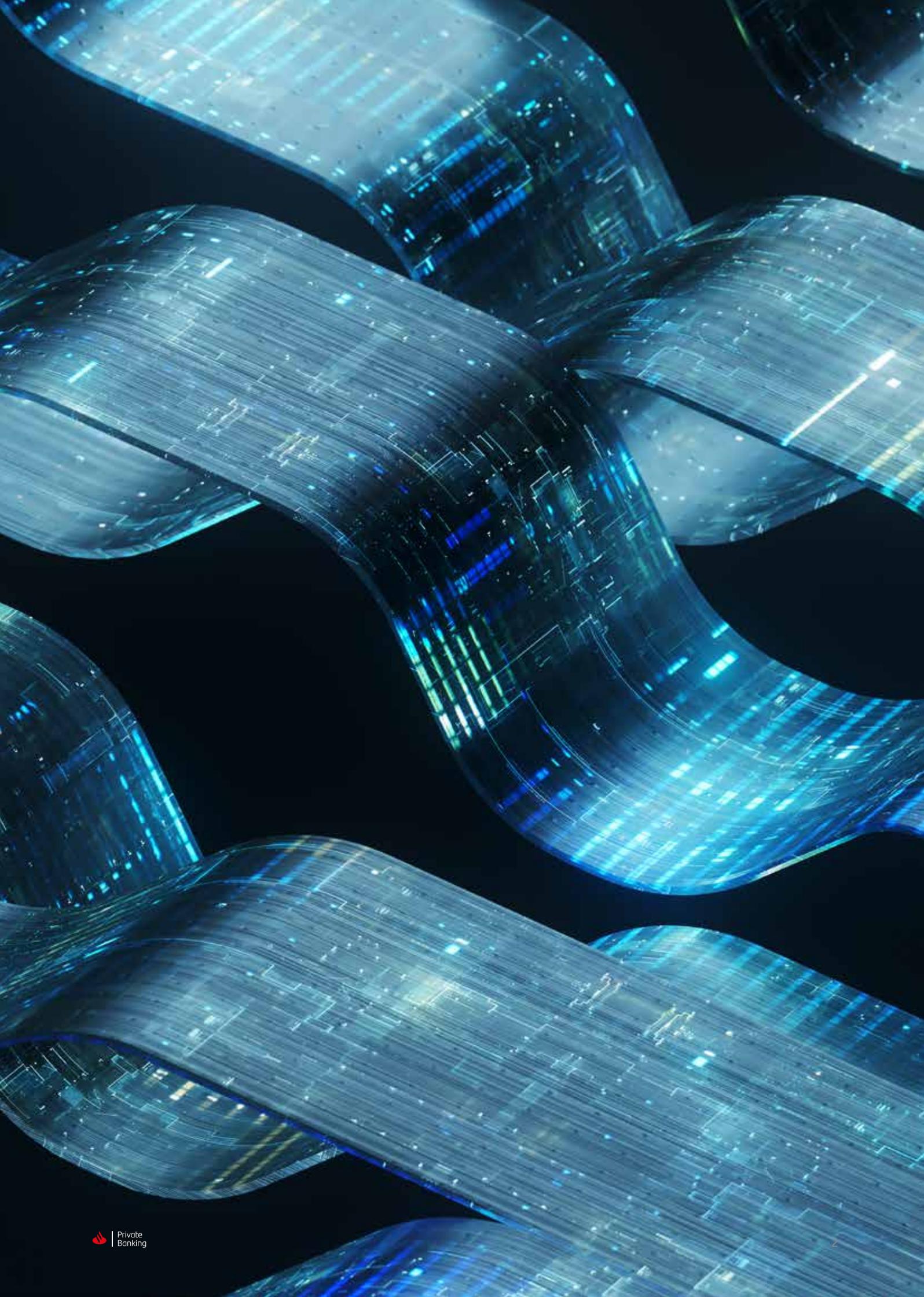


Mantenha-se  
na dianteira:  
Investir de  
forma ativa  
num cenário  
em mudança

Perspetivas  
globais para  
2025



# Mantenha-se na dianteira: Investir de forma ativa num cenário em mudança

Caro cliente

O grande investidor Howard Marks disse uma vez que "não se consegue prever, (mas) podemos preparar". Esta sábia afirmação reveste-se de particular significado quando olhamos para **2025, um ano que esperamos que se venha a desenrolar em duas fases distintas**. A primeira parte do ano parece destinada a uma trajetória relativamente estável, suportada por uma inflação mais moderada, pela mudança para taxas normalizadas por parte dos bancos centrais e pela contínua resiliência das principais economias. No entanto, o segundo semestre pode trazer maior incerteza à medida que as pressões orçamentais aumentam e as tensões geopolíticas se mantêm. Além disso, as mudanças fiscais e comerciais propostas pelo novo governo dos EUA terão implicações económicas que se tornarão mais claras quando forem implementadas.

Em vez de encarar este contexto com apreensão, vemos nele uma **oportunidade para se investir de forma ativa**:

- Primeiro, a redução prevista para as taxas de juro, embora bem-vinda, exige uma navegação flexível. Acreditamos que as estratégias com base em obrigações geridas de forma ativa estão bem posicionadas para **capitalizar sobre os movimentos da curva de rendimentos e identificar oportunidades de crédito selecionadas à medida que os spreads evoluem**. Simplesmente "comprar o mercado" pode não ser suficiente neste contexto.
- Em segundo lugar, embora o mercado acionista tenha sido dominado por umas quantas grandes empresas tecnológicas, **vemos o ano de 2025 como um "mercado de selecionadores de ações"**. A próxima fase da adoção da inteligência artificial (IA) assistirá ao emergir de vencedores em diversos setores, não só entre os fornecedores de infraestruturas. Colocamos um ênfase especial nas empresas que implementam soluções de IA, empresas de qualidade com balanços sólidos, e empresas que permitem o desenvolvimento massivo de infraestruturas de energia e de Tecnologias de Informação.
- Por fim, e talvez o mais importante, **é que as carteiras tradicionais equilibradas podem ter de ser reforçadas**. A combinação de valorizações exigentes no mercado público e uma maior complexidade geopolítica são argumentos convincentes para uma diversificação para além de ações e obrigações convencionais. Os mercados privados, os ativos reais (em particular, as infraestruturas e os imóveis) e as estratégias de cobertura direcionadas podem melhorar a resiliência das carteiras, ao mesmo tempo que proporcionam acesso a tendências de crescimento seculares.

Os nossos especialistas em investimentos e do setor bancário estão disponíveis para conversar sobre como estas oportunidades se podem adequar às suas estratégias de investimento. Embora o cenário que nos espera possa ser desafiador, acreditamos que também possa constituir uma boa janela de oportunidade para posicionar os seus investimentos de forma ativa e com uma visão estratégica.

Muito obrigado por confiar em nós.



Alfonso Castillo Lapetra  
Diretor Global  
Santander Private Banking



## Principais mensagens para 2025

Página 5



### Em profundidade:

#### 01 Um ano em duas metades: um início sólido e um final incerto

Página 6

#### 02 Aproveite a mudança: o valor de investir de forma ativa

Página 12

# Índice

# Principais mensagens para 2025

## Uma paisagem em mudança

Um ano em duas metades: um início sólido e um final incerto

### 1.1

#### As taxas de juro voltam novamente para terrenos neutros

Os bancos centrais por todo o mundo estão a orquestrar uma mudança coordenada rumo a taxas de juros mais baixas em 2025, à medida que o foco passa da inflação para o crescimento. Esta transição para níveis de política monetária mais neutros deveria conduzir a melhores condições de crédito e a uma maior estabilidade dos mercados financeiros. As expectativas do mercado quanto a cortes nas taxas de parte da FED podem evoluir à medida que as novas políticas orçamentais e comerciais vão tomando forma.

### 1.2

#### Passando para um contexto de crescimento normalizado

As perspectivas económicas globais para 2025 refletem uma dupla narrativa: estabilidade inicial dinamizada pelo consumo resiliente nos EUA, esforços de estímulo económico na China e um forte desempenho dos serviços nas principais economias. No entanto, pairam ventos contrários no segundo semestre, incluindo riscos de inflação, desafios orçamentais na principais economias e uma possível retração nas despesas de parte das empresas, com efeitos sobre o emprego.

### 1.3

#### Riscos geopolíticos crescentes

Apesar da inflação moderada e da política monetária favorável, as perspectivas para 2025 enfrentam significativos ventos contrários a nível geopolítico. A competição tecnológica entre os EUA e a China, o conflito na Ucrânia e as tensões no Médio Oriente criam um contexto de riscos interligados que podem pôr em causa o cenário previsto. As possíveis mudanças na política externa dos EUA após as eleições presidenciais podem alterar significativamente as relações comerciais a nível internacional bem como os compromissos diplomáticos.

### 1.4

#### IA: Esperanças quanto a um boom de produtividade

Uma nova onda de disrupção tecnológica liderada pela inteligência artificial, pela robótica e pelas energias limpas pode dinamizar o crescimento anual da produtividade nos próximos anos, ajudando potencialmente a resolver os atuais desafios económicos, incluindo a escassez de mão de obra e as pressões inflacionistas. Embora a implementação possa levar o seu tempo, o impacto pode igualar ou exceder as anteriores revoluções tecnológicas.

## Algumas ideias sobre investimentos ativos

Capte as oportunidades geradas pelas mudanças no mercado

### 2.0

#### Investir de forma ativa num cenário em mudança

O ambiente macro continua a ser favorável para diversas classes de ativos, mas as valorizações atuais já refletem as expectativas de uma aterragem suave. Para aumentar os retornos neste tipo de contexto, os investidores devem ver para lá da distribuição tradicional e adotar uma gestão ativa em segmentos de mercado especializados. Uma diversificação estratégica entre estilos de investimento, setores e geografias pode proporcionar oportunidades de valor ao navegar no atual cenário complexo de investimentos.

### 2.1

#### Mantenha-se à frente da curva

À medida que dão início aos respetivos ciclos de flexibilização, os investidores podem aumentar os retornos indo além dos depósitos em numerário. Há oportunidades estratégicas na gestão da duração e em segmentos de maior rendimento, incluindo dívida de mercados emergentes, produtos estruturados, empréstimos bancários e crédito privado. Dada a complexidade destes mercados, uma gestão ativa oferece a abordagem ideal para se captar *yield* e controlar o risco.

### 2.2

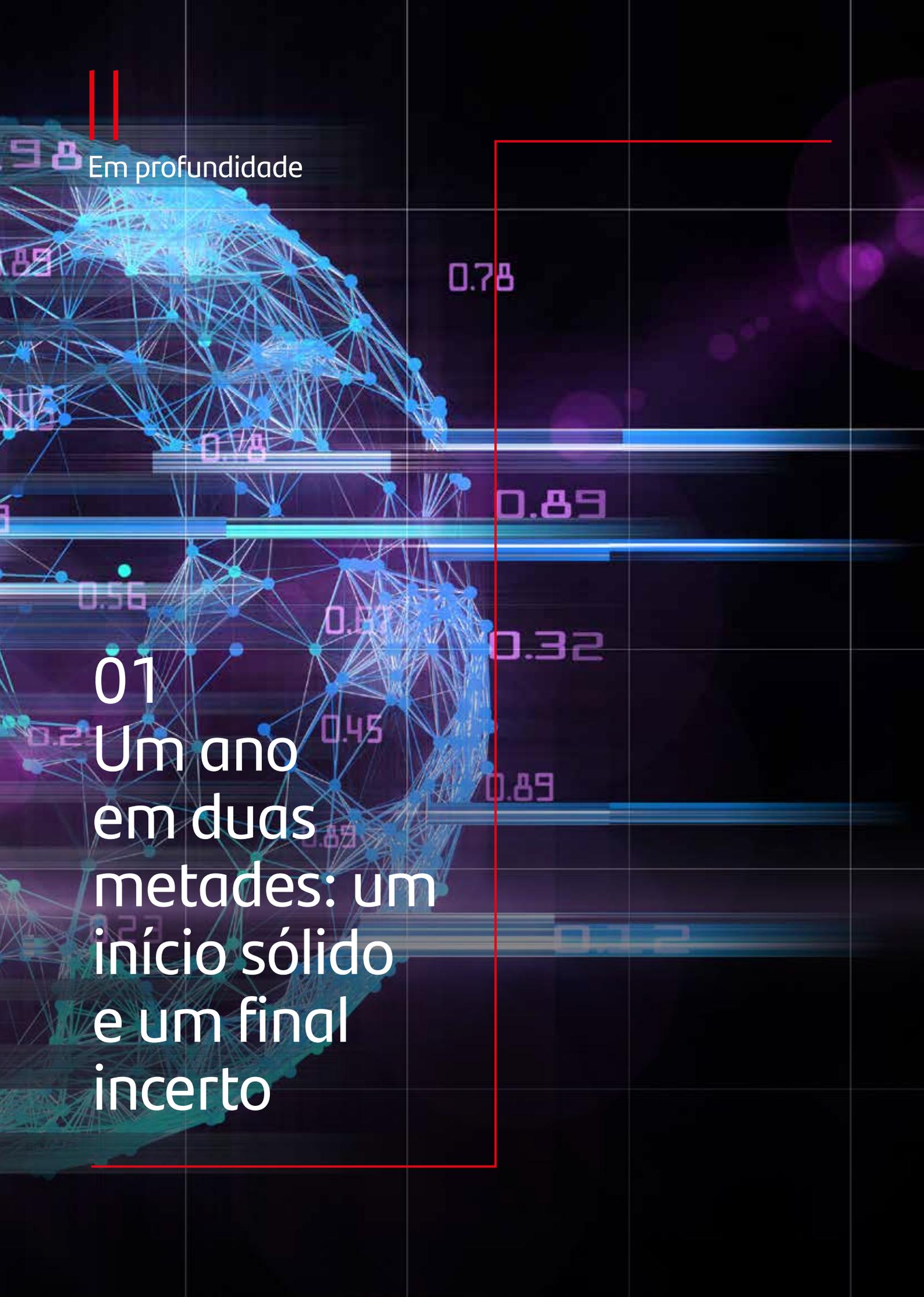
#### Aproveite o crescimento além do entusiasmo inicial

Os mercados acionistas beneficiam da recuperação dos lucros e da flexibilização monetária, embora as avaliações concentradas nas megacapitalizações bolsistas tecnológicas criem vulnerabilidade. Recomendamos o posicionamento para uma recuperação de mercado mais ampla através de empresas de qualidade fora da tecnologia, empresas que implementem soluções de inteligência artificial em todos os setores e líderes em transformação energética. Esta estratégia capta o potencial de crescimento e ao mesmo tempo reduz a exposição a um só setor.

### 2.3

#### Diversificar para lá do mix tradicional

Neste momento, as carteiras equilibradas tradicionais enfrentam obstáculos devido às elevadas valorizações das principais classes de ativos. Perante tensões geopolíticas cada vez maiores e de crescentes desequilíbrios orçamentais, os investidores devem expandir as suas carteiras para lá da distribuição convencional entre ações e obrigações. Adicionar a exposição a mercados privados, a ativos reais, a estratégias macro, a produtos estruturados, a metais preciosos e a commodities estratégicas pode aumentar a resiliência da carteira e, simultaneamente, melhorar o potencial de retorno.



Em profundidade

01

Um ano  
em duas  
metades: um  
início sólido  
e um final  
incerto

# 1.0 Um ano em duas metades: um início sólido e um final incerto

Em 2025, o panorama económico global será moldado por mudanças significativas, nomeadamente por alterações na política monetária, pelas perspectivas de crescimento económico, por riscos geopolíticos e pela inovação tecnológica.

Neste capítulo, pretendemos oferecer algumas ideias sobre estes quatro temas macroeconómicos relevantes:

- 01** Os bancos centrais estão a caminhar no sentido da normalização das taxas de juro. Esta mudança cria bases para o crescimento económico à medida que a inflação começa a moderar. A redução gradual das taxas de juro é um passo necessário para que se mantenha a estabilidade económica e se estimule o crescimento. No entanto, o ritmo da flexibilização monetária nos EUA pode ser influenciado pela interação entre políticas orientadas para o crescimento e a dinâmica da inflação.
- 02** O nosso principal cenário de crescimento económico para 2025 é de uma "aterragem suave". O crescimento no primeiro semestre do ano deve encontrar apoio na resiliência dos consumidores dos EUA, nas medidas de estímulo na China, no fim das incertezas eleitorais nos EUA e no impulso do setor dos serviços. No entanto, o segundo semestre pode enfrentar desafios que podem ameaçar o caminho de crescimento previsto.
- 03** Os riscos geopolíticos continuam a ser uma preocupação significativa, com possíveis mudanças no envolvimento internacional dos EUA, o que irá provavelmente influenciar os fluxos comerciais a nível global e os conflitos regionais. As tensões nestas áreas representam riscos significativos para a estabilidade económica global e podem interromper o esperado cenário de "aterragem suave".
- 04** Espera-se que a inovação tecnológica desempenhe um papel fundamental na promoção do futuro crescimento da produtividade. A inteligência artificial (IA), a robótica, as energias renováveis e a biotecnologia são áreas-chave que podem aumentar a eficiência e promover o crescimento do CAPEX (gastos de capital).

Em geral, embora os fundamentos favoreçam um crescimento sustentável no início de 2025, pode haver uma maior volatilidade dos mercados no segundo semestre, à medida que os investidores começam a avaliar possíveis mudanças de políticas e desafios orçamentais. Gerir estes riscos do mercado financeiro, juntamente com os desafios económicos, geopolíticos e tecnológicos, será crucial tanto para os decisores políticos como para os investidores ao longo do ano de 2025 e seguintes.

## Uma previsão macroeconómica muito equilibrada: crescimento modesto e taxas de juro mais baixas

Fonte: Santander CIB e Bloomberg / Reuters (para Japão, China e Índia). Dados de 31/10/2024

As economias parecem mais "normais" do que em qualquer outra altura desde 2019

### Economias desenvolvidas

PIB real (Em termos anuais)	2024e	2025e
Estados Unidos	2,4%	1,9%
Zona Euro	0,7%	1,0%
Reino Unido	0,9%	1,4%
Japão	0,0%	1,2%

Taxas de juro oficiais	2024e	2025e
Estados Unidos	4,25-4,50%	3,25-3,50%
Zona Euro	3,0%	2,0%
Reino Unido	4,75%	3,5%
Japão	0,4%	0,7%

### Economias emergentes

PIB real (Em termos anuais)	2024e	2025e
Brasil	3,0%	1,5%
México	1,5%	1,2%
Chile	2,5%	2,5%
Polónia	3,0%	3,5%
China	4,8%	4,5%
Índia	8,2%	6,9%

Taxas de juro oficiais	2024e	2025e
Brasil	11,75%	10,5%
México	10,0%	8,0%
Chile	5,0%	4,5%
Polónia	5,75%	4,5%
China	1,5%	1,2%
Índia	6,25%	5,75%

## 1.1 Taxas de juro mais acessíveis no curto prazo

O contexto da política monetária global está a passar por mudanças significativas à medida que os bancos centrais avançam no sentido de níveis de taxas de juro mais convencionais após um período de políticas restritivas agressivas. Os principais bancos centrais estão agora a concentrar-se em cortes nas taxas de juro, à medida que as pressões inflacionistas diminuem e o foco muda para manter o crescimento económico. A Reserva Federal dos EUA iniciou este ciclo de flexibilização com um corte de 0,50% em setembro passado. As expectativas do mercado para a taxa terminal foram revistas para cima, para 3,75% (dos 3,5%) após a vitória de Donald Trump, refletindo preocupações sobre as políticas de imigração restritivas e tarifas mais altas que poderiam reacender as pressões inflacionistas.

Os mercados emergentes estão à frente dos mercados desenvolvidos no ciclo de flexibilização. Como mostram os gráficos abaixo, é necessária uma maior flexibilização monetária na Zona Euro, e esperamos que o BCE faça mais cortes nas taxas para que a taxa oficial se situe nos 2,25% até junho de 2025. Os mercados desenvolvidos parecem estar no caminho certo para voltar aos níveis de inflação esperados em 2025, impulsionados pela normalização da procura dos consumidores e pela maior concorrência por vagas de emprego limitadas. A implementação de novas políticas de crescimento e de comércio por parte dos EUA pode influenciar esta trajetória da inflação. O mercado de trabalho ajustou-se suficientemente para reduzir as pressões inflacionistas sem conduzir ao desemprego generalizado.

Nos mercados emergentes, o momento para e o ritmo dos ciclos de flexibilização variam. Por exemplo, o Brasil, a Polónia e o México começaram a cortar as taxas de juro antes da Reserva Federal, em resposta à diminuição das pressões inflacionistas. Entretanto, menos de um ano depois, o Brasil mudou de ideias e aumentou as taxas antecipando as previsões de uma taxa de inflação mais elevada.

Em termos globais, espera-se que as taxas de juro normalizem e constituam a base do crescimento sustentável e da estabilidade de preços. Entretanto, nos EUA, a política monetária enfrenta um equilíbrio delicado. A potencial combinação da expansão orçamental através de políticas fiscais, associada a restrições do lado da oferta decorrentes de mudanças nas estruturas do comércio e imigração criam um contexto bastante complexo. Esta combinação de políticas pode introduzir novas pressões inflacionistas e volatilidade no mercado, exigindo uma calibração cuidadosa das taxas de juro para se manter a estabilidade de preços e, ao mesmo tempo, apoiar o crescimento económico.

Os bancos centrais estão a concentrar-se mais em apoiar o crescimento à medida que a inflação diminui

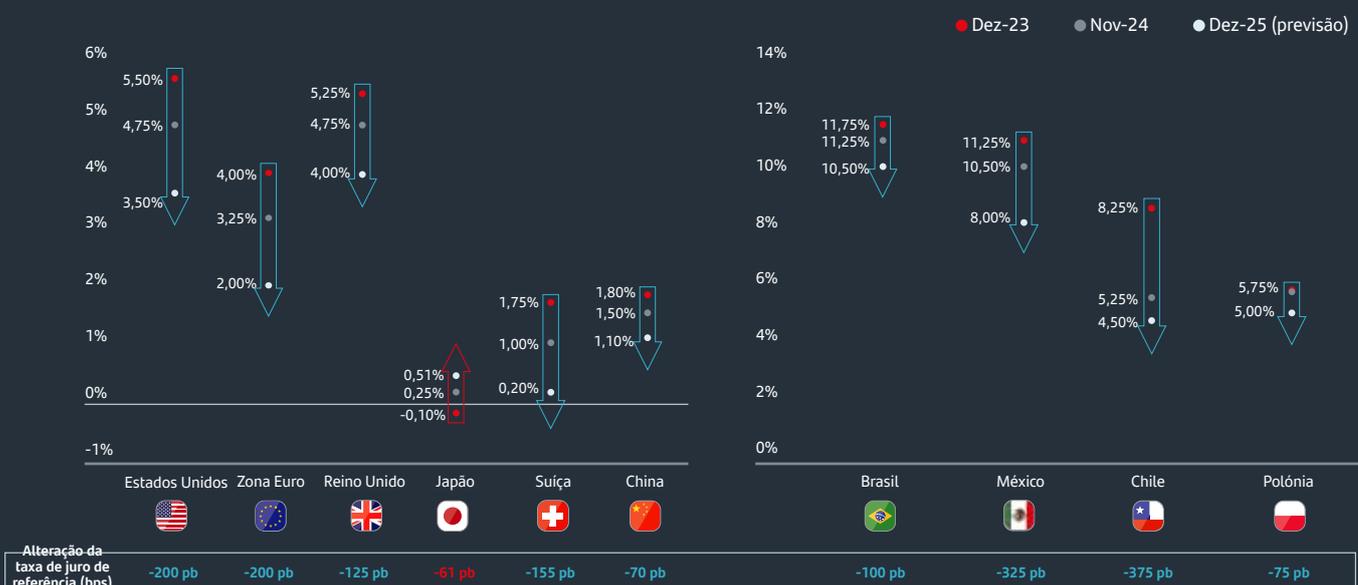
Os mercados desenvolvidos convergem para taxas neutras até ao final de 2025

Os países emergentes estão à frente no ciclo de flexibilização monetária, mas mostram caminhos mistos

### A política monetária está a normalizar-se

Fonte: Bloomberg e Santander CIB para previsões. Dados de 31/10/2024

Espera-se que as taxas de juro normalizem e constituam a base do crescimento sustentável e da estabilidade de preços



## 1.2 Passando para um contexto de crescimento normalizado

As perspectivas económicas globais para 2025 são cautelosamente otimistas, esperando-se um cenário de "aterragem suave" no primeiro semestre do ano. **O crescimento no início do ano baseia-se em vários pontos fortes de curto prazo**, incluindo a resiliência dos consumidores nos EUA e as expectativas de cortes nos impostos, medidas de estímulo recentes na China e a dinâmica contínua no setor de serviços nas principais economias. Estes fatores oferecem **uma base estável que deve ajudar a sustentar um crescimento moderado no início de 2025, aliviando os receios de uma recessão imediata.**

Os hábitos de consumo dos consumidores nos EUA permanecem inalterados, apoiados pela situação financeira sólida das famílias, pelo nível de emprego estável e crescimento salarial. Espera-se que a nova administração Trump dinamize o crescimento económico através de uma combinação de políticas de desregulamentação, com o objetivo de reduzir as restrições para as empresas em diversos setores, e cortes nos impostos, para incentivar o investimento por parte das empresas. Entretanto, **o setor dos serviços, especialmente nos EUA e na Europa, continua a demonstrar uma grande resiliência, mantendo um crescimento robusto apesar da desaceleração na indústria transformadora.** A tendência atual conjunta dos consumidores em relação a experiências e serviços está na base de uma perspectiva de crescimento estável a curto prazo. Na Europa, os choques externos e os problemas estruturais conduziram a Alemanha à sua primeira recessão de dois anos em mais de duas décadas.

**Os mercados emergentes estão prestes a beneficiar das recentes medidas de estímulo da China**, que dinamizam o comércio regional e a estabilidade económica, bem como da flexibilização proativa dos seus bancos centrais. À medida que os custos dos empréstimos diminuem, estas economias podem atrair mais investimento estrangeiro, suportado por um dólar estável e pela melhoria das balanças comerciais, gerando perspectivas de crescimento favoráveis num contexto de desafios económicos globais.

**À medida que o ano vai avançando, possíveis ventos contrários podem pôr em causa as previsões**, gerando pressões inflacionistas e um contexto económico mais desafiador. **Novas tarifas**, especialmente se as tensões geopolíticas aumentarem, podem reacender as preocupações com a inflação. **As tensões orçamentais podem piorar** em economias importantes, como a França e os EUA, obrigando a opções políticas difíceis e afetando potencialmente a confiança das empresas e dos consumidores. **As despesas das empresas** também podem diminuir se o crescimento das receitas enfraquecer, levando a uma quebra nas contratações ou a despedimentos, o que pode prejudicar o sentimento e as despesas dos consumidores, levando a previsões mais incertas quanto ao segundo semestre do ano.

Está a desenvolver-se uma perspectiva económica global benigna, mas a incerteza política e as tensões geopolíticas podem fazer descarrilar o cenário macroeconómico positivo inicial

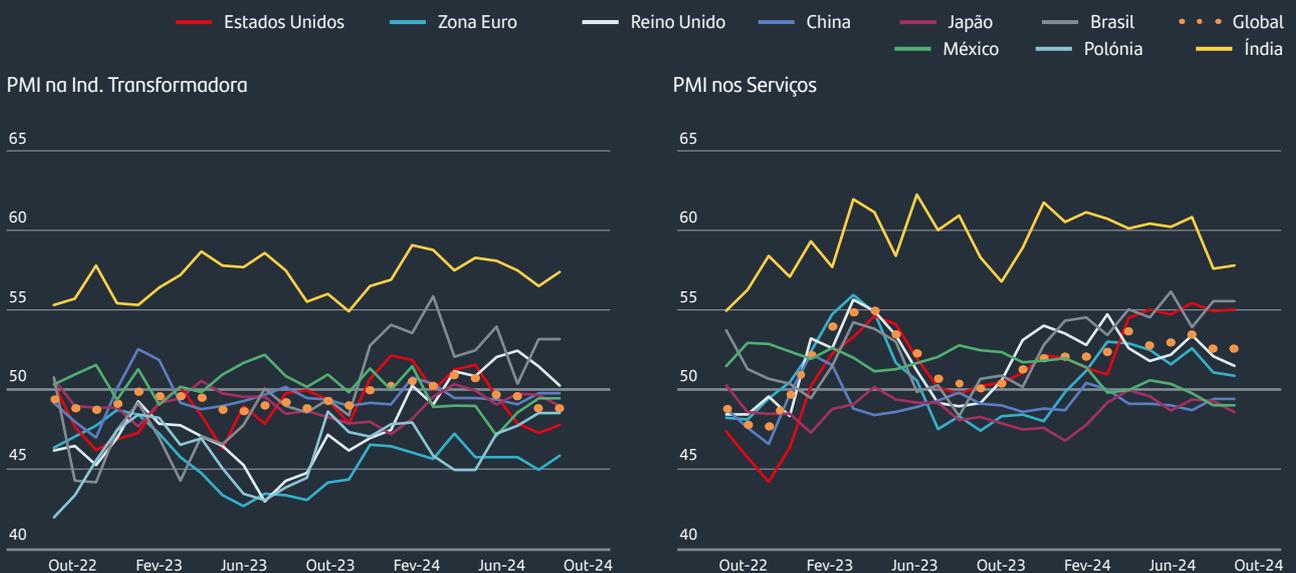
A dinâmica do setor dos serviços e a força dos consumidores sustentam o crescimento económico global

O estímulo da China oferece uma base crucial para combater a desaceleração da indústria global

### Os indicadores de confiança das empresas apresentam perspectivas divergentes

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/10/2024

#### Uma história de dois setores: os serviços resilientes superam uma indústria lenta



## 1.3 Um mundo frágil: os riscos geopolíticos estão a aumentar

As perspectivas económicas para o início de 2025 parecem estáveis, com uma inflação cada vez mais moderada e políticas monetárias favoráveis, mas os riscos geopolíticos podem alterar este cenário. O índice de riscos globais manteve-se bastante elevado desde a invasão da Ucrânia pela Rússia em 2022, e com as recentes tensões no Médio Oriente a desencadear novos picos (Cf. gráfico abaixo). Os indicadores de volatilidade do mercado — tanto de ações (VIX) como de obrigações (MOVE) — demonstram **maior sensibilidade a estes desenvolvimentos geopolíticos**.

Há três riscos críticos que merece a pena destacar. Em primeiro lugar, a **relação EUA-China continua a ser complexa**, uma vez que ambas as nações competem pela liderança económica e tecnológica global. Além das tensões comerciais tradicionais, a competição estende-se a setores estratégicos como os semicondutores, a inteligência artificial e as tecnologias verdes. A implementação de tarifas (até 60% sobre produtos chineses) e potenciais restrições comerciais podem interromper as cadeias de abastecimento globais e reacender as pressões inflacionistas.

Em segundo lugar, o **conflito na Ucrânia**, embora os mercados tenham considerado em grande medida a dinâmica atual, os riscos continuam a ser elevados. A vulnerabilidade da Europa a interrupções de energia persiste e qualquer escalada pode forçar os bancos centrais a escolher entre apoiar o crescimento e controlar a inflação. As mudanças na abordagem política dos EUA com a nova administração acrescentam outra camada de incerteza.

Por fim, a recente escalada no **Médio Oriente** levantou **preocupações sobre a estabilidade regional e a segurança energética**. Qualquer interrupção significativa na produção de petróleo ou nas rotas de transportes marítimos pode desencadear um aumento nos preços da energia, afetando a inflação e o crescimento globais. O Estreito de Ormuz, por onde passam cerca de 20% dos carregamentos globais de petróleo, continua a ser um ponto de estrangulamento crítico.

Olhando para o segundo semestre de 2025, a volatilidade do mercado pode intensificar-se para além destas preocupações geopolíticas e os debates sobre disciplina orçamental podem desestabilizar os mercados. Além disso, embora a implementação real das novas políticas de comércio e imigração possa não se materializar até 2026, os mercados financeiros normalmente tomam em conta essas mudanças com bastante antecedência. Esta combinação sugere uma maior volatilidade dos mercados e não tanto o risco de uma aterragem económica dura, exigindo um posicionamento cuidadoso das carteiras.

As tensões geopolíticas podem eventualmente aumentar à medida que os investidores avaliam as implicações políticas da nova administração norte americana

A disputa pelo poder entre os EUA e a China cria riscos generalizados em todos os mercados e setores

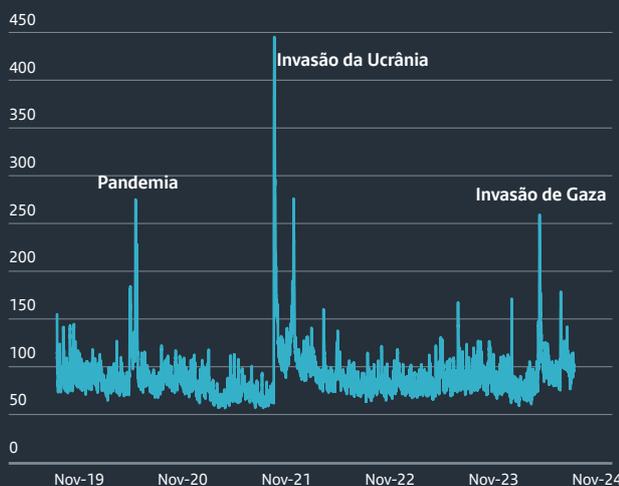
Os conflitos na Ucrânia e no Médio Oriente são especialmente relevantes para os mercados energéticos

### Índice de Risco Geopolítico e volatilidade do mercado

Fonte: Dados obtidos do site: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> e da Bloomberg para os índices MOVE e VIX. Dados a 11/07/2024

A percepção de riscos geopolíticos está a aumentar e pode ter impacto sobre os mercados em 2025

Índice de Risco Geopolítico\*



Volatilidade do mercado\*\*



\* Índice de Risco Geopolítico: número de artigos relacionados com eventos geopolíticos adversos em cada jornal (selecionado) em cada mês (como percentagem do número total de artigos de notícias).

\*\* Índice VIX: volatilidade esperada do S&P 500 durante um período de 30 dias. Quanto mais próximo de 0, menor a volatilidade.

Índice MOVE: rastreia a volatilidade implícita do rendimento normal de uma cesta ponderada pela curva de rendimentos dos EUA de opções de um mês at-the-money em swaps com taxas de juro de vencimento constante a 2, 5, 10 e 30 anos.

## 1.4 Um boom de inovações: um salto de produtividade à vista

Uma potencial onda de crescimento da produtividade dinamizada por disrupções tecnológicas poderia oferecer bases fundamentais para o nosso cenário de crescimento moderado no meio de riscos de inflação. As inovações oferecem uma via para ciclos potencialmente prolongados de expansão económica com inflação moderada. Trata-se de uma possibilidade particularmente atrativa uma vez que sugere que, apesar das atuais contrariedades, as tecnologias emergentes podem contrabalançar as pressões inflacionistas e aumentar a produtividade de forma a sustentar o crescimento sem aumentos excessivos de preços.

A inovação tecnológica tem sido um catalisador do crescimento económico ao aumentar a produtividade, embora os seus benefícios muitas vezes se desenvolvam de forma gradual. O gráfico abaixo ilustra como as revoluções tecnológicas do passado — como o computador IBM, o os PCs com o Windows e o navegador da Internet — trouxeram ganhos significativos de produtividade e períodos de retornos acima da média nos mercados acionistas.

A atual revolução tecnológica é construída sobre vários pilares interligados. Os sistemas de machine learning e de inteligência artificial estão a revolucionar as operações comerciais através da automação de processos, da análise preditiva e do apoio à tomada de decisões, com ganhos potenciais de produtividade de 25-40% em todos os setores. Os sistemas avançados de robótica e automação estão simultaneamente a transformar a eficiência da indústria transformadora e a reduzir as limitações de mão de obra. A atual transição para tecnologias de energia limpa está a contribuir para a estabilidade dos custos de energia e, ao mesmo tempo, a reduzir a dependência de combustíveis fósseis. Os avanços da biotecnologia estão a dinamizar melhorias na eficiência dos cuidados de saúde e a aumentar a produtividade da força de trabalho através de melhores resultados de saúde.

Embora os potenciais benefícios destas tecnologias sejam imensos, a sua adoção e integração na economia serão graduais, com os ganhos de produtividade e o crescimento económico a tornarem-se visíveis apenas quando estas inovações passarem a ter uma aplicação mais ampla.

A convergência da inteligência artificial, da robótica e das tecnologias de eficiência energética representa uma revolução industrial cognitiva

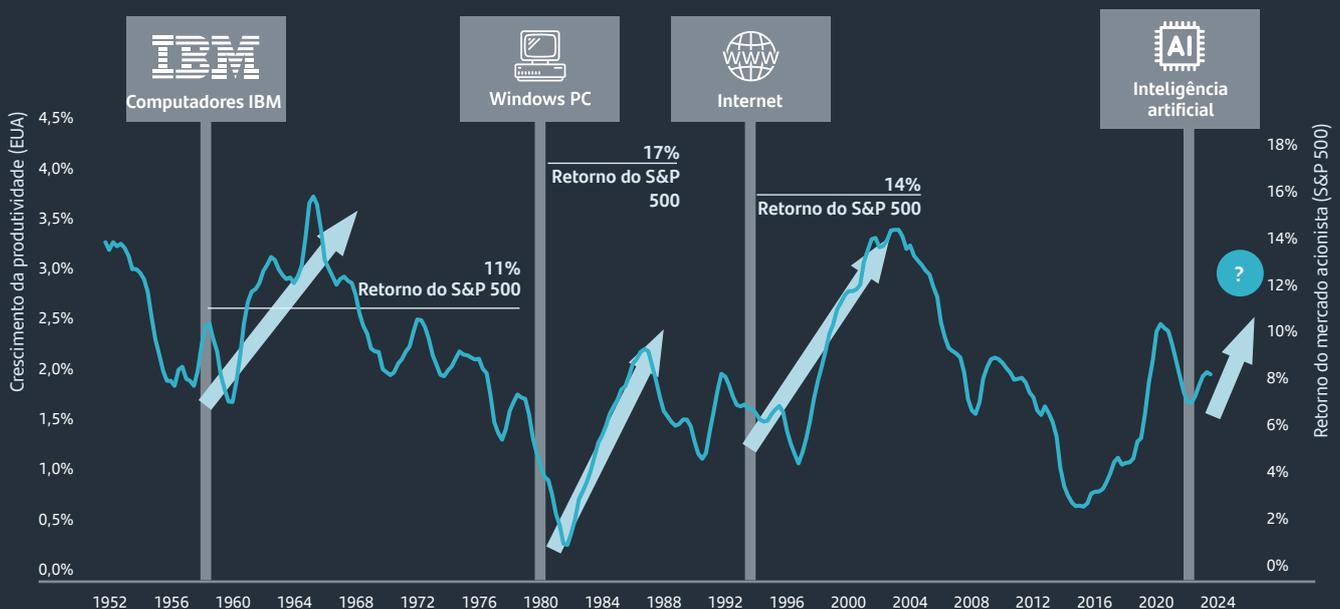
As disrupções tecnológicas do passado contribuíram para um aumento da produtividade

Poderá demorar algum tempo até que o pleno potencial económico destas inovações tenha impacto no crescimento

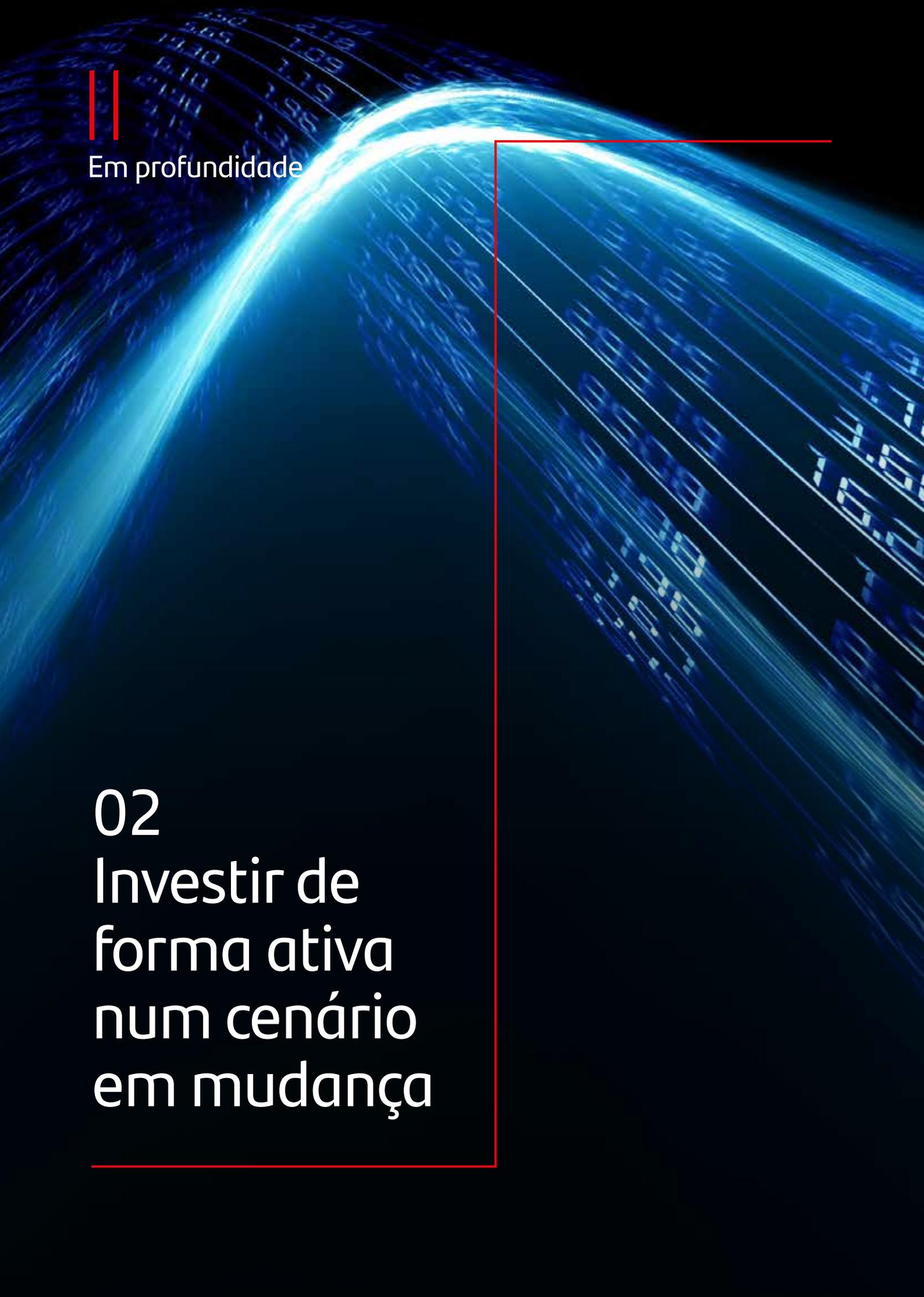
### Aumento de produtividade (\*) e desempenho do mercado de ações nos EUA após rupturas tecnológicas

Fonte: Bloomberg. Dados de 30/09/2024

#### Melhorias importantes na produtividade após grandes avanços tecnológicos



(\*) Produtividade: produção do setor empresarial não agrícola dos EUA por hora (média móvel de 5 anos)



Em profundidade

## 02 Investir de forma ativa num cenário em mudança

## 2.0 Investir de forma ativa num cenário em mudança

O mercado está a descontar um cenário de aterragem suave, evidenciado pelo forte desempenho das principais classes de ativos. Embora as carteiras equilibradas tenham historicamente superado as posições em numerário em contextos semelhantes, as condições atuais do mercado exigem uma certa cautela: os spreads de crédito situam-se em mínimos históricos e as ações estão com valorizações elevadas, principalmente em empresas de grande capitalização dos EUA. Olhando para dados históricos, em ciclos de corte de taxas durante aterragens suaves, as carteiras equilibradas apresentaram retornos médios de 15% versus 5% para as posições em numerário.

O nosso objetivo com este capítulo é oferecer ideias de investimento que possam ajudar a navegar no cenário atual.

**01 Mantenha-se à frente da curva:** Adotar uma abordagem ativa quanto ao posicionamento na curva de rendimentos à medida que os bancos centrais normalizam as taxas. Procure oportunidades em mercados de crédito especializados e dívida de mercados emergentes, onde os rendimentos continuam a ser atrativos. Concentrar-se na exposição seletiva ao crédito, dados os spreads apertados.

**02 Aproveite o crescimento além do entusiasmo inicial:** Concentrar-se em empresas com poder de lucro sustentável e características de qualidade. Olhe para lá das posições concentradas em megacapitalizações de tecnologia para beneficiar de uma recuperação mais ampla do mercado. Procurar beneficiários da implementação da inteligência artificial em todos os setores, e empresas que viabilizem infraestruturas de transição energética.

**03 Diversificar para lá do mix tradicional** As valorizações atuais e a potencial volatilidade exigem uma análise para lá das ações e obrigações tradicionais. Considerar maiores aplicações para:

- Mercados privados que ofereçam fluxos de retorno exclusivos
- Ativos reais que ofereçam proteção contra a inflação
- Ativos-refúgio como o ouro para cobertura geopolítica
- Hedge funds macro para navegar pelas mudanças de políticas
- Produtos estruturados para perfis de risco/retorno direcionados

Concluindo, para otimizar os seus retornos, **os investidores podem explorar outras opções além das aplicações tradicionais e optar por investir de forma ativa em segmentos de mercado especializados.** Esta abordagem multifacetada visa captar oportunidades e, ao mesmo tempo, criar resiliência num contexto em que tanto as ações como as obrigações enfrentam obstáculos de valorização.

### Desempenho dos mercados durante os anteriores ciclos de flexibilização monetária

Fonte: Santander Private Banking e Bloomberg

No passado, um cenário de aterragem suave permitiu retornos positivos em todos os mercados

Primeiro corte	Último corte	Economy	Variação da Yield (pbs)		Retornos durante o período					
			Alteração da taxa de juro de referência	Tesouro a 10 anos	Numerário (Mercado Monetário)	Investment Grade	High Yield	Títulos da Dívida Pública	Crédito sec. (MBS)	Ações (S&P 500)
Out-84	Ago-86	Aterragem suave	-587	-551	16%	44%	44%	36%	42%	51%
Jun-89	Set-92	Recessão	-675	-197	25%	44%	47%	40%	44%	30%
Jul-95	Jan-96	Aterragem suave	-75	-45	3%	9%	7%	6%	6%	15%
Set-98	Nov-98	Aterragem suave	-75	31	1%	4%	3%	2%	2%	9%
Jan-01	Jun-03	Recessão	-550	-175	7%	31%	23%	21%	20%	-28%
Set-07	Dez-08	Recessão	-500	-222	3%	-2%	-25%	16%	13%	-40%
Jul-19	Out-19	Aterragem suave	-75	-24	1%	4%	1%	2%	2%	2%
Mar-20	Mar-20	Recessão	-150	-28	0%	-7%	-11%	2%	1%	-21%
<b>Média total</b>			<b>-336</b>	<b>-151</b>	<b>7%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>2%</b>
Aterragem suave			-203	-147	5%	15%	14%	12%	13%	19%
Recessão			-469	-156	9%	17%	9%	20%	20%	-15%

## 2.1 Mantenha-se à frente da curva

As estratégias de alocação a obrigações merecem ser reavaliadas, uma vez que os mercados preveem uma aterragem suave e cortes moderados nas taxas. Após a forte recuperação de 2024, as yields diminuíram substancialmente e diferenciais de crédito atingiram mínimos históricos. Esta variação dos preços reflete a crescente confiança na estabilidade económica, embora os ganhos adicionais possam ser limitados em relação aos níveis atuais.

**As obrigações oferecem vantagens sobre o numerário, principalmente durante os ciclos de cortes nas taxas de juro.** Embora o numerário seja essencial para as necessidades de curto prazo, historicamente os investimentos em obrigações superam o numerário, proporcionando melhores retornos potenciais tanto através da yield como da valorização do capital. Isto faz com que as obrigações constituam uma opção estratégica para os investidores que procuram otimizar as suas carteiras no atual contexto económico. Para capitalizar sobre estas oportunidades, pode ser vantajoso para os investidores explorarem uma abordagem diversificada para investimentos em obrigações. O que inclui analisar diversos segmentos, como dívida pública, dívida privada e alternativos de obrigações.

**Os títulos do tesouro continuam a ser fundamentais, apesar de proporcionarem rendimentos mais baixos,** oferecendo estabilidade e proteção das carteiras. O foco deve ser em obrigações de maior duração e títulos protegidos contra a inflação para se aumentarem os retornos neste contexto. **O rendimento atual dos títulos do Tesouro a 10 anos de 4,4% oferece um ponto de entrada atrativo** à medida que a FED avança no seu ciclo de flexibilização.

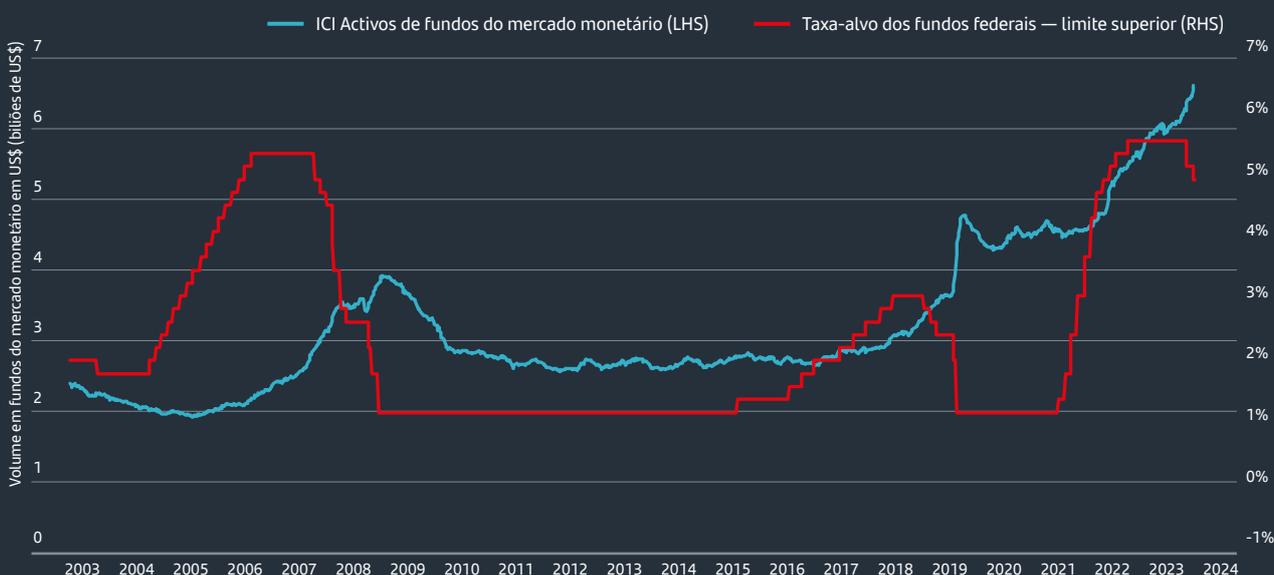
**A dívida privada oferece oportunidades atrativas, mas exige uma avaliação cuidadosa da qualidade do crédito,** dados os spreads apertados (spreads de grau de investimento a 80 pb - spreads de investment grade a 80 pb). A seleção do setor e do emissor passa a ser um aspeto crítico à medida que o ciclo de crédito amadurece. Foco em setores defensivos e balanços sólidos.

Segmentos especializados em obrigações, como títulos de High Yield, dívida de mercados emergentes e produtos estruturados, oferecem **oportunidades adicionais de diversificação e melhoria de yield.** Estes investimentos podem proporcionar retornos mais elevados, mas apresentam maiores riscos, o que faz com que seja essencial fazer uma investigação profunda e uma gestão ativa. **Uma abordagem diversificada e gerida de forma ativa pode ajudar a otimizar as carteiras neste contexto de taxas em evolução.** Esta estratégia envolve equilibrar taticamente a exposição à duração, à medida que os bancos centrais cortam as taxas, adicionando seletivamente risco de crédito em setores com bases sólidas e incorporando segmentos especializados, como dívida de mercados emergentes e dívida securitizada para melhoria da yield. O segredo é manter a flexibilidade para se poderem ajustar as posições conforme as oportunidades vão mudando entre regiões e segmentos, mantendo uma distribuição básica defensiva focada em títulos do tesouro e corporativos de elevada qualidade.

### Ativos do fundo do mercado monetário dos EUA vs. Taxa de fundos da FED

Fonte: Bloomberg. Dados semanais até 07/11/2024

Níveis recorde de fundos líquidos irão iniciar a procura de rendimento à medida que ocorrerem cortes nas taxas



## 2.1.1 Posição para uma curva mais acentuada

As taxas de juro devem cair significativamente durante o ano de 2025, com a taxa dos fundos da FED a cair abaixo dos 4% e a taxa de depósitos do BCE a dirigir-se para os 2%, o que cria oportunidades atrativas para **lá dos investimentos em numerário, à medida que a curva de rendimentos se inclina durante o ciclo de flexibilização.**

Os ciclos monetários históricos demonstram que as taxas de curto prazo geralmente caem mais rapidamente que as taxas de longo prazo, conduzindo a **curvas de rendimento mais inclinadas.** Esse padrão cria **oportunidades para que os gestores ativos captem yields mais elevadas do que o numerário, beneficiando da potencial valorização dos preços à medida que as taxas caem** e aproveitando a volatilidade do mercado à volta de cada decisão dos bancos centrais.

Para investidores dos EUA, o segmento de 5 anos oferece um valor atrativo com rendimentos de 4,2% e risco de duração moderado. Os investidores europeus podem encontrar oportunidades no intervalo de 3 a 7 anos, onde os cortes mais agressivos do BCE podem gerar retornos mais fortes. Os padrões históricos mostram que **as taxas de curto prazo geralmente caem mais rapidamente do que as taxas de longo prazo durante os ciclos de flexibilização.**

**Embora o sentido da evolução das taxas pareça claro, o caminho não será reto.** A volatilidade dos mercados pode surgir da incerteza quanto ao ritmo dos cortes nas taxas, das mudanças na política fiscal, das questões sobre a sustentabilidade da dívida soberana em certos países e das reações aos dados económicos. Os riscos geopolíticos e as diferentes trajetórias da inflação entre as diversas regiões podem complicar ainda mais as vias a seguir pelas políticas dos bancos centrais, enquanto níveis elevados de dívida pública podem vir a ter impacto sobre os prémios de prazo. No entanto, é precisamente neste contexto de mudança e adaptação que a gestão ativa pode agregar mais valor.

Esse ambiente de mudança cria **oportunidades para que os gestores ativos captem valor através de um posicionamento dinâmico.** Em vez de permanecer em numerário ou de assumir risco excessivo de duração, uma abordagem equilibrada focada na parte intermédia da curva oferece um potencial de retorno ajustado ao risco bastante atrativo. A flexibilidade para ajustar o posicionamento à medida que as oportunidades evoluem, mantendo ao mesmo tempo os objetivos estratégicos, torna-se essencial

A capacidade para ajustar ativamente a duração e o posicionamento na curva durante os ciclos de flexibilização monetária é crucial

Embora o sentido das taxas pareça claro, o caminho não será reto e a volatilidade do mercado de títulos aumentou após as eleições nos EUA

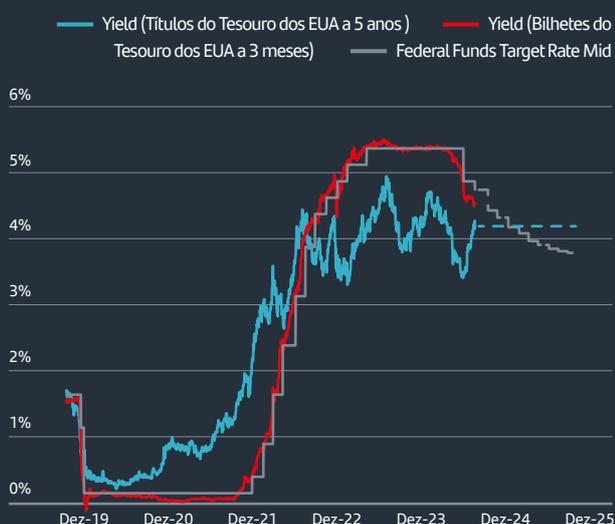
Os gestores ativos podem gerar valor para os investidores neste contexto dinâmico

### O valor de investir de forma ativa num cenário de mudanças para taxas de curto prazo e rendimentos de médio prazo

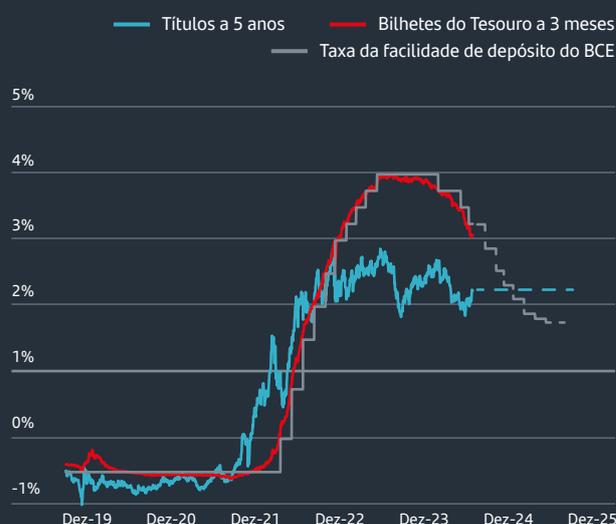
Fonte: Bloomberg e função WIRP para taxas de juros esperadas dos bancos centrais em 2025. Dados de 07/11/2024

Para lá do numerário: o caso do aumento da duração à medida que a curva se torna mais inclinada

#### Estados Unidos



#### Europa



## 2.1.2 Explore oportunidades de crédito especializadas

Os spreads de obrigações de dívida privada estão historicamente apertados, demonstrando a necessidade de uma abordagem estratégica para gerir o risco de crédito. Esta maior rigidez reflete a atual assimetria nos retornos de crédito, com potencial de subida limitado comparativamente com o risco de queda. Apesar dos fortes fundamentais empresariais e dos cortes esperados nas taxas, o prémio por deter risco de crédito diminuiu significativamente.

Para clientes de private banking, áreas específicas do mercado de crédito oferecem retornos favoráveis em relação ao risco. Os títulos de dívida, em especial os títulos garantidos por créditos hipotecários (MBS), apresentam motivos convincentes. O setor imobiliário residencial dos EUA enfrenta uma situação de oferta limitada, o que respalda a qualidade dos ativos neste tipo de títulos. Os títulos garantidos por créditos hipotecários oferecem um spread de yield atrativo e são apoiados por colaterais sólidos, o que faz deles uma escolha adequada para se aumentar o rendimento sem aumentar significativamente a exposição ao risco. A natureza estruturada dos títulos garantidos por créditos hipotecários, muitas vezes com apoio governamental, oferecem uma segurança adicional num contexto de mercado volátil.

Os setores de crédito especializados, incluindo obrigações de catástrofe (CAT), Additional Tier 1 (AT1) capital instruments, crédito privado e collateralized loan obligations (CLOs) oferecem benefícios de diversificação." Estes instrumentos complexos exigem uma gestão especializada, mas podem aumentar o rendimento da carteira sem aumentar significativamente a correlação com os riscos tradicionais. As obrigações de catástrofe oferecem oportunidades de rendimento não correlacionados, enquanto os CLOs e os títulos AT1 servem como opções de elevado rendimento com perfis de risco-retorno únicos. A gestão ativa torna-se essencial neste contexto, uma vez que os gestores podem responder dinamicamente às oportunidades de ampliação dos spreads, ao mesmo tempo que se posicionam defensivamente quando os spreads se tornam ainda mais apertados. A seleção de títulos em segmentos de mercado menos eficientes cria um potencial alfa. A capacidade de manter a flexibilidade no ajustamento da exposição ao risco à medida que as condições evoluem ajuda a proteger contra distorções do mercado. Através da seleção de crédito direcionada e da gestão ativa de riscos, os gestores podem identificar oportunidades e, ao mesmo tempo, manter uma proteção adequada da carteira.

Gestão ativa e foco na qualidade em detrimento do rendimento à medida que os spreads de crédito se tornar mais apertados

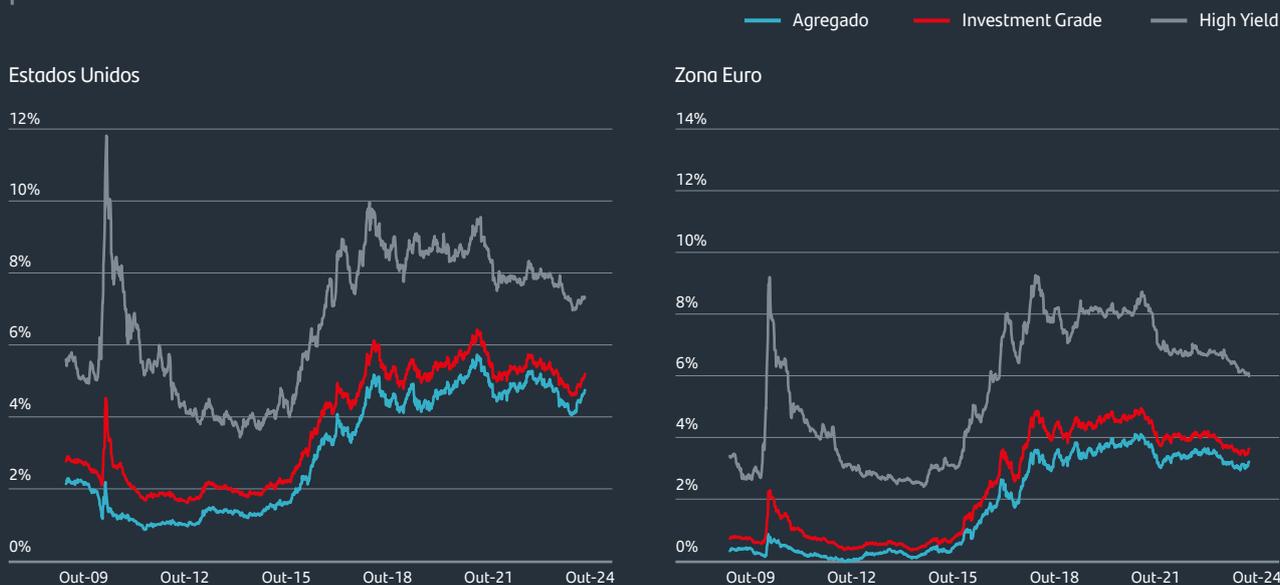
Os títulos de dívida, em especial os títulos garantidos por créditos hipotecários (MBS), oferecem retornos atrativos com um forte valor de garantia subjacente

Os setores de crédito especializados oferecem oportunidades de diversificação sempre que sejam acedidos através de gestores experientes

### Evolução das Yields dos índices de obrigações dos EUA e da Zona Euro

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/10/2024

As partes mais arriscadas do crédito (High yield) recuperaram, reduzindo o prémio por as possuírem



Índices usados para estes gráficos: Bloomberg US Agg Total Return Index USD, Bloomberg US Corporate Total Return Index USD, Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index USD, Bloomberg Pan-European Aggregate Total Return Index EUR, Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate TR Index EUR, Bloomberg Pan-European High Yield Total Return Index EUR

## 2.1.3 Procure a diversificação em mercados emergentes

A dívida de mercados emergentes (DME) oferece uma diversificação bastante valiosa dentro das obrigações. **Historicamente, a DME beneficiou da queda das taxas nos EUA, de cenários económicos de aterragens suaves e do enfraquecimento do dólar.** No entanto, os desenvolvimentos políticos recentes nos EUA introduziram novos obstáculos. O aumento dos rendimentos nos EUA e a expansão orçamental estão a fortalecer o dólar, e a aumentar a pressão sobre as moedas e dívidas dos mercados emergentes, especialmente para emissores com obrigações denominadas em dólares americanos.

**As recentes ações de estímulo da China criam otimismo,** apoiando o crescimento em economias emergentes e preparando o cenário para entradas de capital de longo prazo. No entanto, a força do dólar continua a ser um fator complexo, elevando os encargos com a dívida nesses mercados. **O diferencial de rendimento entre mercados emergentes e desenvolvidos, continua no entanto a oferecer um potencial de retorno atrativo,** especialmente em países com elevadas taxas reais e fundamentais macro robustos.

O investimento em DME pode ser feito através de duas opções principais: moeda forte e títulos em moeda local. **A DME em moedas fortes,** denominada em moedas de reserva como o dólar americano, limita o risco cambial e continua a ser atrativa à medida que as yields nos US caem. **A DME em moedas locais,** emitida em moedas locais de mercados emergentes, oferece uma exposição direta aos rendimentos locais e ao potencial de valorização dessas moedas em relação ao dólar. No entanto, a atual situação de um dólar forte pode neutralizar esses ganhos, representando um desafio para os investidores que aceitam riscos cambiais.

Apesar da volatilidade da moeda, **os mercados emergentes com fundamentais macroeconómicos sólidos e yields elevadas continuam a ser atrativos.** Os países com reservas cambiais robustas, com uma política monetária disciplinada e com saldos de contas correntes a melhorarem oferecem oportunidades particularmente atrativas. Este segmento oferece benefícios de diversificação significativos, adicionando uma valiosa exposição a oportunidades de crescimento em obrigações globais. Com uma abordagem estratégica e diversificada, a DME pode atuar como um componente essencial da carteira para investidores que procuram retornos que equilibrem as perspectivas dos mercados emergentes com riscos que sejam geríveis.

A dívida dos mercados emergentes está posicionada para beneficiar da queda das taxas nos EUA, apesar da recente turbulência após a eleição de Donald Trump

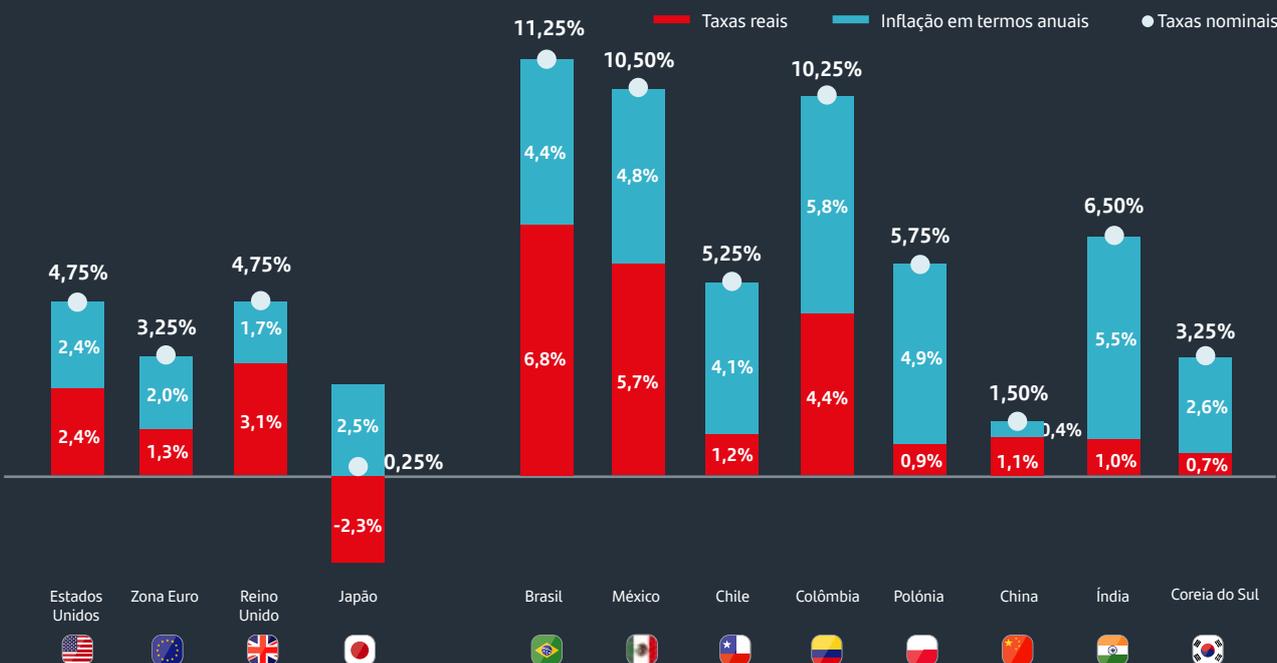
O potencial para um dólar mais fraco e o novo programa de estímulo da China são também considerados como ventos favoráveis

Taxas de juro reais mais altas são o principal suporte para a dívida de mercados emergentes em moeda local

### Repartição das taxas nominais, reais e da inflação entre economias desenvolvidas e emergentes

Fonte: Bloomberg. Dados de 11/7/2024. IPC de outubro e taxas de referência dos bancos centrais

A diversificação para mercados emergentes proporciona acesso a taxas reais mais elevadas



## 2.2 Aproveite o crescimento além do entusiasmo inicial

A perspectiva do mercado de ações continua a ser construtiva, apoiada pela dinâmica dos lucros e pela flexibilização monetária que pode expandir os múltiplos de avaliação. No entanto, parece que os mercados contaram largamente com este cenário otimista. O ganho de 20% do MSCI World Index no acumulado do ano foi impulsionado principalmente pelas ações de tecnologia das "7 Magníficas", que subiram mais de 60%, lideradas pela Nvidia. Esta concentração extrema do mercado sugere que a gestão ativa pode ser especialmente valiosa.

Embora a concentração de mercado tenha atingido níveis notáveis, com as 10 principais ações do S&P 500 agora a representarem mais de 30% do índice, contra 23% em 2019, isto reflete a força única dos mercados dos EUA como o centro das empresas inovadoras a nível global. O histórico consistente de crescimento dos lucros e a liderança tecnológica do S&P 500 justificam uma aplicação estratégica central, apesar das avaliações atuais de 25x os lucros. No entanto, as elevadas valorizações nos mercados globais sugerem a manutenção de uma postura geral neutra em relação às ações, ao mesmo tempo que se diversifica seletivamente para lá dos líderes tecnológicos de megacapitalização dominantes. Identificamos três oportunidades principais para 2025:

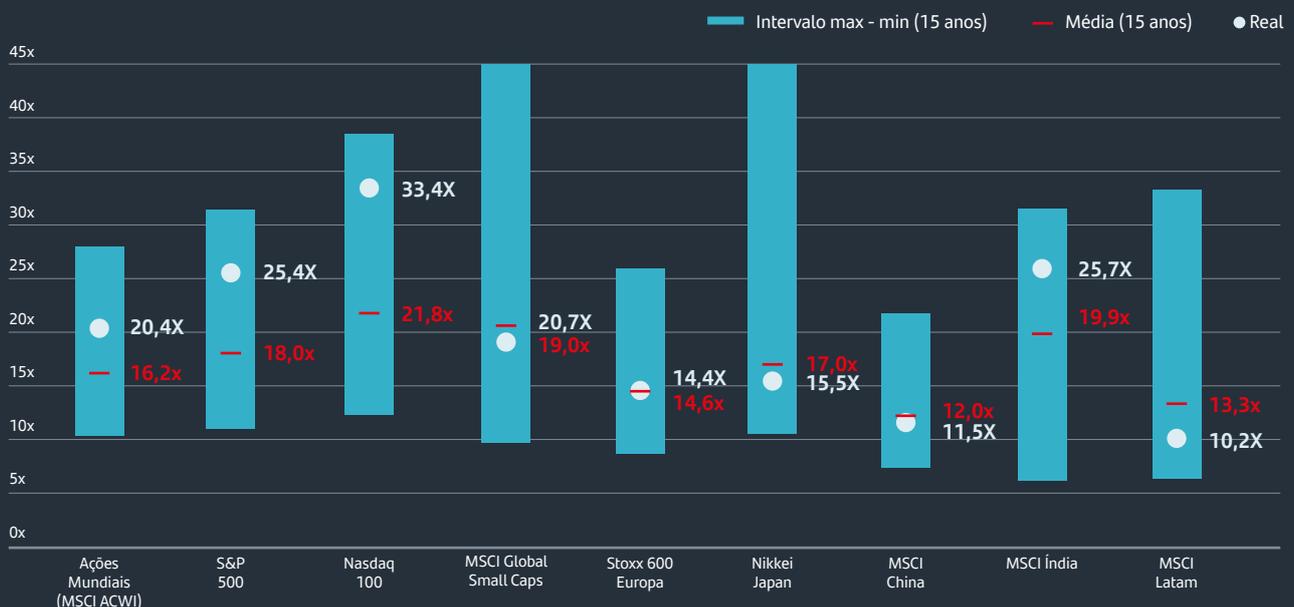
- 01** **Posicionamento para uma recuperação mais ampla:** Maior concentração em empresas de qualidade com balanços sólidos fora da área tecnológica, incluindo empresas de pequena capitalização com valor atrativo e prontas para a recuperação.
- 02** **Investir na próxima onda de inovação:** Procurar empresas que implementem soluções de inteligência artificial com sucesso em diversos setores, em vez de fornecedores de infraestruturas totalmente valorizados. Esta fase "IA 2.0" pode oferecer melhores retornos ajustados ao risco.
- 03** **Investir em infraestruturas de dados e energia para lá da inteligência artificial:** Procurar um posicionamento em empresas que impulsionam e viabilizam investimentos massivos ao longo de vários anos em inovação energética, centros de dados e modernização da rede elétrica.

**A diversificação geográfica em mercados europeus e emergentes oferece um valor adicional, com valorizações mais baixas compensando as modestas perspectivas de crescimento.** As principais oportunidades incluem as indústrias e energias renováveis da Europa, a história de crescimento doméstico da Índia, as vantagens das commodities e nearshoring na América Latina, e os mercados asiáticos que estão a beneficiar do estímulo da China. Esta diversificação regional não só reduz os riscos da concentração, mas também posiciona as carteiras para captar diferentes ciclos económicos e tendências seculares para lá da narrativa tecnológica dos EUA.

### Valorização (relação preço/lucro) de mercados de ações selecionados comparativamente com a média histórica

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/10/2024

O excecionalismo dos EUA (crescimento mais forte e liderança tecnológica) resulta em prémios de valorização significativos



## 2.2.1 Posicionamento para uma recuperação mais ampla

A recuperação esperada do mercado sinaliza uma mudança significativa na liderança tecnológica concentrada. As ações de mega capitalização das "Sete Magníficas" (cuja capitalização de mercado agora excede o PIB dos principais países, como se mostra abaixo) devem dar lugar a uma participação mais ampla no mercado. Espera-se que o crescimento excepcional de 36% nos lucros das empresas de tecnologia em relação ao ano anterior no segundo trimestre de 2024 seja moderado. Esta **moderação no intervalo de crescimento dos lucros (ilustrada no gráfico abaixo) cria um contexto em que o desempenho do mercado se torna menos dependente de uns quantos líderes tecnológicos dominantes.**

Para capitalizar nesta mudança, recomendamos uma abordagem diversificada, enfatizando **ações de elevada qualidade com balanços patrimoniais sólidos e rentabilidade consistente.** As empresas caracterizadas por fluxos de caixa robustos, lucros estáveis e uma capacidade comprovada de navegar pelos ciclos económicos estão bem posicionadas para esta fase de recuperação mais ampla. Estas empresas podem oferecer tanto resiliência como retornos estáveis à medida que os mercados passam de uma liderança tecnológica concentrada para um contexto de lucros mais equilibrado.

**As ações com valor e de pequena capitalização oferecem oportunidades particularmente atrativas,** tendo ficado significativamente para trás durante o prolongado período do setor de tecnologia. Estes segmentos de mercado devem beneficiar tanto de taxas de juro mais baixas, podendo assim reduzir custos financeiros, como de potenciais cortes em impostos sobre as empresas com a nova administração Trump. A combinação de valorizações atrativas com melhores fundamentos cria uma configuração favorável para estes segmentos que antes estavam negligenciados.

Também favorecemos **empresas com fortes programas de retorno para acionistas através de dividendos e recompras.** Ações que pagam dividendos proporcionam uma boa estabilidade de rendimento, enquanto os programas de recompra ativos demonstram um compromisso claro em termos de maximização de valor para os acionistas. Essas empresas geralmente recompensam bem os investidores em contextos de mercado estáveis, o que está de acordo com nossa tese de recuperação mais ampla. Este ênfase nos retornos de capital torna-se cada vez mais importante à medida que o mercado transita para um contexto de crescimento mais equilibrado.

O desempenho do mercado de ações tem estado fortemente concentrado em 2023 e 2024

Ampliar o foco para ações de qualidade para lá da tecnologia para um potencial de crescimento estável

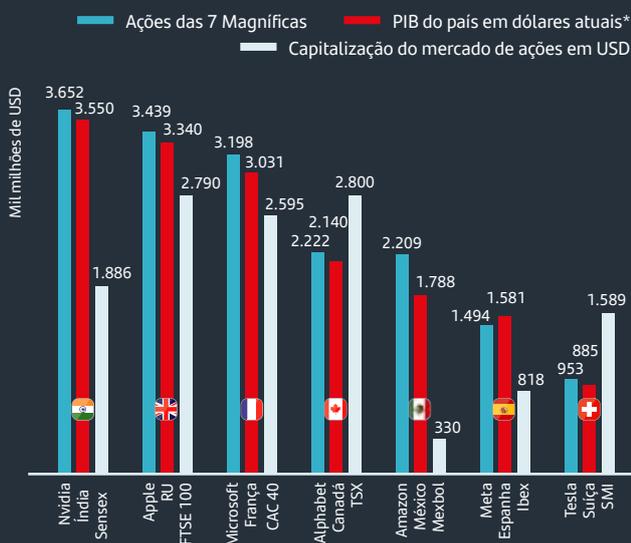
A reeleição de Trump vem acrescentar combustível à ampliação da recuperação de ganhos com potenciais cortes de impostos

### Capitalização do mercado de ações das 7 Magníficas (M7) versus índices de países relevantes e PIB

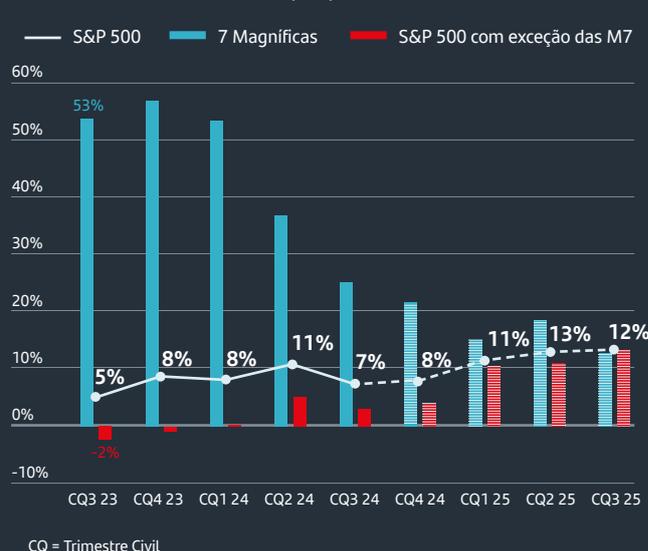
Fonte: Bloomberg

A concentração em mercados acionistas e a ampliação da recuperação de lucros apoiam a diversificação

Capitalização de mercado das M7 vs. índices de países e PIB



Crescimento trimestral dos lucros (em %, em termos anuais) das ações das M7 vs. restante do S&P 500 (493)



## 2.2.2 Investir na próxima onda de inovação

A revolução tecnológica apresenta **oportunidades de investimento atrativas em inteligência artificial, robótica, energias renováveis e ciências da vida**. Embora o entusiasmo do mercado tenha levado a elevadas valorizações para empresas líderes tecnológicas como a Microsoft, a Nvidia e a Alphabet, há um valor significativo na identificação da próxima geração de inovadores para lá destes atores estabelecidos. As valorizações atuais em fornecedores de infraestruturas sugerem que podem estar a ser consideradas muitas das oportunidades de curto prazo.

A Lei de Amara oferece uma perspectiva crucial: em geral os mercados sobrestimam o impacto imediato da tecnologia e subestimam o seu poder transformador a longo prazo. Em vez de se concentrar apenas em fornecedores de infraestruturas, os investidores devem identificar empresas que implementem essas tecnologias com sucesso. Assim como a Amazon e o Google criaram valor superior ao aplicarem as infraestruturas da internet para transformarem o comércio e a publicidade, **os líderes de amanhã serão as empresas que implementarem soluções de inteligência artificial, robótica e energia limpa de forma eficaz na resolução de desafios comerciais reais**.

O sucesso na adoção da tecnologia exige três elementos principais: a implementação sofisticada de soluções de inteligência artificial em setores tradicionais, a combinação eficaz de diversas tecnologias emergentes na criação de vantagens competitivas e a transformação de modelos de negócios existentes para se captarem novos mercados. Em geral estas empresas são negociadas com valorizações mais razoáveis do que as dos fornecedores de tecnologia, ao mesmo tempo que oferecem uma exposição semelhante a tendências de crescimento secular.

Os gestores ativos podem identificar estes futuros vencedores avaliando os ativos de dados proprietários das empresas, as vantagens competitivas existentes, a capacidade demonstrada para a implementação de mudanças e caminhos claros para capitalizar em investimentos tecnológicos. Em geral as oportunidades mais atrativas não estão nos criadores de tecnologia, mas sim **nos adotantes sofisticados que tiram partido dessas inovações para impulsionar ganhos de produtividade e aumento de receitas**. Esta abordagem proporciona uma exposição à transformação tecnológica, evitando ao mesmo tempo os prémios de valorização atualmente vinculados aos fornecedores de infraestruturas, que em alguns casos excedem 30x os ganhos futuros.

Diversificar as carteiras tendo em vista indústrias que integrem tecnologias transformadoras de forma eficaz

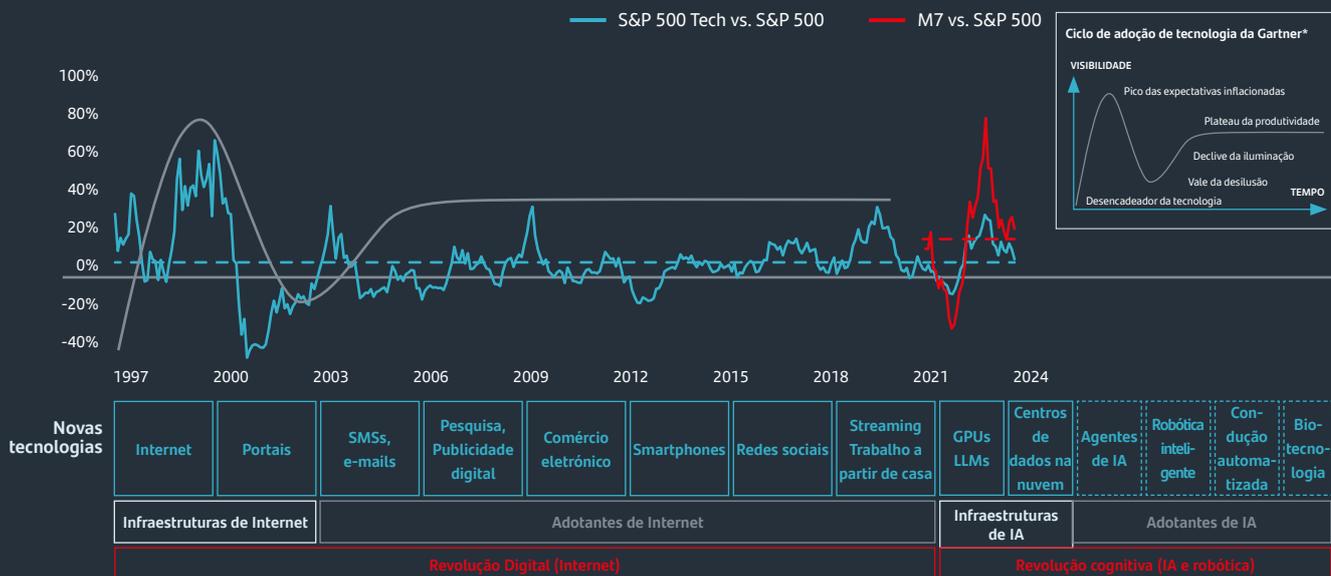
Mudança de posicionamento dos fornecedores de infraestruturas para quem adote a IA 2.0.

Procure concentrar-se em investir em empresas que possam beneficiar com o aumento da produtividade ou das receitas

### Diferencial de desempenho em períodos homólogos do setor da tecnologia e das 7 Magníficas versus o S&P 500

Fonte: Bloomberg e Santander Private Banking. Dados de 11/07/2024

#### A próxima onda de criação de valor (IA 2.0): Quem adotem a IA



\*O Gartner Hype Cycle é uma apresentação gráfica desenvolvida, usada e registada pela empresa americana de investigação, consultoria e tecnologias de informação Gartner para representar as fases de maturidade, adoção e aplicação social de certas tecnologias específicas.

## 2.2.3 Energia e dados: impulsionando a inteligência artificial

A adoção da inteligência artificial está a aumentar fundamentalmente os requisitos de infraestruturas de energia e de centros de dados, criando oportunidades de investimento significativas. O aumento das exigências de computação da inteligência artificial está a gerar um crescimento sem precedentes no consumo de energia, com perspetivas de que o uso de energia por parte dos centros de dados triplique até 2030. Esta expansão exige mais de 50 gigawatts de capacidade adicional somente nos Estados Unidos, o que representa investimentos potenciais superiores a 500 mil milhões de dólares<sup>1</sup>.

**Fazer face à procura energética por parte da inteligência artificial exige uma transformação completa dos sistemas de geração e distribuição de energia.** As estimativas para o setor sugerem uma necessidade de investimentos da ordem dos 800 mil milhões de dólares<sup>2</sup> em redes de transmissão e distribuição durante a próxima década. Além da simples expansão da capacidade, esta transformação exige maior eficiência e a escolha de localizações estratégicas. As regiões que oferecem energia de confiança e económica estão a emergir como os principais destinos para o desenvolvimento integrado de centros de dados e infraestruturas de energia.

A sustentabilidade ambiental tornou-se um aspeto central das estratégias de infraestruturas. Os compromissos quanto à redução de carbono de parte das principais empresas tecnológicas estão a acelerar a procura por soluções de energia renovável. E isto cria oportunidades atrativas em projetos solares e eólicos, iniciativas de modernização da rede e sistemas de armazenamento de energia. Os investimentos em infraestruturas neste setor combinam características defensivas — contratos de longo prazo e retornos regulamentados — com um potencial de crescimento significativo a partir da adoção contínua da inteligência artificial.

**As oportunidades de investimento abrangem diversos subsectores: centros de dados, geração de energia, redes de transmissão e tecnologia das rede de distribuição.** As principais áreas de foco incluem soluções de armazenamento de energia, desenvolvimento de redes inteligentes e tecnologias de eficiência. O sucesso exige que se compreenda tanto a procura por tecnologia de parte da inteligência artificial como o próprio cenário energético em evolução. Os investidores podem aceder a este tema através de fundos de infraestruturas especializados, de investimentos diretos em projetos ou exposição ao mercado público cuidadosamente selecionada para empresas que viabilizem essa transformação.

As revoluções cognitiva e industrial irão exigir uma expansão significativa das infraestruturas dos centros de dados

Os investimentos em fontes de energia sustentáveis e na expansão eficiente da rede elétrica são cruciais para satisfazer esta procura

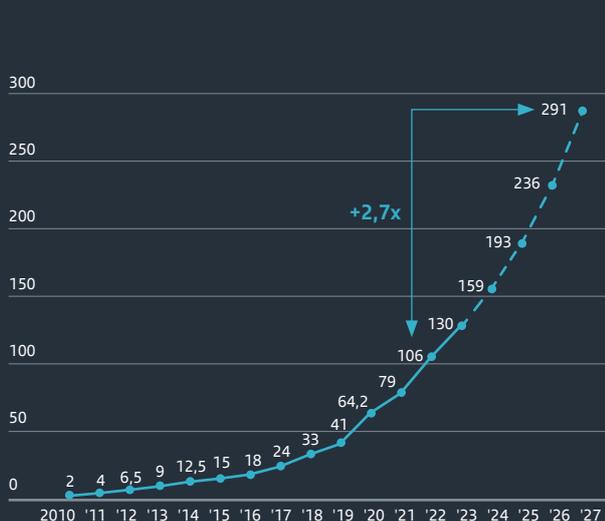
A inteligência artificial permite às distribuidoras de eletricidade otimizar as redes para procuras de energia sem precedentes

### Crescimento exponencial de dados e previsões de procura de energia para centros de dados

Fonte: Perspectivas da Global Energy 2023. McKinsey, outubro de 2023 e Statista, Bernard Marr & Co.

## O crescimento explosivo da inteligência artificial está a alimentar um boom nas infraestruturas de dados e energia

Crescimento da geração de dados a nível global (Zettabytes/ano)



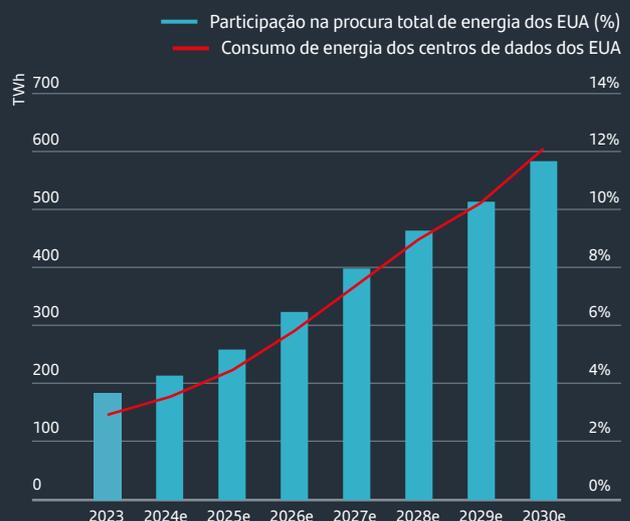
1 Zettabyte = 1.000.000.000.000 Gigabytes

1 Terawatt = 1.000.000.000 de KWh

1 Perspectivas Globais de Energia da McKinsey para 2023

2 Perspectivas Energéticas Mundiais da IEA para 2023

Estados Unidos — Procura de energia para centros de dados



## 2.3 Diversificar para lá do mix tradicional

As carteiras equilibradas tradicionais enfrentam desafios, uma vez que as valorizações elevadas em ações e obrigações oferecem um potencial de valorização limitado no meio da potencial volatilidade. A nossa sugestão é uma abordagem mais diversificada, incorporando mercados privados, ativos reais, fundos de cobertura, produtos estruturados e commodities. Esta combinação mais ampla de ativos proporciona uma resiliência adicional, proteção contra a inflação e estabilidade a nível de rendimento. Ao adotar estas estratégias, os investidores podem aumentar os seus retornos e gerir riscos de forma eficaz num contexto de mercado cada vez mais complexo e incerto.

**As carteiras equilibradas tradicionais enfrentam desafios, uma vez que as valorizações elevadas em ações e obrigações oferecem um potencial de valorização limitado no meio da potencial volatilidade**, com os preços atuais de mercado já a descontarem um cenário otimista de aterragem suave e flexibilização por parte dos bancos centrais. A análise histórica mostra que, durante os ciclos de cortes nas taxas, manter a exposição ao mercado tem-se mostrado mais recompensador do que deter numerário, principalmente em cenários de aterragem suave quando as carteiras equilibradas têm apresentado um desempenho superior de forma consistente.

Ao integrar alternativas — como capital privado, imóveis, infraestruturas e fundos de cobertura macro — as carteiras podem ganhar estabilidade e aproveitar fluxos de retorno exclusivos menos correlacionados com os mercados públicos, mantendo a exposição ao potencial de alta do mercado. Os ativos reais oferecem um potencial de crescimento e rendimentos, especialmente através de rendimentos estáveis de aluguer em imóveis ou infraestruturas críticas ligadas à digitalização e à transição energética, proporcionando tanto diversificação da carteira como participação em tendências estruturais de longo prazo.

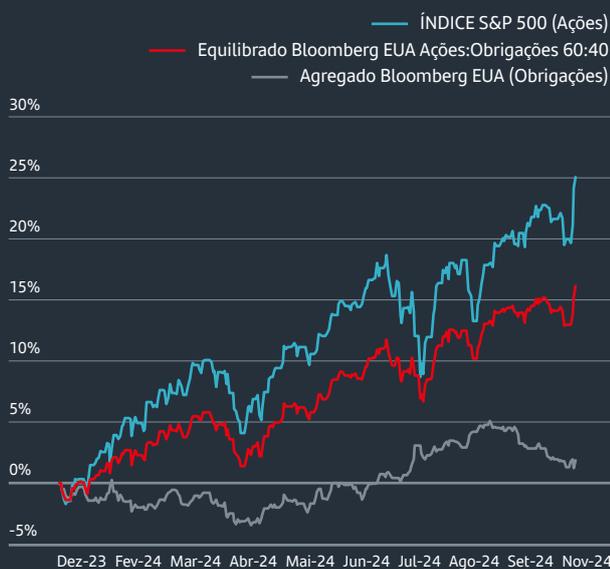
Além disso, os ativos-refúgio como o ouro e as commodities estratégicas, acrescentam **camadas de proteção contra riscos geopolíticos e inflacionistas**. Com a crescente procura por **ouro** por parte dos bancos centrais, juntamente com o interesse crescente em commodities essenciais, os investidores podem garantir um valor mais estável por meio de ativos tangíveis. **Os produtos estruturados** permitem ainda uma proteção personalizada contra perdas, ao mesmo tempo que retêm algumas vantagens. Esta **estratégia expandida de aplicação de ativos aumenta a resiliência da carteira**, equipando os clientes para navegar tanto pela volatilidade como pelas oportunidades num cenário global em evolução. Ao ir além da aplicação equilibrada tradicional, os investidores podem posicionar-se melhor tanto em termos de proteção como de oportunidade, num mundo cada vez mais incerto. A combinação de fluxos de retorno não correlacionados a partir de mercados privados, proteção contra a inflação de ativos reais, mitigação de perdas através de produtos estruturados e diversificação estratégica através de commodities e ouro cria uma estrutura mais robusta da carteira, que pode potencialmente resistir a vários contextos de mercado, mantendo a participação em tendências de crescimento de longo prazo.

### Desempenho de carteiras tradicionais equilibradas (60% ações e 40% obrigações)

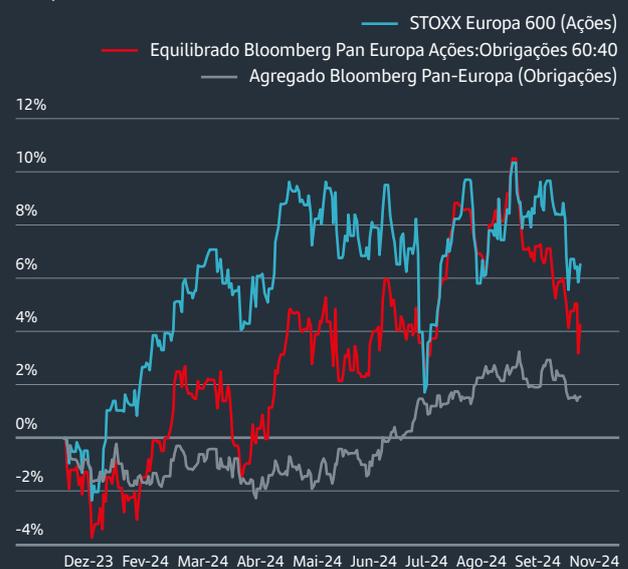
Fonte: Bloomberg

#### As carteiras diversificadas recuperaram graças aos mercados de ações

Estados Unidos



Europa



## 2.3.1 Mudança para mercados privados

Os mercados privados tornaram-se fundamentais para a forma como as empresas mobilizam capital e criam valor na economia atual. O declínio significativo das ofertas públicas iniciais ao longo da última década reflete esta transformação, uma vez que as empresas agora podem aceder a financiamento significativo através de canais privados — incluindo capital de risco, capital privado, dívida privada e investimentos em infraestruturas — permitindo que cresçam significativamente antes de considerarem fazer uma oferta pública de capital. A dívida privada surgiu como uma fonte vital de financiamento, oferecendo às empresas alternativas flexíveis ao financiamento bancário tradicional, enquanto os investimentos em infraestruturas oferecem exposição a ativos essenciais com retornos estáveis impulsionados pelas tendências de digitalização e sustentabilidade. Esta evolução criou oportunidades de investimento diferenciadas, para lá daquilo que os mercados públicos oferecem normalmente, levando os investidores institucionais a aumentarem as suas aplicações nos mercados privados de 17% para 27% ao longo da última década.

O acesso aos mercados privados melhorou através de veículos de investimento inovadores. Os fundos perenes e secundários oferecem alternativas às estruturas tradicionais fechadas, apresentando oportunidades regulares de liquidez, efeitos reduzidos da curva J, diversificação de anos vintage e maior flexibilidade na gestão das carteiras. O contexto atual parece particularmente favorável ao investimento em mercados privados, dadas as redefinições de avaliações devido a taxas mais elevadas, níveis normalizados de captação de recursos reduzindo a concorrência, um fluxo de negócios robusto à medida que as empresas adiam a sua oferta pública e oportunidades de expansão em setores em crescimento como a inteligência artificial, a saúde e a sustentabilidade.

Para investir com sucesso no mercado privado, os investidores devem concentrar-se em **quatro princípios fundamentais: manter uma exposição consistente, dar prioridade à seleção de gestores, abraçar a diversificação e considerar novas estruturas de investimento**. Uma estratégia de compromissos constante ao longo dos ciclos do mercado historicamente oferece resultados superiores comparativamente com abordagens táticas em termos de timing. A seleção de gestores tem-se tornado cada vez mais crucial à medida que a dispersão de desempenho aumenta entre os quartis superior e inferior. A diversificação geográfica e estratégica ajuda a otimizar os retornos ajustados ao risco. Por fim, explorar estruturas flexíveis como por exemplo os fundos perenes pode agilizar a gestão da carteira e, ao mesmo tempo, manter a exposição ao mercado privado. **Embora os mercados privados exijam paciência e experiência, continuam a oferecer oportunidades atrativas para os investidores que adotem uma abordagem sistemática e bem diversificada, focada em aceder a gestores de elevado nível.**

Os mercados privados cresceram significativamente e oferecem oportunidades de investimento únicas, não disponíveis em mercados cotados

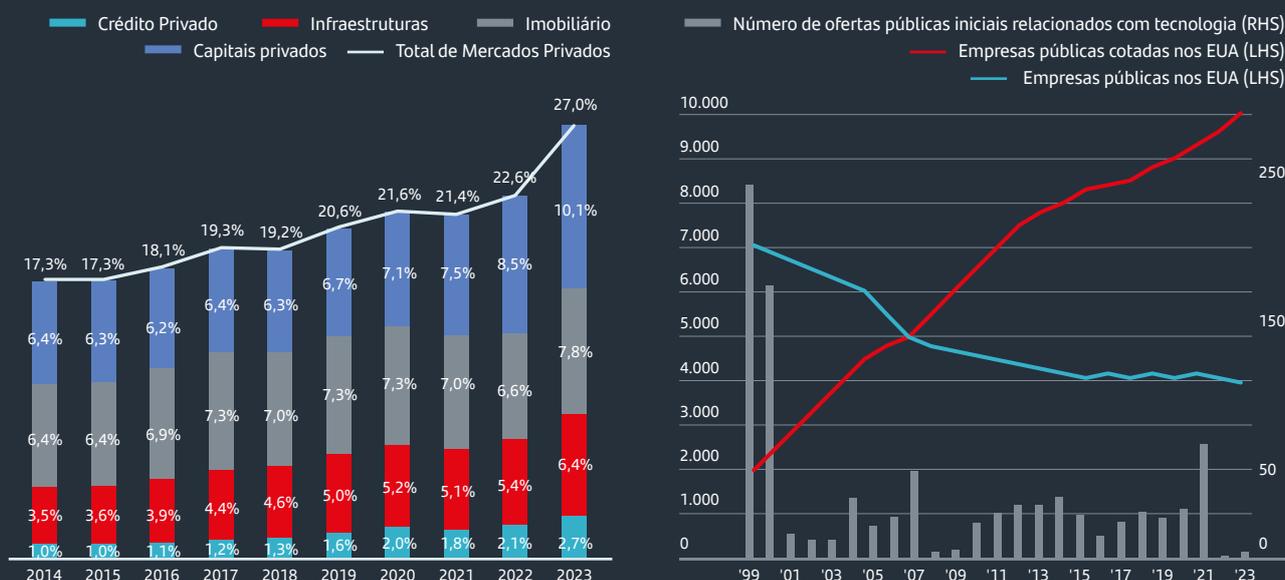
Com as empresas inovadoras a adiarem as suas ofertas públicas iniciais, os mercados privados tornaram-se essenciais para captar valor inicial

Estruturas inovadoras como fundos perenes e secundários melhoram a liquidez e a acessibilidade

### Aplicação dos investidores institucionais em mercados privados e evolução das ofertas públicas iniciais

Fonte: McKinsey Global Private Markets Review 2024. Março de 2024

#### Os mercados privados estão a crescer e a oferecer benefícios de diversificação exclusivos



## 2.3.2 Aumentar a exposição a ativos reais

Apesar do seu recente menor desempenho devido ao aumento das taxas de juro, os imóveis e as infraestruturas continuam a ser classes de ativos vitais nas carteiras de private banking. Estes ativos apresentam correlações mais baixas com os mercados tradicionais de ações e obrigações, o que os torna ferramentas valiosas para diversificação da carteira, especialmente durante a volatilidade dos mercados. **Os imóveis proporcionam um rendimento estável proveniente de rendas, enquanto as infraestruturas oferecem serviços essenciais, tanto ao gerarem fluxos de caixa previsíveis como ao atuarem como proteção natural contra a inflação através de fluxos de rendimento vinculados contratualmente.** A resiliência das infraestruturas ao longo dos ciclos económicos reforça o seu papel como uma classe de ativos fundamental, complementando os investimentos tradicionais de forma eficaz.

As previsões para os imóveis e as infraestruturas nos próximos 12 meses melhoraram, com base em importantes fatores macroeconómicos. A recente **diminuição global nas taxas de juro reduziu os custos de financiamento, que antes constituíam uma restrição aos investimentos em ativos reais.** Para investidores alavancados, menores custos de dívida melhoram os retornos, potencialmente impulsionando uma atividade renovada nos mercados imobiliários. Além disso, um contexto de taxas de juro mais estável poderia impulsionar os fluxos de capital transfronteiriços, aumentando a atratividade de ativos imobiliários e de infraestruturas. Espera-se que o **crescimento das rendas** no setor imobiliário, apoiado por taxas de desocupação estáveis ou em declínio, continue a superar a inflação em ativos de elevada qualidade, oferecendo retornos atrativos para os investidores.

**Certos setores imobiliários, como a logística, o residencial e o retalho selecionado, estão posicionados para um forte desempenho, impulsionados por tendências estruturais** como o crescimento do comércio eletrónico e as alterações demográficas. Os elevados custos de construção e dos terrenos estão a reduzir as margens de desenvolvimento, limitando a nova oferta, principalmente no mercado residencial, ao mesmo tempo que mantêm uma pressão ascendente sobre as rendas, uma vez que há cada vez mais famílias a optarem por alugar em vez de comprar. As infraestruturas têm a ganhar com a transformação digital e a transição energética. **A procura está a aumentar em setores como centros de dados e infraestruturas de energias renováveis,** cada vez mais apoiada por iniciativas políticas como a Lei de Redução da Inflação dos EUA, que aumenta as oportunidades de investimento em infraestruturas sustentáveis.

O mercado imobiliário e as infraestruturas oferecem diversificação, proteção contra a inflação e fluxos de caixa estáveis

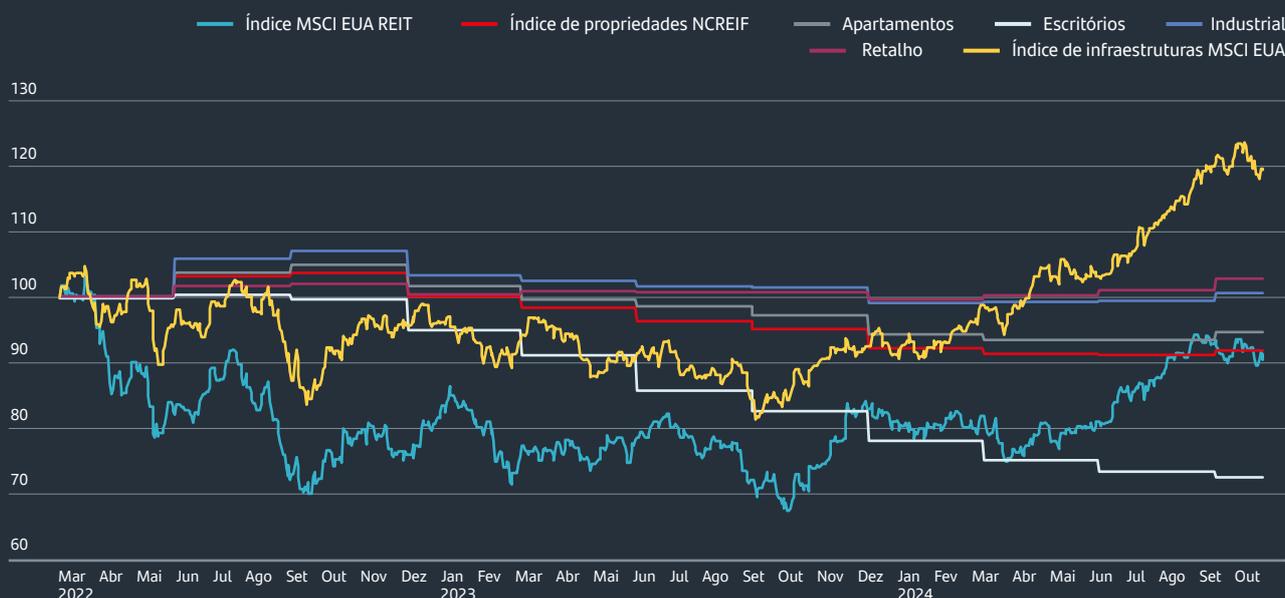
Taxas mais baixas, uma procura crescente por infraestruturas sustentáveis e o crescimento das rendas impulsionam fortes oportunidades de investimento

As macrotendências apoiam os setores da logística, residencial e energias renováveis para um crescimento futuro robusto

### A correção nos preços imobiliários evidenciada pelos REITs e índices imobiliários parece ter terminado

Fonte: Bloomberg. Dados de 31/10/2024

Os REITs já atingiram o valor mínimo e os preços dos imóveis estabilizaram na maioria dos mercados



## 2.3.3 Proteger-se contra um mundo polarizado e frágil

No cenário geopolítico atual, marcado por tensões crescentes e incerteza económica, os investidores devem **considerar aumentar a resiliência da carteira através de estratégias complementares**. Há três abordagens principais que merecem atenção: estratégias de proteção estruturadas, aplicação em ouro, e diversificação em commodities e em mercados alinhados com o realinhamento global.

Primeiro, **os produtos estruturados e as opções** oferecem proteção contra perdas, ao mesmo tempo que retêm o potencial de subida. Estas ferramentas ajudam a gerir picos de volatilidade e a limitar riscos, permitindo que os investidores beneficiem dos ganhos do mercado. Esta abordagem "tipo seguro" é cada vez mais valiosa à medida que as correlações tradicionais de ativos enfraquecem durante períodos de stress. Além disso, a incorporação de **fundos de cobertura longos-curtos acrescenta diversificação** e reduz a dependência de mercados direcionais, fortalecendo a resiliência da carteira.

Em segundo lugar, **o ouro continua a ser um estabilizador das carteiras digno de confiança e um ativo-refúgio seguro**. Os bancos centrais adicionaram recentemente mais de 1.000 toneladas às reservas tanto em 2022 como em 2023, refletindo preocupações sobre a "armamentização" do sistema financeiro global, como o congelamento das reservas estrangeiras russas. Os investimentos em ouro continuam a crescer, pois o seu papel como proteção contra a instabilidade geopolítica e a desvalorização da moeda é particularmente relevante no contexto atual.

Por fim, a **diversificação estratégica em commodities e países como a Índia e o México oferece oportunidades no meio das tensões entre os EUA e a China e da crescente realocização no país de origem**. A Índia oferece exposição a um mercado interno em rápido crescimento e com capacidade tecnológica, enquanto o México beneficia das tendências de nearshoring e das mudanças no fabrico de automóveis/eletrónica. À medida que o mundo se torna cada vez mais multipolar, há certas commodities e mercados ganham maior destaque. As nações com minerais essenciais, tecnologias avançadas ou papéis comerciais estratégicos oferecem uma valiosa diversificação. Além disso, as commodities essenciais para a transição energética e para o desenvolvimento tecnológico podem proteger e aumentar o valor da carteira.

Aumentar a resiliência das carteiras com produtos estruturados para aumentar a opcionalidade e a proteção

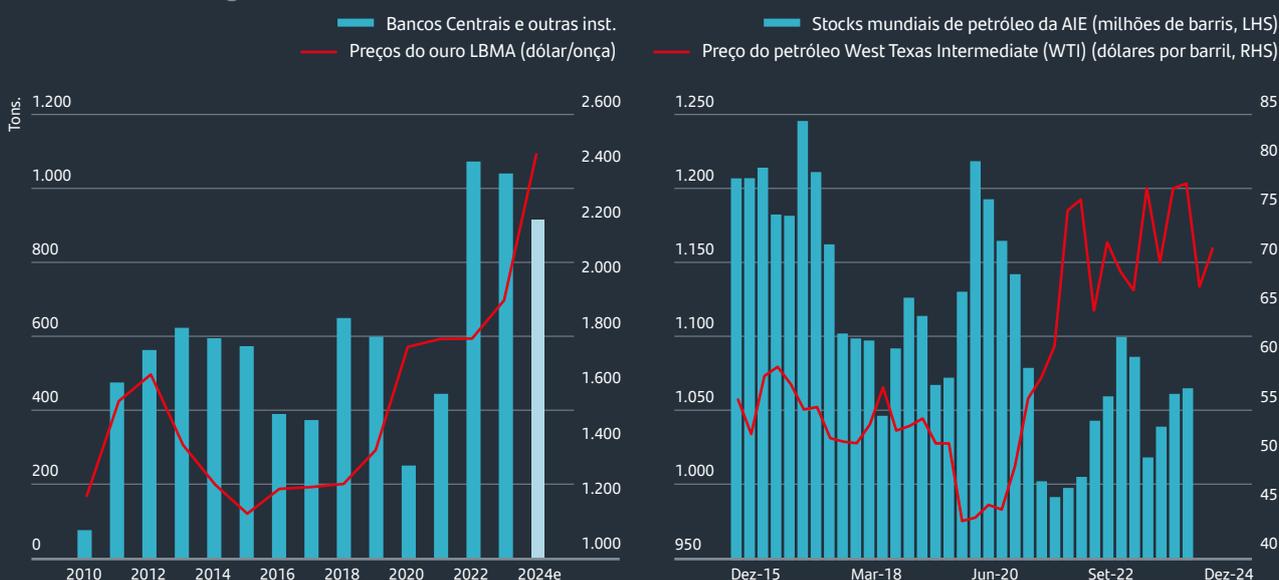
O ouro continua a ser um porto seguro no meio das tensões geopolíticas e incertezas económicas

As commodities oferecem oportunidades de diversificação da carteira num mundo multipolar

### O valor de investir de forma ativa num cenário de mudança: ouro e petróleo

Fonte: World Gold Council, IEA e Bloomberg. Dados de 30/10/2024

A diversificação em commodities estratégicas pode melhorar a resiliência da carteira num mundo mais frágil



# Anexo: Quadros

## Retornos históricos das principais classes de ativos.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados a 13/11/2024

	Retorno						Retorno anualizado		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	3 anos	5 anos	10 anos
<b>Curto Prazo (USD) <sup>(1)</sup></b>	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	4,8%	3,9%	2,4%	1,8%
<b>Curto Prazo (EUR) <sup>(2)</sup></b>	-0,4%	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,4%	3,4%	2,3%	1,2%	0,4%
<b>Obrigações — Global <sup>(3)</sup></b>	<b>6,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>-16,2%</b>	<b>5,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>0,2%</b>
<b>Obrigações (USD) <sup>(4)</sup></b>	<b>8,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>1,5%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>1,5%</b>
Soberano (USD) <sup>(5)</sup>	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	2,0%	-0,6%	0,4%	1,2%
Empresas (USD) <sup>(6)</sup>	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	2,7%	-2,0%	0,6%	2,6%
High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	8,1%	3,1%	4,7%	5,0%
<b>Obrigações (EUR) <sup>(8)</sup></b>	<b>6,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-17,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,4%</b>
Soberano (EUR) <sup>(9)</sup>	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	1,4%	-4,3%	-2,3%	0,4%
Empresas (EUR) <sup>(10)</sup>	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	4,3%	-1,1%	-0,2%	1,1%
Elevado Rendimento (EUR) <sup>(11)</sup>	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	8,1%	2,7%	3,2%	3,8%
<b>Obrigações - Global Emergente (USD) <sup>(12)</sup></b>	<b>13,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-15,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>6,9%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>1,0%</b>	<b>3,0%</b>
LatAm (USD) <sup>(13)</sup>	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	10,5%	2,3%	2,4%	3,3%
<b>MSCI Global (USD)</b>	<b>27,7%</b>	<b>15,9%</b>	<b>21,8%</b>	<b>-18,1%</b>	<b>23,8%</b>	<b>20,6%</b>	<b>7,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>10,1%</b>
S&P 500 (USD)	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	26,9%	10,2%	15,9%	13,4%
MSCI Europa (EUR)	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	3,0%	1,6%	6,2%	5,0%
MSCI Mercados Emergentes (USD)	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	10,1%	-2,4%	3,6%	3,5%
MSCI Ásia Pac. ex-Japão (USD)	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	12,9%	-1,2%	4,8%	4,6%
MSCI - América Latina (USD)	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-17,6%	5,5%	0,8%	0,7%

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

## Índices de ações.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados a 13/11/2024

		Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
			12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2022	2023	2024	3 anos	5 anos	10 anos
EUA	S&P 500	5.984		1.920		5.984	-19,4%	24,2%	25,5%	8,5%	14,1%	11,4%
	DOW JONES INDUS.	43.911		16.285		43.911	-8,8%	13,7%	16,5%	6,7%	9,6%	9,6%
	NASDAQ	19.281		4.558		19.281	-33,1%	43,4%	28,4%	6,7%	17,9%	15,2%
Europa	Stoxx 50	502		2.701		4.551	-12,9%	12,7%	4,9%	1,1%	4,4%	4,1%
	Zona Euro (EuroStoxx)	4.754		2.787		5.083	-11,7%	19,2%	5,1%	2,8%	5,2%	4,5%
	Espanha (IBEX 35)	11.426		6.452		11.877	-5,6%	22,8%	13,1%	8,0%	4,5%	1,2%
	França (CAC 40)	7.242		4.237		8.206	-9,5%	16,5%	-4,0%	0,7%	4,2%	5,6%
	Alemanha (DAX)	19.094		9.495		19.325	-12,3%	20,3%	14,0%	5,9%	7,7%	7,5%
	Reino Unido (FTSE 100)	8.043		5.577		8.377	0,9%	3,8%	4,0%	3,1%	2,0%	1,9%
	Itália (MIB)	33.762		16.198		34.750	-13,3%	28,0%	11,2%	6,8%	7,5%	5,9%
	Portugal (PSI 20)	6.356		3.945		6.871	2,8%	11,7%	-0,6%	3,4%	3,8%	2,1%
	Suíça (SMI)	11.704		7.808		12.876	-16,7%	3,8%	5,1%	-2,2%	2,7%	2,8%
América Latina	México (MEXBOL)	51.097		34.555		57.386	-9,0%	18,4%	-11,0%	-0,2%	3,4%	1,7%
	Brasil (IBOVESPA)	127.698		40.406		136.004	4,7%	22,3%	-4,8%	6,3%	3,7%	9,4%
	Argentina (MERVAL)	2.012.041		8.490		2.012.041	142,0%	360,1%	116,4%	176,7%	130,4%	70,4%
	Chile (IPSA)	6.509		3.487		6.644	22,1%	17,8%	5,0%	13,2%	7,7%	5,2%
Ásia	Japão (NIKKEI)	38.722		15.576		40.369	-9,4%	28,2%	15,7%	9,4%	10,8%	8,3%
	Hong Kong (HANG SENG)	19.823		14.687		32.887	-15,5%	-13,8%	16,3%	-7,8%	-5,5%	-1,9%
	Coreia do Sul (KOSPI)	2.417		1.755		3.297	-24,9%	18,7%	-9,0%	-6,6%	2,5%	2,2%
	Índia (Sensex)	77.691		23.002		84.300	4,4%	18,7%	7,5%	8,6%	14,0%	10,7%
	China (CSI)	4.111		2.877		5.352	-21,6%	-11,4%	19,8%	-5,6%	1,0%	4,8%
Mundo	MSCI Global	3.773		1.547		3.773	-19,5%	21,8%	19,1%	5,4%	10,7%	8,2%

## Ações por estilo e por setor.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados a 13/11/2024

	Último Preço	Variação	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado			Rácios	
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2022	2023	2024	3 anos	5 anos	10 anos	Rácio PE (Co-taçaõ/de Divi-lucro)	Rendi-mento
MSCI Global	11.919		4.204		11.919	-18,1%	23,8%	20,6%	7,0%	12,5%	10,1%	21,69	1,72
<b>Estilo</b>													
MSCI - Rendimento de Dividendos Elevados Global	2.782		1.352		2.868	-4,7%	9,1%	11,2%	6,0%	6,8%	6,5%	15,13	3,52
MSCI - Dinâmica Global	4.760		1.454		4.760	-17,8%	11,8%	32,4%	5,9%	13,3%	12,5%	22,32	1,68
MSCI - Qualidade Global	5.105		1.456		5.114	-22,2%	32,4%	22,2%	8,2%	15,3%	13,0%	26,31	1,27
MSCI - Volatilidade Mínima Global	5.254		2.510		5.286	-9,8%	7,4%	14,6%	4,4%	6,0%	7,7%	18,97	2,24
MSCI - Valor Mundial	14.304		6.429		14.345	-6,5%	11,5%	16,0%	7,0%	8,6%	7,0%	16,11	2,78
MSCI - Pequena Capitalização Global	738		318		738	-18,8%	15,8%	12,8%	0,6%	8,4%	8,0%	20,93	1,96
MSCI - Crescimento Global	11.755		3.389		11.755	-29,2%	37,0%	25,0%	6,5%	15,6%	12,8%	32,04	0,74
<b>Setor</b>													
Energia	503		164		508	46,0%	-2,5%	9,3%	17,0%	10,2%	3,4%	11,75	4,01
Materiais	597		229		649	-10,7%	-12,9%	1,4%	1,8%	8,6%	6,9%	18,53	2,52
Industriais	649		238		649	-13,2%	-18,8%	19,1%	8,0%	10,9%	9,6%	21,92	1,68
Consumo Discricionário	623		225		623	-33,4%	-26,0%	16,4%	1,0%	11,9%	10,9%	21,44	1,22
Bens de Primeira Necessidade	478		273		504	-6,1%	-2,3%	7,1%	2,2%	5,2%	5,8%	19,78	2,77
Cuidados de Saúde	548		246		598	-5,4%	-3,6%	7,8%	3,0%	9,1%	8,1%	21,92	1,64
Financeiros	345		125		345	-10,2%	-13,9%	28,8%	9,5%	11,7%	8,8%	13,65	2,70
Tecnologias de Informação	959		152		959	-30,8%	-34,8%	32,6%	12,7%	22,8%	19,9%	34,02	0,65
Imobiliário	2.145		1.283		2.450	-25,9%	-9,2%	7,3%	-2,1%	2,8%	4,9%	35,83	3,41
Serviços de Comunicações	247		106		247	-36,9%	-31,3%	32,1%	5,1%	11,9%	7,9%	20,51	1,17
Água, Gás, Eletricidade	364		186		384	-4,7%	-0,3%	16,3%	5,8%	6,0%	6,3%	16,62	3,40

## Títulos da Dívida Pública

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados a 13/11/2024

	Classificação (S&P)	10 anos									Inclinação da curva de rendimento 10-2 anos
		Taxa de juros			Variação	Últimos 10 anos			Variação nas taxas de juro (pb) 10 anos		
		Banco C.*	2 anos	10 anos	12 meses	Baixo	Intervalo	Elevada	Mês	Acumulado do Ano	
<b>Desenvolvido</b>											
EUA	AA+	5,00%	4,34%	4,41%		0,53%		4,93%	53	9	0,07
Alemanha	AAA	3,50%	2,16%	2,38%		-0,70%		2,84%	36	-6	0,22
França	AA-	3,50%	2,39%	3,16%		-0,40%		3,43%	60	14	0,77
Itália	BBB	3,50%	2,68%	3,67%		0,54%		4,78%	-4	-57	0,99
Espanha	A	3,50%	2,47%	3,13%		0,05%		3,93%	14	-34	0,66
Reino Unido	AA	5,00%	4,51%	4,52%		0,10%		4,52%	98	34	0,01
Grécia	BBB-	3,50%	2,21%	3,27%		0,61%		15,42%	21	-42	1,06
Portugal	A-	3,50%	2,24%	2,88%		0,03%		4,19%	22	-26	0,63
Suíça	AAA	1,25%	0,27%	0,37%		-1,05%		1,58%	-29	-46	0,10
Japão	A+	0,25%	0,53%	1,05%		-0,27%		1,07%	44	38	0,52
<b>Mercados Emergentes</b>											
Brasil	BB	10,75%	13,38%	12,81%		6,49%		16,51%	245	191	-0,57
México	BBB	10,75%	10,14%	10,10%		5,24%		10,20%	114	69	-0,04
Chile	A	5,50%	5,05%	5,71%		2,19%		6,79%	24	-11	0,66
Argentina	CCC	40,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colômbia	BB+	10,75%	8,52%	10,78%		5,39%		13,79%	82	-2	2,26
Turquia	B+	50,00%	39,15%	28,16%		6,98%		28,47%	450	387	-10,99
Polónia	A-	5,75%	5,04%	5,76%		1,16%		8,37%	55	24	0,72
China	A+	2,29%	1,42%	2,07%		2,07%		3,91%	-49	-62	0,65
Índia	BBB-	6,50%	6,72%	6,84%		5,84%		8,02%	-34	-44	0,13

\* Linha de crédito do Banco Central, exceto nos países da Zona Euro, onde é usada a linha de depósitos marginal.

## Moedas.

Fonte: Bloomberg e Santander.

Dados a 13/11/2024

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno anualizado			
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2024	3 anos	5 anos	10 anos
EUR / USD	1,0624		0,98		1,24	-3,8%	-2,5%	-0,7%	-1,6%
EUR / GBP	0,83		0,70		0,92	4,0%	-0,8%	-0,5%	0,4%
EUR / CHF	0,94		0,93		1,20	-1,0%	4,0%	3,0%	2,5%
EUR / JPY	165		114		172	5,7%	-7,5%	-6,2%	-1,2%
EUR / PLN	4,34		4,04		4,86	0,0%	2,2%	-0,3%	-0,3%
GBP / USD	1,27		1,12		1,57	0,1%	-1,7%	-0,2%	-2,0%
USD / CHF	0,88		0,84		1,03	-4,7%	1,4%	2,3%	0,8%
USD / JPY	155		101		161	-8,9%	-9,7%	-6,9%	-2,8%
USD / MXN	20,48		14,75		24,17	-17,1%	0,1%	-1,2%	-4,1%
USD / ARS	997,80		8,47		997,80	-19,0%	-53,5%	-43,1%	-37,9%
USD / CLP	985		594		985	-10,8%	-6,7%	-4,0%	-4,9%
USD / BRL	5,76		2,66		5,79	-15,6%	-1,8%	-6,2%	-7,6%
USD / COP	4.452		2.376		4.940	-13,4%	-4,4%	-5,0%	-7,0%
USD / CNY	7,21		6,20		7,32	-1,5%	-4,0%	-0,5%	-1,6%
EUR / SEK	11,57		9,17		11,88	-3,8%	-4,7%	-1,6%	-2,2%
EUR / NOK	11,77		8,45		11,97	-4,6%	-5,4%	-3,0%	-3,2%

## Commodities.

Fonte: Bloomberg e Santander.

	Último Preço	Varição	Últimos 10 anos			Retorno			Retorno anualizado		
		12 meses	Baixo	Intervalo	Elevado	2022	2023	2024	3 anos	5 anos	10 anos
Petróleo Bruto (Brent)	72,9		18		124	5,5%	-4,6%	-6,0%	-3,9%	3,0%	-0,5%
Petróleo Bruto (W. Texas)	68,8		19		115	6,7%	-10,7%	-4,0%	-5,2%	3,9%	-1,0%
Ouro	2.614,0		1.060		2.749	-0,1%	13,4%	26,2%	11,8%	12,1%	8,2%
Cobre	9.142,0		4.561		10.375	-13,9%	2,2%	6,8%	-2,0%	9,5%	3,1%
Índice CRB	279,4		117		317	19,5%	-5,0%	5,9%	5,6%	9,2%	0,5%
Gás Natural (EUA)	2,9		3		6	33,5%	-32,4%	-18,6%	-5,7%	1,0%	-5,5%
Gás Natural (Europa)	43,4		15		107	8,5%	-57,6%	34,0%	-16,9%	22,6%	6,9%

# "Tabela periódica" de retorno sobre ativos

Classe de Ativos	Índice de Referência	Retornos do Ano Civil											Acumulado do Ano de 2024
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
Ações dos EUA	S&P 500 RT	16,7% Governo de Espanha	12,1% Ações do Japão	14,8% HY Global	37,3% Ações de Mercados Emergentes	2,6% Governo de Espanha	31,5% Ações dos EUA	18,4% Ações dos EUA	38,5% Commodities	22,0% Commodities	28,3% Ações do Japão	26,9% Ações dos EUA	
Ações do Japão	RT Topix	13,7% Ações dos EUA	6,4% Ações da Europa	12,0% Ações dos EUA	22,4% Ações Globais	2,4% Governo da Zona Euro	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	20,6% Ações Globais	
Ações de Espanha	Ibex35 RT	10,3% Governo da Zona Euro	1,6% Governo de Espanha	11,2% Ações de Mercados Emergentes	22,2% Ações do Japão	-0,4% Liquidez em euros	27,7% Ações Globais	15,9% Ações Globais	23,2% Ações da Europa	-2,0% Ações de Espanha	26,3% Ações dos EUA	17,9% Ações de Espanha	
Ações de Mercados Emergentes	MSCI ME RT	10,3% Ações do Japão	1,4% Ações dos EUA	9,7% Commodities	21,8% Ações dos EUA	-1,2% IG da Europa	18,4% Ações de Mercados Emergentes	8,0% HY Global	21,8% Ações Globais	-2,5% Ações do Japão	23,8% Ações Globais	17,0% Ações do Japão	
Ações da Europa	RT Eurostoxx50	8,6% Ações de Espanha	0,3% Governo da Zona Euro	7,5% Ações Globais	11,3% Ações de Espanha	-3,3% HY Global	18,1% Ações do Japão	7,4% Ações do Japão	12,7% Ações do Japão	-9,5% Ações da Europa	22,2% Ações da Europa	10,8% Commodities	
Commodities	Índice de Retorno Total RJ/CRB	8,3% IG da Europa	-0,1% Liquidez em euros	4,8% IG da Europa	10,2% HY Global	-4,4% Ações dos EUA	16,6% Ações de Espanha	4,4% Governo de Espanha	10,8% Ações de Espanha	-13,2% HY Global	13,4% HY Global	10,70% Ações de Mercados Emergentes	
Ações Globais	MSCI RT Global	4,9% Ações Globais	-0,5% IG da Europa	4,2% Governo de Espanha	9,2% Ações da Europa	-8,7% Ações Globais	13,7% HY Global	3,0% Governo da Zona Euro	1,4% HY Global	-14% IG da Europa	9,80% Ações de Mercados Emergentes	7,8% HY Global	
IG da Europa	ERLO RT	4,0% Ações da Europa	-0,9% Ações Globais	4,0% Governo da Zona Euro	2,5% IG da Europa	-10,7% Commodities	11,8% Commodities	2,7% IG da Europa	-0,5% Liquidez em euros	-17,7% Governo de Espanha	8,0% IG da Europa	7,5% Ações da Europa	
Liquidez em euros	Eonia RT	0,1% Liquidez em euros	-3,5% Ações de Espanha	3,7% Ações da Europa	1,7% Commodities	-11,5% Ações de Espanha	8,6% Governo de Espanha	-0,5% Liquidez em euros	-1,1% IG da Europa	-17,8% Governo da Zona Euro	6,9% Governo de Espanha	4,2% IG da Europa	
HY Global	RT HW00	-0,1% HY Global	-4,2% HY Global	2,6% Ações de Espanha	1,1% Governo de Espanha	-12,0% Ações da Europa	6,3% IG da Europa	-3,2% Ações da Europa	-2,50% Ações de Mercados Emergentes	-18,1% Ações dos EUA	5,6% Governo da Zona Euro	3,4% Liquidez em euros	
Governo de Espanha	ESPAÑHA 10 ANOS	-2,2% Ações de Mercados Emergentes	-14,9% Ações de Mercados Emergentes	0,3% Ações do Japão	-0,4% Liquidez em euros	-14,6% Ações de Mercados Emergentes	3,0% Governo da Zona Euro	-9,3% Commodities	-2,7% Governo da Zona Euro	-18,1% Ações Globais	3,4% Liquidez em euros	2,5% Governo de Espanha	
Governo da Zona Euro	ALEMANHA 10 anos	-17,9% Commodities	-23,4% Commodities	-0,3% Liquidez em euros	-1,4% Governo da Zona Euro	-16,0% Ações do Japão	-0,4% Liquidez em euros	-12,7% Ações de Espanha	-3,1% Governo de Espanha	-20,1% Ações de Mercados Emergentes	22,0% Commodities	0,3% Governo da Zona Euro	

Retorno

↑ +

↓ -

\* Dados de 13/11/2024

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.

# Gabinete Global de CIO. Estratégia de Investimento

Santander  
Private Banking



-  **Kamran Butt**  
CIO Global do Santander Private Banking
-  **Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA**  
Estratégia de Investimento Global 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
-  **Olivia Estrugo**  
Analista no Santander Private Banking International
-  **Álvaro Galiñanes, miAX, CEFA**  
CIO no Santander Private Banking Espanha
-  **Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA**  
ED Director de Análise e Estratégia no Santander Private Banking Espanha
-  **Felipe Arrizubieta**  
VP de Análise e Estratégia no Santander Private Banking Espanha
-  **Kevin Esteban Iglesias**  
Analista de Investigação e Business Intelligence no Santander Private Banking Espanha
-  **Gustavo Schwartzmann**  
MD de Gestão Discrecionária de Carteiras no Santander Private Banking Brazil
-  **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
-  **Bruno Almeida**  
Oferta de Poupança e Investimento no Banco Santander Portugal
-  **Piotr Tukendorf, CFA**  
Diretor de Carteiras no Santander Bank Polska S. A.
-  **Antonio Uriel**  
Santander Private Banking Argentina
-  **Miriam Thaler**  
CIO | Diretora de Produtos e Investimentos no Banco Santander International S. A.
-  **Joaquín Beristain Cisternas** Diretor de Consultoria de Investimentos no Santander Private Banking Chile

Aviso Legal Importante:

O presente relatório foi elaborado pela Divisão Global de Gestão de Património do Santander (a divisão "WM", em conjunto 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.

