

GABINETE GLOBAL DE INVESTIMENTOS

Relatório trimestral

Julho de 2025

Mudanças nas decisões políticas: à procura de sinais por trás do ruído

Atualmente os mercados estão a lidar com uma série de questões, nomeadamente tarifas alfandegárias, desequilíbrios orçamentais e tensões geopolíticas, o que exige que os investidores **diferenciem entre aquilo que é ruído temporário e as tendências a longo prazo.**

Apesar dos riscos contínuos de recessão, **as respostas em termos de política monetária flexível e as fundamentais resilientes no setor privado sustentam uma perspectiva mais estável** do que aquilo que é sugerido pelos cabeçalhos.

Neste contexto, **a estratégia a aplicar às carteiras deve enfatizar a disciplina, a seletividade e a qualidade a nível dos mercados globais.** A diversificação, uma gestão ativa de riscos e a flexibilidade cambial são essenciais, juntamente com uma exposição seletiva aos mercados privados, bem como ferramentas de hedging que permitam gerir a volatilidade de forma construtiva.

Continuamos a aconselhar os **ativos de elevada qualidade, uma diversificação global, estratégias flexíveis e com diferentes classes de ativos.** Num mundo marcado por choques recorrentes, um objetivo de investimento claro, uma perspetiva de longo prazo e uma gestão disciplinada do risco são fundamentais para transformar a incerteza em oportunidade.

Do choque aos sinais: os mercados começam a filtrar as distrações

À medida que a volatilidade diminui, os investidores estão a saber distinguir entre as reações de curto prazo e os impactos duradouros.

Os mercados resistiram a uma série de Políticas Contraditórias durante o primeiro semestre de 2025. O choque de tarifas aduaneiras em abril marcou o maior abalo macroeconómico dos últimos anos, embora acabasse por ter sido parcialmente revertido uns dias depois. Logo depois, o Congresso apresentou uma “One Big Beautiful Bill”, pacote fiscal abrangente que combina cortes de impostos, com incentivos de investimento e despesas em infraestruturas. Nesta nova conjuntura — restritivo sobre o comércio e expansionista a nível fiscal — o **desafio já não é acompanhar o que dizem as manchetes, mas sim interpretar o verdadeiro sinal económico subjacente.**

O gráfico abaixo ilustra duas das dimensões principais das recentes tensões do mercado. O mapa de calor mostra como as tensões relacionadas com o comércio aumentaram significativamente em abril e maio, enquanto outros fatores, como o atrito a nível político, as tensões na cadeia de abastecimento e o sentimento social, permaneceram relativamente contidos. Esta concentração de tensões sublinha como é que as tarifas alfandegárias, mais do que qualquer outro fator, dominaram a ansiedade dos investidores ao longo do segundo trimestre. Entretanto, o índice VIX* mostra uma história semelhante de reações e recuperação: a volatilidade subiu acima de 50 após o anúncio inicial das novas tarifas, mas depois moderou, voltando para níveis próximos da média de cinco anos no início de junho. Juntos, estes **indicadores sugerem que há uma mudança no foco dos investidores, passando de uma redução de risco reativa para uma reavaliação seletiva dos fundamentais.**

A recuperação do mercado no segundo trimestre reflete uma moderação dos receios iniciais à volta do crescimento e da recessão. Embora as negociações comerciais continuem frágeis — e os riscos persistam — os **cenários mais extremos em termos de tarifas alfandegárias, neste momento, parecem menos prováveis.** Esta mudança acalmou os mercados, ajudando os ativos de risco a recuperarem à medida que os investidores ajustam as suas expectativas.

As condições de crescimento também melhoraram, apoiadas por medidas fiscais coordenadas e condições financeiras mais fáceis. Nos Estados Unidos, o pacote fiscal e de investimento em infraestruturas proposto representa um impulso antecipado tanto para o rendimento como para o investimento. Na Europa, a mudança de orientação face à austeridade e o reforço do investimento público estão a contribuir para a recuperação da confiança. Globalmente, a orientação mais acomodatória da política monetária, conjugada com melhores condições de acesso ao crédito, está a intensificar a inclinação pró-cíclica do posicionamento nos mercados.

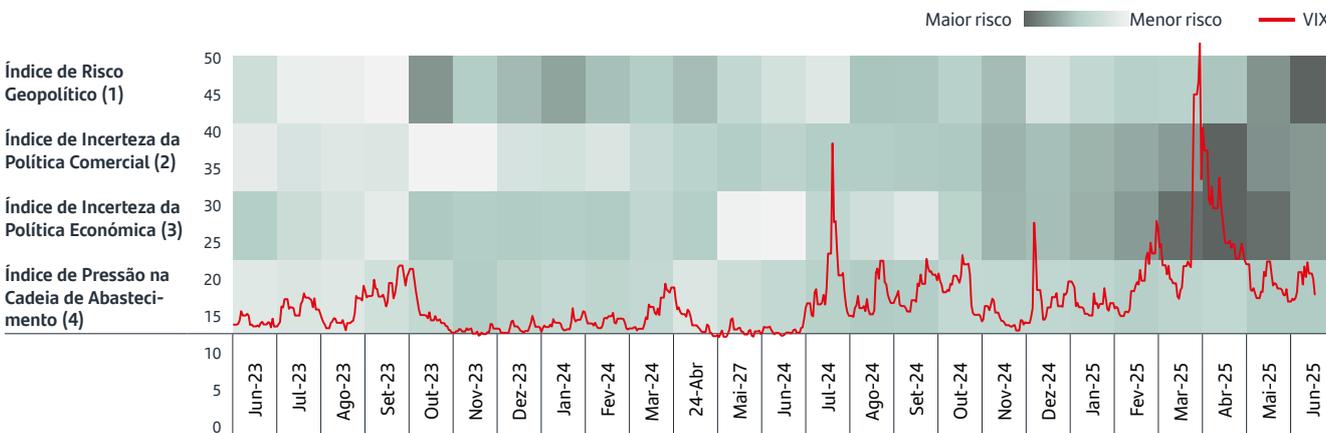
Com o receio inicial de abrandamento já parcialmente refletido nos preços, o S&P 500 recuperou até ao final do trimestre — valorizando 24% face aos mínimos de abril — enquanto ativos mais sensíveis ao ciclo, como o crédito de High Yield, também registaram uma recuperação. Apesar da persistência de riscos noticiosos, a dinâmica de mercado é cada vez mais determinada pelos fundamentais em detrimento do sentimento de medo. À medida que o impacto das alterações de política começa a dissipar-se, os mercados voltam a ganhar uma orientação mais clara.

Permanecer integralmente investido em todas as fases do ciclo.

Evolução dos indicadores globais de risco geoeconómico e da volatilidade do mercado de ações (VIX)

O nervosismo dos mercados diminuiu apesar da acumulação de fatores de risco

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/06/2025



(1) Índice de Risco Geopolítico Matteo Iacoviello, (2) Incerteza da Política Comercial Global Matteo Iacoviello - TPU, (3) Índice de Incerteza da Política Económica Estrutural dos EUA, (4) Índice de Pressão da Cadeia de Abastecimentos Global do Federal Reserve Bank de Nova York (GSCPI).
* VIX: medida da volatilidade do mercado de ações com base nas opções do índice S&P 500.

Das tarifas aos défices: a próxima fase da reavaliação dos mercados

O foco da política mudou da disrupção do comércio para a pressão fiscal.

À medida que o impacto inicial do choque comercial se dissipa, começa a emergir uma fonte de incerteza de natureza mais estrutural: **defícites orçamentais em expansão, aumento da dívida pública e riscos acrescidos de inflação**. A aprovação da "One Big Beautiful Bill", que consiste num pacote fiscal de 3,4 biliões de dólares, marca uma mudança decisiva no sentido de uma expansão em larga escala. A legislação prolonga os cortes fiscais, aumenta as despesas em defesa e infraestruturas e reduz a despesa social, alterando a combinação de políticas de uma orientação restritiva no comércio para um estímulo de natureza orçamental. Embora estas medidas possam sustentar o crescimento e o rendimento disponível no curto prazo, levantam também questões mais profundas sobre a sustentabilidade a longo prazo.

A combinação de um alívio fiscal agressivo, com cortes de despesas adiados e um aumento recorde de 5 biliões de dólares no plafond da dívida está neste momento a testar a confiança dos investidores na disciplina fiscal dos EUA. Como mostrado nos gráficos em anexo, os défices e os rácios da dívida estão prestes a aumentar significativamente, colocando a **credibilidade fiscal e a estabilidade dos mercados ganha maior destaque**.

Esta mudança de política impulsionada por decisões governamentais também se reflete na Europa, onde a transição da Alemanha de uma postura de austeridade fiscal para um aumento do investimento e das despesas com defesa está a reformular as expectativas de crescimento e inflação em toda a zona euro. Os gráficos sobre os impulsos orçamentais e a emissão de dívida soberana ilustram como estas mudanças estão a repercutir-se nos mercados globais — levantando novas questões sobre os pilares da credibilidade fiscal em ambos os lados do Atlântico. O impacto já é visível nos mercados obrigacionistas e de câmbios, à medida que os **investidores recalibram o risco**, eles exigem maior compensação pela dívida soberana e reavaliam a durabilidade dos rendimentos atuais.

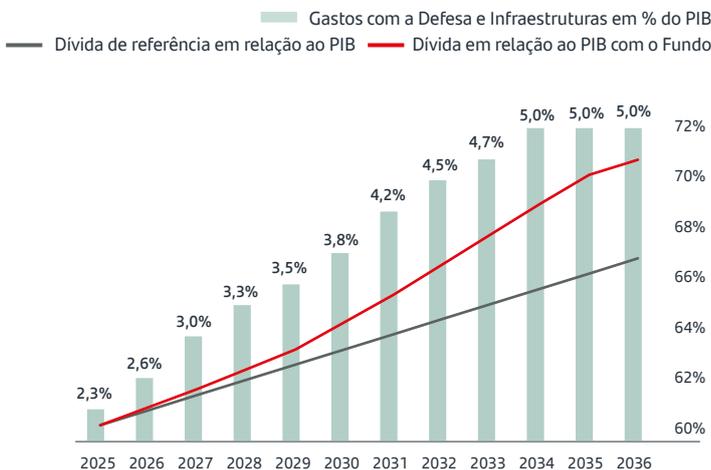
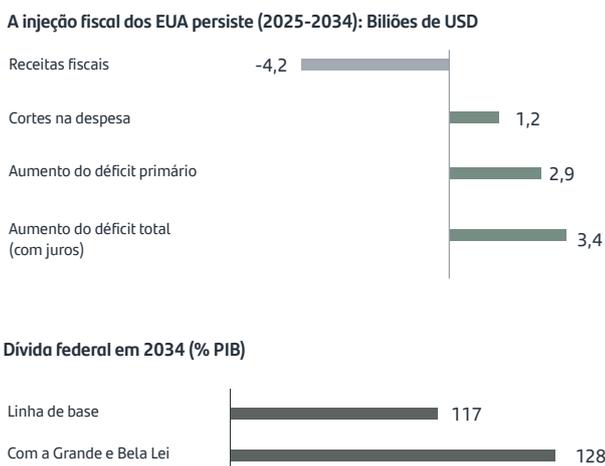
Nos próximos trimestres, a interação entre a expansão orçamental, as trajetórias da dívida e as expectativas de inflação continuará a ser central tanto para o desempenho das obrigações como para a dinâmica mais ampla dos mercados. Com o risco político a deslocar-se do comércio para os défices, uma posição flexível e uma gestão ativa do risco são ferramentas essenciais para navegar na próxima fase de reavaliação.

Use os prémios com prazos crescentes para acrescentar aos títulos de maior qualidade.

Aumento da despesa pública: As implicações para os Estados Unidos e a Alemanha

Fonte: Gabinete de Orçamento do Congresso dos EUA (CBO). Dados de 29/06/2025, Comissão Europeia, FMI, NATO, Governo Alemão e Santander.

Estímulo fiscal sustentado dos EUA e perspectivas em relação à dívida | Impulso fiscal e projeção da dívida na Alemanha



O petróleo enviou um sinal: o risco geopolítico veio para ficar

Os mercados estão a tratar o último aumento do petróleo como ruído e não como uma mudança estrutural.

O terceiro grande choque do trimestre surgiu com uma **escalada súbita das tensões no Médio Oriente**. Após ataques militares dos EUA a instalações nucleares iranianas e uma retórica acesa, os mercados prepararam-se para uma possível disrupção nos fluxos energéticos. Os preços do petróleo aumentaram mais de 10% no início de junho. Mas a reação foi brusca e de curta duração, pois os preços voltaram rapidamente ao normal uma vez que os piores cenários não se concretizaram. Os sinais diplomáticos voltaram-se rapidamente para a diminuição das tensões, e a resposta comedida do Irão ajudou a evitar uma maior escalada. Como se **pode ver no gráfico do petróleo Brent, o pico mais recente foi modesto, tanto em termos de escala como de duração**. Historicamente, os choques recessivos de energia envolvem aumentos de preços muito maiores e sustentados ao longo do tempo.

Os investidores parecem estar a avaliar estes acontecimentos como surtos de volatilidade transitória — e não como mudanças estruturais no regime. Embora a existência de choques sucessivos ainda abale as expectativas, a capacidade do mercado de reajustar rapidamente para um cenário de base benigno sublinha a forma como **as interrupções de curto prazo estão a ser tratadas cada vez mais como breves desvios**, e não como sinais de desequilíbrio duradouro na oferta ou na procura.

De forma mais abrangente, **este episódio destaca a surpreendente resiliência dos mercados globais perante choques políticos sucessivos**. Apesar da rápida sequência de riscos fiscais, comerciais e geopolíticos, a inflação manteve-se contida. Os prémios de prazo ajustaram-se em alta, mas de forma ordenada. Tanto nos Estados Unidos como na Europa, a procura mantém-se sólida, as condições de crédito aliviaram-se e os fundamentos estão a revelar-se duradouros. Embora o aumento do petróleo tenha desencadeado uma volatilidade momentânea, o facto de não ter escalado permitiu que os mercados se concentrassem novamente nos dados.

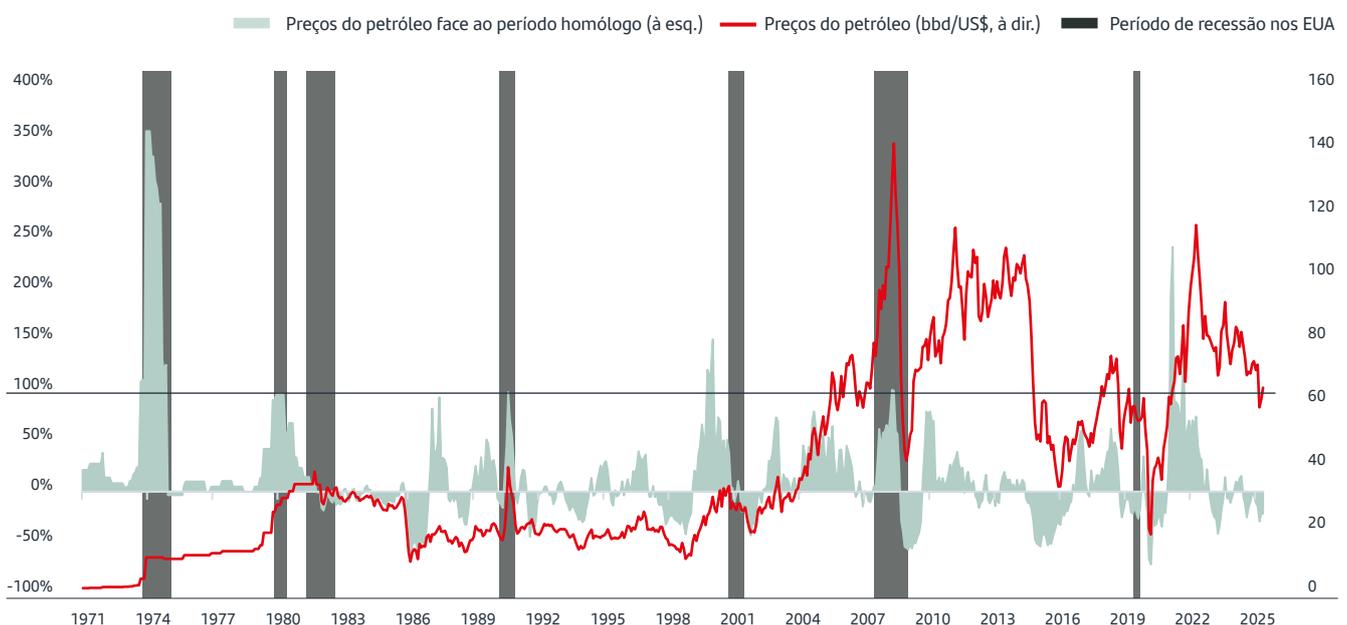
Os investidores não estão a ignorar os riscos geopolíticos, mas estão a colocá-los em contexto. Isto não é complacência — é prova de uma adaptação eficaz e de fundamentais macroeconómicos sólidos. À medida que a volatilidade das decisões políticas continua, **manter a convicção exige um posicionamento consciente em relação aos riscos**. Instrumentos de hedging, como opções e produtos estruturados, pode ajudar a proteger as carteiras, ao mesmo tempo que capta o potencial de valorização num mercado que está a aprender a distinguir os títulos das notícias dos fundamentos reais.



Seja seletivo em termos de hedging, para manter o investimento no meio das tensões do mercado.

Fazer coberturas seletivas permite manter o investimento durante períodos de tensão nos mercados

Fonte: Bloomberg. Dados de 19/06/2025



As mudanças de orientação política enfraquecem o estatuto de reserva do dólar americano

Défices persistentes e mudanças nos pilares macroeconómicos estão a impulsionar uma reavaliação discreta do papel do dólar.

Uma mudança importante que ocorreu neste trimestre foi não só o que os mercados procuram, mas aquilo que começam a questionar. **O dólar norte-americano, há muito um pilar da estabilidade global, está agora a ser reavaliado** — não porque estejam a surgir alternativas viáveis, mas porque os fundamentos macroeconómicos que o sustentam estão a mostrar sinais de pressão.

Apesar de dominar as finanças globais em quase todas as métricas — mais de 80% das transações cambiais, mais de metade da faturação comercial e dos empréstimos internacionais — o papel estrutural do dólar está a ser cada vez mais testado pelo comportamento fiscal errático e pela imprevisibilidade das decisões políticas. Alternativas como o Euro ou o Renminbi ainda enfrentam algumas barreiras como a fragmentação e os controlos de capital, pelo que **a primazia do dólar permanece intacta, embora a sua margem de segurança esteja a diminuir**.

Movimentos políticos recentes, incluindo a proposta de um imposto retaliatório ao abrigo da Secção 899 sobre investidores estrangeiros — que acabou por ser retirada devido à pressão — abalaram ainda mais o sentimento dos mercados de capitais. Estes episódios sinalizam que **o risco cambial e de fluxos de capital deixaram de ser marginais**, tendo

passado a fazer parte do contexto macroeconómico central em que os investidores têm agora de navegar.

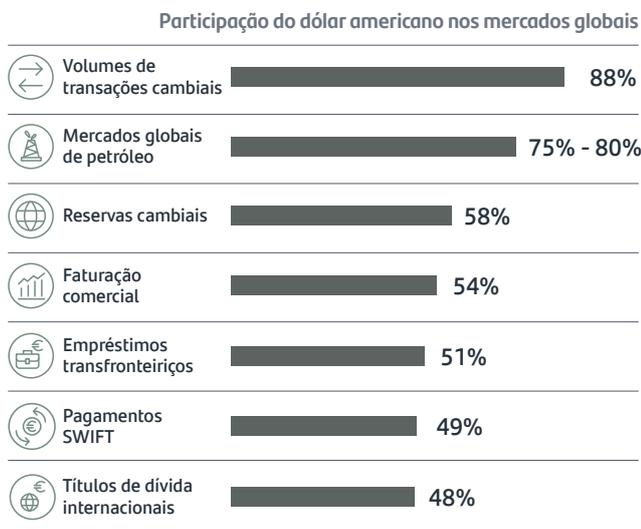
Esta recalibração está a aparecer no comportamento institucional. Como ilustrado no gráfico em anexo, **os bancos centrais estão a diversificar gradualmente as suas reservas, afastando-se do dólar, o que está a impulsionar o ouro para a maior quota nas reservas globais** em mais de quatro décadas. Para muitos grandes investidores, o ouro passou a servir um propósito duplo: não só como proteção contra a inflação, mas como proteção contra a instabilidade das decisões políticas dos EUA e a politização da moeda. A lição a reter não é abandonar o dólar, mas sim um reequilíbrio prudente. O risco cambial deixou de ser uma variável passiva em segundo plano.

No mundo atual, de decisões políticas mais fragmentadas e reativas, a estratégia cambial tornou-se essencial para a resiliência da carteira. Diversificar para além do dólar, aumentar a exposição a ativos reais e Manter flexibilidade na composição das reservas é um passo essencial para se adaptar a este novo regime. **À medida que as âncoras macro mudam, da credibilidade para a volatilidade, os investidores devem manter-se adaptáveis**, utilizando estratégias ativas de alocação e gestão cambial como ferramentas de estabilidade e retorno..

Estenda a carteira para além do dólar com ativos reais e outras moedas principais.

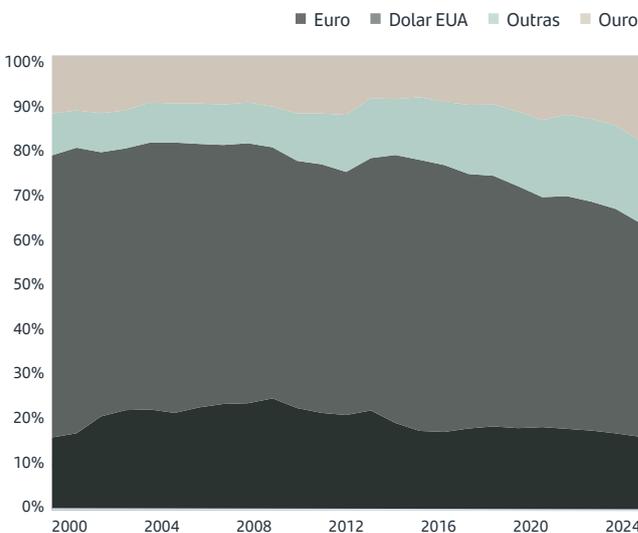
O estatuto do dólar americano mantém-se estável

Papel dominante, falta de alternativas



O ouro é agora o segundo ativo de reserva mais importante para os bancos centrais

Composição das reservas oficiais globais (%)



Fonte: por ordem, de cima para baixo, as fontes (e os dados mais recentes entre parênteses) são: Inquérito Trienal aos Bancos Centrais do BIS (2022); Estimativa da PIMCO (2024); Composição Monetária das Reservas Cambiais Oficiais do FMI (2024); "Revisitando o papel internacional do dólar americano" do BIS (2022); Estatísticas Bancárias Locacionais do BIS (4º trimestre de 2023); Swift (Março de 2025); Estatísticas de Títulos de Dívida do BIS (4º trimestre de 2024). Dados de dezembro de 2024.

Mudanças nas decisões políticas: à procura de sinais por detrás do ruído

1 Perspetiva macroeconómica: um intervalo mais estreito de incerteza

Com os riscos políticos mais bem definidos, a perspetiva estabiliza-se. Um período de abrandamento continua a ser o nosso cenário base, sustentado por políticas flexíveis e por uma procura privada sólida.

1.1 Perspectivas de crescimento — abrandamento, sem estagnação

Apesar da elevada incerteza, os dados concretos dos EUA, da Zona Euro e da China sugerem que haverá uma desaceleração, mas não uma recessão.

1.2 Inflação: O que é real e o que é ruído?

As tendências de desinflação mantêm-se evidentes nos dados concretos, mas os indicadores subjetivos apontam para cuidado. Com o aumento das tarifas e dos riscos energéticos, torna-se crucial distinguir o que realmente importa.

1.3 Taxas de juro: ainda há margem para cortes

O ciclo global de flexibilização monetária permanece intacto, apesar das pausas temporárias. As taxas de juros mais baixas e as condições de crédito mais favoráveis sustentam o crescimento e o retorno das obrigações.



1. Perspectivas macro: um intervalo de incertezas mais estreito

Permanece a incerteza, mas os sinais macroeconómicos apontam no sentido de resiliência à recessão, à medida que a volatilidade diminui.

Com maior clareza sobre o rumo das políticas da administração Trump, podemos agora refinar a nossa perspetiva macroeconómica para os próximos trimestres. Embora a incerteza permaneça — especialmente à volta das tensões comerciais e geopolíticas — os cenários mais extremos parecem menos prováveis. As negociações comerciais com a China e a UE ainda estão em curso, mas **os mercados estão a ajustar-se a um cenário mais definido**. Crucialmente, o pacote fiscal de 3,4 biliões de dólares da administração foi agora aprovado pelo Congresso. Este pacote proporciona um estímulo imediato através de cortes fiscais, investimentos em infraestruturas e despesas com defesa, ao mesmo tempo que sinaliza contenção orçamental para o futuro. Os mercados também estão atentos para ver como é que as tarifas alfandegárias recentemente aprovadas irão ser implementadas, uma vez que o impacto total das mesmas sobre os preços e o crescimento irá desenvolver-se gradualmente.

Neste contexto, **o nosso cenário base assume um choque político gerível**: uma redução de 1 ponto percentual no crescimento dos EUA e um aumento temporário da inflação. Mas, com a probabilidade de recessão a diminuir e a resiliência macroeconómica subjacente intacta, não vemos isto como uma estagnação.

As condições monetárias e financeiras estão a melhorar nas principais economias. As expectativas de cortes nas taxas estão a aumentar, tanto em relação à FED como por parte do BCE. Na Europa, a política fiscal está agora a apoiar ativamente o crescimento — com a Alemanha e a União Europeia a avançarem com investimentos e despesas em defesa para compensar a fraqueza do comércio. Nos EUA, a desregulamentação e os investimentos em capital impulsionados pela tecnologia podem aumentar a produtividade acima da tendência.

Mantemos a vigilância sobre os riscos: o reacender das tensões no Médio Oriente, uma rutura nas negociações comerciais ou uma segunda vaga de inflação provocada por tarifas ou energia podem ainda alterar o cenário. Mas a poeira começa a assentar. **As perspectivas continuam a ser de abrandamento — não de estagnação — sustentado por políticas flexíveis e uma procura privada sólida.** Esta combinação está a ajudar a estabilizar o sentimento e a reduzir “o tail risk”. Neste contexto, a volatilidade do mercado deve ser vista menos como uma ameaça e mais como uma oportunidade, nomeadamente para se construir um posicionamento resiliente enquanto o ruído macro gradualmente dá lugar a sinais de maior confiança.



Implemente produtos estruturados que combinem rendimento e proteção contra perdas.

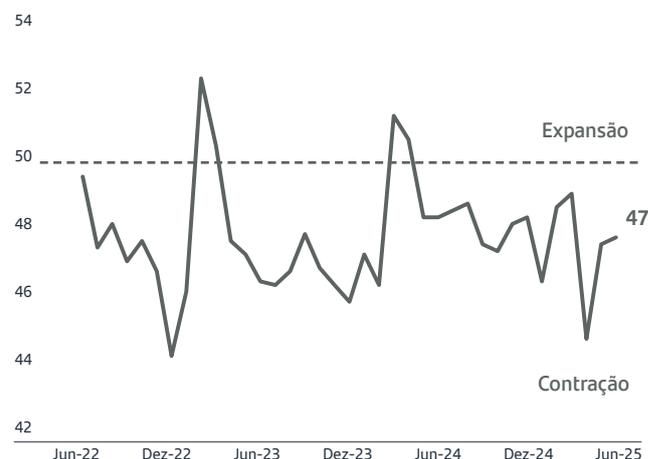
Tarifas alfandegárias no horizonte: mais pressões esperadas sobre os preços e as exportações

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/06/2025

Inflação PCE nos EUA face ao período homólogo
Tendências da inflação: Impacto das tarifas alfandegárias ainda em desenvolvimento



Encomendas de exportação do PMI da China
Procura de exportação sob pressão: primeiros sinais, há mais para vir



1.1 Perspectivas de crescimento — abrandamento e não estagnação

Apesar da elevada incerteza, os dados concretos dos EUA, da Zona Euro e da China sugerem que haverá uma desaceleração, mas não uma recessão.

A economia global continua a navegar num ambiente de elevada volatilidade, onde os indicadores qualitativos sinalizam hesitação, enquanto os dados concretos permanecem globalmente resilientes. Nos EUA, na Zona Euro e na China, o perfil é de desaceleração, não de contração.

Nos EUA, as vendas a retalho apontam para um crescimento do consumo privado no segundo trimestre, próximo dos 2% em termos anuais, mas os inquéritos às empresas enfraqueceram e os pedidos de subsídio de desemprego estão a aumentar gradualmente. O sentimento dos consumidores continua a ser moderado, sugerindo que **o consumo privado possa abrandar ainda mais no segundo semestre do ano**. Ainda assim, os fundamentais essenciais — mercados laborais, condições financeiras e despesas das famílias — mantêm-se suficientemente estáveis para afastar a possibilidade de uma recessão no curto prazo.

Na Europa, o crescimento é lento, mas está a ser sustentado por mecanismos de proteção. O impulso de investimento do fundo de infraestruturas da Alemanha e da iniciativa pan-europeia ReArm estão a compensar os impedimentos causados pelas condições de crédito mais restritivas e pelas fracas exportações. Os indicadores PMI continuam fracos, mas a política fiscal está a ganhar força. As expectativas de

crescimento revistas para 2025 são modestas, mas é provável que haja revisões em alta para 2026–27, à medida que os fluxos de investimento melhoram.

A China continua a desafiar os céticos, ao apresentar uma produção industrial estável, uma expansão modesta do crédito e apoio direcionado. Os dados nacionais mantêm-se consistentes com um caminho de recuperação modesto.

O agravamento das tensões no Médio Oriente acrescenta uma camada de fragilidade, especialmente se os preços do petróleo subirem ou se as rotas comerciais globais forem perturbadas. Com base nas nossas estimativas, um choque de 10 dólares por barril no preço do petróleo poderá retirar entre 0,2% e 0,3% ao PIB dos mercados desenvolvidos e entre 0,5% e 0,7% aos mercados emergentes.

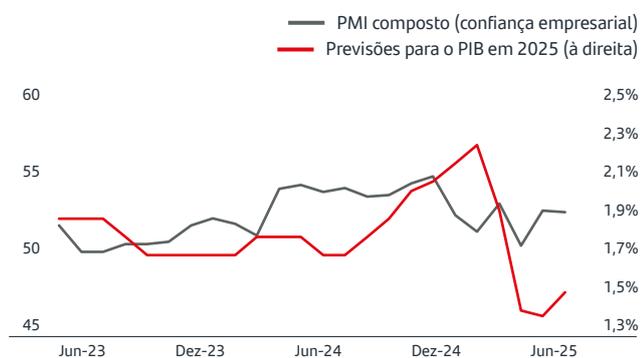
Por enquanto, a economia global mantém-se numa fase de baixa visibilidade: resiliente, mas desigual. **O risco não é tanto de contração, mas a hesitação prolongada motivada pela incerteza, pelas fricções políticas e pelas tensões geopolíticas.** É provável que o crescimento oscile perto da tendência, sem uma quebra clara seja mais acima ou mais abaixo, até que a clareza e a confiança nas decisões políticas melhorem.

Permanecer integralmente investido em todas as fases do ciclo.

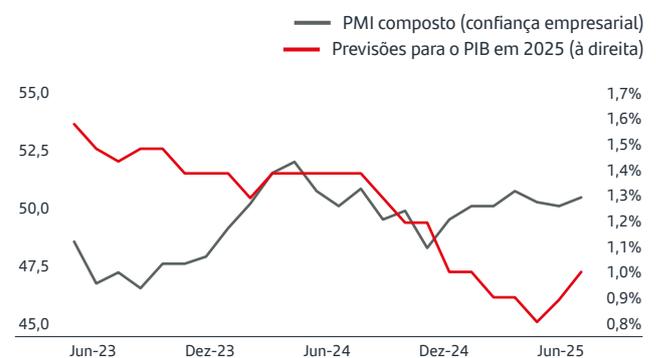
As probabilidades de crescimento e recessão estão a mudar no meio da incerteza política

Fonte: Inquérito da Bloomberg junto de analistas económicos. Dados de 30/06/2025.

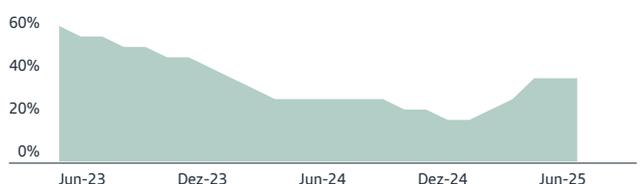
Estados Unidos



Zona Euro



Probabilidade de recessão



Probabilidade de recessão



1.2 Inflação: O que é real e o que é ruído?

As tendências de desinflação mantêm-se evidentes nos dados concretos, mas os indicadores subjetivos apontam para cautela.

O renovado desfasamento entre os dados concretos e os indicadores subjetivos está a tornar mais difícil interpretar as tendências da inflação.

Nos EUA, os números oficiais confirmam que há uma desinflação em curso: O IPC básico de maio situou-se nos 2,8% face ao período homólogo, e os dados mensais mantiveram-se abaixo dos 0,2% durante dois meses consecutivos. No entanto, os inquéritos aos consumidores mostram um quadro diferente. As expectativas de inflação a 1 ano da Universidade de Michigan subiram para 5,0% em junho após o anúncio das tarifas alfandegárias feito em abril, revelando quão rapidamente os receios impulsionados pelos cabeçalhos podem moldar o sentimento.

Esta **diferença entre a inflação medida e as expectativas está no centro do atual dilema entre sinais versus ruído**. Os dados concretos confirmam que a desinflação está a progredir, mas os indicadores qualitativos, fortemente influenciados pelos cabeçalhos sobre as decisões políticas, estão a amplificar os riscos percecionados e que podem não se materializar em dados de preços reais.

Esta diferença — entre “o que é” e “o que se receia” — está no centro do atual dilema entre sinais versus ruído. Os dados concretos continuam a confirmar que a desinflação está a progredir. Mas os indicadores qualitativos, especialmente os que são moldados pelos cabeçalhos sobre as decisões

políticas, alertam que a pressão sobre os preços pode voltar.

As recentes medidas sobre as tarifas aduaneiras nos EUA ainda não foram totalmente repercutidas sobre os consumidores Embora as reservas de stocks e a repercussão tardia sobre os consumidores tenham atenuado os efeitos iniciais, as tarifas direcionadas a setores como os automóveis e a eletrónica podem começar a ter impacto sobre os preços nos próximos meses. Ao mesmo tempo, **os mercados globais de energia continuam a ser sensíveis aos desenvolvimentos geopolíticos**. Perturbações prolongadas ou um maior aumento das tarifas aduaneiras durante o verão podem aumentar temporariamente a inflação. Na **Europa**, o contraste é bastante claro. Tanto os indicadores concretos como os qualitativos apontam no sentido de uma **desinflação contínua**, com a inflação subjacente a situar-se nos 2,3% comparativamente com o ano anterior e as expectativas dos consumidores com tendência para cair. Esta consistência acrescenta confiança ao percurso gradual do BCE no sentido da flexibilização.

Olhando para o futuro, **esperamos que as expectativas de inflação se mantenham, em geral, bem ancoradas**, embora a volatilidade possa aumentar à medida que se fazem sentir os efeitos das tarifas e dos choques energéticos. Os investidores devem continuar a dar prioridade aos ativos reais e às estratégias flexíveis para ajudar a gerir estes riscos.

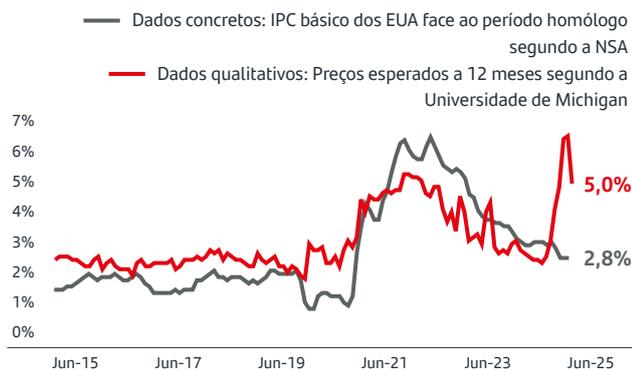


Aumentar o peso dos ativos reais e estratégias obrigacionistas flexíveis.

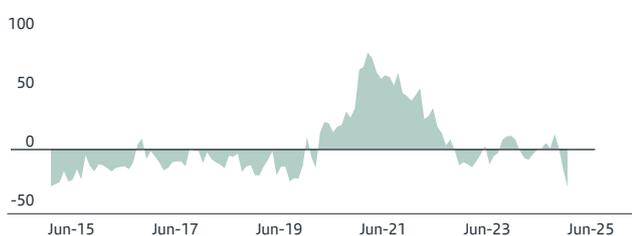
Realidades divergentes: os dados concretos confirmam que há desinflação, mas o sentimento dos consumidores sobre os preços mantém-se elevado

Fonte: Bloomberg. Dados de 25/06/2025

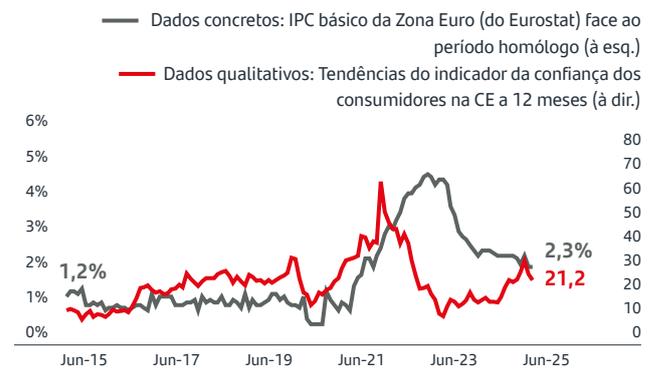
EUA



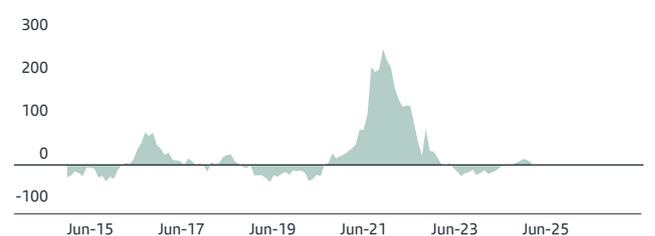
Índice de Surpresa da Inflação do CitiGroup



Zona Euro



Índice de Surpresa da Inflação do CitiGroup



1.3 Taxas de juro: ainda há espaço para cortes

O ciclo global de flexibilização mantém-se intacto, apesar de pausas temporárias. Taxas de juro mais baixas e a melhoria das condições de crédito apoiam o crescimento e os retornos das obrigações.

O ciclo global das taxas de juro continua a evoluir de uma política restritiva para uma abordagem mais favorável. Na maioria das economias, especialmente na Zona Euro, as taxas de juro já não são restritivas, uma vez que a desinflação e o apoio orçamental abrem as portas a uma maior flexibilização. Nos EUA, embora a Reserva Fed se mantenha cautelosa, a moderada inflação e os dados mais fracos do mercado do trabalho abrem espaço para futuros cortes nas taxas de juro, se necessário. Os mercados emergentes, tendo agido cedo, estão agora bem posicionados para maiores reduções graças aos balanços mais saudáveis.

Ao mesmo tempo, as condições financeiras melhoraram significativamente. Os spreads de crédito continuam a ser restritivos, os custos dos empréstimos estão a diminuir e o acesso ao financiamento continua a aumentar, tanto nos mercados desenvolvidos como nos emergentes. A perspetiva de desregulamentação bancária nos EUA, sob a administração Trump, poderá dar um impulso adicional à disponibilidade de crédito e apoiar o financiamento ao setor privado — reforçando ainda mais a recuperação das condições financeiras. Isto começa a refletir-se numa maior emissão de dívida empresarial, sinalizando que o canal de transmissão da política está a reativar-se.

Estas mudanças estão refletidas nos gráficos abaixo, onde as taxas de juro globais atingiram claramente o seu pico e se encontram agora numa tendência de queda, enquanto as expectativas do mercado antecipam um percurso constante no sentido descendente tanto para a FED como para a BCE. À medida que as condições monetárias se tornam menos restritivas, **o impacto combinado de uma política mais flexível, da melhoria na dinâmica do crédito e da perspetiva de desregulamentação**, deverá reforçar a recuperação dos mercados financeiros e da economia em geral. As melhores condições de acesso ao crédito, as taxas de juro mais baixas e o apoio contínuo dos bancos centrais criam um ambiente mais favorável para os investidores, mesmo que os riscos se mantenham.

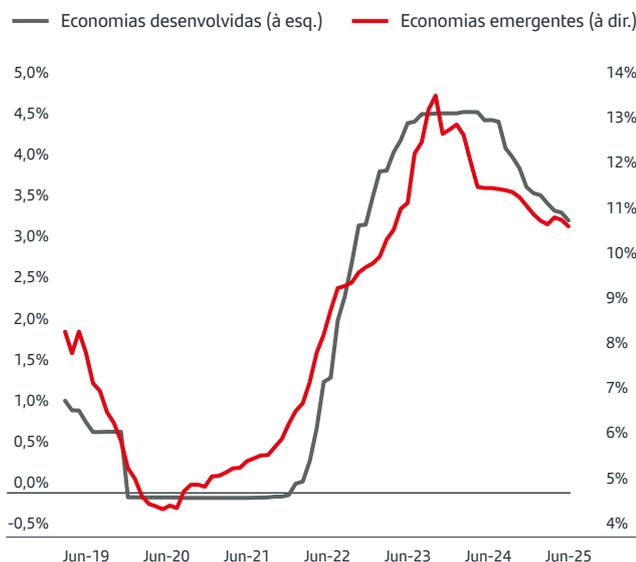
Nos mercados cambiais, a narrativa também está a evoluir. **A fraqueza do dólar norte-americano é agora mais influenciada pelos fluxos de capital e pela diversificação de carteiras do que apenas pelas diferenças nas taxas de juro.** À medida que a incerteza sobre as decisões políticas e geopolítica mantém-se, a estratégia cambial tornou-se um instrumento central na gestão de riscos. A diversificação entre moedas está a tornar-se cada vez mais estrutural — essencial para navegar num mundo com âncoras globais em mudança.

Manter exposição a obrigações de elevada qualidade.

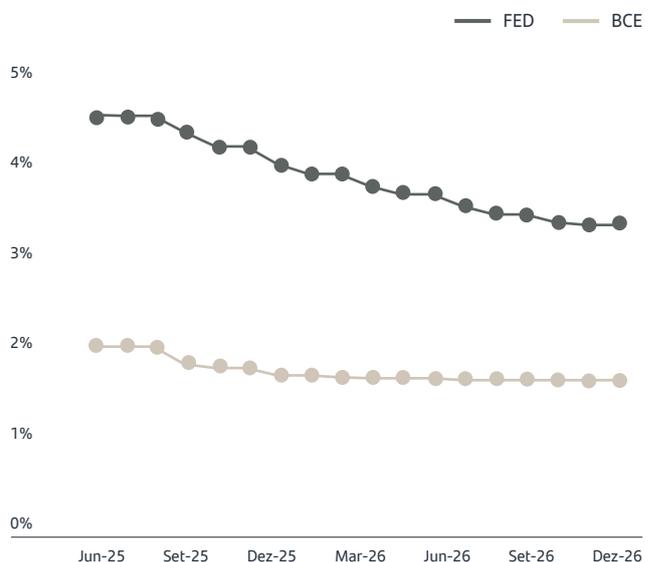
A política monetária continua a ser favorável: são esperados cortes nas taxas de juro tanto nos mercados desenvolvidos como nos emergentes

Fonte: Bloomberg. Dados de 28/06/2025

As taxas de juro globais já ultrapassaram o ponto mais alto



A FED e o BCE num caminho gradual para diminuírem as taxas de juro



1.4 Resumo das projeções económicas

Dados de 4 de julho de 2025

Crescimento económico

Prevê-se que o crescimento do PIB dos EUA abrande para 2,0% em 2025, com o consumo a manter-se sólido, mas o investimento a desacelerar devido às incertezas políticas e comerciais. A manutenção da contratação, os balanços das famílias e a atividade nos serviços continuam a dar suporte económico. Na Zona Euro, o PIB deverá crescer 1,5%, liderado pelos estímulos orçamentais na Alemanha e por um consumo mais forte. Espanha continua a apresentar o melhor desempenho. Embora a região continue a enfrentar desafios industriais, a melhoria do sentimento empresarial e a recuperação da procura externa sustentam uma visão cautelosamente otimista.

PIB (% face ao período homólogo)	2025		2026		
	2024e	2025e	Consenso	Consenso	
Estados Unidos	2,8	2,0	1,5	2,2	1,6
Zona Euro	0,7	1,5	1,0	1,4	1,1
Reino Unido	0,8	0,8	1,1	0,8	1,2
Alemanha	-0,2	0,7	0,2	1,3	1,1
França	1,1	0,6	0,5	1,3	0,8
Itália	0,5	0,9	0,5	1,2	0,8
Espanha	3,1	2,5	2,4	2,1	1,8
Brasil	3,4	2,0	2,3	1,5	1,6
México	1,5	-0,2	0,0	1,8	1,3
Chile	2,3	2,2	2,3	2,3	2,1
Polónia	2,9	3,4	3,3	3,2	3,3

Inflação

A inflação nos EUA está prevista para 3,0% em 2025, uma vez que os preços dos serviços e o crescimento dos salários continuam elevados, e as tarifas acrescentam um risco de subida. A Reserva Federal mantém-se cautelosa, exigindo uma queda sustentada do IPC núcleo mensal para 0,2% antes de aliviar ainda mais a política monetária. Na Zona Euro, a inflação está a estabilizar perto dos 2,0% graças à redução das pressões salariais e à normalização dos custos com a energia. Embora os riscos externos se mantenham, o processo de desinflação parece estar consolidado, reforçando as expectativas de que o BCE possa prosseguir gradualmente com a normalização da política monetária.

Inflação (% face ao período homólogo)	2025		2026		
	2024e	2025e	Consenso	Consenso	
Estados Unidos	2,7	3,0	2,9	2,9	2,8
Zona Euro	2,0	2,2	2,0	1,9	1,8
Reino Unido	2,8	3,3	3,2	2,3	2,3
Alemanha	2,1	2,2	2,2	1,9	2,0
França	0,8	1,0	1,0	1,9	1,6
Itália	1,8	1,7	1,8	1,6	1,7
Espanha	2,1	2,3	2,3	1,8	1,9
Brasil	5,0	5,8	5,2	5,0	4,4
México	4,5	3,9	3,9	3,8	3,7
Chile	4,5	3,9	4,4	3,3	3,2
Polónia	4,1	3,9	3,7	2,9	2,9

Política monetária

A FED continua dependente dos dados. É provável que reduza as taxas para 4,00%, desde que a inflação modere e os riscos permaneçam contidos. Apesar do crescimento mais forte nos EUA, a inflação subjacente persistente limita o espaço para cortes mais profundos nas taxas de juro. O BCE, ao estar perante uma inflação menor e um crescimento lento, reduziu a taxa de depósitos para os 2,0% e provavelmente irá parar por aí. O Banco da Inglaterra deverá agir com mais cautela, limitado pela inflação nos serviços e pela dinâmica salarial, acabando o ano nos 3,75%.

Taxas de Juro Oficiais (%)	2025		2026		
	2024e	2025e	Consenso	Consenso	
Estados Unidos	4,50	4,00	4,05	4,00	3,50
Zona Euro	3,00	2,00	1,90	2,00	1,95
Reino Unido	4,75	3,75	3,75	3,50	3,30
Brasil	12,25	14,75	14,75	13,00	12,40
México	10,00	7,75	7,35	7,50	6,75
Chile	5,00	4,75	4,55	4,50	4,20
Polónia	5,75	4,75	4,65	3,75	3,80

Mercados de câmbio

O dólar norte americano está sob pressão devido aos desequilíbrios orçamentais, às tensões comerciais e aos cortes esperados nas taxas de juro de parte da Reserva Federal, com o índice do dólar a desvalorizar face a um cesto de moedas. O Euro está a fortalecer com as cautelas do BCE e a nova procura de refúgios seguros. As moedas latino-americanas apresentam um quadro misto: o peso mexicano é vulnerável aos riscos comerciais dos EUA, o real brasileiro enfrenta desafios fiscais e os pesos chileno e colombiano estão expostos à desaceleração do crescimento global e à volatilidade das commodities.

Divisas externas vs. USD	2025e		2026			
	2024	7-Jul	Consenso	Consenso		
EUR	1,04	1,18	1,18	1,17	1,20	1,20
GBP	1,25	1,37	1,30	1,36	1,29	1,38
BRL	6,18	5,41	5,90	5,70	6,00	5,84
MXN	20,83	18,66	20,20	19,50	20,60	19,50
CLP	995	930	935	930	925	939
PLN	4,13	3,61	3,65	3,59	3,60	3,61

Fonte: Santander CIB e Bloomberg para o Consenso e níveis de câmbio à vista

Mudanças nas decisões políticas: à procura de sinais por detrás do ruído

2 Mercados: a adaptarem-se à volatilidade à medida que as decisões políticas remodelam o terreno de jogo

2.1 Obrigações

Yields iniciais atrativas, fundamentos resilientes e uma política monetária mais acomodatória sustentam um cenário positivo para as obrigações. Mantenha uma abordagem seletiva no crédito e aposte em estratégias ativas.

2.2 Ações

As ações continuam apoiadas por resultados empresariais resilientes, mesmo que as avaliações limitem o potencial de valorização adicional. Num mercado volátil, qualidade e seletividade são essenciais para manter o investimento.

2.3 Mercados privados

Com a liquidez tradicional a secar, o capital privado está bem posicionado para aproveitar oportunidades em mercados sob pressão, através de estruturas flexíveis.



2.1 Obrigações: Os prémios de prazo sobem — mantenha-se ágil

Yields iniciais atrativas, fundamentais resilientes e uma política monetária mais acomodatória sustentam um cenário positivo para o mercado obrigacionista.

Num mercado moldado por mudanças sobrepostas nas orientações políticas, as obrigações continuam a oferecer estabilidade e um rendimento confiável. Apesar da volatilidade de curto prazo, **os fatores mais importantes como os elevadas yields iniciais, expectativas de inflação controladas e fundamentais corporativos resilientes, mantêm-se em vigor.** Continuamos a privilegiar a qualidade e a flexibilidade. Créditos *investment grade* oferece um perfil equilibrado, onde o carry e o roll-down são mais eficazes. Os balanços das empresas estão fortes, as taxas de incumprimento são baixas e as condições financeiras mantêm-se favoráveis. Continuamos a estar otimistas em relação aos créditos hipotecários garantidos pelo estado, que beneficiam do aumento do valor dos imóveis e da critérios de concessão rigorosos.

Regionalmente, vemos oportunidades de maior duração fora dos EUA. Na Europa e na Ásia-Pacífico, **a inflação mais moderada e o crescimento mais lento dão suporte a uma maior flexibilização monetária, a curvas mais acentuadas e um melhor potencial de roll-down.** Em sentido contrário, os Yields de longo prazo nos EUA continuam sob pressão devido às crescentes preocupações fiscais, fazendo com que os títulos com os prazos intermédios sejam mais atrativos.

As obrigações com prazos intermédios oferecem menor sensibilidade à volatilidade de longo prazo, mas ainda conseguem beneficiar do apoio nas decisões políticas. Também **favorecemos os créditos hipotecários de agência garantidos pelo estado e os créditos de curta duração, como âncoras de carry estável nos EUA**

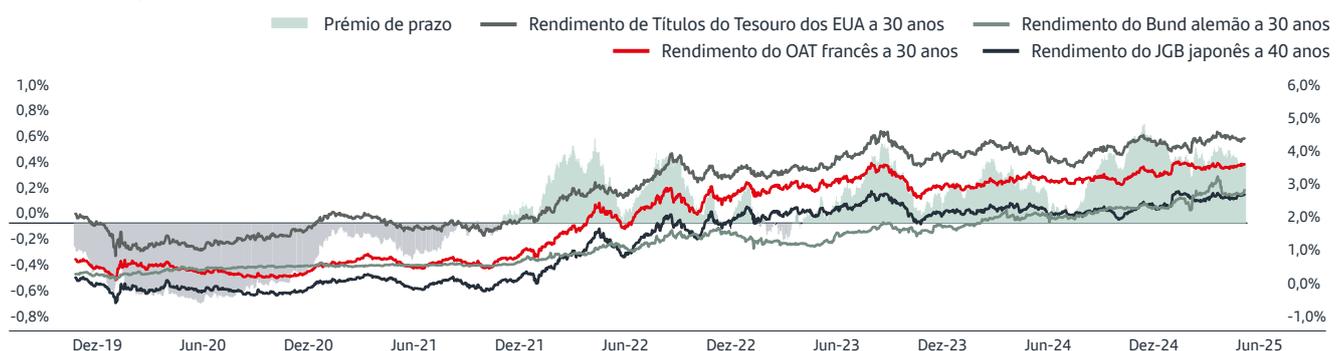
A dívida de mercados emergentes, especialmente em moeda local, apresenta oportunidades seletivas. A inflação doméstica mais baixa, melhoras fundamentais e um dólar mais fraco aumentam a atratividade. Os títulos soberanos de mercados emergentes em moeda forte com fortes posições externas também oferecem um valor atrativo.

Em geral, **quanto às obrigações, defendemos uma estratégia que seja flexível, globalmente diversificada e com foco na qualidade.** Entre dívida soberana, crédito e ativos titularizados, com boa relação risco-retorno continuam a ser atrativos — se os investidores se mantiverem focados nos sinais macro e não no ruído. Não estamos num mercado para se perseguirem Yields de forma cega. Com os prémios de prazo a aumentar e a volatilidade elevada, uma distribuição disciplinada e uma gestão ativa são essenciais. Se for usada com inteligência, a volatilidade pode transformar-se em oportunidade — não a evitando, mas sim aproveitando-a com propósito.

Seja seletivo em relação ao crédito e faça uma gestão ativa da duração.

Aumento do prémio de prazo: os títulos de longo prazo oferecem maior compensação neste momento

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/06/2025



Estreitamento dos spreads de crédito apoiados por fundamentais sólidos e baixo nível de incumprimentos

Fonte: Bloomberg. Dados de 19/06/2025



2.2 Ações: Os lucros irão continuar a ser o principal impulsionador do desempenho

Os lucros mantêm-se fortes, mas as elevadas valorizações exigem seletividade e foco em fundamentos de qualidade.

Os mercados de ações aumentaram bastante nos últimos meses, apoiados pelas melhorias do sentimento geral, pela diminuição das preocupações com a recessão e pela resiliência dos lucros corporativos. No entanto, mantemos uma postura neutra. As valorizações — principalmente nos EUA — tornaram-se exigentes, com o S&P 500 a ser negociado bastante acima da respetiva média de 10 anos. Em contrapartida, os mercados europeus estão a mostrar uma melhoria nos lucros e valorações mais atrativas, justificando-se uma rotação regional. A elevada incerteza em torno da política monetária e as expectativas de taxas já totalmente refletidas nos preços limitam o espaço para uma nova expansão dos múltiplos.

Neste contexto, o principal sinal continua a ser a resiliência dos lucros. A volatilidade de curto prazo causada pelos cabeçalhos, pelas tarifas alfandegárias ou pela geopolítica pode distorcer os preços de mercado, mas é a solidez na apresentação dos lucros — especialmente no primeiro trimestre nos EUA e na Europa — que sustenta a nossa convicção de se manterem os investimentos. Apesar de algumas orientações cautelosas, continua a prever-se um crescimento anual do EPS de cerca de 9% nos EUA, com a Europa a ganhar força nos setores financeiro, industrial e tecnológico. Como mostra o gráfico abaixo, ambos os mercados devem apresentar um crescimento de ganhos por volta dos dois dígitos até

2026.

A maioria das empresas reafirmou ou manteve as suas projeções, apesar do persistente ruído a nível macro. O que sublinha a força dos fundamentais e justifica uma distribuição neutra em ações em carteiras de classes multi-ativos — onde a seletividade e a qualidade continuam a ser essenciais. **As avaliações elevadas desaconselham a tomada de risco de forma generalizada, mas a resiliência dos lucros justifica a manutenção dos investimentos.**

Continuamos a privilegiar a qualidade, nomeadamente em termos de empresas com balanços patrimoniais sólidos, poder de fixação de preços e perfis de crescimento sustentável, ao mesmo tempo que procuramos uma exposição seletiva a setores liderados pela inovação. A Inteligência Artificial e outras tecnologias continuam a ser os principais impulsionadores da dispersão do mercado, embora a liderança continue a mudar. Num ciclo bastante ruidoso, é fundamental saber distinguir entre crescimento duradouro e mera especulação. **Deixe que sejam os fundamentais, e não os cabeçalhos, a moldar as convicções.** O posicionamento em ações deve ser orientado pela solidez dos ganhos futuros, e não pelo desempenho do passado. Nesta fase, a disciplina, a tomada de consciência sobre a valorização e a qualidade dos lucros, continuam a ser os principais filtros para a alocação das ações.

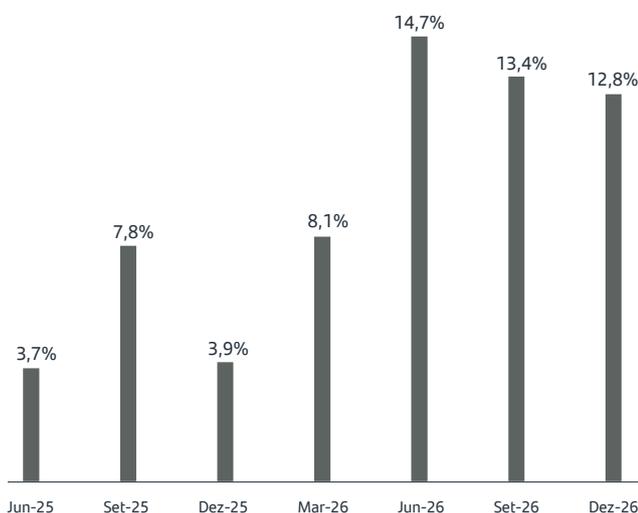


Foco em ações de elevada qualidade e exposição às principais tendências.

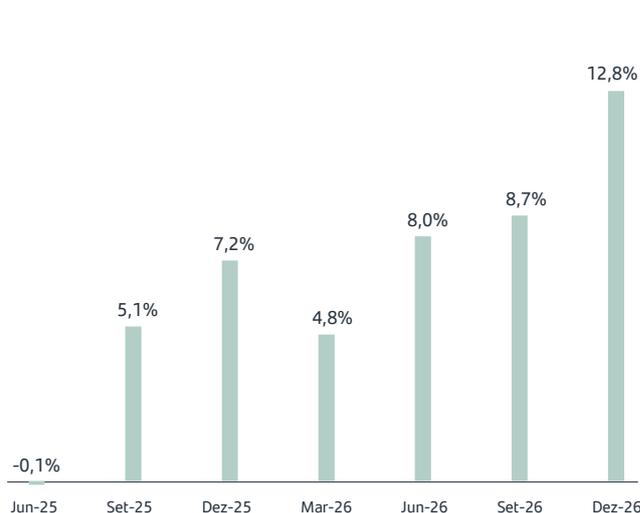
O impulso dos lucros mantém-se robusto tanto nos EUA como na Europa.

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 25/06/2025.

EUA: S&P 500 - Tendência de crescimento esperado do EPS



Europa: Stoxx 600 - Tendência de crescimento esperado do EPS



2.3 Mercados privados: uma bússola para o longo prazo

Num ambiente perturbado, os mercados privados continuam a oferecer acesso, flexibilidade e valor a longo prazo. Diversifique entre anos de investimento, estruturas e estratégias para aproveitar oportunidades enquanto gere o risco de liquidez.

Na atual conjuntura macroeconómica volátil, moldada por tensões comerciais, incerteza quanto à inflação e taxas de juro mais elevadas durante mais tempo, **os mercados privados continuam a ser uma pedra angular para os investidores de longo prazo.** Em vez de andar atrás do timing do mercado, damos prioridade a diversificação ao longo do tempo e uma exposição estratégica. Como o capital é comprometido ao longo de vários anos de investimento, os levantamentos e distribuições podem ser escalonados, suavizando as necessidades de fluxo de caixa e reduzindo o risco associado ao timing. **Carteiras privadas bem construídas recompensam o capital paciente,** especialmente se forem diversificadas entre estratégias e geografias.

O capital privado continua a ser atrativo apesar dos obstáculos em termos de liquidez. Com menos ofertas públicas iniciais (OPIs) e saídas mais lentas, o deal pricing tornou-se mais favorável, especialmente em aquisições de empresas de pequena e média capitalização, onde as melhorias operacionais e a criação de valor dinamizam os retornos. Os gestores estão focados na expansão da margem e no reposicionamento dos ativos para crescimento futuro. **Os elevados níveis de liquidez significa que os gestores detêm a flexibilidade que necessitam**

para agirem de forma decisiva à medida que surgem oportunidades, inclusive em mercados turbulentos. Entretanto, o mercado secundário está a proporcionar liquidez e acesso com descontos face às avaliações anteriores. Os mercados privados devem constituir uma alocação central.

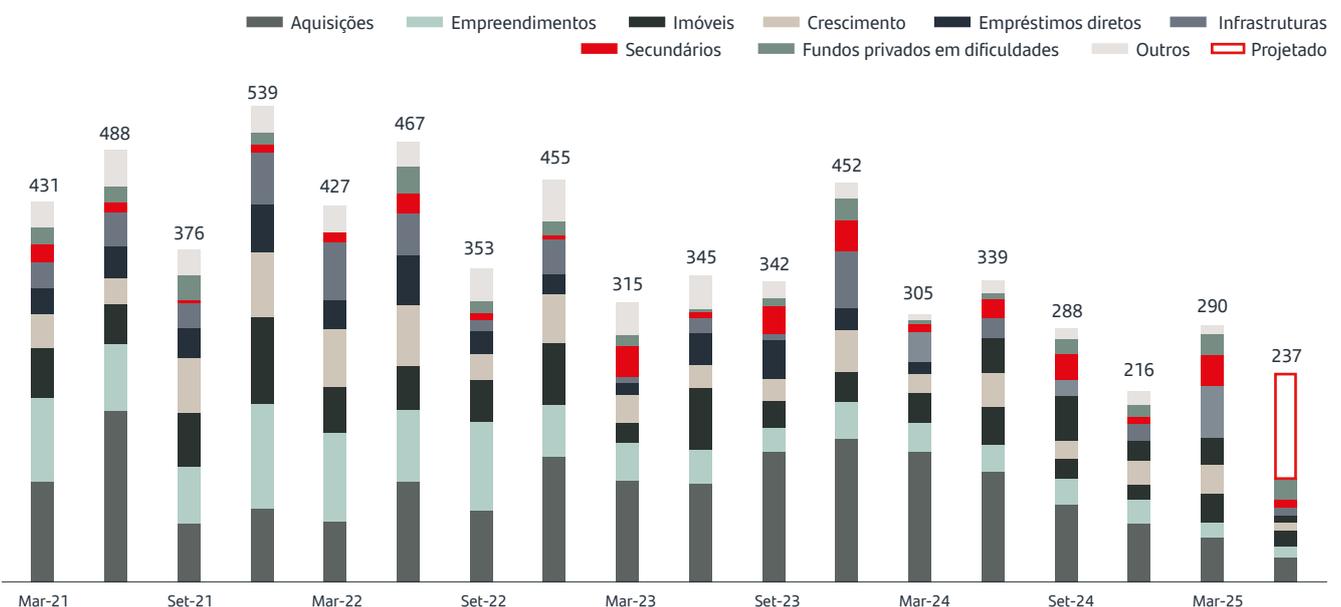
A dívida privada destaca-se pelos seus atrativos rendimentos ajustados ao risco comparativamente com o crédito público, em particular em empréstimos diretos e dívida garantida por ativos. As mudanças estruturais, nomeadamente a contenção nas despesas dos bancos, o refinanciamento de imóveis comerciais e a procura por soluções personalizadas, proporcionam um profundo conjunto de oportunidades. **Os fundos evergreen estão a ganhar força,** oferecendo liquidez e diversificação aos investidores que procuram um rendimento consistente.

O investimento em infraestruturas é cada vez mais atrativo, especialmente em relação a temas de digitalização e transição energética. Os fluxos de caixa estáveis e indexados à inflação e as fortes políticas favoráveis, especialmente na Europa e na Ásia, justificam a aposta em infraestruturas de longo prazo. Manter o envolvimento em toda a estrutura de capital e preservar a diversificação é crucial à medida que o ecossistema dos mercados privados evolui.

Os mercados privados devem constituir uma alocação central.

A angariação de capital privado abrandou, mas a oportunidade a longo prazo mantém-se.

Fonte: Preqin. Dados de 16/05/2025. Milhares de milhões de dólares



Mudanças nas decisões políticas: à procura de sinais por detrás do ruído

3 Da reação à resiliência: alinhar os portfólios com os pontos de viragem da política e da conjuntura macroeconómica.

Os mercados estão a navegar numa fase de grande incerteza, impulsionada por mudanças nas dinâmicas comerciais, fiscais e geopolíticas. Neste ambiente, a resiliência não vem do recuo, mas da reavaliação. As carteiras devem adaptar-se apostando numa maior seletividade, diversificação global e posicionamento ativo em termos de ativos e regiões.

3.1 Siga o sinal: mantenha-se investido, seja seletivo.

3.2 Considere os riscos geopolíticos

3.3 Posicione-se para mudanças de narrativas



3.1 Siga os sinais: mantenha o investimento, seja seletivo

Apesar de muito ruído a nível macro — das tarifas à geopolítica — os sinais subjacentes apontam no sentido de uma expansão resiliente: baixo risco de incumprimento, crescimento dos lucros, balanços patrimoniais saudáveis tanto a nível dos consumidores como das empresas, e um mercado de trabalho resiliente (despedimentos moderados). Com o risco de recessão bastante abaixo daquilo que cabeçalhos sugerem, os investidores devem resistir à tentação de retirar-se do risco prematuramente. No entanto, as valorizações mais apertadas exigem maior seletividade. A estratégia para esta fase do ciclo é disciplina, e não a retirada.

Mantenha uma distribuição disciplinada.

Evite reduzir o risco de forma emocional e resista à tentação de tentar acertar no timing do mercado. **Deixe que a disciplina — e não as manchetes — guie as decisões do seu portfólio.** Mantenha-se ancorado nos fundamentos, com uma alocação equilibrada e diversificada.

Concentre-se em lucros resilientes.

Num mercado onde os fundamentos se mantêm sólidos, deve concentrar-se em setores resilientes e **em ações de elevada qualidade, pois serão os lucros — e não os múltiplos — que irão agir como motor do desempenho.**

Seja seletivo, mas não abandone estratégias de carry trade.

Mantenha o **crédito investment grade como o núcleo da exposição ao carry trade.** Dê preferência ao crédito moderado de mercados emergentes em vez de elevada yield excessivamente valorizada, para captar valorização seletiva. Dê prioridade aos gestores ativos com **forte disciplina de crédito** e histórico comprovados.

🕒 Mantenha-se totalmente investido e siga uma abordagem disciplinada de alocação.



3.2 Considere os riscos geopolíticos e a inovação

Os mercados de capital globais são cada vez mais moldados pela fragmentação geopolítica — realinhamento comercial, segurança energética, aumento das despesas militares e blocos de inovação concorrentes. Os investidores devem saber adaptar-se com carteiras que reflitam esta mudança.

Expanda os seus ativos de reserva para lá dos ativos norte americanos.

Reequilibre a exposição concentrada ao dólar através da alocação a ativos de reserva complementares como o euro, o iene, o franco suíço e o ouro. **AA diversificação cambial oferece uma proteção contra choques na política comercial e volatilidade fiscal.** Isto não representa um afastamento dos ativos norte-americanos — mas sim um alargamento estratégico da resiliência geopolítica.

Proteja-se contra riscos geopolíticos

Aumente a exposição a setores que beneficiam com o **aumento dos investimentos em defesa, segurança cibersegurança e infraestruturas críticas.** Com a volatilidade a diminuir, comparativamente com os picos do início do ano, este é o momento oportuno para aumentar o hedging através de produtos estruturados ou opções. As estratégias de *tail-risk* podem ajudar a mitigar choques assimétricos ligados à escalada geopolítica. Numa era de competição pelo poder, o hedging não tem a ver com medo, mas sim visão estratégica.

Invista na disrupção tecnológica

As tensões geopolíticas estão a acelerar a corrida global pela supremacia tecnológica. **Foca-te nas principais tendências como a infraestrutura de IA, liderança em semicondutores e infraestrutura digital.** O capital público e privado está a convergir para garantir vantagens competitivas em ecossistemas de inovação. O crescimento e a produtividade a longo prazo serão impulsionados pela implementação acelerada de novas tecnologias.

⦿ Aumente a exposição a temas estratégicos, ativos globais e setores resilientes.

3.3 Esteja alerta: posicione-se para mudanças de narrativas

Num mundo transformado por políticas voláteis e prioridades globais em constante evolução, **os investidores devem manter-se flexíveis e com uma visão voltada para o futuro.** A liderança nos mercados está a mudar — não apenas em termos de preço, mas também de narrativa. Permanecer passivo no ambiente atual implica correr o risco de perder oportunidades moldadas por pressões fiscais, mudanças regulatórias e realinhamentos comerciais.

Navegue ao longo da curva: procure oportunidades sua inclinação

Com os bancos centrais a aliviar a política monetária no curto prazo, mas os défices orçamentais a pressionarem as yields de longo prazo para cima, as curvas das yields estão novamente a inclinar-se. Isto cria uma **janela de oportunidade para gerir ativamente a duração**, explorar a forma da curva e reequilibrar entre o carry de curto prazo e o valor na parte longa da curva. Estratégias flexíveis de fixed income podem extrair valor ao longo da curva — especialmente à medida que os défices reconfiguram a oferta de duração.

Siga os sinais da desregulamentação

À medida que a equipa económica do Presidente Trump muda do confronto para o crescimento, **a desregulamentação está de volta à agenda.** Os primeiros sinais no setor bancário — através do abrandamento das regras de capital e do regresso das M&A — apontam para um impulso pró-cíclico nos ativos financeiros e ligados ao crédito. **Procure investir em setores que beneficiam com uma regulamentação mais flexível, especialmente nos bancos**, onde os lucros e a aplicação de capital irão provavelmente acelerar.

Ative a sua alocação: adapte-se a um mundo em mudança

As **mudanças estruturais a nível do comércio global** estão a criar oportunidades de longo prazo em regiões que provavelmente irão beneficiar de tarifas mais baixas e da diversificação da cadeia de abastecimento. Este realinhamento também alimenta a procura por **investimentos em infraestruturas e logística**, à medida que o capital é redirecionado para sistemas mais resilientes e regionalmente equilibrados. Captar estas tendências exige um conjunto de ferramentas mais diversificado — **os ativos reais e os mercados privados** podem oferecer oportunidades para além dos portfólios tradicionais.



Apanhe a onda da narrativa — adapte-se rapidamente, invista de forma mais inteligente.



Tabelas em Anexo

Principais retornos dos ativos nos últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/06/2025

	Rentabilidades						Acumulado do Ano	Rentabilidade anualizada			
	2019	2020	2021	2022	2023	2024		1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	5,4%	2,2%	4,9%	4,8%	2,9%	2,0%
Liquidez EUR ⁽²⁾	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-1,7%	7,3%	3,1%	2,9%	1,6%	0,6%
Obrigações — Global ⁽³⁾	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-1,7%	7,3%	8,9%	2,7%	-1,2%	1,2%
Obrigações — EUA ⁽⁴⁾	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	1,3%	4,0%	6,1%	2,5%	-0,7%	1,8%
Governos dos EUA (USD) ⁽⁵⁾	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	2,4%	4,0%	6,3%	2,8%	0,1%	1,6%
Empresas dos EUA (USD) ⁽⁶⁾	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	2,1%	4,2%	6,9%	4,3%	0,1%	3,0%
Elevado Rendimento dos EUA (USD) ⁽⁷⁾	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	8,2%	4,6%	10,3%	9,9%	6,0%	5,4%
Obrigações — Euros ⁽⁸⁾	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	7,2%	2,6%	0,8%	4,8%	1,5%	-1,7%	0,5%
Governos Europeus (EUR) ⁽⁹⁾	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	1,9%	0,5%	4,5%	0,6%	-2,3%	0,4%
Empresas Europeias (EUR) ⁽¹⁰⁾	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	4,7%	1,8%	6,0%	4,2%	0,5%	1,4%
Elevado Rendimento da Europa (EUR) ⁽¹¹⁾	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	9,1%	2,3%	8,2%	9,3%	4,7%	3,7%
Obrigações Globais — Países Emergentes (USD) ⁽¹²⁾	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	9,1%	6,6%	4,9%	9,4%	7,7%	1,7%	3,4%
Obrigações — Países Emergentes da América Latina (USD) ⁽¹³⁾	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	10,5%	6,0%	13,2%	10,7%	4,0%	4,0%
MSCI Global (USD)	27,7%	15,9%	21,8%	-18,1%	23,8%	18,7%	9,5%	16,3%	18,3%	14,6%	10,6%
S&P 500 (USD)	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	25,0%	6,2%	15,2%	19,7%	16,6%	13,6%
MSCI Europa (EUR)	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	1,8%	23,0%	18,4%	17,2%	12,4%	6,7%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	7,5%	15,3%	15,3%	9,7%	6,8%	4,8%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	10,2%	14,1%	15,8%	9,7%	7,1%	5,7%
MSCI — América Latina (USD)	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-26,4%	29,9%	13,4%	11,6%	11,1%	3,8%

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

Ações

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/06/2025

		Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno			Retorno anualizado			
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2023	2024	ACUMULADO DO ANO	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	6.205		1.920		6.205	24,2%	23,3%	5,5%	13,6%	17,9%	14,9%	11,6%
	DOW JONES IA	44.095		16.285		44.911	13,7%	12,9%	3,6%	12,7%	12,7%	11,3%	9,5%
	NASDAQ 100	20.370		4.558		20.370	43,4%	28,6%	5,5%	14,9%	22,7%	15,2%	15,1%
Europa	Stoxx 50	541		320		557	12,7%	6,0%	6,6%	5,9%	10,0%	8,5%	3,4%
	Zona Euro (EuroStoxx)	5.303		2.787		5.464	19,2%	8,3%	8,3%	8,4%	15,4%	10,4%	4,3%
	Espanha (IBEX 35)	13.992		6.452		14.152	22,8%	14,8%	20,7%	27,9%	20,0%	14,1%	2,5%
	França (CAC 40)	7.666		4.237		8.206	16,5%	-2,2%	3,9%	2,5%	9,0%	9,2%	4,6%
	Alemanha (DAX)	23.910		9.495		23.997	20,3%	18,8%	20,1%	31,1%	23,2%	14,2%	7,9%
	Reino Unido (FTSE 100)	8.761		5.577		8.810	3,8%	5,7%	7,2%	7,3%	6,9%	7,3%	2,9%
	Itália (MIB)	39.792		16.198		40.087	28,0%	12,6%	16,4%	20,0%	23,2%	15,5%	5,7%
	Portugal (PSI 20)	7.456		3.945		7.456	11,7%	-0,3%	16,9%	15,1%	7,2%	11,2%	2,8%
	Suíça (SMI)	11.921		7.808		13.004	3,8%	4,2%	2,8%	-0,6%	3,5%	3,5%	3,0%
América Latina	México (MEXBOL)	57.451		34.555		57.842	18,4%	-13,7%	16,0%	9,6%	6,5%	8,8%	2,5%
	Brasil (IBOVESPA)	138.855		40.406		138.855	22,3%	-10,4%	15,4%	12,1%	12,1%	7,9%	10,2%
	Argentina (MERVAL)	1.994.825		9.815		2.564.659	360,1%	172,5%	-21,3%	23,8%	182,5%	120,0%	67,2%
	Chile (IPSA)	8.248		3.487		8.248	17,8%	8,3%	22,9%	28,6%	18,5%	15,8%	8,0%
Ásia	Japão (NIKKEI)	40.487		15.576		40.487	28,2%	19,2%	1,5%	2,3%	15,3%	12,7%	7,1%
	Hong-Kong (HANG SENG)	24.072		14.687		32.887	-13,8%	17,7%	20,0%	35,9%	3,3%	-0,3%	-0,9%
	Coreia do Sul (KOSPI)	3.072		1.755		3.297	18,7%	-9,6%	28,0%	9,8%	9,6%	7,8%	3,9%
	Índia (Sensex)	83.606		23.002		84.300	18,7%	8,2%	7,0%	5,8%	16,4%	19,1%	11,6%
	China (CSI)	3.936		2.877		5.352	-11,4%	14,7%	0,0%	13,7%	-4,3%	-1,1%	-0,8%
Mundo	MSCI Global	4.026		1.547		4.026	21,8%	17,0%	8,6%	14,7%	16,5%	12,8%	8,7%

Ações por estilo e por setor.

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

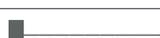
Dados de 30/06/2025

	Último Preço	Variação	Últimos 10 anos		Retorno			Retorno anualizado				Rácios		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2023	2024	ANO	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio (Co-taçaõ/ Lucro)	Rendimento de Dividendos
MSCI Global	12.843		4.204		12.843	23,8%	18,7%	9,5%	16,3%	18,3%	14,6%	10,6%	19,88	1,80
Estilo														
MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	2.955		1.352		2.955	9,1%	8,0%	9,3%	13,6%	10,3%	10,4%	7,3%	13,70	3,71
MSCI - Dinâmica Global	5.322		1.454		5.322	11,8%	30,2%	13,8%	17,4%	20,8%	13,9%	12,9%	21,77	1,14
MSCI - Qualidade Global	5.254		1.456		5.254	32,4%	18,4%	6,1%	6,6%	19,4%	14,4%	13,0%	25,50	1,27
MSCI - Volatilidade Mínima Global	5.612		2.510		5.612	7,4%	10,9%	10,4%	17,0%	10,6%	8,4%	8,0%	17,21	2,37
MSCI - Valor Mundial	15.179		6.429		15.179	11,5%	11,5%	10,5%	15,9%	13,5%	13,5%	7,6%	14,52	2,96
MSCI - Pequena Capitalização Global	760		318		760	15,8%	8,2%	7,4%	14,5%	12,2%	11,0%	7,5%	17,60	2,14
MSCI - Crescimento Global	12.849		3.389		12.849	37,0%	25,9%	8,6%	16,6%	23,0%	15,1%	13,1%	29,76	0,74
Setor														
Energia	494		164		520	2,5%	-2,6%	4,6%	-0,8%	9,1%	19,1%	4,7%	11,33	3,77
Materiais	613		229		649	14,8%	5,8%	10,2%	4,4%	8,9%	9,9%	7,3%	18,10	2,67
Industriais	725		238		725	23,2%	-11,6%	17,6%	24,0%	22,1%	16,4%	10,7%	21,65	1,73
Consumo Discricionário	645		225		680	35,1%	-17,7%	-0,8%	15,6%	16,8%	11,5%	10,1%	20,03	1,27
Bens de Primeira Necessidade	516		273		526	2,3%	-5,4%	9,4%	11,8%	7,2%	7,5%	6,3%	18,91	2,88
Cuidados de Saúde	519		246		598	3,8%	-1,1%	0,8%	-5,6%	3,7%	6,1%	6,3%	20,29	1,72
Financeiros	396		125		396	16,2%	-21,1%	16,6%	34,2%	23,1%	20,0%	9,9%	13,30	2,83
Tecnologias de Informação	1.043		152		1.043	53,3%	-24,7%	8,5%	15,2%	29,6%	20,2%	20,6%	31,49	0,66
Imobiliário	2.130		1.283		2.450	10,1%	-2,1%	4,4%	9,9%	2,8%	5,3%	5,0%	28,62	4,00
Serviços de Comunicações	285		106		285	45,6%	-25,3%	13,8%	24,8%	24,7%	14,9%	9,4%	19,49	1,02
Água, Gás, Eletricidade	409		186		409	0,3%	-11,5%	16,0%	25,4%	10,1%	9,5%	8,2%	15,29	3,71

Obrigações soberanas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/06/2025

Classificação (S&P)	Taxa de juros			Variação 12 meses	Últimos 10 anos			10 anos		Dedive	
	Bancos C.	2 anos	10 anos		Mínimo	Intervalo	Máximo	Acumulado do Ano	1 ano		
									1 ano		10-2 anos
Desenvolvido											
EUA	AA+	4,50%	3,72%	4,23%		0,53%		4,93%	-34	20	0,51
Alemanha	AAA	2,00%	1,86%	2,61%		-0,70%		2,84%	24	30	0,75
França	AA-	2,00%	2,14%	3,29%		-0,40%		3,45%	9	27	1,14
Itália	BBB+	2,00%	2,07%	3,48%		0,54%		4,78%	-5	-17	1,41
Espanha	A	2,00%	2,00%	3,24%		0,05%		3,93%	18	13	1,25
Reino Unido	AA	4,25%	3,82%	4,49%		0,10%		4,68%	-8	52	0,67
Grécia	BBB	2,00%	2,01%	3,30%		0,61%		12,03%	8	-2	1,28
Portugal	A	2,00%	1,87%	3,06%		0,03%		4,19%	21	13	1,18
Suíça	AAA	0,00%	-0,11%	0,41%		-1,05%		1,58%	14	-1	0,52
Polónia	A-	5,25%	4,57%	5,51%		1,15%		8,34%	-37	10	0,94
Japão	A+	0,50%	0,75%	1,43%		-0,27%		1,49%	33	38	0,68
Emergentes											
Brasil	BB	15,00%	13,85%	13,52%		6,49%		16,51%	-165	164	-0,34
México	BBB	8,00%	8,20%	9,31%		5,55%		10,44%	-113	-48	1,11
Chile	A	5,00%	4,76%	5,67%		2,19%		6,79%	-5	-39	0,91
Argentina	CCC	29,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB	9,25%	9,63%	12,26%		5,39%		13,79%	40	153	2,62
Turquia	BB-	46,00%	37,10%	28,85%		8,89%		32,35%	166	227	-8,25
Polónia	A-	5,25%	4,60%	5,52%		1,16%		8,37%	-37	10	0,92
China	A+	1,90%	1,36%	1,65%		1,62%		3,91%	-2	-50	0,29
Índia	BBB-	5,50%	5,77%	6,32%		5,84%		8,02%	-44	-61	0,55

* Taxa de intervenção, exceto nos países da Zona Euro, onde se usa a facilidade permanente de depósito.

Moedas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/06/2025

	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno		Retorno anualizado			
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	ACUMULADO DO ANO	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	
EUR / USD	1.1787		0,98		1,24	13,8%	10,0%	4,0%	1,0%	0,6%	
EUR / GBP	0,86		0,70		0,92	-3,6%	1,3%	-0,1%	-1,1%	1,9%	
EUR / CHF	0,93		0,93		1,20	0,6%	3,0%	2,3%	2,6%	1,2%	
EUR / JPY	170		114		172	4,3%	1,5%	-5,7%	-6,5%	-2,2%	
EUR / PLN	4.24		4.14		4,86	0,8%	1,6%	3,4%	0,9%	-0,1%	
GBP / USD	1,37		1,12		1,56	9,7%	8,6%	4,1%	2,1%	-1,3%	
USD / CHF	0,79		0,82		1,03	14,4%	13,3%	6,4%	3,6%	1,8%	
USD / JPY	144		101		161	9,1%	11,7%	-2,0%	-5,6%	-1,6%	
USD / MXN	18,75		16,11		24,17	11,1%	-2,3%	2,4%	4,2%	-1,7%	
USD / ARS	1.203,63		9,19		1.201,35	-14,3%	-24,3%	-53,0%	-43,3%	-38,6%	
USD / CLP	932		594		995	6,8%	0,9%	-0,5%	-2,5%	-3,7%	
USD / BRL	5,43		3,11		6,18	13,7%	3,0%	-1,1%	0,1%	-5,3%	
USD / COP	4.100		2.795		4,940	7,5%	1,3%	0,5%	-1,7%	-4,3%	
USD / CNY	7,16		6,21		7,32	1,9%	1,4%	-2,2%	-0,3%	-1,4%	
EUR / SEK	11,15		9,17		11,88	2,8%	1,9%	-1,3%	-1,2%	-1,8%	
EUR / NOK	11,88		8,88		11,97	-0,8%	-3,7%	-4,6%	-1,9%	-3,0%	

Commodities

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

	Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno		Retorno anualizado				
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2023	2024	Acumulado do Ano	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	68,0		18		124	-4,6%	-4,5%	-8,3%	-21,6%	-17,4%	9,5%	1,1%
Petróleo Bruto (W. Texas)	65,1		19		115	-10,7%	0,1%	-9,2%	-20,1%	-14,9%	10,6%	1,3%
Ouro	3.307,7		1.060		3.388	13,4%	27,5%	25,2%	41,4%	22,3%	12,9%	11,0%
Cobre	9.869,0		4.561		10.375	2,2%	2,4%	12,6%	2,8%	6,1%	10,4%	5,5%
Índice CRB	297,3		117		317	-5,0%	12,5%	0,2%	2,3%	0,7%	16,6%	2,9%
Gás Natural (EUA)	3,5		2		5	-17,4%	4,1%	-2,9%	0,0%	-5,5%	8,4%	-1,8%
Gás Natural (Europa)	32,9		13		73	-57,6%	51,1%	-32,7%	-4,6%	-38,9%	39,8%	4,8%

Tabela periódica de rentabilidade dos ativos

		Retornos do Ano Civil										
Tipo de Ativo	Índice	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Acumulado do Ano	
Ações dos EUA	S&P 500 RT	14,8% Elevado Rendimento Global	37,3% Ações de Mercados Emergentes	2,6% Soberano Zona Euro	31,5% Ações dos EUA	18,4% Ações dos EUA	38,5% Commodities	22,0% Commodities	28,3% Ações do Japão	25,0% Ações dos EUA	23,5% Ações de Espanha	Retorno
Ações do Japão	RT Topix	12,0% Ações dos EUA	22,4% Ações Globais	-0,4% Liquidez em Euros	28,2% Ações da Europa	18,3% Ações de Mercados Emergentes	28,7% Ações dos EUA	-0,1% Liquidez em Euros	28,0% Ações de Espanha	20,5% Ações do Japão	15,30% Ações de Mercados Emergentes	
Ações de Espanha	TR Ibex35	11,2% Ações de Mercados Emergentes	22,2% Ações do Japão	-1,2% IG da Europa	27,7% Ações Globais	15,9% Ações Globais	23,2% Ações da Europa	-2,0% Ações de Espanha	26,3% Ações dos EUA	20,0% Ações de Espanha	10,4% Ações da Europa	
Ações de Mercados Emergentes	MSCI ME RT	9,7% Commodities	21,8% Ações dos EUA	-3,3% Elevado Rendimento Global	19,6% Global 60/40	14,1% Global 60/40	21,8% Ações Globais	-2,5% Ações do Japão	23,8% Ações Globais	18,7% Ações Globais	9,5% Ações Globais	
Ações da Europa	RT Eurostoxx50	7,5% Ações Globais	16,6% Global 60/40	-4,4% Ações dos EUA	18,4% Ações de Mercados Emergentes	8,0% Elevado Rendimento Global	12,7% Ações do Japão	-9,5% Ações da Europa	22,2% Ações da Europa	18,4% Commodities	8,8% Global 60/40	
Commodities	RB TR Commodities	5,9% Global 60/40	11,3% Ações de Espanha	5,3% Global 60/40	18,1% Ações do Japão	7,4% Ações do Japão	10,8% Global 60/40	-13,2% Elevado Rendimento Global	16,7% Global 60/40	-11,0% Ações da Europa	6,8% Elevado Rendimento Global	
Ações Globais	MSCI RT Global	4,8% IG da Europa	10,2% Elevado Rendimento Global	-8,7% Ações Globais	16,6% Ações de Espanha	3,0% Soberano Zona Euro	10,8% Ações de Espanha	-14% IG da Europa	13,4% Elevado Rendimento Global	10,5% Global 60/40	6,2% Ações dos EUA	
GI da Europa	TR ERLO	4,0% Soberano Zona Euro	9,2% Ações da Europa	-10,7% Commodities	13,7% Elevado Rendimento Global	2,7% IG da Europa	1,4% Elevado Rendimento Global	-17,0% Global 60/40	9,8% Ações de Mercados Emergentes	7,5% Ações de Mercados Emergentes	3,8% Ações do Japão	
Liquidez EUR	TR Eonia	3,7% Ações da Europa	2,5% IG da Europa	-11,5% Ações de Espanha	11,8% Commodities	-0,5% Liquidez em Euros	-0,5% Liquidez em Euros	-17,8% Soberano Zona Euro	8,0% IG da Europa	7,5% Elevado Rendimento Global	2,3% Commodities	
Elevado Rendimento Global	TR HW00	2,6% Ações de Espanha	1,7% Commodities	-12,0% Ações da Europa	6,3% IG da Europa	-3,2% Ações da Europa	-1,1% IG da Europa	-18,1% Ações dos EUA	5,6% Soberano Zona Euro	4,6% IG da Europa	-1,5% IG da Europa	
Global 60/40	BMADM64	0,3% Ações do Japão	-0,4% Liquidez em Euros	-14,6% Ações de Mercados Emergentes	3,0% Soberano Zona Euro	-9,3% Commodities	-2,50% Ações de Mercados Emergentes	-18,1% Ações Globais	3,4% Liquidez em Euros	3,9% Liquidez em Euros	1,3% Liquidez em Euros	
Soberano Zona Euro	Índice LETGTREU	-0,3% Liquidez em Euros	-1,4% Soberano Zona Euro	-16,0% Ações do Japão	-0,4% Liquidez em Euros	-12,7% Ações de Espanha	-2,7% Soberano Zona Euro	-20,1% Ações de Mercados Emergentes	0,0% Commodities	0,6% Soberano Zona Euro	0,7% Soberano Zona Euro	

* Dados de 30/06/2025

Os índices de retorno total registam tanto os ganhos de capital como quaisquer distribuições de liquidez, como dividendos ou juros, atribuídos aos componentes do índice.

Fonte: Bloomberg.

Equipa de Investimentos Global

 **Kamran Butt**
CIO Global do Santander Private Banking

 **Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA**
Diretor de Investigação no Santander Private Banking

 **Cristina González Iregui**
Estratégia de Investimento Global no Santander Private Banking

 **Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA**
CIO no Santander Private Banking International

 **Michelle Chan**
Macro Estratega no Santander Private Banking International

 **María del Pilar Pulecio Pinzón**
Estratega no Santander Private Banking International

 **Miriam Thaler**
CIO | Diretora de Produtos e Investimentos no Banco Santander International S. A.

 **Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA**
DE Diretor de Análise e Estratégia Santander Private Banking Espanha

 **Felipe Arrizubieta**
VP Análise e Estratégia Santander Private Banking Espanha

 **Kevin Esteban Iglesias**
Analista de Investigação e Business Intelligence no Santander Private Banking Espanha

 **Bruno Almeida**
Oferta de Poupança e Investimento no Banco Santander Portugal

 **Piotr Tukendorf, CFA** Diretor de Carteiras no Santander Bank Polska S. A.

 **Gustavo Schwartzmann**
Dir. Executivo de Gestão
Discricionária de Carteiras no Santander Private Banking Brasil

 **Christiano Clemente**
CIO no Santander Private Banking Brasil

 **Priscila Deliberalli**
Diretora de Economia no Santander Private Banking Brasil

 **Fernando Buendía**
Diretor de Produtos e Investimentos UHNW no Banco Santander México

 **Joaquin Beristain Cisternas**
Santander Private Banking Chile

 **Antonio Uriel**
Santander Private Banking Argentina

Aviso Legal Importante:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão Global de Gestão de Património do Santander (a divisão "WM", juntamente com o Banco Santander, S. A. e as respetivas afiliadas, serão doravante denominados como "Santander"). Este relatório contém previsões económicas e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste relatório também podem ter sido obtidas de terceiros. Todas estas fontes são por nós consideradas dignas de crédito, embora a precisão, integridade ou atualização dessas informações não sejam garantidas, seja implícita ou explicitamente, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Quaisquer opiniões contidas neste relatório não podem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir ou ser, de alguma forma, inconsistentes ou contrárias às opiniões expressas, seja verbalmente ou por escrito, ou aos conselhos ou às decisões de investimento tomadas por outras áreas do Santander.

Este relatório não se destina a ser e não deve ser interpretado em relação a um objetivo de investimento específico. Este relatório é publicado apenas com fins informativos. Este relatório não constitui um conselho de investimento, uma oferta ou solicitação para comprar ou vender ativos, serviços, contratos financeiros ou outro tipo de contratos, ou outros produtos de investimento de qualquer tipo (coletivamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser tido como a única base para avaliar ou apreciar Ativos Financeiros. De igual modo, a distribuição deste relatório a clientes ou a terceiros não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimento.

O Santander não oferece qualquer garantia em relação a quaisquer previsões ou opiniões de mercado, ou em relação aos Ativos Financeiros mencionados neste relatório, inclusive no que diz respeito ao seu desempenho atual ou futuro. O desempenho passado ou presente de quaisquer mercados ou Ativos Financeiros pode não ser um indicador do desempenho futuro de tais mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste relatório podem não ser elegíveis para venda ou distribuição em certas jurisdições ou a certas categorias ou tipos de investidores.

Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de um

Ativo Financeiro específico, os Produtos Financeiros não são, e não serão, assegurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo a Federal Deposit Insurance Corporation. Os Ativos Financeiros não são uma obrigação ou garantia do Santander e podem estar sujeitos a riscos de investimento, incluindo, entre outros, a riscos de mercado e de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e de contraparte, riscos de liquidez e possível perda do capital investido. Em relação aos Ativos Financeiros, recomenda-se aos investidores que consultem os seus consultores financeiros, jurídicos, fiscais e outros que considerem necessários para determinar se os Ativos Financeiros são adequados com base nas circunstâncias particulares e na situação financeira de tais investidores. O Santander, os seus respetivos diretores, executivos, advogados, colaboradores ou agentes não assumem qualquer responsabilidade de qualquer tipo por qualquer perda ou dano relacionado com ou decorrente do uso ou de se confiar na totalidade ou em qualquer parte deste relatório.

A qualquer momento, o Santander (ou os seus colaboradores) podem ter posições alinhadas ou contrárias ao que se afirma neste documento em relação aos Ativos Financeiros, ou negociar como mandante ou mandatário em relação aos Ativos Financeiros relevantes ou fornecer consultoria ou outros serviços ao emissor de Ativos Financeiros relevantes ou a uma empresa ligada a um emissor dos mesmos.

Este relatório não pode ser reproduzido, seja na totalidade ou parcialmente, ou posteriormente distribuído, publicado ou referido de qualquer forma a qualquer pessoa, nem as informações ou opiniões nele contidas podem ser referidas sem, em cada caso, o consentimento prévio por escrito da WM.

Quaisquer materiais de terceiros (incluindo logotipos e marcas comerciais), sejam literários (artigos / estudos / relatórios / etc. ou trechos dos mesmos) ou artísticos (fotos / gráficos / desenhos / etc.) incluídos neste relatório / publicação, estão registados em nome dos seus respetivos proprietários e só podem ser reproduzidos de acordo com práticas honestas em matérias industriais ou comerciais.



www.santanderprivatebanking.com

