6%<br>Governo<br>Espanha   | 31,5%<br>Ações<br>E.U.A.     | 18,4%<br>Ações<br>E.U.A.     | 36,5%<br>Matérias<br>Primas   |
| Ações Japão       | Topix TR             | 7,4%<br>Governo<br>Espanha                | 19,3%<br>HY Global           | 32,4%<br>Ações<br>E.U.A.      | 13,7%<br>Ações<br>E.U.A.      | 6,4%<br>Ações<br>Europa      | 12,0%<br>Ações<br>E.U.A.     | 22,4%<br>Ações<br>Mundial     | 2,4%<br>Governo<br>Zona Euro | 28,2%<br>Ações<br>Europa     | 18,3%<br>Ações<br>Emergente  | 15,9%<br>Ações<br>E.U.A.      |
| Ações Espanha     | Ibex35 TR            | 2,6%<br>HY Global                         | 18,2%<br>Ações<br>Emergente  | 27,8%<br>Ações<br>Espanha     | 10,3%<br>Governo<br>Zona Euro | 1,6%<br>Governo<br>Espanha   | 11,2%<br>Ações<br>Emergente  | 22,2%<br>Ações<br>Japão       | -0,4%<br>Liquidez            | 27,7%<br>Ações<br>Mundial    | 15,9%<br>Ações<br>Mundial    | 15,9%<br>Ações<br>Europa      |
| Ações Emergentes  | MSCI EM TR           | 2,1%<br>Ações<br>E.U.A.                   | 18,1%<br>Ações<br>Europa     | 26,7%<br>Ações<br>Mundial     | 10,3%<br>Ações<br>Japão       | 1,4%<br>Ações<br>E.U.A.      | 9,7%<br>Matérias<br>Primas   | 21,8%<br>Ações<br>E.U.A.      | -1,2%<br>IG Europa           | 18,4%<br>Ações<br>Emergente  | 8,0%<br>HY Global            | 14,7%<br>Ações<br>Japão       |
| Ações Europa      | Eurostoxx50 TR       | 2,0%<br>IG Europa                         | 16,0%<br>Ações<br>E.U.A.     | 21,5%<br>Ações<br>Europa      | 8,6%<br>Ações<br>Espanha      | 0,3%<br>Governo<br>Zona Euro | 7,5%<br>Ações<br>Mundial     | 11,3%<br>Ações<br>Espanha     | -3,3%<br>HY Global           | 18,1%<br>Ações<br>Japão      | 7,4%<br>Ações<br>Japão       | 13,0%<br>Ações<br>Mundial     |
| Matérias Primas   | Commodity RB TR      | 0,9%<br>Liquidez                          | 15,8%<br>Ações<br>Mundial    | 11,0%<br>Governo<br>Espanha   | 8,3%<br>IG Europa             | -0,1%<br>Liquidez            | 4,8%<br>IG Europa            | 10,2%<br>HY Global            | -4,4%<br>Ações<br>E.U.A.     | 16,6%<br>Ações<br>Espanha    | 4,4%<br>Governo<br>Espanha   | 11,1%<br>Ações<br>Espanha     |
| Ações Mundial     | MSCI World TR        | -5,5%<br>Ações<br>Mundial                 | 13,2%<br>IG Europa           | 8,0%<br>HY Global             | 4,9%<br>Ações<br>Mundial      | -0,5%<br>IG Europa           | 4,2%<br>Governo<br>Espanha   | 9,2%<br>Ações<br>Europa       | -8,7%<br>Ações<br>Mundial    | 13,7%<br>HY Global           | 3,0%<br>Governo<br>Zona Euro | 2,1%<br>HY Global             |
| IG Europa         | ERLO TR              | -7,7%<br>Ações<br>Espanha                 | 5,5%<br>Governo<br>Espanha   | 2,3%<br>IG Europa             | 4,0%<br>Ações<br>Europa       | -0,9%<br>Ações<br>Mundial    | 4,0%<br>Governo<br>Zona Euro | 2,5%<br>IG Europa             | -10,7%<br>Matérias<br>Primas | 11,8%<br>Matérias<br>Primas  | 2,7%<br>IG Europa            | -0,4%<br>Liquidez             |
| Liquidez EUR      | Eonia TR             | -8,2%<br>Matérias<br>Primas               | 4,6%<br>Governo<br>Zona Euro | 0,1%<br>Liquidez              | 0,1%<br>Liquidez              | -3,5%<br>Ações<br>Espanha    | 3,7%<br>Ações<br>Europa      | 1,7%<br>Matérias<br>Primas    | -11,5%<br>Ações<br>Espanha   | 8,6%<br>Governo<br>Zona Euro | -0,5%<br>Liquidez            | -0,4%<br>IG Europa            |
| HY Global         | HW00 TR              | -14,1%<br>Ações<br>Europa                 | 2,8%<br>Ações<br>Espanha     | -2,3%<br>Governo<br>Zona Euro | -0,1%<br>HY Global            | -4,2%<br>HY Global           | 2,6%<br>Ações<br>Espanha     | 1,1%<br>Governo<br>Zona Euro  | -12,0%<br>Ações<br>Europa    | 6,3%<br>IG Europa            | -3,2%<br>Ações<br>Europa     | -1,2%<br>Ações<br>Emergente   |
| Governo Espanha   | ESPAÑHA 10 ANOS      | -17,0%<br>Ações<br>Japão                  | 0,2%<br>Liquidez             | -2,6%<br>Ações<br>Emergente   | -2,2%<br>Ações<br>Emergente   | -14,9%<br>Ações<br>Emergente | 0,3%<br>Ações<br>Japão       | -0,4%<br>Liquidez             | -14,6%<br>Ações<br>Emergente | 3,0%<br>Governo<br>Zona Euro | -9,3%<br>Matérias<br>Primas  | -2,5%<br>Governo<br>Espanha   |
| Governo Zona Euro | ALEMANHA 10 ANOS     | -18,4%<br>Ações<br>Emergente              | -3,3%<br>Matérias<br>Primas  | -5,0%<br>Matérias<br>Primas   | -17,9%<br>Matérias<br>Primas  | -23,4%<br>Matérias<br>Primas | -0,3%<br>Liquidez            | -1,4%<br>Governo<br>Zona Euro | -16,0%<br>Ações<br>Japão     | -0,4%<br>Liquidez            | -12,7%<br>Ações<br>Espanha   | -2,9%<br>Governo<br>Zona Euro |

Rendibilidade

\*Dados a 30 de setembro de 2021.

Os índices de rendibilidade total incorporam alterações no preço das ações, pagamento de dividendos e outros tipos de remuneração dos acionistas. Deste modo, o índice reflete o efeito que estes pagamentos têm numa carteira que acompanhe o índice.

Fonte: Bloomberg e produção própria.

# Equipa Global Responsáveis de Investimentos Santander Private Banking



 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIIA,  
CEFA, CESGA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca,  
CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Rafael Arelios Neves

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs

 Paulo Jorge Sa Luis

 Carlos Mansur

 David Sterland

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

## Aviso legal importante:

Este relatório foi elaborado pela Santander Wealth management & Insurance Division, uma unidade de negócios global do Banco Santander. S.A. ("WM", juntamente com o Banco Santander, S.A. e as suas filiais, doravante "**Santander**"). Contém previsões económicas e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas no presente relatório poderão ter sido recolhidas junto de terceiros. Todas estas fontes são fiáveis, mas a exatidão, integridade ou atualização destas informações não está garantida, nem expressa nem implicitamente, estando sujeita a alterações sem aviso prévio. As opiniões contidas no presente relatório não devem ser consideradas irrefutáveis, podendo diferir, ou de qualquer modo ser inconsistentes com ou contraditórias das opiniões expressas, oralmente ou por escrito, ou das recomendações ou decisões de investimento tomadas por outras unidades do Santander.

O presente relatório não foi elaborado e não deve ser considerado em função de qualquer propósito de investimento. Foi elaborado apenas para fins exclusivamente informativos. Este relatório não constitui uma recomendação, aconselhamento de investimento, oferta ou solicitação para comprar ou vender ativos, serviços, contratos bancários ou outros, ou quaisquer outros produtos de investimento (conjuntamente referidos como "**Ativos Financeiros**") e não deverá ser considerado como a única base para a avaliação ou valorização dos Ativos Financeiros. Para além disso, a mera disponibilização do mesmo a um cliente ou a qualquer parte terceira não implica a prestação de um serviço de consultoria em matéria de investimento ou qualquer oferta do mesmo.

Santander não garante as previsões ou opiniões expressas no presente relatório sobre os mercados ou os Ativos Financeiros, inclusivamente em relação ao seu desempenho atual e futuro. Qualquer referência a resultados passados ou presentes não poderá ser interpretada como uma indicação de resultados futuros de tais mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos no presente relatório poderão não ser adequados para distribuição ou venda em determinadas jurisdições ou para determinadas categorias ou tipos de investidores.

Salvo quando expressamente declarado nos documentos jurídicos de um determinado Ativo Financeiro, estes não estarão, nem serão segurados ou garantidos por qualquer entidade

governamental, incluindo a *Federal Deposit Insurance Corporation*. De igual modo, não representam uma obrigação do Santander e não estão garantidos pelo Santander, podendo estar sujeitos a riscos de investimento. Os riscos incluem, a título informativo mas não limitativo, riscos de mercado e de taxas cambiais, riscos de crédito, riscos de emitente e de contraparte, riscos de liquidez e riscos de eventuais perdas sobre o investimento principal. Os investidores são aconselhados a consultar os seus consultores financeiros, jurídicos e fiscais e quaisquer outros consultores que considerem necessário, para determinar se os Ativos Financeiros são adequados com base nas suas circunstâncias pessoais e situação financeira. O Santander e os seus respectivos administradores, representantes, advogados, empregados ou agentes não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado com o que possa decorrer da utilização de toda ou qualquer parte do presente relatório.

A qualquer momento, o Santander (ou os seus colaboradores) pode(m) tomar posições em linha ou contrárias às estabelecidas no presente relatório relativamente ao Ativos Financeiros, adquirir ou alienar Ativos Financeiros a título de principal ou agente, ou prestar serviços de consultoria ou de outro tipo ao emitente de Ativos Financeiros ou a uma empresa relacionada com o emitente dos mesmos.

A informação contida nesta apresentação é confidencial e pertence ao Santander. O presente relatório não pode ser reproduzido no todo ou em parte, nem ser distribuído, publicado ou dado, em circunstância alguma, a qualquer pessoa, nem deverão ser emitidas quaisquer informações ou pareceres sobre o presente relatório sem autorização prévia por escrito, caso a caso, da WM.

Qualquer material de terceiros (incluindo logotipos e marcas registadas) seja literário (artigos / estudos / relatórios / etc. ou extratos dos mesmos) ou artístico (fotos / gráficos / desenhos / etc.) incluído no presente relatório / publicação está protegido por direitos de autor em nome dos seus respetivos proprietários e só é reproduzido de acordo com práticas industriais ou comerciais leais.



Levar o seu património mais além  
[www.santanderprivatebanking.com](http://www.santanderprivatebanking.com)  
  @santanderpb