

GABINETE GLOBAL DE INVESTIMENTOS

Relatório trimestral

Outubro de 2025

Num mercado de preços perfeitos, impera a qualidade

Os mercados refletem preços perfeitos, mas **o nosso cenário de base continua a ser construtivo**. A desinflação está a avançar sem um colapso na procura; os bancos centrais estão a mudar da contenção para o apoio; e os lucros — especialmente em setores ligados à inovação — continuam a surpreender pela positiva. O desenvolvimento da Inteligência Artificial e das infraestruturas digitais estão a expandir-se por todas as cadeias de abastecimento e regiões, gerando uma dinâmica positiva que irá manter os investidores comprometidos durante vários anos.

Ao mesmo tempo, **as elevadas expectativas reduzem a margem de erro**. A elevada dívida pública, as valorizações exigentes, as mudanças nas políticas comerciais e industriais, e tensões de liquidez episódicas são riscos de fundo e a questão não é se de facto existem, mas quando é que se poderão tornar pontos de inflexão com efeitos sobre o mercado — por exemplo, através de uma surpresa política, ou uma decepção quanto ao crescimento ou uma escalada geopolítica. Não são estes os nossos cenários de base, mas estamos a acompanhar de perto estes potenciais pontos de inflexão.

Posicionar-se neste contexto significa participar com disciplina: investir, diversificar e procurar coberturas com qualidade. Mantemos o investimento, procuramos balanços patrimoniais sólidos e fluxos de caixa com visibilidade, além de manter uma diversificação global. Combinamos a exposição ao crescimento com sistemas de proteção — coberturas, liquidez e ativos de refúgio selecionados — e favorecemos ajustamentos incrementais em vez de opções binárias. Neste momento, a resiliência e a fragilidade coexistem, pelo que as carteiras devem estar preparadas para ambas as situações sem abandonar o conjunto de oportunidades.

Investir e proteger: conjuntura favorável em termos de inovação, gestão de risco disciplinada

A resiliência atual, ancorada no crescimento, nos lucros e na liquidez, acompanha as preocupações crescentes com dívidas, valorizações e credibilidade das políticas.

Boa dinâmica mas com proteções

Hoje em dia os mercados são definidos por um equilíbrio delicado. Por um lado, **a dinâmica de curto prazo mantém-se sólida**. As famílias apresentam uma boa situação financeira, com o peso da dívida em níveis aceitáveis e balanços patrimoniais sustentados pela poupança acumulada. Ao mesmo tempo, a rentabilidade das empresas recuperou fortemente, com as margens operacionais a atingirem níveis recordes (Cf. o gráfico à esquerda abaixo). Em conjunto, estes fatores estão na base da resiliência do consumo e do investimento, permitindo que as ações permaneçam apoiadas por um forte poder de lucro e liquidez.

No entanto, os mercados com preços perfeitos reduzem a margem de erro. As valorizações são exigentes e os líderes estão concentrados. A nossa postura é **participar com disciplina: manter o investimento, procurar balanços patrimoniais de qualidade e fluxos de caixa com visibilidade, além de manter a diversificação global**. Preferimos ajustamentos incrementais em vez de opções binárias.

O que poderia mudar a história

Alguns riscos devem ficar em segundo plano até deixarem de o ser. O aumento da dívida pública e da incerteza fiscal, as mudanças nas políticas comerciais e industriais, as tensões de liquidez ocasionais ou uma escalada geopolítica podem converter vulnerabilidades com efeitos lentos em **pontos de inflexão de curto prazo**. Certas surpresas políticas ou deceções quanto ao crescimento podem catalisar uma rápida alteração de preços, ainda que a tendência principal continue a ser construtiva. Estes resultados **não constituem o nosso cenário de base**, mas são importantes para a construção da carteira.

A nossa abordagem é **monitorizar, e não prever a mudança**, acompanhando os sinais dados pelas políticas, pelo crescimento e pela estrutura de mercado, e combinar exposição ao crescimento com proteção, o que significa usar coberturas, manter reservas de liquidez, manter ativos de refúgio selecionados e gerir ativamente o risco de deterioração da situação. Atualmente, a resiliência e a fragilidade passaram a coexistir, pelo que as carteiras devem estar preparadas para ambas, ao mesmo tempo que tiram partido da dinâmica contínua impulsionada pela inovação.



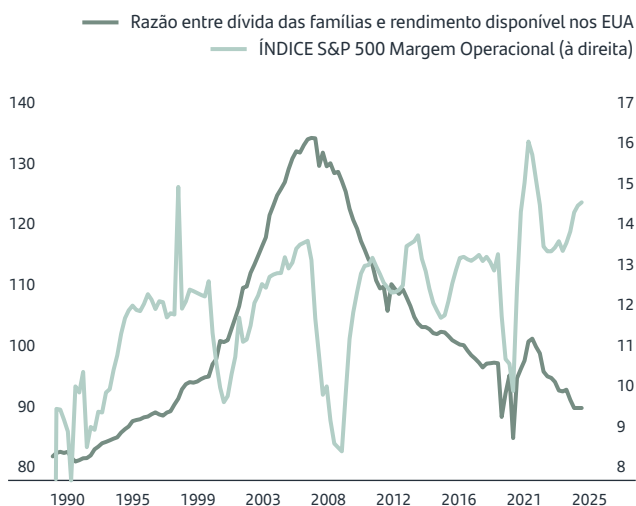
Mantenha o investimento: os mercados podem manter-se fortes durante mais algum tempo, apoiados pela solidez dos lucros, pelos fluxos, pelas condições financeiras e pelas taxas de juro mais baixas.

Invista e proteja-se num mercado com preços perfeitos

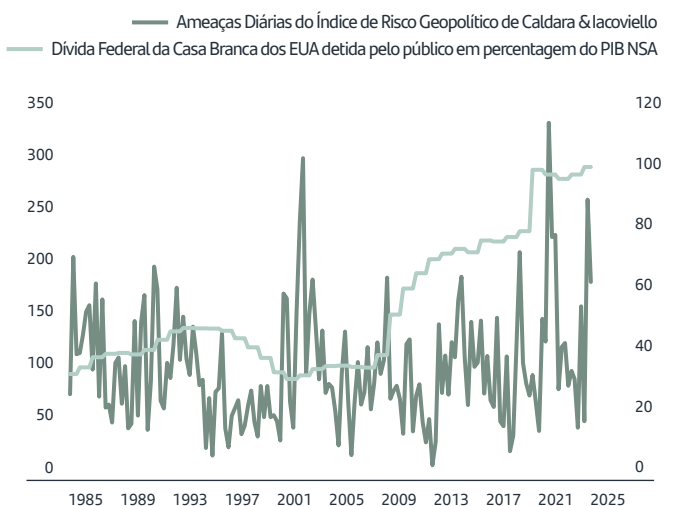
Os lucros impulsionados pela inovação e os balanços privados sólidos mantêm um cenário de base construtivo, enquanto os riscos de natureza fiscal e a geopolítica reduzem a margem de erro

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/09/2025

Os fundamentais do setor privado sustentam o otimismo



As fragilidades a nível fiscal e geopolítico exigem cautela



Quando as vulnerabilidades se transformam em restrições de mercado

A França e o Reino Unido são exemplos de como fraquezas estruturais de repente podem limitar o espaço político, transformando vulnerabilidades de longo prazo em riscos de curto prazo.

França: a fragilidade fiscal em foco

A França mostra **como fraquezas fiscais se podem rapidamente transformar em restrições de mercado**. A dívida pública permanece significativamente acima dos níveis pré-pandemia, e projeta-se que os défices continuem a ser maiores e não menores. Os custos crescentes de refinanciamento aumentam a pressão, com os pagamentos de juros agora a aumentarem de forma constante à medida que a dívida é renegociada a taxas mais elevadas. O gráfico abaixo mostra como os rendimentos de longo prazo em mercados como a França têm aumentado, precisamente reforçando estas preocupações fiscais, o que seria passível de ser gerido se combinado com uma consolidação confiável, mas a situação política dificulta o ajustamento. Um **parlamento fragmentado reduziu a capacidade do governo em aprovar reformas duradouras**, fazendo com que os investidores estejam céticos em relação aos planos de médio prazo. Os mercados estão a responder: os spreads franceses, antes ancorados junto dos da Alemanha, estão a convergir para os de Itália. O **risco crítico é que a sustentabilidade da dívida, há muito tratada como uma questão estrutural, se torne num obstáculo cíclico ao crescimento** e à estabilidade financeira.

Reino Unido: o regresso do prémio dos títulos da dívida pública

O Reino Unido enfrenta um desafio paralelo em que a fragilidade fiscal e as preocupações com a credibilidade estão novamente em foco. Os défices continuam a ser expressivos, as necessidades de refinanciamento são pesadas e a emissão tem sido direcionada para maturidades mais longas, o que **intensificou a curva dos títulos de dívida pública e aumentou os prémios de prazo**, refletindo a diminuição da confiança dos investidores. O aumento na rentabilidade de longo prazo no Reino Unido, visível no gráfico abaixo, mostra como os investidores estão a exigir uma maior compensação pelo risco fiscal.

A crise do “**miniorçamento**” de 2022 deixou uma **marca duradoura**: os mercados lembram-se da rapidez com que a rentabilidade dos títulos de dívida pública disparou quando a credibilidade foi posta em causa. Embora as instituições continuem a estar fortes, a volatilidade política e o espaço fiscal limitado voltaram a dar vida ao prémio de risco, que antes era considerado ultrapassado pelo Reino Unido. Neste momento, até um deslize modesto tem efeitos desproporcionados sobre os rendimentos, restringindo as condições financeiras e condicionando o crescimento. A lição é clara: **a credibilidade é uma âncora delicada e, quando os mercados começam a pô-la à prova, as vulnerabilidades podem transformar-se rapidamente em restrições vinculativas**.



Mantenha a flexibilidade: vulnerabilidades de longo prazo podem rapidamente tornar-se em restrições de curto prazo. A flexibilidade das carteiras garante que os investidores se possam adaptar quando a confiança muda e os mercados se aproximam de um ponto crítico.

Estarão os "vigilantes dos títulos" de volta? A súbita dos rendimentos de longo prazo reflete dúvidas sobre a credibilidade fiscal

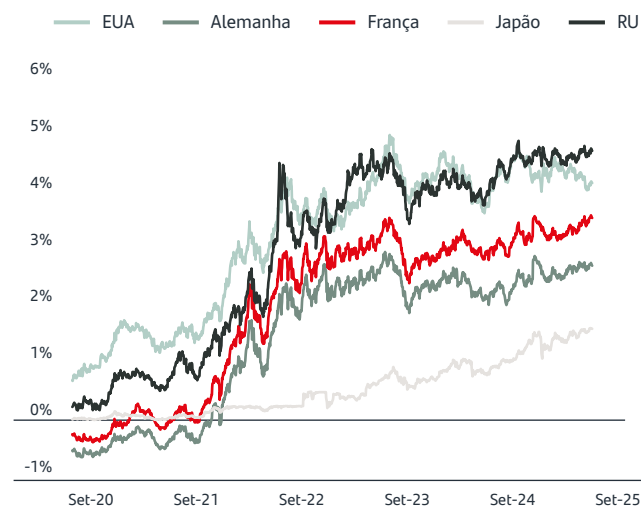
A flexibilização a curto prazo contrasta com o aumento dos rendimentos a longo prazo

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/09/2025

Títulos da dívida pública a 2 anos



Títulos da dívida pública a 10 anos



Equilibrar a oportunidade com a qualidade

Os mercados refletem um paradoxo: o ouro sobe com a ansiedade, enquanto o Nasdaq dispara com a inovação.

A subida do ouro é um sinal de ansiedade geopolítica

A ascensão do ouro tornou-se um espelho do mal-estar global. O seu papel como elemento de proteção está a ser reforçado por uma combinação de pressões fiscais e geopolíticas, que são cada vez mais difíceis de ignorar. Os governos estão a apresentar déficits cada vez mais elevados de forma persistente, aumentando os índices de dívida e levantando questões sobre a sustentabilidade a longo prazo. **Os bancos centrais, que antes eram vistos como guardiões da estabilidade, estão sob crescente pressão política**, com a sua independência a ser debatida abertamente em diversas grandes economias.

A fragmentação global vem acrescentar outra camada de complexidade. As barreiras comerciais, as alianças mutáveis e as rivalidades geopolíticas reduziram a previsibilidade da cooperação internacional. Os investidores também estão a ver as expectativas de inflação a aumentarem, reconhecendo que a dinâmica da dívida e as restrições políticas podem pôr em causa a disciplina monetária. Neste contexto, **a subida do ouro não é simplesmente uma história de uma commodity — trata-se de um sinal da crescente ansiedade em torno da durabilidade da estrutura financeira global**. O facto de esta subida estar a acontecer paralelamente à subida acentuada das ações sublinha a coexistência invulgar de medo e otimismo nos mercados atuais.

O Nasdaq reflete o boom da inovação em Inteligência Artificial

Ao mesmo tempo, os mercados estão a recompensar a aceitação de riscos, criando aquilo que parece ser um paradoxo. **O aumento do investimento em Inteligência Artificial gerou expectativas de uma mudança radical na produtividade**, abrindo caminhos muito amplos para um crescimento exponencial em novos modelos de negócios. Além da Inteligência Artificial, outras forças complementares como a robótica, a transição energética, a expansão das infraestruturas de dados e avanços na biotecnologia estão a convergir para alimentar uma nova onda de inovação.

Os lucros das empresas estão a refletir esta dinâmica. Em muitos mercados, o crescimento dos lucros está acima do PIB, sublinhando a alavancagem que a tecnologia e a escala trazem para o setor privado. Os investidores têm sido recompensados por manterem os seus investimentos, uma vez que as maiores economias permanecem abaixo do ponto crítico do stress fiscal e continuam a manter planos de investimento ambiciosos. **A subida atual demonstra que o crescimento liderado pela inovação pode coexistir com fragilidades estruturais** — e que as carteiras devem abraçar ambos os lados do paradoxo: aproveitar a dinâmica de curto prazo e, ao mesmo tempo, manter proteções contra as vulnerabilidades de longo prazo.



Proteja-se e seja disciplinado: participe no crescimento favorecendo a inovação, mas mantenha reservas para o caso de haver choques políticos.

O casal improvável: O Nasdaq e o ouro correm juntos

O apelo de garantia do ouro e a dinâmica de inovação do Nasdaq impulsionaram os ganhos — uma recuperação conjunta fora do comum

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/09/2025 (Maio 2023=100)



Resiliência macroeconómica com uma margem de manobra mais estreita

1 Uma aterragem suave com questões difíceis

O cenário macroeconómico é favorável, com o crescimento a abrandar moderadamente e os bancos centrais a diminuírem as taxas de juro para níveis neutros. Os mercados beneficiam com o apoio fiscal e a inovação, mas os riscos estão a aumentar com as tarifas alfandegárias, a redução do espaço fiscal e as pressões sobre a yield de longo prazo.

1.1 O crescimento resultantes-se, mas surgem sinais de fragilidade

A expansão fiscal, a dinâmica do investimento e a flexibilização das opções políticas constituem a base de sustentação do crescimento. No entanto, a flexibilização do mercado de trabalho, os limites orçamentais e os atritos comerciais sugerem que o caminho daqui para a frente será mais estreito.

1.2 Inflação: alívio de curto prazo, incerteza a longo prazo

O progresso da inflação permite uma maior flexibilização, mas as novas barreiras comerciais e as dúvidas quanto aos mandatos dos bancos centrais podem complicar o caminho daqui para a frente

1.3 Ciclos de flexibilização: dúvidas para além do neutro

Os cortes globais nas taxas de juro proporcionaram um suporte a curto prazo, mas com as taxas de juro a aproximarem-se do nível neutro, o ciclo de flexibilização atingiu a maturidade. A questão agora é se ir além disso vai colocar a credibilidade em risco, em vez de sustentar o crescimento.



1 Uma aterragem suave com questões difíceis

O crescimento está a desacelerar, mas é resiliente, a inflação está a diminuir e os bancos centrais estão a baixar as taxas de juro, mas ainda assim, as tensões fiscais e as pressões geopolíticas ensombram as perspetivas sobre o futuro.

A economia global está a afastar-se dos perigos da estagflação e a aproximar-se de uma aterragem suave. Tal como ilustrado no gráfico, os EUA e a Europa estão a deslocar-se na direção do “ponto ideal”, onde o crescimento desacelera ligeiramente abaixo do potencial, enquanto a inflação converge para as faixas-alvo. Este ajustamento cria espaço para que os bancos centrais reduzam as taxas de juro para níveis mais neutros. O processo é apoiado por condições favoráveis, pelo estímulo fiscal ainda em vigor e pela resistência limitada até este momento por parte das restrições comerciais. O investimento liderado pela inovação, especialmente em Inteligência Artificial e infraestruturas digitais, está a aumentar a resiliência.

Este alinhamento produz um cenário macroeconómico de curto prazo que continua a ser favorável para os mercados. O crescimento mostrou ser mais robusto do que o temido, a inflação está a diminuir sem causar o colapso da procura, e a perspectiva de taxas de juros mais baixas sustenta as valorizações e as condições de financiamento. Neste contexto, há ainda bastante liquidez disponível, os lucros das empresas continuam a surpreender pela positiva e os investidores continuam a ser recompensados por assumir riscos.

A combinação da flexibilização monetária, do apoio fiscal e da dinâmica de investimento estrutural sugere que o cenário de aterragem suave continua a ser o cenário central para os próximos trimestres. Ainda assim, como é sugerido pelo título, **há questões difíceis que não podem ser ignoradas**. As pressões causadas pelas tarifas alfandegárias podem reacender as expectativas de inflação com mais força do que o previsto neste momento. O espaço fiscal está a diminuir, especialmente nos EUA, em França e no Reino Unido, à medida que as necessidades de financiamento aumentam, colocando pressão ascendente sobre os rendimentos de longo prazo. A independência dos bancos centrais também está a ser posta à prova por ciclos políticos, enquanto o acentuar das curvas nos mercados globais de títulos reflete as preocupações dos investidores sobre a credibilidade e a sustentabilidade da dívida.

Estas vulnerabilidades podem não dominar as perspetivas imediatas, mas acabam por definir as compensações que os investidores devem ter cada vez mais em conta. As páginas seguintes irão examinar com maior pormenor as nossas premissas para o crescimento, a inflação e as taxas de juro, e irão avaliar as fragilidades globais que podem eventualmente levar a narrativa macro para lá do cenário benigno dos dias de hoje.



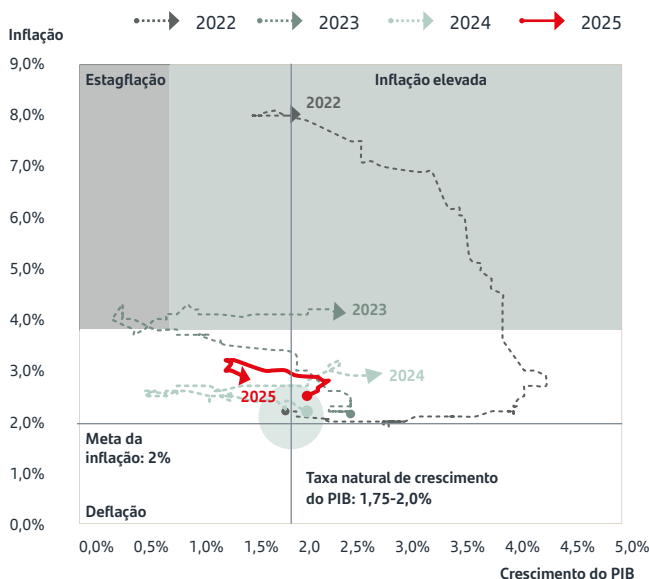
A qualidade como uma âncora: o foco na qualidade permite que os investidores tirem partido da dinâmica atual, sem perderem de vista a proteção de longo prazo.

O caminho para a neutralidade: do risco de estagflação a uma aterragem suave

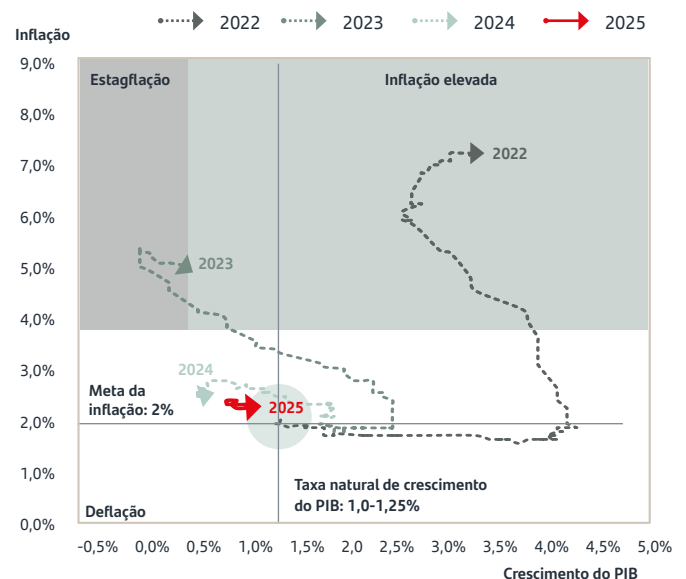
Previsões consensuais PIB/Inflação

Fonte: Bloomberg e Santander. Previsões consensuais. Dados de 30/09/2025

Estados Unidos



Zona Euro



1.1 O crescimento resultantes-se, mas surgem sinais de fragilidade

A política monetária e os investimentos em capital suportam o crescimento; a escassez de mão de obra e a pressão orçamental estreitam o caminho.

A economia global continua a evitar a recessão, apoiada pela expansão orçamental, pelo impulso dos investimentos de capital e pelos primeiros passos da flexibilização monetária. O crescimento surpreendeu pela positiva em diversas regiões, e as previsões consensuais apontam para um desempenho modesto, embora positivo, em 2025. Ainda assim, está a desacelerar: **a atividade está a convergir para níveis de crescimento potencial, enquanto a inflação continua a estar acima da meta.** O saldo por enquanto é favorável, mas, como ilustrado pelos gráficos, os riscos estão a mudar de quedas imediatas para fragilidades mais subtis.

Os **EUA continuam a ser a referência global**. Como mostrado no primeiro gráfico, as probabilidades de recessão com base no mercado continuam a ser contidas, muito abaixo dos níveis observados antes das crises anteriores. **O apoio orçamental, as condições financeiras favoráveis e o forte investimento das empresas — particularmente em Inteligência Artificial e infraestruturas digitais — estão a manter a atividade em territórios positivos.** As estimativas consensuais colocam o crescimento em 2025 em torno de 1,7%, o que, embora constitua uma desaceleração, é coerente com uma aterragem suave. No entanto, o mercado de trabalho está a mostrar sinais de enfraquecimento: o crescimento da folha de salários está a desacelerar, os pedidos de subsídio de desemprego estão a aumentar e a proporção de vagas de emprego em relação ao número de desempregados caiu. Estes sinais

sugerem que, embora a economia não esteja à beira da recessão, a resiliência do consumo pode diminuir se as tendências no mundo do trabalho piorarem ainda mais.

As perspetivas para a Europa são mais desiguais. As economias do sul, como Espanha, Portugal e Irlanda, continuam a expandir-se com base numa sólida procura interna, enquanto a Alemanha está mais dependente de despesas orçamentais para compensar as fracas exportações. Pelo contrário, França e o Reino Unido enfrentam restrições orçamentais e políticas mais rígidas que pesam sobre a confiança e o investimento. Em geral, espera-se que o crescimento na Zona Euro continue próximo de 1% em 2025, o que é baixo, mas ainda assim, resultantes-se em território de aterragem suave. **Na China, o crescimento está a desacelerar para perto dos 5%, uma vez que as vendas no retalho e as exportações estão a diminuir,** embora os decisores políticos estejam a preparar estímulos adicionais. Em termos globais, as despesas orçamentais e a flexibilização monetária oferecem apoio de curto prazo, mas o segundo gráfico ilustra uma convergência mais ampla em direção ao crescimento potencial — em torno de 1,8% nos EUA e um pouco menos na Europa — com a inflação ainda acima das metas dos bancos centrais, o que reforça a mensagem de que **o atual ciclo favorável assenta em terrenos frágeis e pode dar lugar a uma dinâmica mais lenta em 2026.**



Equilibre o crescimento com proteção: beneficie do apoio oferecido pelas políticas e pela dinâmica impulsionada pela Inteligência Artificial, mas proteja as carteiras com ativos defensivos e liquidez.

A aterragem suave continua intacta, embora os dados mais fracos sobre o trabalho levistem cuidados

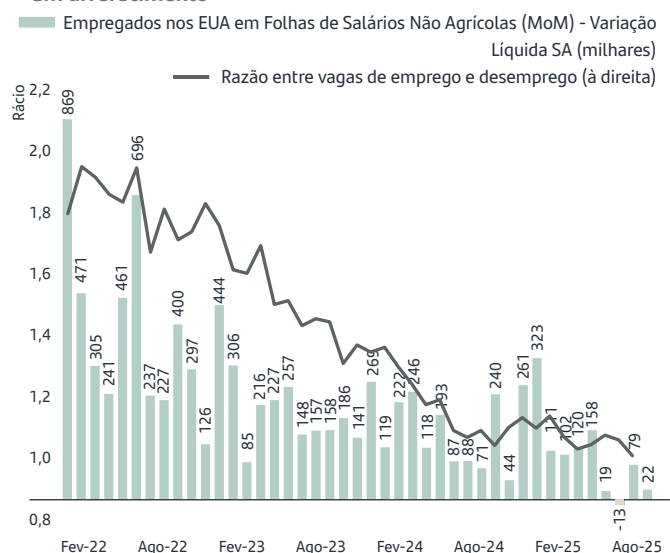
A dinâmica de curto prazo sustenta o ciclo, mas os sinais do mundo do trabalho destacam a existência de vulnerabilidades futuras

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/09/2025

O mercado e os modelos não sinalizam qualquer recessão iminente nos EUA



...mas os indicadores do mercado de trabalho apontam para um arrefecimento



1.2 Inflação: alívio de curto prazo, incerteza a longo prazo

O progresso da inflação permite uma maior flexibilização, mas as novas barreiras comerciais e as dúvidas quanto aos mandatos dos Bancos Centrais podem complicar o caminho daqui para a frente.

Inflação: Evolução Positiva

A inflação caiu acentuadamente nas principais economias, abrindo espaço para a flexibilização monetária. Nos EUA, a inflação subjacente caiu dos picos de 2022-2023 para cerca de 3%, enquanto na Zona Euro a inflação global convergiu para a meta de 2% definida pelo BCE. No Reino Unido continua mais elevada, perto dos 3,5%, mas até nesse país a trajetória melhorou. Estas mudanças refletem a diminuição do efeito dos choques energéticos, a normalização da situação das cadeias de abastecimento e condições de procura mais suaves. A inflação nos serviços, embora ainda permaneça elevada, mostrou sinais de estabilização, sugerindo que as pressões subjacentes deixaram de se intensificar.

Os gráficos ilustram claramente esta transição: a fase de desinflação acentuada já passou, mas a inflação não voltou a acelerar. Com este cenário, os bancos centrais ganharam espaço para rever as suas abordagens. A Reserva Federal retomou os cortes nas taxas de juro, o BCE está a demonstrar que está confortável com os níveis atuais e o Banco da Inglaterra está a preparar-se para reduções graduais. Para os mercados, este progresso reforça a visão de que a política monetária pode voltar cautelosamente à neutralidade, ancorando uma perspetiva de curto prazo mais construtiva.

Fragilidades emergentes: as tarifas alfandegárias e as pressões políticas

Apesar deste progresso, continuam a existir importantes vulnerabilidades. Os dados recentes mostram que os preços dos produtos, que eram uma fonte consistente de desinflação, estão novamente a subir, refletindo o impacto das tarifas alfandegárias. Trata-se de uma mudança estrutural: se os custos de importação mais elevados se refletirem numa dinâmica de preços mais ampla, podem erodir as expectativas quanto à inflação e complicar o espaço para a flexibilização monetária.

Ao mesmo tempo, os mandatos dos bancos centrais estão sob pressão política. Nos EUA, críticas abertas à Reserva Federal e a incerteza sobre a sua futura liderança estão a levantar preocupações sobre a sua independência. Existem riscos semelhantes noutros países, uma vez que os governos que enfrentam grandes déficits podem recorrer aos bancos centrais em busca de apoio. A história sugere que, quando a credibilidade é posta em causa, o custo do financiamento aumenta e as expectativas de inflação aumentam, tornando a estabilidade mais difícil de alcançar. O quadro imediato continua a ser favorável, mas esta dinâmica acaba por mostrar que a desinflação não é garantida. O que hoje parece um equilíbrio gerível pode mudar rapidamente, lembrando aos investidores que a linha entre estabilidade e fragilidade pode ser mais ténue do que parece.



A diversificação é importante: os retornos nominais proporcionam estabilidade, enquanto os ativos reais acrescentam resiliência num mundo de dinâmica inflacionista incerta.

Resultantes-se a inflação nos serviços enquanto a inflação nos bens aumenta

A desinflação estagnou acima da meta, com as tarifas alfandegárias a aumentarem os preços dos produtos

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/08/2025



1.3 Ciclos de flexibilização: dúvidas para além do neutro

Resultantes-se a conjuntura favorável, mas políticas subneutras podem desestabilizar os pilares da inflação.

A **Reserva Federal** passou do ciclo restritivo mais rápido das últimas décadas para uma nova fase de flexibilização gradual. Depois de ter atingido o pico de 5,50% em 2023, a taxa dos fundos já diminuiu para os 4,25%, esperando-se novos cortes até 2026. O objetivo da Fed não é gerar um estímulo agressivo, mas sim **direcionar as taxas de novo para a neutralidade, à medida que a inflação se estabiliza em torno dos 3% e o crescimento desacelera em direção ao potencial.**

O mercado de trabalho está a apresentar fissuras — ganhos mais lentos nas folhas de pagamentos, aumento nos pedidos de subsídio de desemprego e menor confiança — fortalecendo o argumento a favor de taxas de juro mais baixas. No entanto, a Fed enfatizou que o ritmo será medido. O nosso cenário de base aponta para taxas de juro a convergirem para os 3,5% até 2026, o que é consistente com uma aterragem suave onde a desinflação continua, mas a economia evita a recessão, o que cria situações favoráveis para os mercados a curto prazo, uma vez que as condições financeiras mais fáceis dão suporte às valorizações e à liquidez.

A mudança não se limita aos EUA. O **BCE** fez uma pausa depois de ter diminuído a taxa de juro para 2,0%, sinalizando que a maior parte do seu trabalho está concluída, a menos que o crescimento enfraqueça drasticamente.

O **Banco de Inglaterra** continua mais hesitante, limitado pela inflação nos serviços, que teima em manter-se, mas vai provavelmente fazer alguns cortes graduais. Nos mercados emergentes, o **México** e o **Chile** estão a flexibilizar as taxas com cautela, enquanto o **Brasil** ainda resultantes a Selic nos 15%, comprometido com uma postura de "mais elevada por mais tempo" até que os riscos de inflação diminuam. Na Ásia, a **China** continua a reduzir as taxas para contrariar uma economia mais fraca, enquanto o Japão continua a ser um caso à parte entre os mercados desenvolvidos, com uma postura mais restritiva. O denominador comum é que **os bancos centrais atualmente estão mais inclinados a adotar uma política mais flexível, mas o âmbito para mais cortes para lá do nível neutro é incerto.**

A dinâmica de curto prazo de taxas mais baixas é positiva, mas ir muito abaixo do nível neutro corre o risco de desancorar as expectativas de inflação e prejudicar a credibilidade dos bancos centrais. **Os mercados neste momento estão a aproveitar a conjuntura favorável da flexibilização, mas o equilíbrio entre apoiar o crescimento e proteger a âncora da inflação pode tornar-se uma linha falha crítica.** Cruzar essa linha marcaria o ponto de inflexão entre uma aterragem suave favorável e uma perspetiva mais instável.

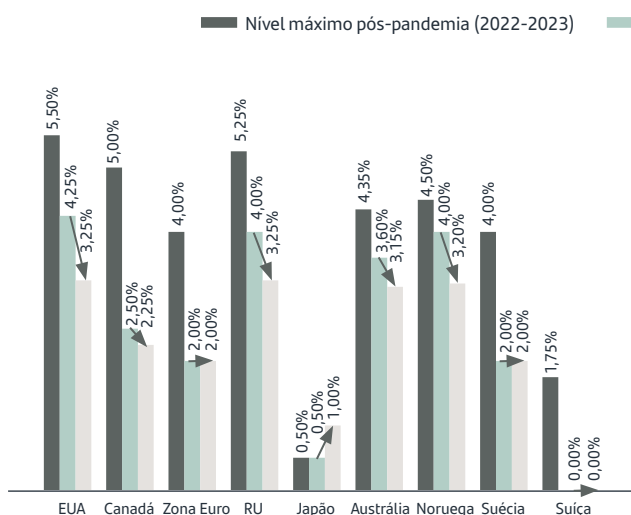


Aproveite a melhoria do contexto favorável, mas não exagere: as taxas estão a aproximar-se do nível neutro.

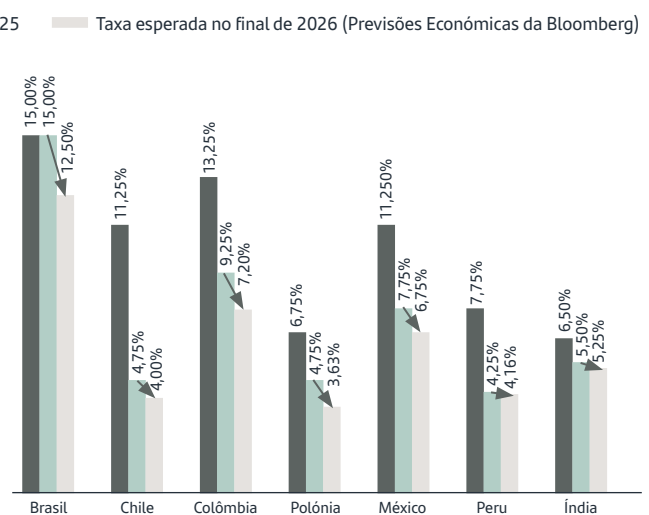
A flexibilização monetária global ainda tem alguma margem até atingir a neutralidade

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/09/2025

Economias desenvolvidas



Economias emergentes



1.4 Resumo das projeções económicas

Dados de 15 de setembro de 2025

Crescimento económico

A previsão é de que o crescimento global seja moderado em 2025, com os EUA a crescerem 1,9% e a Zona Euro 1,1%. Os EUA continuam a ser resilientes, apoiados por balanços privados saudáveis e consumo estável, mas a debilidade do investimento e a desaceleração nas contratações são preocupantes. A Europa continua a estar atrás, especialmente a Alemanha, devido à fraca produção industrial e às restrições estruturais, enquanto Espanha lidera em termos de crescimento regional. Os mercados emergentes mostram alguma divergência: o Chile e o Peru estão a recuperar, o Brasil e o México estão a desacelerar, e a China está a estabilizar perto de 4,5%, continuando a ser prejudicada pelo setor imobiliário.

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

Inflação

A inflação continua a ser um problema central em 2025. Nos EUA, o IPC básico estagnou nos 3,3%, com indicadores mensais acima da zona de conforto da Fed, atrasando os cortes nas taxas de juro. A inflação na Zona Euro está com tendência a diminuir, com a inflação subjacente próxima de 0,2% MoM, apoiando a flexibilização monetária do BCE. Na América Latina, a inflação está gradualmente a convergir para os objectivos previstos, mas mantém-se elevada no Brasil e no México. O Chile e Polónia estão mais próximos dos níveis-alvo. Os principais riscos à estabilidade de preços incluem a inflação nos serviços nos EUA, a volatilidade da energia a nível global e potenciais choques tarifários decorrentes de ajustamentos na política comercial.

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

Política monetária

A política monetária a nível global está a mudar no sentido de uma flexibilização gradual. Nos EUA, a Fed reduziu a meta para o intervalo de 4,00 a 4,25% (limite superior de 4,25%) e continua dependente de dados, à medida que as taxas convergem para o nível neutro. O BCE fez uma pausa, após diminuir a taxa de depósitos para os 2,00%. Resultantes-se a divergência entre os mercados emergentes. A Selic do Brasil está nos 15,00% após um ciclo restritivo, com uma postura de "mais elevada por mais tempo" até que os riscos de inflação diminuam. O México flexibilizou para os 7,50%, sinalizando um caminho cauteloso e gradual. Noutros países, os diversos bancos centrais dos mercados emergentes encontram-se em diferentes pontos do ciclo de acordo com a avaliação que fazem da inflação persistente nos serviços, o crescimento desigual, as restrições fiscais e a geopolítica.

Taxas de Juro Oficiais (%)	2024	1 Out	2025e	2025 Consenso	2026e	2026 Consenso
Estados Unidos	4,50	4,25	4,00	3,87	3,50	3,30
Zona Euro	3,00	2,00	1,75	2,08	1,75	2,09
Reino Unido	4,75	4,00	3,75	3,84	3,50	3,33
Brasil	12,25	15,00	15,00	14,87	13,00	12,21
México	10,00	7,50	7,50	7,14	7,50	6,57
Chile	5,00	4,75	4,50	4,46	4,50	4,13
Polónia	5,75	4,75	4,50	4,51	3,75	3,66

Mercados cambiais

Espera-se que o dólar norte americano enfraqueça moderadamente em 2025, à medida que a Fed baixa as taxas de juro, prevendo-se que a relação EUR/USD recupere em torno de 1,18. A libra esterlina pode fortalecer para 1,35 no contexto de uma desaceleração da inflação. O mercado cambial na América Latina apresenta uma dinâmica mista: o Peso mexicano resultantes-se resiliente devido à força orçamental e às tendências de nearshoring; o Real brasileiro está sob pressão devido a dúvidas orçamentais, apesar das taxas elevadas. O Peso chileno e o Zloti polaco estão a subir à medida que a inflação diminui e as decisões políticas vão normalizando. No entanto, os riscos geopolíticos, as tensões comerciais e as surpresas da Fed podem apoiar temporariamente o dólar americano ou desencadear nova volatilidade nas moedas dos mercados emergentes.

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

Perspetivas trimestrais — Outubro de 2025

Divisas externas vs. USD	2024	1 Out	2025e	2025e Consenso	2026e	2026 Consenso
EUR	1,04	1,17	1,18	1,19	1,20	1,22
GBP	1,25	1,34	1,35	1,37	1,36	1,40
BRL	6,18	5,31	5,70	5,55	5,90	5,75
MXN	20,83	18,33	19,50	19,20	20,30	19,50
CLP	995	962	970	940	980	926
PLN	4,13	3,64	3,63	3,55	3,58	3,54

Mercados com preços perfeitos: participar, proteger

2 Mercados: forte desempenho com margens de segurança mais reduzidas

A flexibilização da política monetária e a solidez dos lucros continuam a dinamizar o desempenho em todas as classes de ativos. Mas com proteções limitadas para os retornos a longo prazo, os investidores devem ponderar o atual contexto favorável contra o risco de uma fragilidade súbita.

2.1 Obrigações: desfrutar do carry e monitorizar os riscos

Os mercados obrigacionistas desfrutam de uma posição favorável com políticas mais flexíveis e financiamento favorável, mas as pressões inflacionistas e os prémios de prazo mais elevados ameaçam a estabilidade futura.

2.2 Ações: apoiadas pelo crescimento, contexto desfavorável para a valorização

O crescimento robusto dos lucros e a Inteligência Artificial transformadora favorecem o investimento em ações, mas as valorizações exageradas apontam para retornos de longo prazo mais modestos.

2.3 Alternativas: diversificação e crescimento estrutural

Os mercados privados oferecem acesso a oportunidades não captadas pelos ativos públicos, proporcionando diversificação e potencial de crescimento estrutural a longo prazo.



2. Mercados: forte desempenho com margens de segurança mais reduzidas

A flexibilização, os lucros e a Inteligência Artificial favorecem os ganhos, mas as valorizações limitam os retornos.

Nos primeiros nove meses de 2025, os mercados financeiros apresentaram ganhos bastante vastos e impressionantes. As ações nos mercados desenvolvidos e emergentes avançaram fortemente, as obrigações das empresas desfrutaram de spreads saudáveis e de uma procura estável, e os rendimentos soberanos recuperaram, aumentando os retornos totais. As commodities e os ativos digitais também contribuíram positivamente, criando um quadro de desempenho excecionalmente sincronizado entre as diversas classes de ativos. Este resultado reflete a sensibilidade dos mercados ao efeito combinado de taxas de juro mais baixas, lucros resilientes e fundamentos de crédito que continuam a ser sólidos — um algoritmo que tende a gerar fortes retornos de curto prazo quando as condições se alinham.

No entanto, por trás desta força existe uma questão que os investidores devem sempre ter em mente: em que ponto as fragilidades de longo prazo, como por exemplo valorizações elevadas, desequilíbrios orçamentais crescentes ou riscos geopolíticos, se transformam em preocupações de curto prazo? Essa transição é notoriamente difícil de calcular, mas é justamente esta incerteza que torna o equilíbrio e a vigilância tão importantes.

A subida também destaca a resiliência proporcionada pela dinâmica dos lucros e pelo suporte em termos políticos, mas tem um custo: neste momento as valorizações da maioria dos ativos de risco estão em níveis exigentes, geralmente nos percentis mais elevados dos intervalos históricos, o que deixa os investidores com uma margem de segurança menor, mesmo que a dinâmica de curto prazo continue a ser construtiva.

Os mercados podem ignorar confortavelmente vulnerabilidades de longo prazo durante períodos prolongados, mas a história mostra que eles podem mudar abruptamente quando o sentimento muda, geralmente sem qualquer aviso claro. A tarefa dos investidores não é prever o momento exato dessas mudanças, mas estarem preparados. O posicionamento neutro proporciona o equilíbrio certo — tirando partido do atual contexto favorável ao mesmo tempo que resultantes a flexibilidade para se ajustarem, caso as fragilidades se transformem em pressões. Ao basear as decisões nos fundamentais, ao manter a diversificação e ao resistir à tentação de seguir o ruído, as carteiras podem continuar a ser resilientes enquanto os mercados navegam na linha entre a dinâmica de curto prazo e as vulnerabilidades de longo prazo.



Manter a disciplina de risco: as ações e o crédito estão a ser negociados com valorizações apertadas.

Retornos fortes encontram-se com valorizações apertadas

Percentis próximos de mínimos históricos sublinham até que ponto os mercados se tornaram caros

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 25/09/2025.

Obrigações

	Retornos - Acumulado do Ano	Rendimento mínimo esperado	Valorização (percentil)	Menos atrativo			Mais atrativo		
				Retornos - Acumulado do Ano	Rendimento mínimo esperado	Valorização (percentil)	Retornos - Acumulado do Ano	Rendimento mínimo esperado	Valorização (percentil)
Tesouro dos EUA: de 1 a 3 anos	3,9%	3,6%	66	Tesouro da Europa: de 1 a 3 anos	1,8%	2,1%	58		
Tesouro dos EUA: de 7 a 10 anos	7,2%	4,0%	59	Tesouro da Europa: de 7 a 10 anos	1,0%	3,1%	61		
Grau de investimento dos EUA	6,7%	4,8%	29	Grau de investimento Pan-Europeu	2,6%	3,1%	32		
Títulos de Elevado Rendimento dos EUA	7,3%	6,6%	10	Elevado Rendimento Pan-Europeu	4,3%	5,6%	15		
Mercados Emergentes USD	9,0%	5,9%	15						

Ações

	Retornos - Acumulado do Ano	Cotação/Ganho futuro	Valorização (percentil)
MSCI Global (USD)	17,0%	22.2x	5
S&P 500 EUA (USD)	13,9%	25.1x	2
STOXX Europa 600 (EUR)	12,4%	15.7x	28
Nikkei 225 Japan (JPY)	15,7%	21.7x	28
MSCI Mercados Emergentes (USD)	28,7%	15.4x	24
MSCI MEs América Latina (USD)	43,3%	10.8x	72

2.1 Obrigações: aproveitar o carry e observar os riscos

Aproveite o carry, mas tenha atenção à inflação, às emissões pesadas e à volatilidade do prémio de prazo.

O cenário para as obrigações continua a ser favorável no curto prazo. O ciclo de flexibilização está a caminho, e as condições financeiras são favoráveis, como mostrado no gráfico, onde os spreads de crédito diminuíram tanto nos EUA como na Europa. As taxas de juro mais baixas e os fundamentais macroeconómicos resilientes criam um contexto favorável para o refinanciamento e as emissões, enquanto os investidores continuam a encontrar carry atrativo nos títulos de elevada qualidade. Este ponto ideal dinamizou tanto a procura de crédito por parte das empresas como de dívida soberana, permitindo que as carteiras captassem rendimentos com volatilidade relativamente baixa.

Os mercados emergentes contribuem para esta dinâmica positiva. A dinâmica mais fraca do dólar norte americano, as condições monetárias mais flexíveis nos bancos centrais dos mercados emergentes e uma procura local mais forte constituíram a base para uma ampla recuperação da dívida tanto em moedas fortes como locais. O desempenho em 2025 foi robusto, sustentado pela valorização das moedas, pelas taxas de juro mais baixas e pela consolidação orçamental em diversas economias. Com as valorizações das notações de crédito a superarem as desvalorizações, a dívida dos mercados emergentes oferece um nível adicional de diversificação e de retorno potencial nos investimentos em obrigações.

Mais à frente, os riscos estão a aumentar. As pressões inflacionistas ainda não foram totalmente resolvidas, e os prémios de prazo estão a aumentar à medida que aumentam as preocupações orçamentais. Ao mesmo tempo, os spreads no crédito dos mercados desenvolvidos foram comprimidos para níveis historicamente baixos, deixando pouca proteção contra potenciais choques. Esta falta de proteção limita a margem de segurança, caso as perspetivas macroeconómicas se deteriore ou a volatilidade volte a surgir. Neste contexto, o equilíbrio entre o carry e a gestão de risco torna-se mais delicado.

Embora continuemos a ser construtivos em relação às obrigações, o caminho daqui para a frente exige disciplina. Os investidores devem colocar o ênfase na qualidade, gerir a duração com cuidado e continuarem a ser seletivos quanto ao crédito. Os mercados emergentes, embora ofereçam rendimentos mais elevados, não são imunes a choques globais, mas os melhores fundamentais e a relativa solidez orçamental que apresentam, comparativamente com os países desenvolvidos, reforçam o argumento no sentido de se manter a exposição. A combinação de condições favoráveis a curto prazo e vulnerabilidades a longo prazo significa que a classe de ativos pode continuar a desempenhar um papel central, desde que o posicionamento seja ativo, seletivo e atento quanto aos riscos.

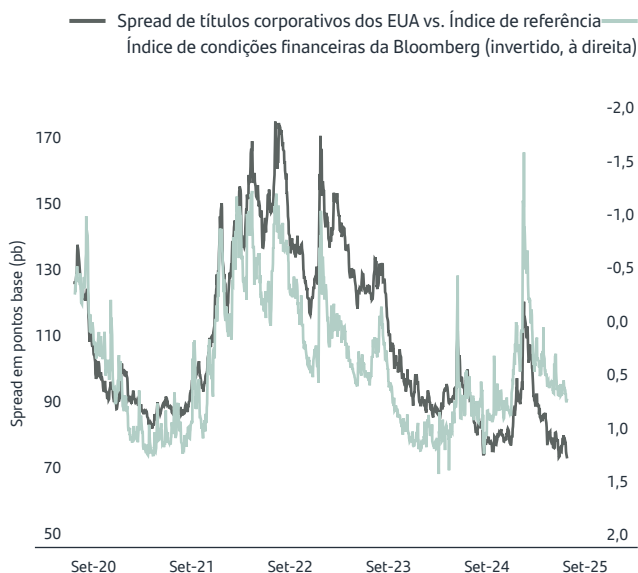


Aproveite o carry atual, mas apoie-se em crédito de maior qualidade e exposição seletiva aos mercados emergentes.

A dinâmica de curto prazo é forte, mas os spreads reduzidos oferecem pouca proteção contra choques Um ponto ideal para o financiamento, mas com proteções limitadas

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/09/2025

Estados Unidos



Europa



2.2 Ações: apoiadas pelo crescimento, contexto desfavorável para a valorização

As ações são favorecidas pelo crescimento robusto dos lucros e pelo investimento estratégico em Inteligência Artificial, mas as valorizações exageradas apontam para retornos de longo prazo mais contidos.

Os mercados acionistas têm beneficiado de uma série de surpresas positivas em termos de ganhos que reforçaram a confiança na resiliência das empresas. Os ganhos trimestrais do S&P 500 têm superado repetidamente o consenso, marcando uma recuperação sustentada desde a fraqueza de 2022–23, o que reflete não só a recuperação cíclica, mas também fatores dinamizadores estruturais, particularmente na área da tecnologia e da Inteligência Artificial.

As empresas ligadas à Inteligência Artificial estão a reportar um crescimento robusto das receitas e das margens, apoiados por níveis recordes de investimento em infraestruturas digitais e hardware avançado, o que criou um aumento no investimento de capital invulgarmente poderoso, com despesas relacionadas com a Inteligência Artificial a serem comparáveis em escala aos ciclos de transformação anteriores em habitação e tecnologia.

A amplitude dos ganhos melhorou para além da tecnologia — as finanças e partes do consumo permanecem estáveis — estendendo a recuperação e mantendo as condições favoráveis de curto prazo. A história também mostra que, quando os bancos centrais diminuem as taxas de juro e se evita a recessão, as ações tendem a gerar retornos positivos nos trimestres seguintes. Com a política monetária atualmente a convergir para a neutralidade, este padrão acrescenta um impulso positivo de curto prazo à história dos ganhos.

O panorama de longo prazo é menos claro. Enquanto por um lado os lucros estão a aumentar, as valorizações estão já bastante distendidas. A relação histórica entre os rácios P/E futuros e os retornos a 10 anos sugere que os pontos de partida são importantes, e os múltiplos de hoje implicam uma margem muito menor para os investidores. Mesmo que os ganhos continuem fortes, **as elevadas valorizações reduzem o âmbito para novas reclassificações e aumentam a vulnerabilidade aos choques**, quer sejam provenientes da inflação, da situação geopolítica ou do crescimento global mais lento. Além disso, a concentração da liderança de mercado num pequeno número de ações de empresas de tecnologia de megacapitalização levanta preocupações sobre a resiliência, caso o entusiasmo à volta da Inteligência Artificial diminua.

Isto não significa que as ações não sejam atrativas, mas sublinha a necessidade de um posicionamento cuidadoso. Os investidores devem continuar a **beneficiar da atual dinâmica de ganhos, e ao mesmo tempo reconhecer que os retornos a longo prazo serão provavelmente mais modestos**. Uma abordagem equilibrada, que mantenha a exposição, mas diversificando entre geografias, setores e estilos de investimento, pode ajudar a captar oportunidades resultantes de temas de crescimento estrutural, ao mesmo tempo que se resultantes uma proteção contra o impacto de valorizações caras.



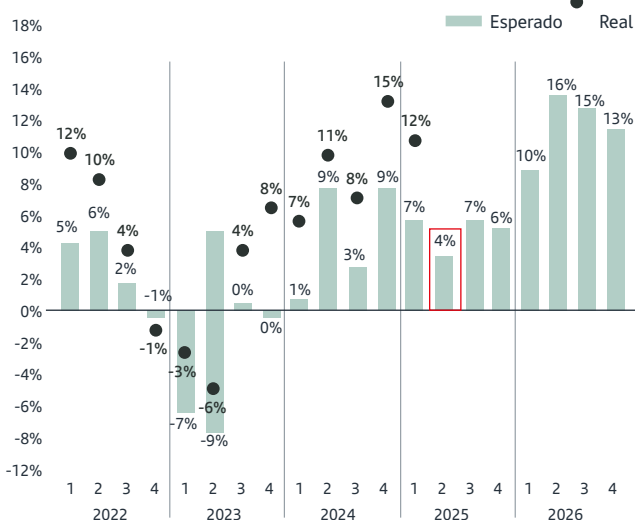
Os ganhos sustentam o cenário de base, enquanto as valorizações pedem disciplina — favorecer a qualidade e manter a proteção.

Os ganhos mantêm os mercados à tona; as valorizações pedem disciplina

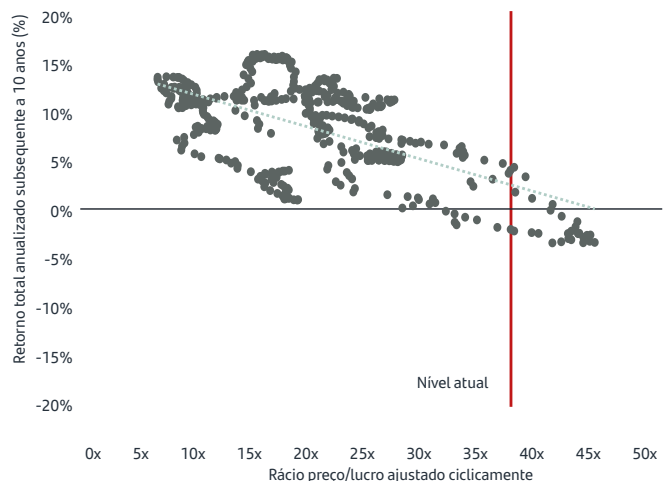
O desempenho de curto prazo é definido por surpresas em termos de ganhos por ação; os retornos de longo prazo são moldados pelas valorizações iniciais

Fonte: Santander e Bloomberg. Dados de 30/09/2025.

As ações dos EUA beneficiam com a dinâmica: as superações continuam, as estimativas aumentam



O ponto de partida é importante: índice preço/lucro ajustado ciclicamente elevado, retornos de longo prazo moderados



2.3 Alternativas: diversificação e crescimento estrutural

Os mercados privados oferecem acesso a oportunidades não captadas pelos ativos públicos, proporcionando diversificação e potencial de crescimento estrutural a longo prazo.

Os ativos privados tornaram-se essenciais para os investidores sofisticados que procuram diversificação e resiliência para lá dos mercados financeiros. Os seus fundamentais mais sólidos, a menor correlação com ações cotadas em bolsa e o longo histórico de retornos ajustados ao risco bastante atrativos são favoráveis a uma distribuição estratégica. Uma vez que as empresas se mantêm privadas durante mais tempo, uma parte maior da criação de valor acontece fora dos mercados financeiros, deixando aqueles que dependem apenas de ativos cotados em bolsa em desvantagem. Como ilustra o gráfico sobre ofertas públicas iniciais, a idade média das empresas que abrem o capital aumentou significativamente nas últimas décadas, o que significa que uma parcela cada vez maior de oportunidades de crescimento passou agora a ser captada mais cedo em mãos privadas.

É importante ressaltar **que, historicamente, as empresas privadas apresentam maior crescimento e rentabilidade do que os seus pares cotados em bolsa**, tal como mostrado no segundo gráfico, o que reforça a importância dos mercados privados como um componente central das carteiras, oferecendo exposição a empresas em etapas iniciais de expansão e a oportunidades não refletidas nos índices bolsistas. Para investidores com menores restrições de liquidez, o argumento estrutural é mais forte do que nunca.

O contexto atual de taxas mais baixas e crescimento mais estável cria um ambiente mais favorável aos investimentos privados. O mercado imobiliário está a emergir da sua fase de ajustamento, com fundamentais a consolidarem-se em setores como a logística, residencial e centros de dados. A dívida privada continua a gerar ganhos atrativos e rendimentos estáveis, sustentadas por estruturas conservadoras e forte apoio dos patrocinadores. As infraestruturas continuam a ser sustentada por prioridades políticas de longo prazo à volta da digitalização, da transição energética e da segurança dos abastecimentos.

Embora a atividade de retirada de ofertas públicas iniciais e desinvestimentos continue a ser moderada, as condições não estão a piorar. As valorizações estão mais atrativas, criando oportunidades para os investidores mais pacientes e, neste cenário, mantemos a preferência pelos imóveis, pela dívida privada e pelas infraestruturas. Também reconhecemos um mérito crescente nos veículos permanentes. Estas estruturas combinam o acesso a mercados privados com aplicações de capital mais flexíveis e consistentes, permitindo aos investidores manterem-se envolvidos, inclusive quando as condições de liquidez são mais restritas.

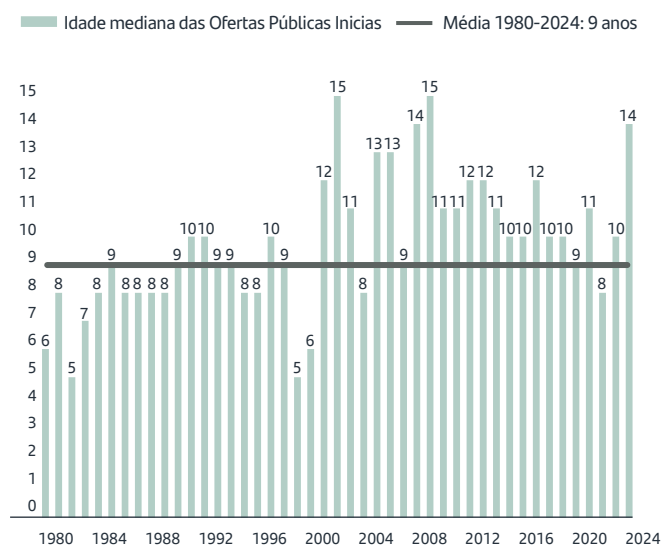


Os veículos permanentes conciliam acesso e flexibilidade, permitindo a aplicação constante de capital em mercados privados.

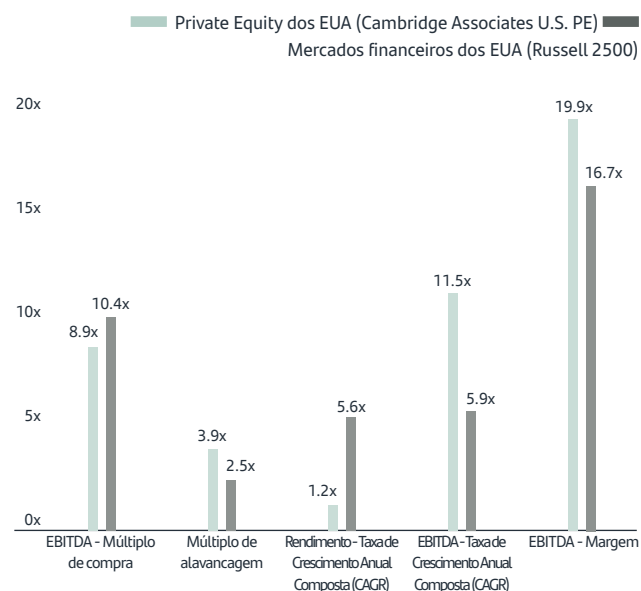
A mobilização de capital privado abranda, mas as oportunidades a longo prazo mantêm-se

Fonte: Ofertas Públicas Iniciais: Estatísticas Atualizadas. Jay Ritter, Universidade da Flórida. Dados de 02/07/2025. Gráfico à direita: Cambridge Associates, Novembro de 2022 (período de 2000 a 2020).

Idade média das Ofertas Públicas Iniciais



Métricas de operações medianas de capital privado e público



Uma abordagem de carteira equilibrada para lidar com mercados avaliados à perfeição

3 Da dinâmica à resiliência: uma estratégia equilibrada

As conjunturas favoráveis acabam por enfrentar fragilidades a longo prazo. Com os prémios de risco comprimidos e pontos de inflexão incertos, as carteiras devem manter o investimento, captar a inovação e reforçar a resiliência por meio da qualidade e da diversificação.

3.1 Mantém-te investido: o impulso do mercado continua a favorecer os investimentos.

Os ganhos, a flexibilização da política monetária e as condições financeiras favorecem as ações, o crédito e as obrigações.

3.2 Segurança e inovação: a combinação estratégica

Equilibre o crescimento dinamizado da Inteligência Artificial com a resiliência de setores estratégicos e estabilizadores.

3.3 Foco na qualidade e na diversificação

Aposte em ativos de qualidade, estratégias ativas e mercados privados, para desenvolver resiliência.



3.1 Mantém-te investido: o impulso do mercado continua a favorecer os investimentos

A dinâmica persiste em relação aos ganhos e às opções políticas. A participação supera a previsão de pontos de inflexão.

Ações: os ganhos são o ponto de referência

A dinâmica resiliente dos ganhos e a amplitude das revisões positivas favorecem a exposição às ações. Concentre-se em setores onde os ganhos — e não a expansão multifacetada — dinamizam o desempenho, reforçando o argumento de manter o investimento em ações, apesar das elevadas valorizações.

Crédito: as condições financeiras são favoráveis

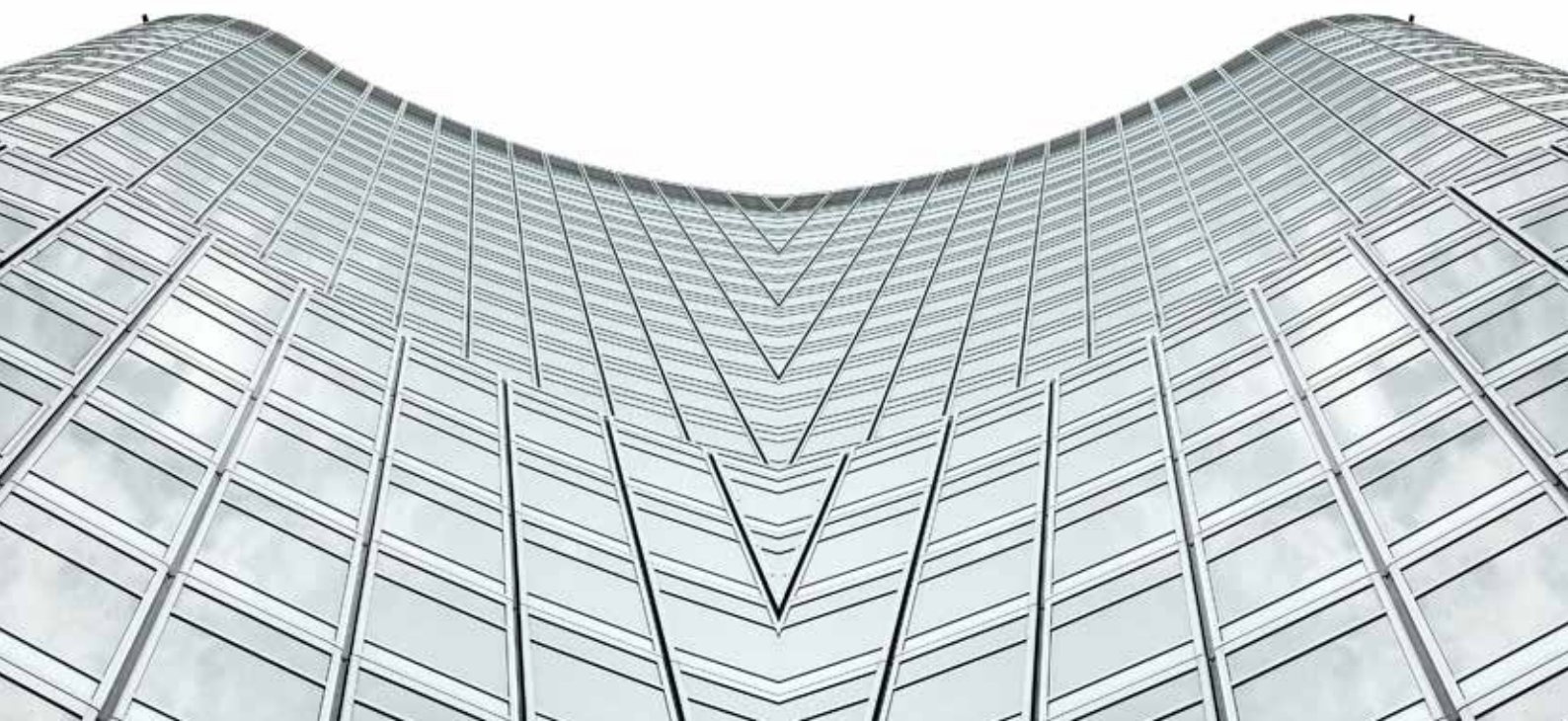
As condições de financiamento favoráveis e os balanços resilientes das empresas favorecem manter a exposição ao crédito com grau de investimento. Os mercados de crédito continuam a beneficiar de fundamentais sólidos, oferecendo carry sem se expandir para segmentos de menor qualidade.

Obrigações: favorecem a flexibilização da política monetária

Uma política monetária mais flexível e uma inflação moderada reforçam o papel dos títulos da dívida pública como estabilizadores. A exposição de duração moderada pode beneficiar com a diminuição das taxas de juro, ao mesmo tempo que fixa as carteiras numa fase de elevada volatilidade política.



A dinâmica a nível de ganhos, crédito e apoio político justifica que se mantenha o curso.



3.2 Segurança e inovação: a combinação estratégica

A Inteligência Artificial dinamiza o crescimento; a segurança gere o risco. Combinar fatores inovadores (software, semicondutores, infraestruturas de dados) com estabilizadores estratégicos (defesa, energia, infraestruturas críticas).

Investir em transformação digital e em Inteligência Artificial

Manter a exposição a semicondutores, centros de dados, software e energia ligada à digitalização. A Inteligência Artificial generativa está a dinamizar um vasto ciclo de investimentos, criando oportunidades tanto em tecnologia como em infraestruturas de suporte.

Posição para a resiliência geopolítica

Investir em defesa, cibersegurança, infraestruturas críticas e cadeias de abastecimento de energia. Estes setores beneficiam de políticas de apoio e da procura crescente por resiliência num mundo fragmentado.

Combinar inovação com ativos de refúgio seguro

Equilibrar investimentos de crescimento com ouro, ativos de reserva além do dólar americano e infraestruturas seletivas, como energias renováveis e redes elétricas. Estes estabilizadores protegem contra choques, mantendo as carteiras alinhadas com o crescimento dinamizado pela inovação.



Tirar partido da inovação e da resiliência: as duas forças que moldam as carteiras do futuro.



3.3 Foco na qualidade e na diversificação

Com prémios de risco reduzidos, lidere com qualidade e uma vasta diversificação. Utilize a gestão ativa para equilibrar as subidas e descidas; adicione mercados privados para uma exposição duradoura e menos correlacionada.

Dê prioridade à qualidade em todos os investimentos

Concentre-se em empresas e ativos com ganhos resilientes, balanços patrimoniais sólidos e características defensivas para fazer face às tensões do mercado. A qualidade continua a ser a melhor proteção quando os prémios de risco são baixos.

Aposte em estratégias ativas e bem geridas

Os gestores ativos conseguem navegar por narrativas em constante mudança e aproveitar a dispersão entre regiões, setores e classes de ativos. Carteiras bem geridas oferecem a disciplina e a flexibilidade necessárias para se adaptar aos momentos de viragem do mercado.

Diversificar através de mercados privados

Capitais privados, crédito privado e ativos reais proporcionam retornos diferenciados e oportunidades de crescimento estrutural. Estes investimentos fortalecem a resiliência da carteira e ampliam a diversificação para além dos mercados financeiros.



A diversificação é o único almoço grátis nos investimentos.
Como recorda Markowitz, distribuir o risco entre diversos ativos continua a ser a salvaguarda mais simples e eficaz.



Tabelas anexas

Principais retornos dos ativos nos últimos 10 anos

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/09/2025

	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%	3,3%	4,6%	5,0%	3,1%	2,1%
Liquidez EUR ⁽²⁾	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,4%	3,9%	1,8%	2,7%	3,1%	1,7%	0,7%
Obrigações — Global ⁽³⁾	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-1,7%	7,8%	2,3%	5,4%	-1,6%	1,1%
Obrigações — EUA ⁽⁴⁾	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	1,3%	6,2%	2,9%	4,9%	-0,4%	1,8%
Governos dos EUA (USD) ⁽⁵⁾	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	2,4%	5,3%	3,5%	4,3%	0,3%	1,5%
Empresas dos EUA (USD) ⁽⁶⁾	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	2,1%	6,9%	3,7%	7,1%	0,4%	3,1%
Elevado Rendimento dos EUA (USD) ⁽⁷⁾	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	8,2%	7,2%	7,4%	11,1%	5,5%	6,2%
Obrigações — Euros ⁽⁸⁾	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	7,2%	2,6%	1,0%	1,1%	3,2%	-2,0%	0,3%
Governos Europeus (EUR) ⁽⁹⁾	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	1,9%	0,3%	0,2%	2,3%	-2,7%	0,1%
Empresas Europeias (EUR) ⁽¹⁰⁾	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	4,7%	2,7%	3,6%	5,6%	0,3%	1,5%
Elevado Rendimento da Europa (EUR) ⁽¹¹⁾	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	9,1%	4,2%	6,3%	10,3%	4,6%	4,1%
Obrigações Globais — Países Emergentes (USD) ⁽¹²⁾	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	9,1%	6,6%	8,6%	7,1%	10,4%	1,9%	4,0%
Obrigações — Países Emergentes da América Latina (USD) ⁽¹³⁾	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	10,5%	9,2%	8,7%	13,7%	3,9%	5,0%
MSCI Global (USD)	27,7%	15,9%	21,8%	-18,1%	23,8%	18,7%	16,9%	16,7%	23,5%	14,3%	12,3%
S&P 500 (USD)	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	25,0%	14,4%	17,1%	24,8%	16,4%	15,2%
MSCI Europa (EUR)	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	1,8%	26,7%	14,4%	22,7%	12,0%	8,1%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	7,5%	26,9%	16,8%	18,0%	6,9%	7,9%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	10,2%	24,5%	14,3%	18,2%	7,0%	8,5%
MSCI - América Latina (USD)	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-26,4%	43,0%	20,3%	13,9%	13,5%	7,5%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unh; ⁽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

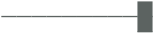
Dados de 30/09/2025

		Variação			Últimos 10 anos			Retorno		Retorno anualizado			
		Último Preço	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2023	2024	ACUMULADO DO ANO	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	6.205		1.932		6.653	24,2%	23,3%	13,1%	15,5%	22,9%	14,6%	13,2%
	DOW JONES IA	46.219		16.466		46.221	13,7%	12,9%	8,6%	9,2%	17,2%	10,7%	11,0%
	NASDAQ 100	22.609		4.558		22.609	43,4%	28,6%	17,1%	24,3%	28,8%	15,2%	17,2%
Europa	Stoxx 50	556		320		557	12,7%	6,0%	9,6%	6,4%	12,8%	9,0%	4,9%
	Zona Euro (EuroStoxx)	5.512		2.787		5.512	19,2%	8,3%	12,6%	10,2%	18,4%	11,5%	6,0%
	Espanha (IBEX 35)	15.447		6.452		15.447	22,8%	14,8%	33,2%	30,1%	28,0%	18,1%	4,9%
	França (CAC 40)	7.857		4.237		8.206	16,5%	-2,2%	6,4%	2,9%	10,9%	10,3%	5,9%
	Alemanha (DAX)	23.804		9.495		24.065	20,3%	18,8%	19,6%	23,2%	25,3%	13,3%	9,6%
	Reino Unido (FTSE 100)	9.326		5.577		9.326	3,8%	5,7%	14,1%	13,2%	10,6%	9,7%	4,4%
	Itália (MIB)	42.659		16.198		42.658	28,0%	12,6%	24,8%	25,0%	27,4%	17,5%	7,3%
	Portugal (PSI 20)	7.919		3.945		7.919	11,7%	-0,3%	24,2%	16,6%	14,3%	14,3%	4,5%
	Suíça (SMI)	12.070		7.808		13.004	3,8%	4,2%	4,0%	-0,8%	5,5%	3,5%	3,6%
América Latina	México (MEXBOL)	62.937		34.555		62.937	18,4%	-13,7%	27,1%	19,9%	12,1%	10,9%	4,0%
	Brasil (IBOVESPA)	146.262		40.406		146.262	22,3%	-10,4%	21,6%	11,0%	10,0%	9,1%	12,4%
	Argentina (MERVAL)	1.759.769		11.306		2.564.659	360,1%	172,5%	-30,5%	3,7%	133,0%	111,8%	68,4%
	Chile (IPSA)	8.957		3.487		8.957	17,8%	8,3%	33,5%	38,0%	20,5%	19,8%	9,3%
Ásia	Japão (NIKKEI)	44.933		15.576		44.933	28,2%	19,2%	12,6%	18,5%	20,1%	14,1%	9,7%
	Hong-Kong (HANG SENG)	26.856		14.687		32.887	-13,8%	17,7%	33,9%	27,1%	16,0%	2,7%	2,6%
	Coreia do Sul (KOSPI)	3.425		1.755		3.425	18,7%	-9,6%	42,7%	32,1%	16,7%	8,0%	5,6%
	Índia (Sensex)	80.268		23.002		84.300	18,7%	8,2%	2,7%	-4,8%	11,8%	16,1%	11,8%
	China (CSI)	4.641		2.877		5.352	-11,4%	14,7%	17,9%	15,5%	6,8%	0,2%	3,8%
Mundo	MSCI Global	4.288		1.547		4.288	21,8%	17,0%	15,7%	15,2%	21,7%	12,6%	10,4%

Ações por estilo e por setor.

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/09/2025

		Variação		Últimos 10 anos		Retorno			Retorno anualizado				Rádios	
		Último Preço	12 meses	Baixo	Intervalo Elevado	2023	2024	ACUMULADO DO ANO	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Co-taçaõ)/ Lucro	Rendimento de Dividendos
	MSCI Global	13.717		4.204		23,8%	18,7%	16,9%	16,7%	23,5%	14,3%	12,3%	19,88	1,80
Estilo	MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	3.067		1.365		9,1%	8,0%	13,5%	6,9%	15,2%	10,5%	8,5%	13,70	3,71
	MSCI - Dinâmica Global	5.593		1.471		11,8%	30,2%	19,6%	19,8%	25,2%	12,6%	14,3%	21,77	1,14
	MSCI - Qualidade Global	5.507		1.490		32,4%	18,4%	11,3%	7,7%	24,3%	13,5%	14,2%	25,50	1,27
	MSCI - Volatilidade Mínima Global	5.613		2.608		7,4%	10,9%	10,4%	6,2%	13,1%	7,5%	8,4%	17,21	2,37
	MSCI — Valor Mundial	16.010		6.429		11,5%	11,5%	16,5%	11,6%	18,4%	13,8%	9,3%	14,52	2,96
	MSCI — Pequena Capitalização Global	822		318		15,8%	8,2%	16,2%	13,2%	17,2%	11,1%	9,5%	17,60	2,14
	MSCI - Crescimento Global	13.880		3.389		37,0%	25,9%	17,3%	21,7%	28,4%	14,3%	15,0%	29,76	0,74
Setor	Energia	530		164		2,5%	-2,6%	12,2%	9,1%	12,2%	25,1%	7,4%	11,33	3,77
	Materiais	659		229		14,8%	5,8%	18,6%	1,6%	14,7%	9,1%	10,4%	18,10	2,67
	Industriais	752		239		23,2%	-11,6%	22,0%	16,6%	26,1%	14,7%	12,2%	21,65	1,73
	Consumo Discrecional	703		225		35,1%	-17,7%	8,1%	17,5%	20,1%	10,1%	11,7%	20,03	1,27
	Bens de Primeira Necessidade	503		287		2,3%	-5,4%	6,7%	-0,3%	8,8%	5,4%	6,3%	18,91	2,88
	Cuidados de Saúde	523		246		3,8%	-1,1%	1,8%	-9,8%	6,5%	5,3%	7,5%	20,29	1,72
	Financeiros	417		125		16,2%	-21,1%	22,9%	27,8%	28,0%	20,8%	11,6%	13,30	2,83
	Tecnologias de Informação	1.162		153		53,3%	-24,7%	20,9%	26,5%	37,3%	20,1%	22,6%	31,49	0,66
	Imobiliário	2.157		1.345		10,1%	-2,1%	5,6%	-4,6%	7,6%	5,1%	5,1%	28,62	4,00
	Serviços de Comunicações	317		113		45,6%	-25,3%	26,6%	35,0%	35,3%	15,5%	11,6%	19,49	1,02
	Água, Gás, Eletricidade	429		186		0,3%	-11,5%	21,5%	11,7%	15,2%	9,5%	8,8%	15,29	3,71

Obrigações soberanas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/09/2025

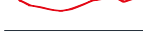
		Taxa de juros			Variação	Últimos 10 anos			10 anos		Dedutive
	Classificação (S&P)	Bancos C.	2 anos	10 anos	12 meses	Mínimo	Intervalo	Máximo	Acumulado do Ano	1 ano	10-2 anos
Desenvolvido											
EUA	AA+	4,25%	3,59%	4,11%		0,53%		4,93%	-46	33	0,52
Alemanha	AAA	2,00%	2,03%	2,71%		-0,70%		2,84%	34	58	0,68
França	AA-	2,00%	2,26%	3,53%		-0,40%		3,53%	33	61	1,27
Itália	BBB+	2,00%	2,25%	3,53%		0,54%		4,78%	1	8	1,28
Espanha	A+	2,00%	2,10%	3,25%		0,05%		3,93%	19	33	1,16
Reino Unido	AA	4,00%	3,99%	4,69%		0,10%		4,72%	13	69	0,71
Grécia	BBB	2,00%	2,04%	3,38%		0,61%		10,22%	16	27	1,34
Portugal	A+	2,00%	2,04%	3,11%		0,03%		4,19%	27	41	1,08
Suíça	AAA	0,00%	-0,14%	0,17%		-1,05%		1,58%	-10	-19	0,32
Polónia	A-	4,75%	4,24%	5,46%		1,15%		8,34%	-42	22	1,22
Japão	A+	0,50%	0,94%	1,65%		-0,27%		1,65%	55	79	0,70
Emergentes											
Brasil	BB	15,00%	13,57%	13,75%		6,49%		16,51%	-142	132	0,18
México	BBB	7,50%	7,48%	8,78%		5,55%		10,44%	-166	-58	1,30
Chile	A	4,75%	4,74%	5,64%		2,19%		6,79%	-9	50	0,90
Argentina	CCC	29,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB	9,25%	9,27%	11,29%		5,39%		13,79%	-57	122	2,02
Turquia	BB-	40,50%	36,12%	29,25%		8,89%		32,35%	206	262	-6,87
Polónia	A-	4,75%	4,27%	5,47%		1,16%		8,37%	-42	21	1,20
China	A+	1,86%	1,43%	1,86%		1,63%		3,91%	19	-31	0,43
Índia	BBB-	5,50%	5,70%	6,57%		5,84%		8,02%	-19	-15	0,87

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

Divisas

Fonte: Bloomberg e elaboração própria

Dados de 30/09/2025

	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	13,4%	5,5%	6,2%	0,0%	0,5%
EUR / GBP	0,87		0,70		0,92	-5,2%	4,8%	-0,2%	-0,8%	1,7%
EUR / CHF	0,93		0,93		1,20	0,5%	0,7%	1,1%	2,9%	1,6%
EUR / JPY	174		114		174	6,6%	-7,8%	-6,5%	-6,6%	-2,5%
EUR / PLN	4,26		4,15		4,86	0,4%	0,5%	4,4%	1,2%	0,0%
GBP / USD	1,35		1,12		1,54	7,5%	0,6%	6,4%	0,8%	-1,2%
USD / CHF	0,80		0,79		1,03	14,0%	6,2%	7,4%	3,0%	2,1%
USD / JPY	148		101		161	6,4%	-2,8%	-0,7%	-6,5%	-2,1%
USD / MXN	18,33		16,50		24,17	13,6%	7,4%	3,2%	3,8%	-0,8%
USD / ARS	1.372,83		9,51		1.372,83	-24,9%	-29,4%	-52,5%	-43,9%	-39,2%
USD / CLP	961		594		995	3,6%	-6,5%	0,3%	-4,0%	-3,2%
USD / BRL	5,32		3,11		6,18	16,0%	2,4%	0,6%	1,1%	-2,8%
USD / COP	3.918		2.795		4.940	12,4%	7,4%	5,6%	-0,5%	-2,4%
USD / CNY	7,12		6,28		7,32	2,5%	-1,4%	0,0%	-0,9%	-1,1%
EUR / SEK	11,05		9,17		11,88	3,7%	2,4%	-0,5%	-1,0%	-1,6%
EUR / NOK	11,73		8,88		11,97	0,5%	0,2%	-3,1%	-1,4%	-2,2%

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)	68,8		63		77	-4,6%	-4,5%	-7,1%	-4,4%	-7,7%	10,8%	3,6%
Petróleo Bruto (W. Texas)	62,3		58		73	-10,7%	0,1%	-13,1%	-8,6%	-7,8%	9,1%	3,4%
Ouro	3.816,1		2.636		3.816	13,4%	27,5%	44,5%	44,3%	31,9%	15,1%	13,1%
Cobre	10.414,0		8.768		10.414	2,2%	2,4%	18,8%	4,3%	11,3%	9,3%	7,4%
Índice CRB	302,6		280		309	-5,0%	12,5%	2,0%	5,8%	4,1%	15,3%	4,6%
Gás Natural (EUA)	3,3		3		5	-18,8%	2,4%	-15,2%	-9,1%	-10,4%	5,9%	-2,1%
Gás Natural (Europa)	31,5		31		52	-57,6%	51,1%	-35,7%	-17,5%	-45,0%	18,8%	5,5%

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	37,3% 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	26,90% 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	16,9% Ações Globais	
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	15,3% Ações do Japão	
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	15,0% Ações da Europa	
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	14,4% Ações dos EUA	Retorno
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	13,5% Global 60/40	
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	9,7% Elevado Rendimento Global	
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	5,3% 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	2,2% 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	1,8% 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	-1,1% Soberano Zona Euro	-

* Dados de 30/09/2025

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

 **Julio Zapata**
Diretor de Estratégia de Investimentos e Aplicações de Investimento em Inteligência Artificial. Santander Private Banking International

 **Michelle Chan**
CIO do 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, CESA®, CEFA**
DE Diretor de Análise e Estratégia no Santander Private Banking Espanha

 **Felipe Arrizubieta**
VP Análise e Estratégia no Santander Private Banking Espanha

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

 **Joseba Hidalgo Vilela**
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:

Aspetos Gerais

O presente documento foi elaborado pela Divisão de Gestão de Património e Seguros (WMI) do Santander, uma unidade de negócios global do Banco Santander, S. A. (a Divisão "WMI", juntamente com o Banco Santander, S. A. e as respetivas afiliadas são denominados como "Santander"). O presente documento pode conter previsões económicas e informações recolhidas de diversas fontes, incluindo de terceiros considerados por nós como sendo dignos de crédito, embora o Santander não garanta a precisão, integridade ou tempestividade dessas informações, as quais estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. As opiniões contidas neste documento podem diferir daquelas expressas por outras unidades do Santander. Este documento tem um caráter exclusivamente informativo; não constitui aconselhamento de investimento e não está vinculado a qualquer objetivo específico de investimento ou critério de adequação do investidor. Este documento não constitui uma oferta ou solicitação para comprar ou vender quaisquer ativos, contratos ou produtos (coletivamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser tido como a única base para qualquer avaliação. O recebimento deste documento não cria uma relação de consultoria de investimento ou qualquer outro tipo de obrigação para com o "WMI" ou o "Santander". O conteúdo deste documento foi parcialmente gerado com o auxílio de Inteligência Artificial. O Santander não oferece qualquer garantia em relação a quaisquer previsões ou sobre o desempenho atual ou futuro de qualquer mercado ou Ativo Financeiro. O desempenho passado não é um indicador fiável do desempenho futuro. Os Ativos Financeiros podem não ser elegíveis para venda em certas jurisdições ou a certas categorias de investidores. Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de um Ativo Financeiro específico, esses ativos não são assegurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo a Federal Deposit Insurance Corporation

(FDIC), não são depósitos bancários e envolvem riscos (de mercado, moeda, crédito, liquidez, contraparte), incluindo possível perda do capital. Recomenda-se aos investidores que consultem os seus consultores financeiros, jurídicos e fiscais para determinar a adequabilidade e avaliar o Ativo Financeiro em questão. O Santander e os seus colaboradores não se responsabilizam por qualquer perda decorrente do uso deste documento. O Santander ou os seus colaboradores podem ocupar cargos em, atuar como mandante ou mandatário de, ou prestar serviços aos emissores dos Ativos Financeiros referenciados. As informações contidas no presente documento são confidenciais e não podem ser reproduzidas ou distribuídas sem o consentimento prévio por escrito da WMI. Quaisquer documentos de terceiros mantêm-se como propriedade do seu legítimo proprietário e serão reproduzidos de acordo com as práticas justas do setor. Certos produtos complexos ou de elevado risco podem ser oferecidos apenas a Clientes Profissionais ou podem ser considerados inadequados para Clientes do Retalho.

Aditamentos específicos sobre cada país

Espaço Económico Europeu: para contrapartes elegíveis, do retalho e profissionais

Trata-se de uma comunicação informativa. Os instrumentos complexos podem não estar disponíveis ou ser inadequados para investidores do retalho.

Reino Unido: para clientes do retalho e profissionais

A promoção financeira é aprovada por uma empresa autorizada pela FCA ao abrigo do COBS 4; os avisos de risco devem ser justos, claros e não enganosos e tão destacados como o texto principal. Os clientes do retalho não recebem aconselhamento personalizado e

podem ter acesso restrito a produtos complexos.

SPBI (Banco Santander International (EUA) e/ou Banco Santander International S. A. (Suíça, incluindo a agência das Bahamas e a agência do DIFC nos Emirados Árabes Unidos): para clientes privados, profissionais e institucionais

Este documento não se dirige a pessoas que sejam cidadãs, domiciliadas ou residentes, ou entidades registadas num país ou jurisdição em que a sua distribuição ou uso possa violar leis e regulamentos locais. Este documento contém informações recolhidas de diversas fontes, incluindo comércio, estatísticas, marketing, previsões económicas e outras fontes. As informações contidas neste documento também podem ter sido recolhidas de terceiros, mas tais informações podem não ter sido corroboradas pelo Santander e o Santander não assume qualquer responsabilidade por tais informações. O rigor ou integridade destas informações não são garantidas e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Qualquer opinião expressa neste documento pode diferir ou ser contrária às opiniões expressas por outros membros do Santander. Atualmente, o Santander não tem uma posição sobre considerações de investimento ambientais, sociais e de governança (ESG), e quaisquer métricas ESG e/ou comparações de carteiras de clientes com referências ESG estabelecidas neste documento foram recolhidas de terceiros e foram incluídas apenas por conveniência. As informações contidas neste documento são de natureza geral e têm apenas propósitos ilustrativos. Não se referem a jurisdições específicas e não são de forma alguma aplicáveis a situações ou pessoas específicas. De igual forma, não representam uma análise exaustiva e formal dos temas discutidos, nem estabelecem um juízo interpretativo ou de valor sobre o seu alcance, aplicação ou viabilidade.

Este documento não pretende ser e não deve ser interpretado como aconselhamento de investimento. Este documento foi publicado apenas para fins informativos e de marketing e não se trata de um prospeto ou material informativo semelhante. Este documento não constitui uma oferta ou solicitação para comprar ou vender títulos ou produtos de qualquer tipo (coletivamente, os Títulos) e não deve ser considerado a única base para avaliar ou estimar Títulos. Além disso, a distribuição deste documento a um cliente ou a terceiros não deve ser considerada como uma prestação ou oferta de serviços de consultoria de investimentos.

O Santander não faz qualquer declaração ou oferece qualquer garantia seja de que tipo for em relação a quaisquer previsões ou opiniões, ou em relação aos Títulos declarados neste documento, incluindo sobre o seu desempenho atual ou futuro. O desempenho passado ou presente de quaisquer Títulos pode não ser um indicador do seu desempenho futuro. Os resultados de desempenho incluídos neste documento não refletem a dedução de quaisquer taxas aplicáveis. À taxa de retorno de um investidor serão deduzidas as taxas de distribuição, consultoria ou administração aplicáveis, os juros acumulados, quaisquer despesas incorridas pelos fundos, e outras taxas e encargos aplicáveis.

Os Títulos descritos neste documento podem não ser elegíveis para venda ou distribuição em certas jurisdições ou a certas categorias ou tipos de investidores.

Este documento é estritamente privado e confidencial e está a ser distribuído a um número limitado de clientes e não deve ser fornecido nem transmitido a qualquer outra pessoa que não o destinatário original e não pode ser reproduzido, publicado ou usado para qualquer outra finalidade.

Exceto quando expressamente previsto nos documentos legais de Títulos específicos, os Títulos mencionados neste documento não

são, e não serão, assegurados ou garantidos por qualquer entidade governamental, incluindo, entre outras, a Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e a Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) ou a Dubai Financial Services Authority (DFSA), não são depósitos ou outras obrigações do Santander, ou garantidos por ele, e podem estar sujeitos a riscos de investimento, incluindo, entre outros, a riscos de mercado e cambiais, flutuações de valor e possível perda do capital investido.

Nenhuma autoridade supervisora aprovou este documento nem tomou quaisquer medidas para verificar as informações contidas neste documento e não tem quaisquer responsabilidades sobre o mesmo.

As informações contidas neste documento não constituem aconselhamento de natureza tributária ou jurídica. Em relação aos Títulos, qualquer investidor deve conduzir a sua própria investigação e pesquisa independente e aconselhar-se junto de consultores financeiros, jurídicos, de impostos e outros para determinar se os Títulos são adequados às circunstâncias específicas e à situação financeira do investidor. Caso tenha alguma dúvida sobre este documento ou sobre os seus investimentos, entre em contacto com o seu banco ou com um consultor financeiro autorizado. O Santander e os seus diretores, executivos, advogados, colaboradores ou agentes não assumem qualquer responsabilidade de qualquer tipo por qualquer perda ou dano relacionado ou decorrente do uso ou confiança depositada em todo ou em qualquer parte deste documento.

Em relação aos Títulos declarados neste documento, o Santander e os respectivos diretores, executivos, colaboradores ou agentes: (i) podem ter ou ter tido interesse nos Títulos (sejam posições longas, posições curtas ou outras); (ii) podem, a qualquer momento, fazer compras ou vendas de Títulos como mandantes ou mandatários; (iii) podem atuar ou ter atuado como consultores, subscritores, distribuidores, diretores, gerentes ou executivos das empresas mencionadas neste documento; (iv) podem receber alguma remuneração, direta ou indiretamente, de terceiros relacionada com os Títulos; ou (v) podem ter, ou podem procurar ter, relacionamentos comerciais ou interesses financeiros com as empresas descritas neste documento e tais relacionamentos comerciais ou interesses financeiros podem afetar a objetividade das informações contidas neste documento.

Brasil: para investidores do retalho, qualificados e profissionais

Este documento tem um caráter meramente informativo e não constitui uma oferta de produtos ou serviços financeiros de acordo com os termos da legislação brasileira. Os investimentos aqui apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. No Brasil, o preenchimento do formulário de adequabilidade é fundamental para garantir o alinhamento do perfil do cliente com o produto ou serviço de investimento escolhido. Recomenda-se vivamente que as condições de cada produto sejam cuidadosamente revistas antes de investir. Este documento não constitui um relatório de análise nos termos da Resolução 20/2021 da Comissão de Valores Mobiliários.

México: para investidores do retalho e institucionais

As ofertas públicas para investidores do retalho exigem um prospecto registado na CNBV; os produtos complexos apenas podem ser colocados ao abrigo de exceções de colocação privada com investidores institucionais ou sofisticados.

Chile: para investidores do retalho e qualificados

Este documento dirige-se exclusivamente aos clientes do Banco Santander-Chile e tem caráter meramente informativo. Quaisquer recomendações feitas pelo Santander são fornecidas com fins

meramente informativos e não vinculam o Cliente, não impõem quaisquer obrigações ao Santander, nem dão origem a qualquer responsabilidade de qualquer tipo para o Santander nesta matéria. As informações contidas neste documento provêm de fontes que consideramos dignas de crédito; no entanto, não garantimos a exatidão ou integralidade do seu conteúdo, e a sua inclusão não constitui garantia da sua exatidão. Os investidores devem ter consciência de que tais informações podem estar incompletas ou resumidas. Este documento foi fornecido para fins meramente informativos e não constitui um prospeto, uma oferta de venda ou uma solicitação para comprar ou vender quaisquer títulos, fundos de investimento ou por interesse em qualquer produto de investimento.

Outros Ásia / MENA / LATAM: Conforme classificados localmente

As regras de divulgação, dos prospectos e da adequação do retalho seguem a legislação local; os produtos transfronteiriços complexos restringem-se geralmente a investidores institucionais. **I s e n ç ã o de responsabilidade especial para a Agência DIFC do Banco Santander International S. A.:** apenas para clientes profissionais e contrapartes de mercado

A Agência DIFC do Banco Santander International S. A. é uma filial do Banco Santander International S. A., encontra-se registado junto do Dubai International Financial Center ("DIFC") e é regulamentado pela DFSA ao abrigo da Categoria Prudencial 4 para a realização de atividades de serviços financeiros de e para o DIFC. A Agência DIFC comercializa e promove um vasto conjunto de produtos e serviços oferecidos pelo grupo e oferece serviços de consultoria e organização em relação às soluções de private banking oferecidas pelo Banco Santander International S. A. Os termos em maiúsculas usados nesta secção têm os significados definidos no Módulo de Glossário do Livro de Regras do DFSA.

Os serviços ou produtos financeiros oferecidos pela Agência DIFC do Banco Santander International S. A. são disponibilizados apenas para Clientes Profissionais ou Contrapartes de Mercado.

A Agência DIFC do Banco Santander International S. A. não dispõe de aprovação para Clientes de Retalho na Licença emitida pela DFSA e, portanto, não pode oferecer serviços a Clientes de Retalho (conforme definido no Módulo de Conduta Empresarial da DFSA). Portanto, este documento destina-se a ser distribuído apenas a Clientes Profissionais (conforme definido no Módulo de Conduta Empresarial da DFSA) e não deve ser entregue a, nem utilizado por, qualquer outra pessoa.

A Agência DIFC do Banco Santander International S. A. não realiza qualquer Serviço Financeiro no ou do DIFC de acordo com a Sharia e, como parte da sua oferta de produtos o DIFC, não oferece nem promove produtos financeiros com base no facto de tais produtos cumprirem com os padrões para serem compatíveis com a Sharia.

Se necessário, deve procurar aconselhamento independente de parte de terceiros devidamente qualificados sobre a conformidade de algum produto ou serviço financeiro com a Sharia ou com outros princípios.

I sen ç ã o de responsabilidade especial no caso de fundos

Se este documento estiver relacionado com a oferta de unidades de um Fundo (conforme definido na Lei de Investimento Coletivo do DIFC, Lei n.º 2 de 2010), verifique que o Fundo não está sujeito a qualquer forma de regulamentação ou aprovação pela DFSA, e que a DFSA não tem a responsabilidade de rever ou verificar qualquer Prospecto ou quaisquer outros documentos relacionados com unidades de um fundo. As Unidades (conforme definidas na Lei de Investimento Coletivo do DIFC, Lei n.º 2 de 2010) às quais este documento, prospeto do Fundo ou outros documentos associados se referem, podem ser ilíquidas e/ou sujeitas a restrições à sua revenda. Os potenciais compradores devem realizar as suas próprias diligências sobre as Unidades. Há uma cópia do Prospecto do Fundo disponível para análise mediante solicitação. Se estas informações estiverem relacionadas com a oferta de unidades de um Fundo do Mercado Monetário (conforme definido nas Regras de Investimento Coletivo da DFSA), o investidor deve conhecer a natureza diversa de uma unidade de um Fundo do Mercado Monetário comparativamente com um Depósito (conforme definido nas Regras de Investimento Coletivo da DFSA).

O capital de um investimento num Fundo do Mercado Monetário não está garantido e há o risco de qualquer investidor poder perder parte ou a totalidade do capital investido. Os investidores devem saber que o valor das unidades em Fundos do Mercado Monetário pode flutuar dependendo de uma série de fatores, incluindo, entre outros, o risco de mercado, o risco cambial e o risco de contraparte. Os serviços ou produtos financeiros estão disponíveis apenas para clientes profissionais ou contrapartes de mercado, conforme definido pela Autoridade de Serviços Financeiros do Dubai. Caso não entenda o conteúdo deste documento, queira consultar um consultor financeiro autorizado.

Em relação ao seu uso no Centro Financeiro Internacional do Dubai, este documento é estritamente privado e confidencial e está a ser distribuído a um número limitado de investidores e não deve ser fornecido a qualquer outra pessoa que não o destinatário original e não pode ser reproduzido ou usado para qualquer outra finalidade. Os juros das ações internacionais não podem ser oferecidos ou vendidos direta ou indiretamente ao público no Centro Financeiro Internacional do Dubai.

A Agência DIFC do Banco Santander International S. A. está situada no Gate District 4, West, Level 4, DIFC, Dubai, Emirados Árabes Unidos.

Para mais informações queira contactar: info-DIFC@pbs-santander.com

