

GABINETE GLOBAL DE INVESTIMENTOS

Relatório trimestral

Abril de 2025

A incerteza a nível das decisões políticas exige um posicionamento defensivo

Os mercados globais iniciaram o segundo trimestre com fundamentais estáveis, mas a **escalada das tarifas alfandegárias nos Estados Unidos a 2 de abril desencadeou uma forte resposta de aversão ao risco**. A dimensão e o âmbito das medidas — aumentando as tarifas alfandegárias médias para os níveis mais elevados do último século — perturbaram fortemente o sentimento económico, abalaram as avaliações e aceleraram uma vasta reavaliação das ações, do crédito, das taxas e das divisas.

O choque causado pelas decisões políticas expôs a fragilidade dos negócios concentrados e revelou uma profunda dispersão do mercado. As ações das Mega-Caps americanas e o crédito passaram a estar sob pressão, enquanto os ativos europeus e asiáticos ganharam maior dinâmica com as políticas fiscais e industriais. A visibilidade deteriorou-se em todas as classes de ativos, e a volatilidade tem sido impulsionada mais pelas decisões políticas do que por fundamentos económicos.

Nesse contexto, **os portfólios devem ser reajustados para incluir exposições mais resilientes**. Isto implica aumentar a alocação fora dos EUA, privilegiar setores defensivos, investir em obrigações de elevada qualidade, produtos estruturados com proteção incorporada e estratégias de mercado privado que ofereçam potencial a longo prazo com menor correlação aos mercados públicos. Diversificar entre regiões e gerir ativamente as exposições será fundamental para preservar o capital e captar oportunidades seletivas num cenário volátil impulsionado pelas opções políticas.

Trump 2.0 está a reconfigurar as dinâmicas globais

Uma mudança brusca na política desencadeou volatilidade nos mercados e fluxos para ativos de refúgio, criando um ambiente de aversão ao risco impulsionado por tarifas e uma crescente incerteza.

A nova administração norte americana abalou os mercados com um manual bem diferente do de 2017. Ao dar prioridade às tarifas alfandegárias, à contenção orçamental e a cortes administrativos em larga escala no âmbito do programa DOGE*, o país acelerou uma agenda política disruptiva que reverteu drasticamente as perspectivas dos mercados e desencadeou um movimento global de aversão ao risco.

A reação do mercado foi rápida. O S&P 500 caiu 4,6% no primeiro trimestre — o seu pior trimestre desde 2022 — e recuou 17% em

relação ao seu pico. Entretanto, o ouro disparou 19%, registando o seu melhor trimestre desde 2011, à medida que os investidores procuravam segurança face a uma rápida reavaliação do risco político.

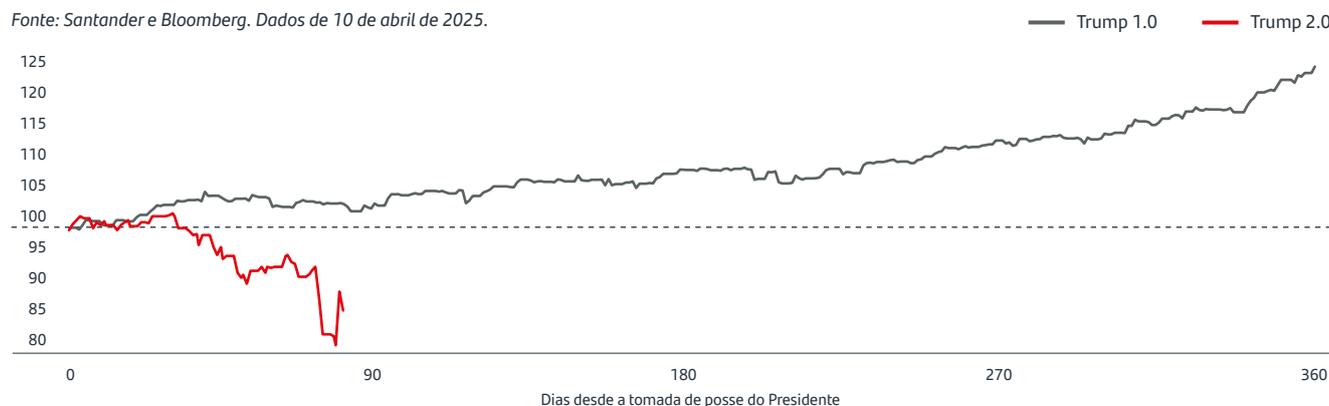
Contrariamente ao seu primeiro mandato, a administração demonstrou pouca preocupação com o desempenho dos mercados acionistas. Os mercados estão a ajustar-se a um regime de opções políticas mais confrontacionais e **menos sensíveis ao mercado** — um regime onde a diversificação, seletividade e gestão ativa do risco se tornam essenciais.

⊙ Reajuste os portfólios para privilegiar a resiliência em vez do momentum.

O sentimento em relação ao risco reverte-se com Trump 2.0: as ações entram em queda enquanto os valores-refúgio recuperam

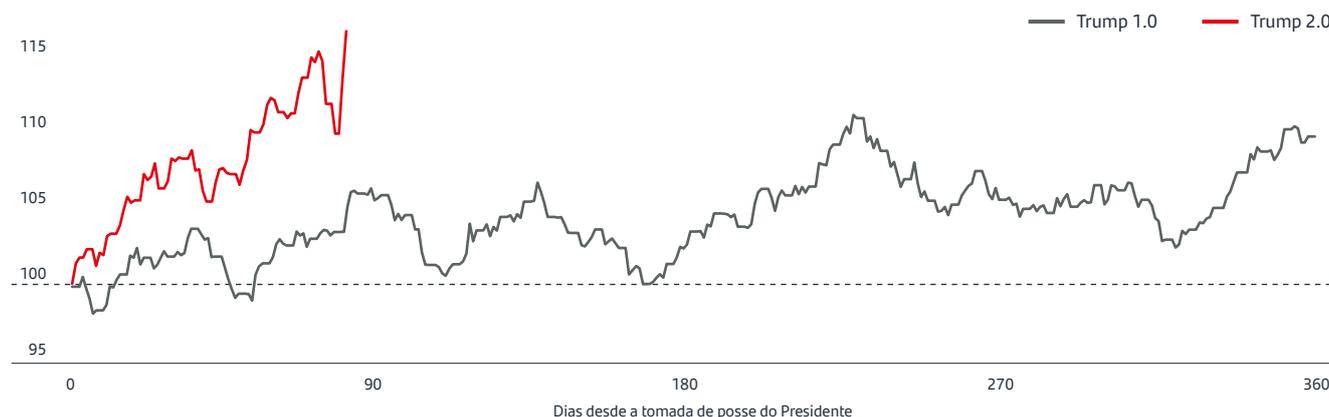
S&P 500 (100=primeiro dia do mandato)

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.



Ouro (100=primeiro dia do mandato)

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.



* DOGE: Departamento de Eficiência Governamental.

O realinhamento das decisões políticas nos EUA causa ondas de choque nos mercados globais

Perante esta profunda mudança em termos da postura económica e comercial dos EUA, a Europa e a China estão a responder com estratégias estruturais que estão a redirecionar os fluxos globais de capital.

O segundo trimestre começou com uma escalada dramática a nível das tensões comerciais, à medida que o Presidente Trump dava a conhecer as novas tarifas alfandegárias em larga escala a 2 de abril. A dimensão e a velocidade das medidas — aumentando os níveis médios das tarifas alfandegárias dos EUA para os níveis mais altos do último século — desencadearam uma ampla reavaliação nos mercados de ações, câmbio e taxas de juro. **Os mercados não estão só a reagir às decisões políticas — estão a sofrer uma reconfiguração total como consequência das mesmas.**

Nos EUA, a utilização agressiva dos poderes executivos por parte da administração marca um claro afastamento do seu mandato anterior. A 2 de abril, a administração anunciou tarifas recíprocas* em relação a mais de 60 países — temporariamente suspensas a 9 de abril — iniciando uma nova fase de volatilidade nos mercados induzida pelas decisões políticas. O dólar norte americano enfraqueceu 4% no primeiro trimestre, e os ativos de risco passaram a estar sob pressão, à medida que o capital se posicionou defensivamente. **O novo regime comercial perturbou as expectativas dos investidores** e levantou preocupações sobre a inflação, o crescimento e a coordenação a nível global.

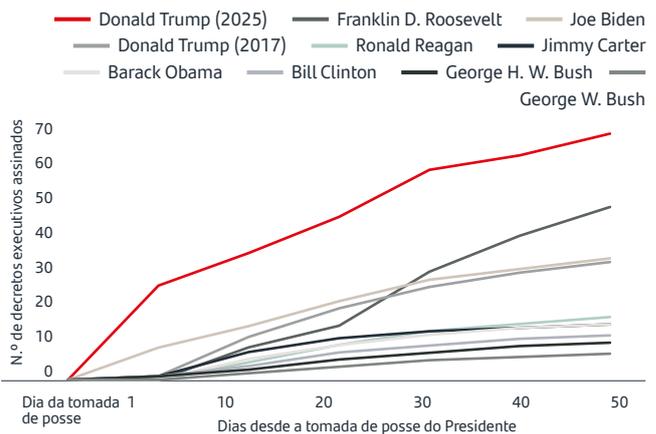
Na Europa, o posicionamento orçamental mudou significativamente, liderado pela decisão de suspender o “travão à dívida”*** (Schuldenbremse) por parte da Alemanha e pelas novas despesas em infraestruturas. Embora isto sustente o crescimento de curto prazo, acrescenta complexidade às expectativas sobre a inflação e aos debates sobre disciplina orçamental. Os rendimentos dos títulos soberanos subiram e a atenção voltou-se para a dinâmica da dívida de longo prazo.

Na Ásia, a China está a responder com inovação direcionada e políticas estratégicas. Após os avanços inovadores em Inteligência Artificial como o DeepSeek, o capital está a direcionar-se para os setores líderes a nível nacional, especialmente nas áreas da tecnologia e energia. Os mercados estão a ajustar-se rapidamente para novas áreas em alinhamento com as decisões políticas.

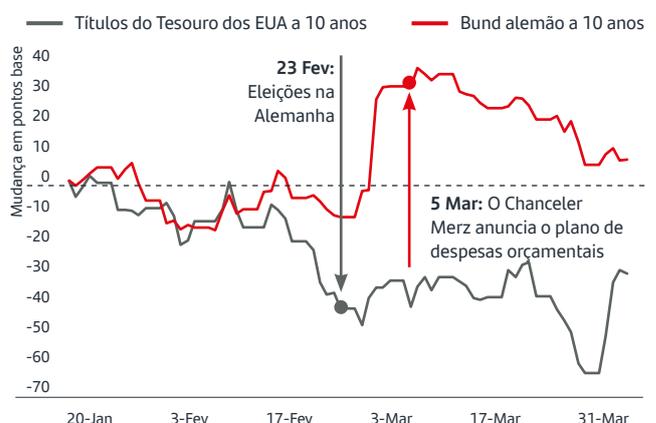
Em conjunto, estes desenvolvimentos sinalizam um **movimento em direção à fragmentação e à divergência geopolítica.** A liderança de mercado e os fluxos de capital estão agora a ser redesenhados em tempo real, exigindo que os investidores adotem uma abordagem mais flexível e com sensibilidade global.

Aumente a exposição fora dos EUA para diversificar o risco decorrente das decisões políticas.

A intensa atividade do Presidente Trump perturba os mercados



A Europa desperta: mudança orçamental na Alemanha



A China reage: O Deepseek desestabiliza Silicon Valley



* <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>
 ** <https://publikationen.bundesbank.de/publikationen-en/reports-studies/monthly-reports/monthly-report-march-2025-952320?article=sound-public-finances-stronger-investment-a-proposal-to-reform-the-debt-brake-952322>

A incerteza a nível das decisões políticas exige um posicionamento defensivo

1 Perspetivas macroeconómicas

1.1 O crescimento abranda à medida que a incerteza externa pesa sobre a confiança

As tarifas alfandegárias norte americanas em larga escala desestabilizaram o otimismo do início do ano, prejudicando o sentimento económico a nível global e pesando sobre a visibilidade dos investimentos e o ritmo de crescimento.

1.2 As perspetivas sobre a inflação estão novamente sob pressão

Uma nova onda de tarifas alfandegárias ameaçam fazer cair por terra o progresso da desinflação, levando os mercados a reconsiderar as perspetivas quanto às taxas de juro e a inflação.

1.3 Cortes nas taxas aceleram à medida que os mercados reavaliam a política

A forte escalada das tensões comerciais desencadeou uma ampla reavaliação das expectativas de política monetária. Os mercados agora antecipam cortes de taxas mais profundos e rápidos, prevendo um foco dos bancos centrais na desaceleração do crescimento económico.



1. Perspetivas macroeconómicas

As condições favoráveis no início do ano desfizeram-se perante as crescentes tensões comerciais, deixando os mercados perante um cenário de decisões políticas mais volátil.

O ano de 2025 começou com condições macroeconómicas favoráveis, mas a escalada das tarifas alfandegárias nos EUA a 2 de abril* interrompeu essa trajetória, injetando volatilidade e aumentando a incerteza motivada pelas decisões políticas. A dimensão das medidas marca a **maior reversão da liberalização comercial dos EUA em quase um século**, com tarifas alfandegárias médias potencialmente a aumentarem de 2,5% para mais de 25%, incluindo uma taxa de direitos aduaneiros de 54% sobre as importações oriundas da China (posteriormente aumentada para mais de 100%) e de 20% sobre produtos da UE.

Estas rápidas mudanças a nível das decisões políticas já estão a ter um forte impacto sobre o sentimento e a confiança dos empresários. Os custos mais elevados dos bens importados correm o risco de alimentar a inflação, comprimir as margens e enfraquecer a procura. A consequente incerteza assemelha-se a uma **situação de estagflação**, especialmente se os parceiros comerciais retaliarem com toda a força. As cadeias de abastecimento e os planos de investimento de capital estão agora em questão.

A Europa está a responder com estímulos orçamentais, como referido anteriormente, enquanto a China está a reforçar a autossuficiência em setores estratégicos. No entanto, o cenário global permanece frágil. **Os bancos centrais enfrentam um equilíbrio desafiador: as tarifas alfandegárias são inflacionistas, mas também negativas para o crescimento.** Nos EUA, os cortes nas taxas estão a ser antecipados, apesar do risco de inflação, à medida que os mercados reagem à crescente probabilidade de uma desaceleração.

À medida que estas mudanças estruturais se desenrolam, os investidores enfrentam um ciclo mais ruidoso e menos previsível. Os dados macroeconómicos estão cada vez mais distorcidos pelos efeitos das decisões políticas económicas. **Uma atitude de flexibilidade em tempo real e posicionamento voltado para o futuro serão essenciais** para gerir riscos e identificar oportunidades num cenário global fragmentado.



Transforme a volatilidade do mercado numa oportunidade para mobilizar produtos estruturados que combinam rendimento e proteção contra perdas.

2 de abril

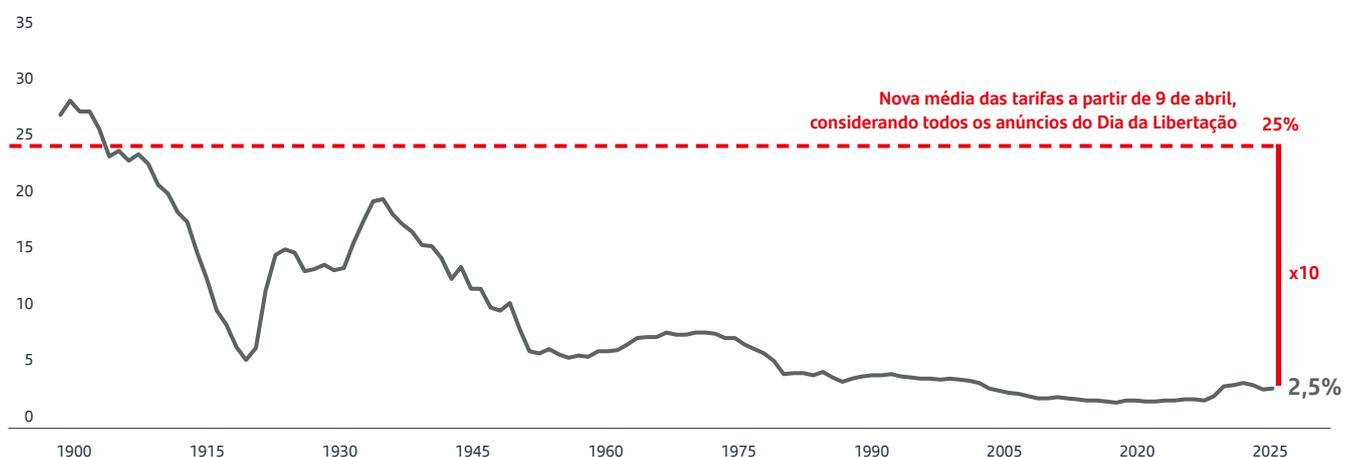
Trump desencadeia a ação tarifária norte americana de maior escala do último século

10x

O aumento do peso das tarifas alfandegárias sobre o comércio norte americano, que teria um impacto substancial nas cadeias de abastecimento

A história das tarifas alfandegárias nos Estados Unidos e potenciais novos regimes comerciais: se forem implementadas na totalidade, as tarifas alfandegárias norte americanas podem atingir níveis nunca vistos em quase um século

Fonte: Santander Asset Management e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.



* <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>

1.1 O crescimento abranda à medida que a incerteza pesa sobre a confiança

As tarifas alfandegárias norte americanas em larga escala desestabilizaram o otimismo do início do ano, prejudicando o sentimento económico a nível global e pesando sobre a visibilidade dos investimentos e o ritmo de crescimento.

Embora o choque inicial das tarifas alfandegárias dos EUA já tenha abalado os mercados, o impacto mais profundo virá com a forma como essas medidas irão afetar a economia real. Ao agirem como um imposto sobre os produtos importados, **as tarifas alfandegárias aumentam os preços finais e pesam sobre a procura dos consumidores**. Ao mesmo tempo, a incerteza quanto às regras comerciais e as perturbações na cadeia de abastecimento estão a levar as empresas a adiar investimentos e a reavaliarem os planos de produção. Os sinais recentes — de fabricantes de automóveis como a Stellantis, por exemplo — apontam no sentido de uma desaceleração nas despesas de capital e um crescimento dos stocks, especialmente em setores globalmente integrados.

O gráfico abaixo mostra como a **incerteza comercial já está a ter impacto sobre as previsões de crescimento dos EUA**. O modelo GDPNow da Fed de Atlanta caiu drasticamente em abril, refletindo efeitos de antecipação e menor visibilidade. O sentimento dos empresários permanece frágil, e a próxima temporada de resultados pode fornecer mais pistas sobre como é que as empresas se estão a adaptar ao novo contexto comercial.

A Europa está a responder com apoio a nível orçamental, principalmente na Alemanha, mas o cenário global em termos de decisões políticas permanece bastante fluido. A China está a estimular a procura interna, enquanto os bancos centrais por todo o mundo enfrentam o desafio de interpretar dados cada vez mais distorcidos pelos efeitos das decisões políticas.

Com o aumento do ruído a nível macroeconómico, **os resultados em termos de crescimento irão depender menos das tarifas alfandegárias em si e mais da reação das empresas**, nomeadamente por meio de contratações, despesas de capital e decisões sobre a cadeia de abastecimento. Estas respostas irão moldar o ciclo de negócios nos próximos trimestres.



Dê prioridade à preservação do capital, monitorizando o sentimento corporativo e adiando mudanças agressivas na alocação de ativos.

-2,4%

a contração esperada segundo as previsões do GDPNow da Fed de Atlanta devido a uma grande antecipação de importações em janeiro e fevereiro antecipando as tarifas alfandegárias

1 bilhão de euros

O apoio orçamental da Europa liderado pelos planos de infraestruturas e de defesa da Alemanha, e pela iniciativa ReARM da UE*

A crescente incerteza comercial está a contribuir para um declínio acentuado nas previsões de crescimento dos EUA a curto prazo

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.



* https://commission.europa.eu/topics/defence/future-european-defence_en

1.2 Ressurgem as preocupações com a inflação

Uma nova onda de tarifas alfandegárias ameaçam fazer cair por terra o progresso da desinflação, levando os mercados a reconsiderar as perspectivas quanto às taxas de juro e a inflação.

Após meses de desinflação, as expectativas quanto à inflação nos EUA começaram a subir no início de 2025 — mesmo antes do anúncio das tarifas alfandegárias a 2 de abril. A antecipação de tarifas alfandegárias em larga escala contribuiu para uma nova reavaliação de ativos sensíveis à inflação e um aumento dos inquéritos aos consumidores, incluindo o índice da Universidade de Michigan, que atingiu os 5,0% em março. Com a tarifa base nos 10% e direitos alfandegários adicionais e específicos por país agora confirmados, **aumentou o risco de pressões de preços mais persistentes.**

A nossa **previsão para a inflação nos EUA em 2025 é de 3,5%***, ligeiramente acima do consenso. O que reflete os preços elevados no setor dos serviços e a potencial repercussão dos custos mais elevados das importações. Embora alguns efeitos possam ser transitórios, o cenário geral quanto à inflação tornou-se mais complexo, com a dinâmica de preços a ser impulsionada cada vez mais por choques externos e mudanças de políticas.

Pelo contrário, **na Zona Euro** a inflação continua a moderar. Os dados preliminares de março mostraram uma diminuição para os 2,2%, e **esperamos que se consiga a convergência para a meta dos 2,0% do BCE**, até ao final do ano. A fraca procura e o crescimento estável dos salários sustentam o caminho da desinflação, embora as repercussões do comércio global ainda possam vir a criar volatilidade a curto prazo.

À medida que as trajetórias da inflação divergem entre as regiões, os bancos centrais podem ter dificuldades em conseguir equilibrar os riscos de crescimento com as pressões de preços em evolução. Com a mudança nas expectativas, **o caminho no sentido do equilíbrio da inflação parece cada vez mais incerto**, exigindo uma proteção mais ativa contra a inflação nas carteiras de ativos.

5,0% em termos homólogos

O índice de expectativas de inflação da Universidade de Michigan sinaliza que a incerteza quanto às tarifas alfandegárias está a aumentar o risco de pressões de preços mais persistentes

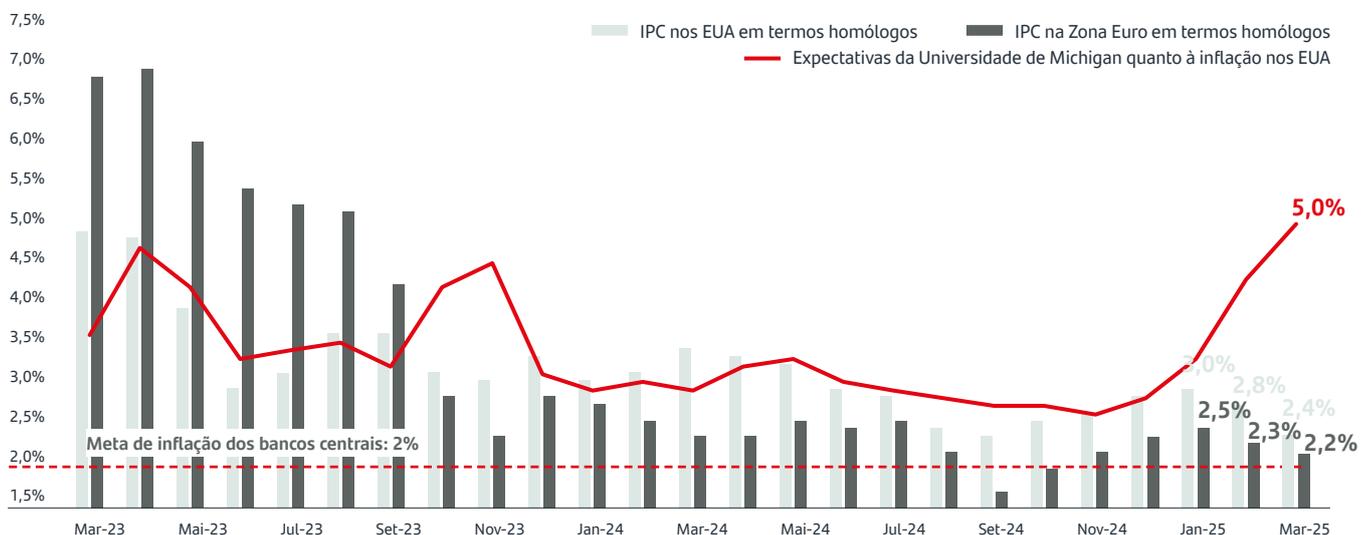
2,0%

Esperamos que a inflação da Zona Euro atinja a meta dos 2,0%, impulsionada pelo baixo crescimento dos salários

Aumentar o peso dos ativos reais e estratégias de taxas flexíveis.

A incerteza relacionada com as tarifas alfandegárias motiva uma recuperação nas expectativas sobre a inflação nos EUA, enquanto a Europa continua na senda da desinflação

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.



* Fonte para as previsões do Santander CIB. Dados de 04/04/2025.

1.3 Aumentam as expectativas quanto a cortes nas taxas

A forte escalada das tensões comerciais desencadeou uma ampla reprecificação das expectativas sobre a política monetária. Neste momento, os mercados preveem cortes de juros mais profundos e mais rápidos.

A forte escalada nas tensões comerciais desencadeou uma ampla reavaliação das expectativas quanto às taxas de juro. Neste momento, os mercados preveem cortes mais profundos e mais rápidos — principalmente nos EUA — à medida que os bancos centrais mudam o foco para o abrandamento do crescimento.

Nos EUA, os Fed Funds Futures neste momento precificam acima de 125 pb de cortes até meados de 2026, sendo o primeiro movimento esperado já em junho, o que marca uma grande mudança nas expectativas, à medida que os mercados avaliam o impacto das tarifas alfandegárias, não só sobre a inflação, mas também sobre os lucros e sobre a confiança. As perspectivas quanto às opções políticas tornaram-se reativas e mais dependentes de dados, com os receios quanto ao crescimento a superarem as preocupações com os preços no curto prazo.

O caminho do BCE continua a ser mais gradual, sendo esperados cortes de 125 pb até ao início de 2026. Com a inflação da Zona Euro a diminuir e a política orçamental a atuar como um amortecedor, o BCE tem maior previsibilidade, embora a volatilidade a nível da energia e as repercussões globais ainda apresentem riscos.

Nos mercados emergentes, persiste a divergência. O Brasil pode apertar ainda mais a inflação, enquanto o México e outros países continuam na via da flexibilização. Atualmente, as trajetórias das taxas variam imenso dependendo da inflação a nível doméstico e da sensibilidade cambial.

Em todas as regiões, o cenário macroeconómico pós-tarifas redefiniu o ritmo e o âmbito dos ciclos de flexibilização. Os bancos centrais irão provavelmente continuar a atuar de forma reativa, lidando com o ruído das decisões políticas e os frágeis sinais macroeconómicos em tempo real.

3,0%

é a taxa implícita dos fundos federais até meados de 2026, refletindo mais de 250 pb em cortes esperados em relação aos níveis atuais

2,0%

é a nossa previsão para a taxa de depósitos do BCE no final de 2025, em linha com os preços de mercado para uma flexibilização constante e gradual

Use a volatilidade das taxas para mudar taticamente entre os diversos vencimentos.

Surgem caminhos monetários divergentes à medida que a Fed recalibra e o BCE segue um ciclo consistente de corte de taxas

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.

Cortes nas taxas dos fundos federais dos EUA até dezembro de 2025



Cortes nas taxas de depósito do BCE até dezembro de 2025



* Fonte para as previsões do Santander CIB. Dados de 04/04/2025.

1.4 Resumo das projeções económicas

Dados de 4 de abril de 2025

Crescimento económico

Esperava-se que o crescimento global fosse moderado em 2025, com os EUA a crescerem 1,8% e a Zona Euro 1,0%, mas a **escalada das tarifas alfandegárias aumentou os riscos de queda**. O impacto total das ações de retaliação continua a ser incerto, especialmente nas economias dependentes das exportações, como a Alemanha. Os mercados emergentes mostram um ritmo desigual, com alguns a demonstrarem vulnerabilidade à desaceleração do comércio global e às condições financeiras mais restritivas, à medida que as perspectivas em termos de decisões políticas se desenrolam.

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

Inflação

As tarifas alfandegárias dos EUA e possíveis retaliações apresentam **riscos de alta quanto às previsões da inflação**. A nossa projeção de 3,0% para os EUA em 2025 pode aumentar se as repercussões forem mais fortes do que se espera. As expectativas quanto à inflação estão com tendência a subir, aumentando a preocupação de que a inflação em 2026 também possa superar as previsões atuais. A Zona Euro, continua numa trajetória de desinflação, mas a incerteza quanto ao comércio global pode aumentar a volatilidade. A inflação nos mercados emergentes continua a demonstrar diversas tendências, com a América Latina ainda acima da meta.

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

Política monetária

As expectativas quanto à política monetária permanecem fluidas, com os mercados a reavaliarem as trajetórias das taxas, perante o aumento dos riscos a nível macroeconómico. A Fed deve ainda flexibilizar a política monetária, mas a **inflação mais persistente** e as repercussões das tarifas alfandegárias podem atrasar os cortes. A trajetória do BCE continua a ser gradual, enquanto o Reino Unido enfrenta sinais mistos. Na América Latina, o Brasil pode adotar uma política monetária ainda mais restritiva, enquanto o México e o Chile irão provavelmente fazer cortes cautelosos. As trajetórias das taxas podem divergir ainda mais se as expectativas de inflação permanecerem elevadas.

Taxas de Juro Oficiais (%)	2024e	2025e	2025 Consenso	2026e	2026 Consenso
Estados Unidos	4,50	4,00	4,05	4,00	3,65
Zona Euro	3,00	2,00	2,15	2,00	2,15
Reino Unido	4,75	3,50	3,75	3,50	3,45
Brasil	12,25	14,50	14,90	13,00	12,30
México	10,00	8,00	8,05	7,50	7,35
Chile	5,00	5,00	4,85	4,50	4,35
Polónia	5,75	5,00	5,00	4,00	4,00

Mercados de câmbio

Os mercados de câmbio continuam sensíveis às mudanças nas expectativas quanto às taxas e à dinâmica da política comercial. O **dólar** enfraqueceu modestamente, mas a incerteza sobre a posição da administração norte americana deixa dúvidas quanto às perspectivas. **A concentração da carteira em dólares pode representar um risco**, uma vez que a volatilidade impulsionada pelo comércio e as dúvidas sobre a política de um dólar forte ainda persistem. O Euro e a Libra Esterlina estão a recuperar, enquanto o câmbio nos mercados emergentes continua a mostrar várias tendências, com a América Latina a mostrar uma relativa estabilidade.

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

FX vs. USD	2024	7-Abr	2025e	2025e Consenso	2026e	2026 Consenso
EUR	1,04	1,10	1,11	1,08	1,13	1,11
GBP	1,25	1,29	1,32	1,30	1,33	1,32
BRL	6,18	5,84	6,00	6,00	6,15	6,00
MXN	20,83	20,79	20,80	20,64	21,30	20,55
CLP	995	979	950	950	950	947
PLN	4,13	3,92	3,86	3,92	3,81	3,85

A incerteza a nível das decisões políticas exige um posicionamento defensivo

2 Mercados: as mudanças nas decisões políticas revelam riscos de concentração

2.1 Obrigações

As curvas de rendimento mais inclinadas em todo o mundo constituem um momento oportuno para aumentar a duração e melhorar a qualidade das carteiras.

2.2 Ações

A rotação do mercado global está a desafiar os vencedores do passado e a destacar o valor da diversificação.

2.3 Mercados privados

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



2. Mercados: as mudanças nas decisões políticas revelam riscos de concentração

À medida que choques das decisões políticas reconfiguram os mercados, os investidores devem olhar para lá dos vencedores do passado, favorecendo a diversificação regional e a gestão ativa de riscos.

O contexto do mercado global mudou abruptamente desde o início do segundo trimestre. O anúncio das tarifas alfandegárias a 2 de abril e o consequente aumento da volatilidade desencadearam uma forte reavaliação das exposições das carteiras ao risco. **Setores concentrados que apresentaram um desempenho superior nos últimos trimestres — principalmente em termos de ações norte americanas e crédito — mostraram-se vulneráveis** à medida que a incerteza quanto às decisões políticas aumenta e a visibilidade macroeconómica diminui. O que começou como um ano de oportunidades para uma maior participação no mercado, acabou por se tornar um ano de rápida dispersão e reposicionamento defensivo.

O sell-off de ações e o aumento de volatilidade destacaram a rapidez com que o sentimento pode mudar quando a política se torna o principal motor do mercado. Nos mercados acionistas, a liderança está a afastar-se das grandes capitalizações, com investidores a reavaliar a resiliência dos lucros num cenário de crescimento e inflação mais incerto. Nos mercados de obrigações, o alargamento dos spreads de crédito e as expectativas de queda nas taxas de juro estão a levar os investidores a favorecer obrigações de longo prazo, procurando segurança e melhor potencial de retorno em ativos de alta qualidade. Ao mesmo tempo, os ativos alternativos continuam a ser um componente-chave das alocações de longo prazo, mas a liquidez reduzida—devido a IPOs adiados e à paralisia da atividade de fusões e aquisições—reforça a necessidade de um ritmo estratégico, seleção cuidadosa e fontes diferenciadas de retorno.

Estes desenvolvimentos reforçam várias das mensagens principais da nossa Outlook 2025. Como enfatizámos, manter-se à frente neste ciclo exige olhar além dos vencedores recentes e evitar uma dependência excessiva de pressupostos baseados no passado. A rotação pós-abril não é apenas tática—reflete mudanças mais profundas nas condições macroeconómicas, na dinâmica da política fiscal e comercial, e nos fluxos de capital. Neste contexto, um posicionamento voltado para o futuro, uma maior diversificação e a adaptação ativa do portfólio são essenciais para construir resiliência num ambiente cada vez mais orientado pela política.

45%

O índice VIX mais que duplicou a média de 35 anos, sublinhando a incerteza dos investidores após alterações nas tarifas alfandegárias

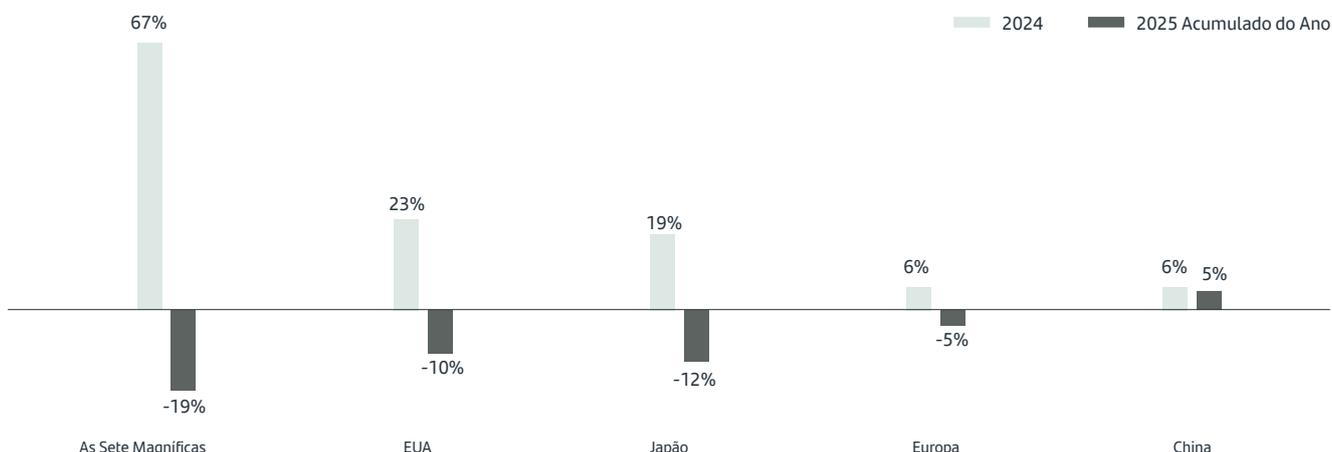
6,0%

Retornos das obrigações norte americanas a 12 meses, apoiados por taxas em queda e condições de crédito estáveis

Garanta que a sua carteira seja construída para suportar condições de mercado extremas.

A liderança do mercado muda da tecnologia norte americana para uma diversificação mais ampla de ações globais

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.



2.1 Obrigações

As curvas de rendimento mais inclinadas em todo o mundo constituem uma janela de oportunidade para aumentar a duração e melhorar a qualidade das carteiras.

Os mercados de obrigações começaram 2025 com rendimentos (yields) elevados e condições técnicas em melhoria, mas a forte reaceleração do risco político aumentou a volatilidade e reduziu a visibilidade. Os mercados agora antecipam um ciclo de flexibilização monetária pelos bancos centrais mais profundo e acelerado—mudando o foco das apostas diretas na duração para a gestão da dinâmica das curvas e da exposição à volatilidade.

Como mostra o gráfico, os rendimentos dos mercados de títulos soberanos, corporativos e securitizados dos EUA e da Europa continuam bem acima da média a 10 anos. Estes **elevados níveis de rendimento continuam a sustentar a geração de rendimento**, mas a dispersão está a aumentar e as trajetórias das taxas estão a divergir entre as diversas regiões. Nos EUA, a inflação em queda e o enfraquecimento das perspectivas de crescimento anteciparam as expectativas de cortes de taxas, enquanto a alargamento dos spreads de crédito e a redução da visibilidade dos ganhos exigem maior seletividade na exposição a títulos corporativos. Na Europa, onde o BCE tem mantido um caminho mais consistente, as curvas soberanas mais inclinadas constituem uma janela de oportunidade para aumentar a duração e fixar o rendimento.

Neste contexto, faz sentido **reequilibrar as posições em obrigações, colocando o ênfase na qualidade, na liquidez e no carry ajustado ao risco**. Estruturas Barbell que combinam obrigações governamentais de longa duração com posições mais curtas e de maior carry pode ajudar a gerir a volatilidade das taxas de juro, preservando o potencial de valorização. A exposição seletiva a mercados emergentes, crédito securitizado e estratégias estruturadas pode oferecer benefícios adicionais de diversificação, embora os riscos idiossincráticos permaneçam elevados.

À medida que a incerteza sobre a inflação, o crescimento e as decisões políticas persistem, as obrigações irão desempenhar um papel cada vez mais central na construção das carteiras. **A gestão ativa da duração, a diferenciação do crédito e um design flexível de estratégias**, serão essenciais para navegar no que continua a ser um contexto altamente impulsionado por eventos.

> 100 pb

As curvas mais inclinadas da Zona Euro criam uma janela de oportunidade para se aumentar a duração, com um spread superior a 100 pb entre os rendimentos a 2 e 10 anos

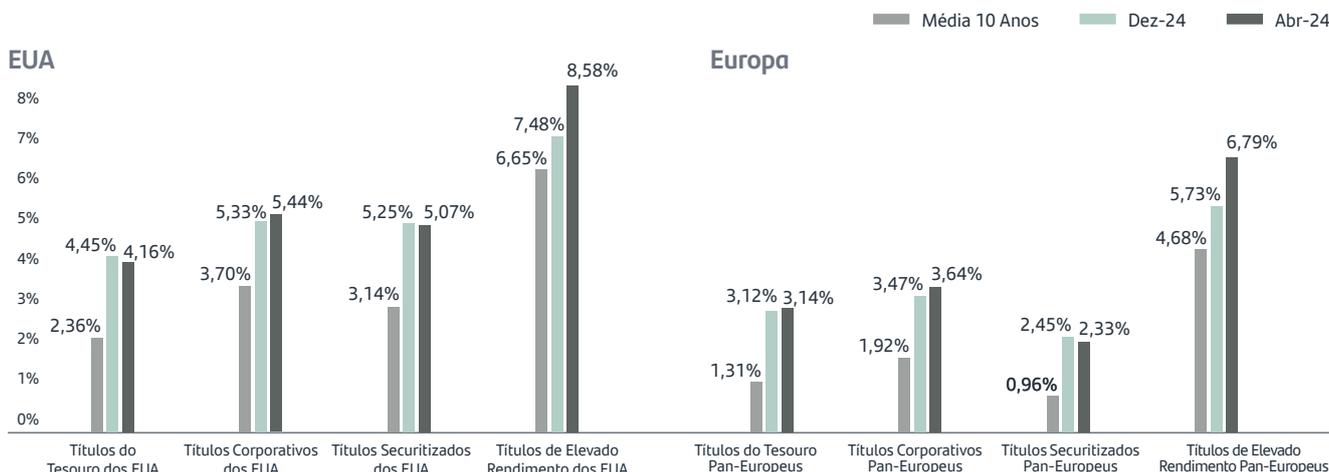
452 pb

Spread de High Yield dos EUA. Aumentou 158 pb desde o final de 2024

Reduza o risco de crédito e mudar para obrigações de elevada qualidade, incluindo títulos do governo, agências e títulos garantidos por activos.

Os rendimentos das obrigações mantém-se acima das médias históricas, reforçando a necessidade de apostar na qualidade e na duração, perante spreads de crédito mais restritivos

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.



2.2 Ações

A rotação do mercado global está a desafiar os vencedores do passado e a destacar o valor da diversificação.

Os mercados de ações começaram o ano de 2025 com uma boa dinâmica e com expectativas de ganhos positivas, mas as condições mudaram drasticamente após o choque das tarifas alfandegárias a 2 de abril. Aquilo que começou como um cenário promissor evoluiu rapidamente para uma conjuntura mais volátil e incerta, com os principais índices a recuarem significativamente e a liderança do mercado a mudar de direção. Como ilustram os gráficos abaixo, **a dispersão em termos de desempenho entre regiões e setores aumentou consideravelmente.**

A mudança inicial no sentido de um maior afastamento das empresas tecnológicas de megacapitalização norte americanas — visível até mesmo antes do choque político — acelerou, ao mesmo tempo que se registava um aumento dos custos das matérias-primas, sinais de uma procura enfraquecida e condições financeiras mais restritivas. **Espera-se que as empresas revejam em baixa as suas projecções de resultados (Earnings) nas próximas semanas,** à medida que as margens de lucro passam a estar sob pressão e a visibilidade a nível macro se deteriora.

Embora os temas de investimento de longo prazo continuem a ser relevantes, **o posicionamento das ações tem de se adaptar.** Os investidores devem mudar para posições de qualidade e de menor risco, e setores com maior resiliência em termos de fluxos de caixa. A diversificação regional é cada vez mais importante, uma vez que os mercados europeus e certos mercados emergentes selecionados estão potencialmente menos expostos às consequências diretas das tarifas alfandegárias.

Numa conjuntura definida pela volatilidade das opções políticas e pela reavaliação macroeconómica, **uma gestão ativa das ações e boa disciplina em termos de avaliação são essenciais.** A prioridade agora deve ser proteger o capital e apostar seletivamente em áreas de crescimento sustentável, em vez de ir atrás dos vencedores do passado.

Mude para ações orientadas para valor, com balanços sólidos e rendimentos de dividendos atrativos.

53,7%

Em 2024, apenas 7 ações (das "7 Magníficas") contribuíram para mais de metade do retorno total do índice S&P 500

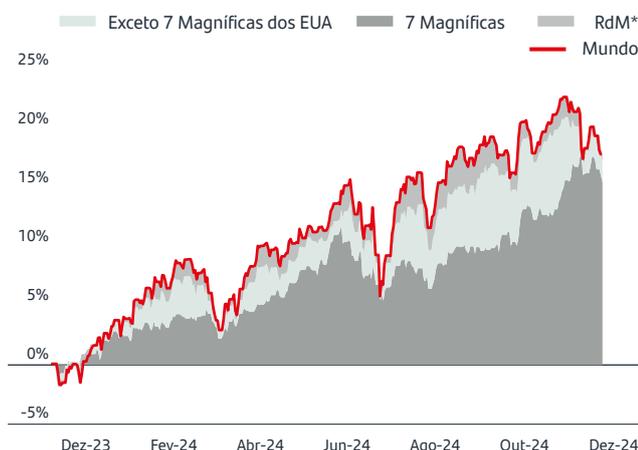
-23%

O Nasdaq 100 entra em terrenos de mercado em baixa* após uma das maiores ondas de vendas desde 2020

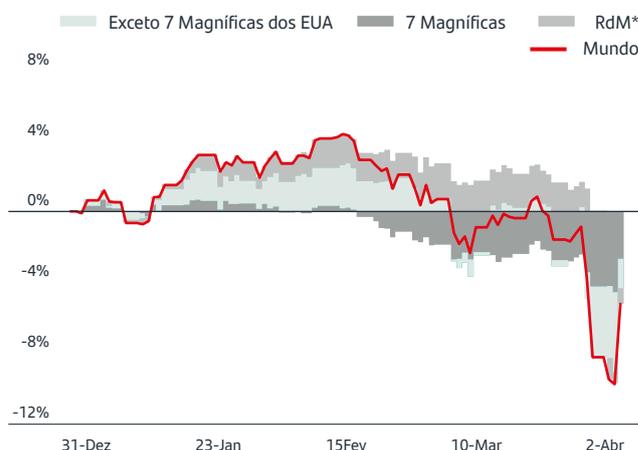
O ano de 2025 marca uma mudança na liderança das ações, do domínio dos gigantes tecnológicos dos EUA para uma participação global mais ampla

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 10 de abril de 2025.

Contribuição para o desempenho do MSCI World em 2024



Contribuição para o desempenho do MSCI World em 2025 (Acumulado do Ano)



* RdM: Resto do Mundo

2.3 Mercados privados

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

Os mercados privados continuam a desempenhar um papel cada vez mais importante em carteiras diversificadas, dando acesso a estratégias e segmentos não disponíveis nos mercados públicos. Num cenário de elevada volatilidade e incerteza quanto às decisões políticas, os mercados privados oferecem um potencial de retorno diferenciado e resiliência estrutural. Numa conjuntura de baixo crescimento e baixa visibilidade, **os mercados privados oferecem aos investidores de longo prazo um meio de aceder à inovação, tendências estruturais e diversificação.**

No entanto, a perturbação nos mercado provocada pelo anúncio das tarifas alfandegárias a 2 de abril também trouxe consigo desafios. A volatilidade no mercado acionista e a súbita deterioração do sentimento dos investidores provocaram uma forte retração na atividade de fusões e aquisições (M&A) e ofertas públicas iniciais (IPO), adiando eventos de liquidez em todo o espectro do capital privado. Estas maiores restrições nas condições de saída reforçam a importância da construção cuidadosa da carteira e da seleção de gestores.

Apesar das restrições de liquidez no curto prazo, o capital continua a fluir para **mercados secundários, veículos evergreen e soluções lideradas por gestores.** Em 2024, a atividade de private equity melhorou, com o mercado secundário atingindo um recorde de 162 mil milhões de dólares em volume de transações. Em 2025, a seleção de gestores, o design estratégico e o acesso a fluxos de transações de alta qualidade continuarão a ser fatores-chave de diferenciação à medida que as condições de financiamento evoluem.

O **crédito privado** continua a ser um componente vital na atual conjuntura, preenchendo a lacuna deixada pela contenção por parte dos bancos e fornecendo **soluções de capital personalizadas.** Enquanto isto, as infraestruturas estão a ganhar força a nível global — especialmente em ativos digitais e relacionados com a Inteligência Artificial — à medida que a procura continua a superar a capacidade física. Tal como se mostra no gráfico, a procura prevista por centros de dados impulsionada pela Inteligência Artificial deve quase quintuplicar entre 2023 e 2030, sublinhando a oportunidade estratégica dos ativos reais.

Concentre-se em estratégias orientadas para o rendimento, como infraestruturas e dívida privada.

13.6 Biliões de USD

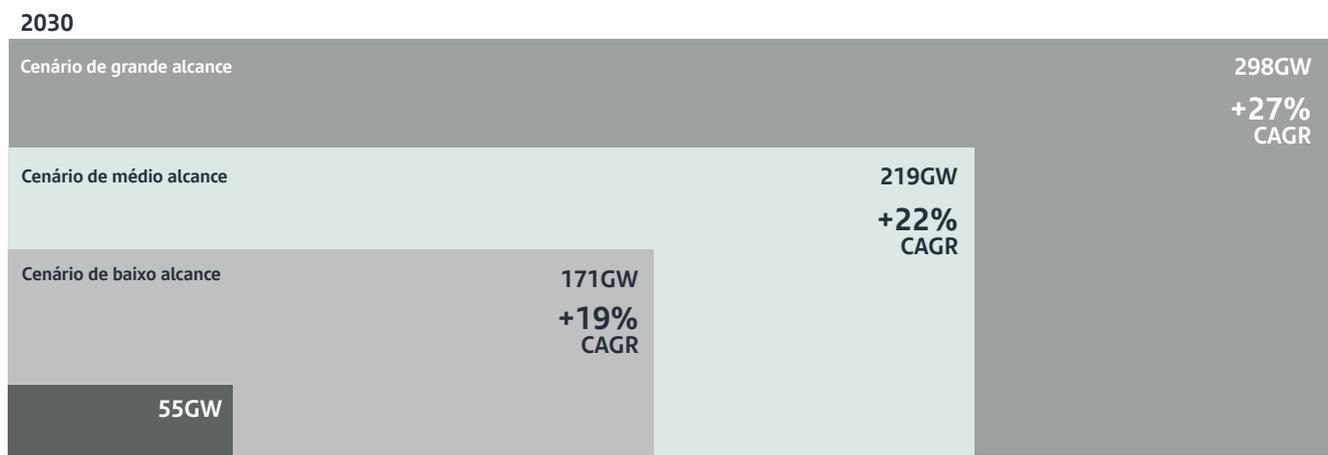
Ativos de mercados privados globais sob gestão (AUM), no primeiro semestre de 2024²

5x

A procura por centros de dados impulsionada pela IA pode crescer mais de cinco vezes a partir de 2023

À medida que a Inteligência Artificial aumenta em escala, o desafio muda no sentido da expansão das infraestruturas dos centros de dados para fazer face à procura crescente

Fonte: Modelo de Procura por Centros de Dados da McKinsey (em outubro de 2024)



¹ Jefferies' Global Secondary Market Review (Janeiro de 2025).

² Fonte: Relatório de Mercados Privados Globais da McKinsey de 2025

A incerteza a nível das decisões políticas exige um posicionamento defensivo

3 Resposta estratégica: adaptação das carteiras a um regime de mercado em mudança

Os mercados estão a adaptar-se a uma conjuntura de maior incerteza e impulsionada por decisões políticas. As carteiras precisam de maior flexibilidade, e de maior diversificação entre ativos, setores e regiões.

3.1 Reposicione-se no sentido duma maior resiliência

3.2 Seja ativo

3.3 Maximize a diversificação



3.1 Reposicionamento para maior resiliência

Desde o Dia da Libertação, os mercados entraram num regime moldado por elevada volatilidade em termos de decisões políticas e menor visibilidade. Para resistir a esta conjuntura, os investidores devem mudar para posições resilientes, favorecendo os ativos de qualidade, menor concentração e um posicionamento flexível entre diferentes regiões e setores.

Reavaliar o posicionamento e identificar as vulnerabilidades

Pondere reduzir a exposição a segmentos cíclicos e superlotados, que podem ser mais vulneráveis a choques macroeconómicos. Aumente a distribuição entre setores e regiões geográficas para melhorar o equilíbrio e a resiliência.

Invista em setores de segurança e impulsionados por decisões políticas

A defesa e as infraestruturas estão a beneficiar de forte apoio político e investimentos crescentes, principalmente na Europa, **oferecendo potencial de crescimento a longo prazo ligado às prioridades industriais e de segurança**.

Dê prioridade à qualidade num ciclo de crescimento mais lento

Numa conjuntura macroeconómica desigual, **dê prioridade às empresas com fundamentais económicos sólidos, com fluxos de caixa estáveis e com poder para definirem preços**. Os ativos de crédito e as ações de elevada qualidade estão melhor posicionados para absorverem choques e beneficiarem com a flexibilização da política monetária.



A elevada volatilidade exige um reforço da resiliência das carteiras. Concentre-se em ativos estáveis e de elevada qualidade, e reduza a dependência de posições superlotadas, sensíveis à conjuntura macroeconómica.



3.2 Seja ativo

O ambiente atual favorece um posicionamento ativo, à medida que mudanças de regime e volatilidade criam oportunidades para alocar capital em ativos com preços desalinhados e capitalizar a dispersão.

Obrigações: mantenha-se à frente da curva

As mudanças nas expectativas sobre as taxas e trajetórias divergentes quanto à política monetária estão a criar pontos de entrada ao longo da curva. **A gestão ativa da duração e a exposição seletiva ao crédito** podem ser eficazes na gestão do risco, ao mesmo tempo que captam oportunidades de rendimento decorrentes de deslocamentos no mercado.

Estratégias estruturadas: transformar volatilidade em valor

As soluções estruturadas podem ajudar a gerir riscos assimétricos ao combinarem geração de rendimento com proteção contra perdas. Nos mercados atuais, **a volatilidade torna-se uma ferramenta para personalizar os resultados**, seja aumentando a proteção, aumentando o rendimento ou ajustando a exposição direcional com base nos objetivos dos investidores.

Inovação: do exagero à implementação

Após um bom desempenho, as ações de Inteligência Artificial de elevado perfil estão agora a enfrentar pressões de valorização num contexto de mercado mais cauteloso. À medida que a volatilidade aumenta, pode fazer sentido **focar em empresas que implementam aplicações de Inteligência Artificial do mundo real**, como a automação, analítica ou ferramentas de tomada de decisões que dão suporte às margens e à eficiência operacional.



A monitorização ativa da carteira pode ajudar a captar oportunidades táticas.

3.3 Maximizar a diversificação

Na conjuntura exigente dos dias de hoje, construir uma carteira resiliente obriga a recorrer a toda a gama de classes de ativos e estratégias, nos mercados públicos, privados e macro.

Proteja-se contra as perturbações geopolíticas

Os choques causados por decisões políticas exigem ferramentas de investimento mais amplas para gerir o risco de forma eficaz. **O ouro continua a servir como uma proteção de confiança contra a volatilidade e o risco cambial.** Os ativos reais — especialmente aqueles que beneficiam de taxas de juros mais baixas — podem oferecer proteção em termos de rendimento e contra a inflação. **Hedge funds com baixa correlação com mercados tradicionais** também podem aumentar a diversificação da carteira e dar suporte à gestão ativa de riscos.

Diversifique a exposição cambial entre regimes variáveis

Muitas carteiras continuam fortemente concentradas em dólares norte americanos. Numa conjuntura de mudanças nas prioridades comerciais e políticas cambiais incertas, **aumentar a exposição a ativos não denominados em dólares pode ajudar a gerir o risco cambial.** À medida que os Estados Unidos procuram ajustar os desequilíbrios comerciais, as perspectivas quanto ao dólar tornaram-se mais incertas, reforçando a necessidade de uma maior diversificação cambial.

Aumente a exposição aos mercados privados

O private equity está bem posicionado para alocar capital num contexto de reavaliação das ações, apoiado por níveis recorde de dry powder. O crédito privado continua a oferecer retornos atrativos, à medida que o crédito tradicional se torna mais restrito. A infraestrutura, especialmente nos segmentos digitais e energéticos, está a beneficiar do impulso de políticas de longo prazo. Alocações seletivas podem melhorar o potencial de retorno, dado que os mercados públicos permanecem desajustados.



Diversificar entre geografias, moedas e ativos privados é fundamental para mitigar os riscos concentrados.



Tabelas anexas

Principais retornos dos ativos nos últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 10 de abril de 2025

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

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un; ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁵⁾ Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U; ⁽⁶⁾ Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁷⁾ Bloomberg Barclays US 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.

Ações

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

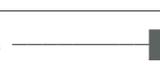
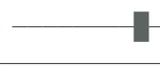
Dados a 10 de abril de 2025

		Último Preço	Variação		Últimos 10 anos		Retorno			Retorno anualizado			
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2023	2024 DO ANO	ACUMULADO	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	5.268		1.920		6.041	24,2%	23,3%	-10,4%	2,1%	5,5%	13,6%	9,6%
	DOW JONES INDUS,	39.594		16.285		44.911	13,7%	12,9%	-6,9%	2,9%	4,5%	10,8%	8,2%
	NASDAQ	16.387		4.558		19.627	43,4%	28,6%	-15,1%	1,3%	6,1%	15,0%	12,6%
Europa	Stoxx 50	487		2.701		4.762	12,7%	6,0%	-4,0%	-3,8%	1,9%	8,0%	1,7%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.819		2.787		5.464	19,2%	8,3%	-1,6%	-3,6%	7,7%	10,7%	2,4%
	Espanha (IBEX 35)	12.308		6.452		13.347	22,8%	14,8%	6,1%	14,2%	12,7%	11,7%	0,5%
	França (CAC 40)	7.126		4.237		8.206	16,5%	-2,2%	-3,5%	-11,4%	2,9%	9,6%	3,1%
	Alemanha (DAX)	20.563		9.495		22.551	20,3%	18,8%	3,3%	13,6%	12,9%	14,2%	5,2%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.913		5.577		8.810	3,8%	5,7%	-3,2%	-0,6%	1,0%	6,3%	1,1%
	Itália (MIB)	34.277		16.198		38.655	28,0%	12,6%	0,3%	0,7%	11,4%	14,2%	3,7%
	Portugal (PSI 20)	6.405		3.945		6.871	11,7%	-0,3%	0,4%	2,0%	1,6%	8,8%	0,2%
	Suíça (SMI)	11.245		7.808		13.004	3,8%	4,2%	-3,1%	-2,2%	-3,5%	3,5%	1,7%
América Latina	México (MEXBOL)	51.515		34.555		57.386	18,4%	-13,7%	4,0%	-9,0%	-2,0%	8,3%	1,4%
	Brasil (IBOVESPA)	126.355		40.406		136.004	22,3%	-10,4%	5,0%	-1,3%	2,2%	10,2%	8,8%
	Argentina (MERVAL)	2.111.490		9.815		2.564.659	360,1%	172,5%	-16,7%	71,1%	184,1%	137,4%	68,1%
	Chile (IPSA)	7.372		3.487		7.649	17,8%	8,3%	9,9%	10,2%	14,1%	14,0%	6,2%
Ásia	Japão (NIKKEI)	34.609		15.576		40.369	28,2%	19,2%	-13,2%	-12,6%	8,6%	12,2%	5,7%
	Hong-Kong (HANG SENG)	20.682		14.687		32.887	-13,8%	17,7%	3,1%	20,7%	-1,8%	-3,2%	-2,7%
	Coreia do Sul (KOSPI)	2.445		1.755		3.297	18,7%	-9,6%	1,9%	-9,6%	-3,3%	5,6%	1,6%
	Índia (Sensex)	73.847		23.002		84.300	18,7%	8,2%	-5,5%	-1,6%	7,5%	18,8%	9,8%
	China (CSI)	3.735		2.877		5.352	-11,4%	14,7%	-5,1%	6,6%	-4,1%	-0,2%	-1,5%
Mundo	MSCI Global	3.422		1.547		3.837	21,8%	17,0%	-7,7%	1,2%	4,3%	11,7%	6,8%

Ações por estilo e por setor.

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 10 de abril de 2025

	Último Preço	Variação	Últimos 10 anos		Retorno			Retorno anualizado				Rácios		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2023	2024	ACUMULADO DO ANO	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Cotação/Lúcro)	Rendimento de Dividendos
MSCI Global	10.870		4.204		12.145	23,8%	18,7%	-7,3%	2,7%	6,0%	13,4%	8,6%	22,54	1,71
Estilo														
MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	2.686		1.352		2.887	9,1%	8,0%	-0,6%	3,9%	3,2%	9,3%	6,0%	14,94	3,39
MSCI - Dinâmica Global	4.405		1.454		4.917	11,8%	30,2%	-5,8%	2,9%	7,1%	13,2%	10,8%	25,64	1,45
MSCI - Qualidade Global	4.578		1.456		5.142	32,4%	18,4%	-7,5%	-0,1%	7,8%	14,1%	11,4%	25,66	1,31
MSCI - Volatilidade Mínima Global	5.276		2.510		5.482	7,4%	10,9%	3,8%	11,8%	4,1%	7,7%	7,1%	19,63	2,20
MSCI — Valor Mundial	13.399		6.429		14.586	11,5%	11,5%	-2,5%	3,3%	4,4%	11,8%	6,1%	15,18	2,78
MSCI — Pequena Capitalização Global	636		318		752	15,8%	8,2%	-10,1%	-4,1%	0,2%	10,3%	5,6%	20,99	2,18
MSCI - Crescimento Global	10.450		3.389		12.150	37,0%	25,9%	-11,7%	2,1%	7,1%	14,3%	10,7%	34,97	0,69
Setor														
Energia	436		164		520	2,5%	-2,6%	-7,7%	-16,9%	1,8%	17,6%	2,7%	12,91	3,92
Materiais	543		229		649	14,8%	5,8%	-2,3%	-10,7%	-2,6%	10,2%	5,7%	17,47	2,55
Industriais	602		238		655	23,2%	-11,6%	-2,4%	2,1%	9,5%	14,6%	8,3%	20,90	1,72
Consumo Discrecionário	561		225		680	35,1%	-17,7%	-13,8%	0,2%	3,1%	12,7%	8,5%	25,45	1,13
Bens de Primeira Necessidade	493		273		504	2,3%	-5,4%	4,7%	10,1%	2,4%	7,4%	5,6%	20,38	2,63
Cuidados de Saúde	500		246		598	3,8%	-1,1%	-2,8%	-5,0%	-1,4%	7,0%	5,9%	17,90	1,75
Financeiros	334		125		369	16,2%	-21,1%	-1,7%	15,4%	10,4%	17,0%	8,1%	14,26	2,52
Tecnologias de Informação	803		152		961	53,3%	-24,7%	-16,5%	0,7%	11,1%	19,0%	17,3%	38,53	0,63
Imobiliário	1.944		1.283		2.450	10,1%	-2,1%	-4,8%	3,3%	-6,2%	3,4%	3,3%	37,41	3,63
Serviços de Comunicações	232		106		273	45,6%	-25,3%	-7,5%	7,9%	8,8%	13,0%	7,3%	20,34	1,05
Água, Gás, Eletricidade	368		186		384	0,3%	-11,5%	4,1%	18,2%	2,6%	7,1%	6,6%	16,86	3,51

Obrigações soberanas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 10 de abril de 2025

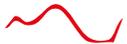
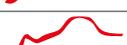
Classificação (S&P)	10 anos										
	Taxa de juros			Variação	Últimos 10 anos			Acumulado do		Pendente	
	Bancos C.	2 anos	10 anos	12 meses	Mínimo	Intervalo	Máximo	Ano	A 1 ano	10-2 anos	
Desenvolvido											
EUA	AA+	4,50%	3,86%	4,42%		0,53%		4,93%	-14	-25	0,56
Alemanha	AAA	2,50%	1,79%	2,58%		-0,70%		2,84%	21	0	0,79
França	AA-	2,50%	1,97%	3,36%		-0,40%		3,45%	16	30	1,38
Itália	BBB	2,50%	2,16%	3,82%		0,54%		4,78%	30	-9	1,66
Espanha	A	2,50%	2,02%	3,31%		0,05%		3,93%	25	-4	1,29
Reino Unido	AA	4,50%	3,90%	4,64%		0,10%		4,68%	8	30	0,74
Grécia	BBB-	2,50%	2,09%	3,51%		0,61%		15,42%	29	-7	1,42
Portugal	A-	2,50%	1,88%	3,20%		0,03%		4,19%	35	-1	1,32
Suíça	AAA	0,50%	0,02%	0,43%		-1,05%		1,58%	16	-27	0,41
Polónia	A-	5,75%	4,47%	5,28%		1,15%		8,34%	-60	-43	0,82
Japão	A+	0,50%	0,67%	1,35%		-0,27%		1,49%	25	47	0,68
Emergentes											
Brasil	BB	13,25%	14,48%	15,14%		6,49%		16,51%	-2	329	0,66
México	BBB	9,50%	8,38%	9,50%		5,55%		10,44%	-93	-48	1,12
Chile	A	5,00%	4,96%	5,57%		2,19%		6,79%	-16	-57	0,61
Argentina	CCC	29,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	9,50%	9,22%	12,15%		5,39%		13,79%	29	155	2,93
Turquia	BB-	45,00%	42,89%	30,76%		8,89%		31,15%	357	426	-12,13
Polónia	A-	5,75%	4,51%	5,30%		1,16%		8,37%	-59	-42	0,79
China	A+	1,98%	1,41%	1,65%		1,63%		3,91%	-2	-66	0,23
Índia	BBB-	6,25%	6,21%	6,44%		5,84%		8,02%	-32	-75	0,23

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

Divisas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados a 10 de abril de 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	1,1201		0,98		1,24	8,2%	4,3%	1,0%	0,5%	0,5%
EUR / GBP	0,86		0,70		0,92	-4,2%	0,8%	1,1%	-0,3%	1,8%
EUR / CHF	0,92		0,93		1,20	1,9%	6,3%	3,3%	2,8%	1,2%
EUR / JPY	162		114		172	-0,6%	1,7%	-5,8%	-6,0%	-2,4%
EUR / PLN	4,26		4,11		4,86	0,5%	0,1%	2,8%	1,3%	-0,6%
GBP / USD	1,30		1,12		1,57	3,6%	3,4%	-0,1%	0,8%	-1,2%
USD / CHF	0,82		0,82		1,03	10,1%	10,8%	4,3%	3,2%	1,7%
USD / JPY	144		101		161	8,8%	6,0%	-4,9%	-5,6%	-1,8%
USD / MXN	20,47		15,38		24,17	1,7%	-19,7%	-0,7%	2,6%	-2,9%
USD / ARS	1.076,63		8,99		1.076,63	-4,2%	-19,6%	-52,9%	-42,9%	-38,1%
USD / CLP	987		594		995	0,8%	-3,3%	-6,2%	-3,2%	-4,5%
USD / BRL	5,89		3,10		6,18	5,0%	-13,8%	-7,2%	-2,8%	-6,3%
USD / COP	4.333		2.531		4.940	1,7%	-12,1%	-4,7%	-2,1%	-5,3%
USD / CNY	7,32		6,20		7,32	-0,2%	-1,1%	-4,5%	-0,8%	-1,6%
EUR / SEK	11,03		9,17		11,88	3,9%	4,4%	-2,3%	-0,3%	-1,6%
EUR / NOK	12,12		8,54		12,07	-2,7%	-4,0%	-7,9%	-1,6%	-3,4%

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)	65,4		18		124	-4,6%	-4,5%	-11,8%	-28,8%	-13,2%	24,7%	1,4%
Petróleo Bruto (W. Texas)	60,1		19		115	-10,7%	0,1%	-16,2%	-29,5%	-15,1%	21,4%	1,5%
Ouro	3.155,2		1.060		3.196	13,4%	27,5%	19,5%	34,6%	17,6%	12,7%	10,1%
Cobre	8.988,0		4.561		10.375	2,2%	2,4%	2,5%	-4,6%	-4,5%	12,4%	4,1%
Índice CRB	285,1		117		317	-5,0%	12,5%	-3,9%	-3,9%	-1,5%	17,4%	2,8%
Gás Natural (EUA)	3,6		2		5	-25,7%	-8,5%	12,7%	16,0%	-1,1%	9,2%	-1,7%
Gás Natural (Europa)	33,3		13		81	-57,6%	51,1%	-31,9%	21,7%	-31,6%	35,5%	4,4%

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	-7,2% Ações de Espanha
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	0,8% Liquidez em Euros
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	-0,2% Elevado Rendimento Global
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	-0,6% IG da Europa
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	0,9% Soberano Zona Euro
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	-1,1% Ações da Europa
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	-2,8% Commodities
IG 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	-3,1% Global 60/40
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	-3,7% Ações de Mercados Emergentes
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	-7,3% Ações Globais
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	-7,8% Ações do Japão
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	10,1% Ações dos EUA

* Dados de 10/04/2025

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.

