

Nota de Mercados

Global Investments | 10 de outubro 2025

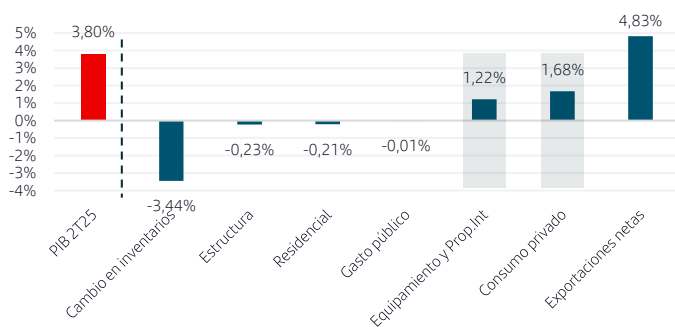
1. Análise do cenário
2. Durante a semana...
3. Conclusões
4. Índices e gráficos de mercados

Visão mais construtiva para os ativos de risco: macro resiliente, menor impacto das tarifas, políticas e lucros empresariais

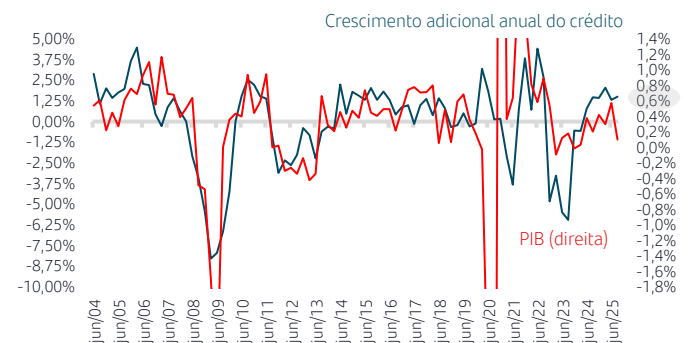
1.a. Contexto macroeconómico resiliente

- Num ano marcado pelo choque que representou a mudança de rumo na política comercial dos EUA e com uma Fed que tinha interrompido o ciclo de descida das taxas, os dados mostram que o contexto económico global está a revelar-se mais resiliente do que o previsto. Destaca-se, em particular, o dinamismo dos EUA, com um crescimento anualizado de 3,8% no 2ºT25, no qual o consumo privado contribuiu com 1,7% e a contribuição histórica do investimento ligado à IA, que, representando apenas 3% do PIB, acrescentou 1,2% ao crescimento ao crescer a um ritmo de 40%.
- Além disto, e de acordo com o modelo GDPNow da Fed de Atlanta, que inclui os dados já publicados, o PIB do 3ºT25 teria mantido um ritmo de crescimento de 3,8%, com o consumo a crescer 3,2%. Assim, embora o nosso cenário base antecipe uma desaceleração gradual do ritmo de crescimento nos próximos trimestres (afetado pela moderação do mercado de trabalho), a leitura global destaca o dinamismo dos últimos meses e, olhando para a frente, uma moderação resiliente, sem sinais de contração. Neste sentido, a moderação que esperamos na criação de emprego aponta para um ritmo médio mensal de 50.000 postos de trabalho, o que dá suporte para que o consumo privado cresça em torno de 1,5%.
- Na Zona Euro, o crescimento mantém-se mais modesto, mas persistem narrativas construtivas. Os indicadores adiantados sugerem alguma reativação, o crescimento do crédito continua a ganhar ritmo e, na Alemanha, começa a implementação do plano fiscal plurianual, cujo impacto será mais visível em 2026. Estes elementos reforçam a expectativa de uma tendência de reativação nos próximos trimestres.

EUA: contribuição por componentes para o PIB 2ºT25



Zona Euro: a melhoria das condições creditícias influencia o aumento do crédito

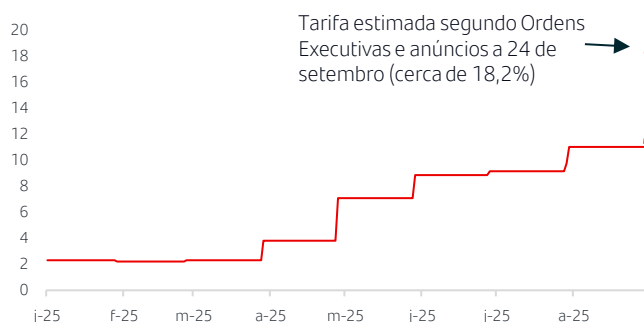


1.b. Menor temor pelo impacto das tarifas (e tarifas mais baixas que o previsto)

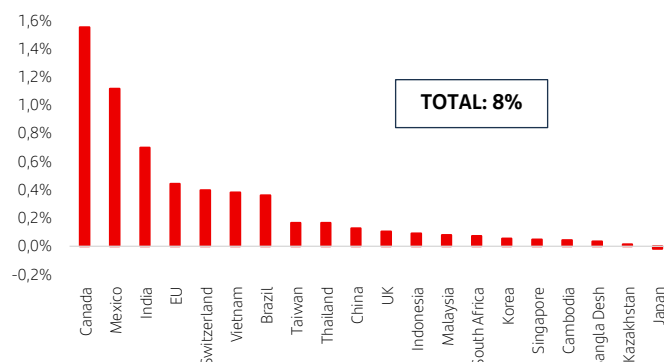
- O dinamismo da economia norte-americana nos últimos meses reflete não só a flexibilidade do seu modelo de crescimento, mas também o facto de o impacto das tarifas estar a ser menor do que o previsto. Embora os anúncios, ordens executivas da administração Trump e os acordos já assinados impliquem uma tarifa média de 18%, os dados de receitas aduaneiras até agosto mostram que a tarifa efetiva não ultrapassou os 10%.
- Esta diferença de 8 pontos deve-se, em grande medida, ao facto da tarifa efetiva aplicada aos principais parceiros comerciais como o Canadá, o México, a Índia e a União Europeia estar a ser inferior ao anunciado. Por um lado, tudo indica que está a aumentar a percentagem de mercadorias que passam pelo Tratado de Comércio México-EUA-Canadá (TMEC). Por outro, no caso da Índia, da UE e do resto do mundo, tudo aponta para que os EUA estejam a aplicar as isenções de forma "generosa".
- No conjunto, o aumento fiscal resultante das tarifas está a ser inferior ao anunciado, o que contribui para reduzir os riscos sobre o crescimento e a inflação nos EUA e explica uma parte significativa da melhoria progressiva do sentimento dos investidores.

Fonte de todos os gráficos: Bloomberg e cálculos SAM 09/10/2025

Tarifa média arrecadada nos EUA (dados aduaneiros a 31/08) vs tarifa estimada com base nos anúncios até 24 de setembro

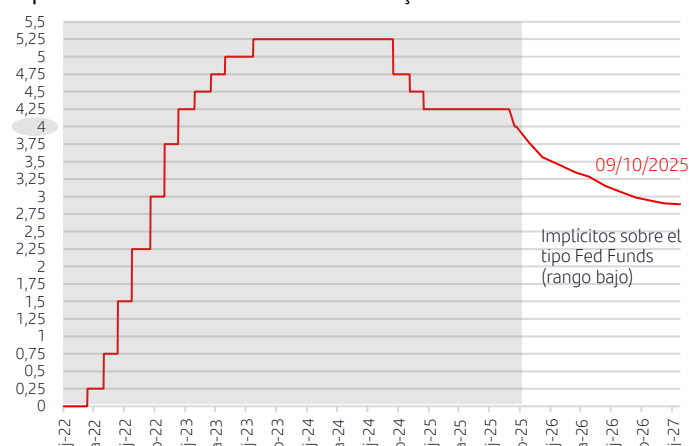


Diferença entre a tarifa arrecadada (10,5%) e a tarifa anunciada (18,2%): distribuição por países



1.c. Políticas económicas de apoio (agora somando também os cortes da Fed)

Expectativas do mercado sobre a evolução das taxas dos Fed funds



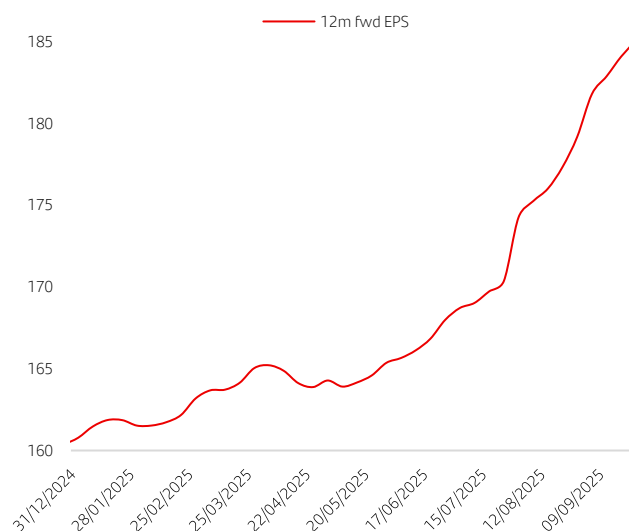
- No plano fiscal, recordemos que nos EUA foi aprovada a lei fiscal "One Big Beautiful Bill" (OB BB), que reforça o estímulo ao investimento e ao emprego, já na Zona Euro, avançam tanto o plano ReArm da UE como o plano fiscal alemão, centrado em impulsionar o investimento público em infraestruturas, digitalização, etc e na transição energética.
- No âmbito monetário, depois de o BCE já ter reduzido as taxas de juro do nível restritivo de 4% para um patamar mais neutro, em torno dos 2%, junta-se agora a Fed, ao retomar o ciclo de cortes: após a descida de setembro, as suas previsões internas apontam para novas reduções nas reuniões de outubro e dezembro, e mais uma em 2026 — uma trajetória que também consideramos no nosso cenário central.

- Em suma, a ação combinada das políticas fiscal e monetária continua a sustentar o crescimento e a favorecer o sentimento dos investidores.

1.d. Lucros empresariais

- Após as surpresas positivas nos resultados do 2ºT25, especialmente nos EUA, as nossas estimativas para os próximos trimestres mantêm-se favoráveis. A resiliência do contexto macroeconómico e políticas económicas mais favoráveis oferecem uma base sólida, à qual se soma a capacidade das empresas para manter e superar os objetivos de lucros e margens.
- Na próxima semana começarão a ser divulgados os resultados do 3ºT25. O foco voltará a estar no setor tecnológico, onde as avaliações continuam exigentes, mas também onde se concentra a maior capacidade de gerar crescimento e visibilidade por parte das próprias empresas. Nas últimas semanas, o número de empresas tecnológicas que reviram em alta as suas projeções para o 3ºT25 superou a média histórica dos últimos cinco anos — o que antecipa uma época de resultados exigente, mas que, ao mesmo tempo, reflete a confiança empresarial na continuidade do ciclo.

S&P500 Setor Tecnológico: lucro por ação 12 meses *forward*

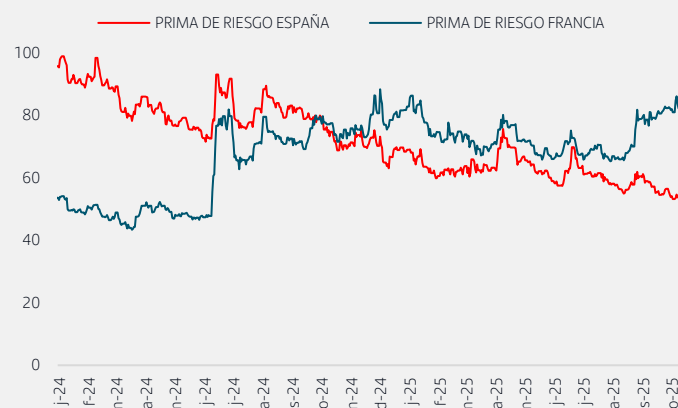


2. Durante a semana...

França:

- 9 de setembro: Macron nomeou Lecornu como primeiro-ministro de França depois de Bayrou ter perdido a moção de confiança.
- 6 de outubro: Lecornu anunciou a sua demissão, mas Macron encarregou-o de continuar a trabalhar na obtenção de acordos.
- Próximos passos: Macron deverá nomear um novo primeiro-ministro nos próximos dias. O foco está em conseguir aprovar um orçamento que reduza o défice.
- Próximas revisões de rating: 24 de outubro pela Moody's e 28 de novembro pela S&P.
- Mercados: o prémio de risco francês alargou-se até aos 86p.b., enquanto os restantes prémios de risco continuam a apresentar um bom comportamento. **Em particular, o prémio de risco espanhol que reduziu-se para 53-54p.b., atingindo os mínimos desde setembro de 2008.**

Prémios de risco: Espanha e França

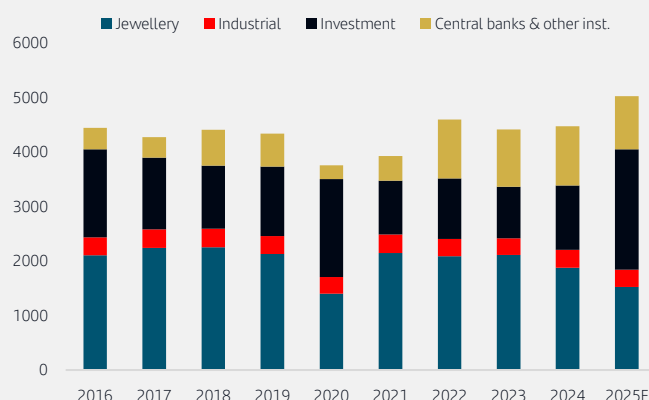


Encerramento do governo dos EUA (shutdown):

- Nos EUA, a falta de acordo entre democratas e republicanos sobre o orçamento para o novo ano fiscal levou, na terça-feira, 29 de setembro, ao chamado "shutdown" do governo, que implica a suspensão das atividades não essenciais. Esta situação prolongou-se durante esta semana, enquanto os partidos continuam em negociações.
- O efeito mais visível para os mercados foi a interrupção da publicação de dados económicos chave, como o relatório de emprego de setembro. No entanto, isto não gerou uma volatilidade significativa, uma vez que a Reserva Federal já retomou o ciclo de descida das taxas de juro, deixando claro que está a priorizar o objetivo de manter o pleno emprego.

O ouro superou os 4000\$/oz

Procura por ouro (toneladas)



- Durante a semana, o ouro acentuou a tendência de subida, ultrapassando os 4.000\$/oz e registando novos máximos históricos.
- A subida acumulada desde o início do ano supera os 50%.
- A procura estrutural por parte dos bancos centrais, perante a falta de alternativas de diversificação, continua a dar suporte ao mercado do ouro. A este fator junta-se um contexto geopolítico complexo e o regresso dos investidores privados, após vários anos de subponderação neste ativo. Além disto, a maior predisposição das autoridades monetárias para priorizar o crescimento em detrimento da inflação acrescenta um vento favorável adicional, consolidando o ouro como um ativo atrativo nas estratégias diversificadas.

Conclusões

- O contexto de crescimento global, liderado pelos Estados Unidos, tem demonstrado uma resiliência superior à esperada, com um *momentum* positivo e fundamentais mais sólidos que dão suporte ao ciclo económico. O impacto das tarifas tem sido menor do que o estimado (em grande parte porque a tarifa efetiva manteve-se abaixo da anunciada). Os balanços das empresas e das famílias continuam a ser sólidos.
- Do mesmo modo, a ação combinada das políticas fiscal e monetária continua a sustentar o crescimento e a favorecer o sentimento dos investidores. A Fed já retomou o ciclo de descidas das taxas, numa altura na qual o BCE já colocou as taxas em terreno neutral, e foram aprovados planos fiscais em ambos os lados do Atlântico.
- Estes fatores reduzem em baixa os riscos e prolongam a fase de expansão do crescimento, permitindo adotar uma visão macroeconómica mais construtiva.
- As nossas estimativas sobre os lucros empresariais mantêm-se favoráveis, com os olhos já postos nos resultados do 3ºT25 que começarão a ser divulgados na próxima semana. Nas últimas semanas, o número de empresas tecnológicas que reviu em alta o seu *guidance* para o 3ºT25 superou a média histórica dos últimos cinco anos, o que antecipa uma época de resultados exigente, mas que, ao mesmo tempo, reflete a confiança das empresas na continuidade do ciclo económico.
- Tudo isto reforça uma visão mais construtiva para os ativos de risco. No crédito, o *investment grade* continua a ser o nosso ativo preferido, com prioridade para estratégias de *carry* em detrimento de apostas direcionais em *duration*. A solidez dos balanços corporativos e a procura consistente por parte dos investidores sustentam esta visão favorável, que se estende ao crédito *high yield* e à dívida emergente, com foco em segmentos de *carry* estável.
- No segmento de ações, a visão mais construtiva aplica-se tanto a mercados desenvolvidos como emergentes, sustentada por lucros resilientes, fatores técnicos positivos e políticas económicas favoráveis. No entanto, as avaliações continuam exigentes em alguns mercados, o que estamos atentamente a monitorizar.
- No mercado cambial, tendo como referência o nosso intervalo para o dólar/euro (1,12–1,20 \$/€), acreditamos que, no curto prazo, a cotação deverá manter-se na parte alta do intervalo. Em matérias-primas, o ouro continua a ser o nosso ativo preferido.

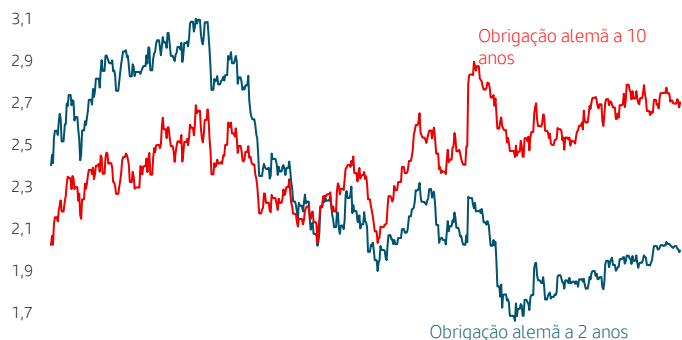
Índices e gráficos de mercados

	Mtd		2025 Ytd
MSCI World All Countries	0,88%		18,1%
MSCI EM Local	2,27%		24,7%
SP 500	0,70%		14,5%
NASDAQ	1,61%		19,2%
STOXXEUROPE600	2,35%		12,5%
EUROSTOXX 50	1,73%		14,9%
DAX	3,06%		23,6%
IBEX 35	0,71%		34,4%
CAC 40	1,84%		9,0%
MSCI UK	1,85%		19,6%
NIKKEI 225	8,12%		21,8%
CHINA CSI 300	1,48%		19,7%
Gov EUR	0,12%		0,5%
Cred IG EUR	0,21%		3,0%
Gov USD	0,13%		5,5%
Cred IG USD	0,10%		7,1%
EUR / dólar	-1,45%		11,7%
GBP/EUR	-0,38%		5,1%
BRENT	-2,69%		-12,6%
EUROPEAN NATURAL GAS	4,52%		-33,6%
GOLD (\$/oz)	3,06%		51,5%

Gráficos de Mercados

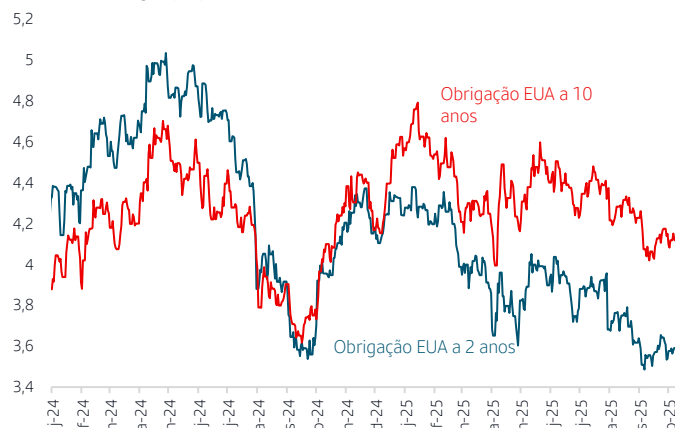
Alemanha: Yields obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 09/10/2025



EUA: Yields obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 09/10/2025



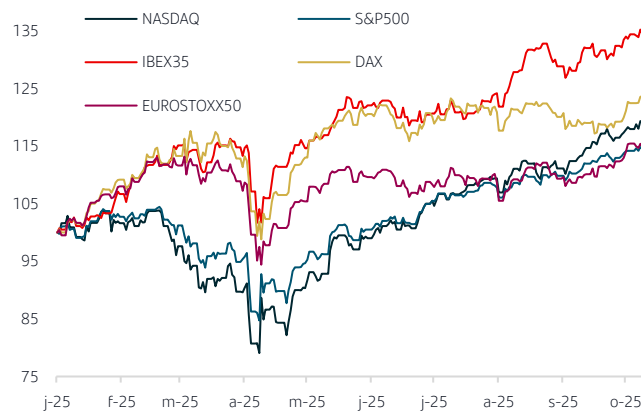
Crédito IG Euro: Yield e spread

Fonte: Bloomberg 09/10/2025



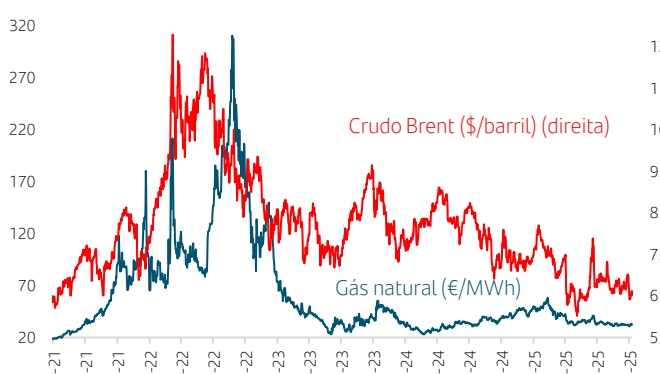
Evolução das bolsas em 2025

Fonte: Bloomberg 09/10/2025



Preço do Brent e do gás natural europeu

Fonte: Bloomberg 09/10/2025



Dólar/euro

Fonte: Bloomberg 09/10/2025



Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, FOMC, BCE, whitehouse.com, LSE I/B/E/S, FACTSET 09/10/2025

Aviso Legal:

O presente documento foi preparado pela Santander Asset Management, S.A. (doravante denominado "SAM"). Contém prognósticos económicos e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste documento podem ter sido recolhidas de terceiros. Todas as fontes são consideradas confiáveis. No entanto, a sua exatidão, integridade ou atualização não pode ser garantida, nem de forma expressa nem implícita, e está sujeita a mudanças sem aviso prévio. As opiniões incluídas neste documento não devem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir, ou ser de alguma forma inconsistentes ou contraditórias com outras opiniões expressas, seja de forma oral ou escrita, ou com as recomendações ou decisões de investimento adotadas por outras unidades do Santander. Este documento não foi elaborado e não deve ser considerado em função de nenhum objetivo de investimento. Foi elaborado com fins exclusivamente informativos. Este documento não é uma recomendação, oferta ou solicitação de compra ou venda de ativos, serviços, contratos bancários ou de outro tipo, ou de quaisquer outros produtos de investimento (conjuntamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser considerado como base para avaliar, ou valorar, quaisquer Ativos Financeiros. Além disso, a simples disponibilização deste documento a um cliente ou a um terceiro não implica prestação de um serviço de consultoria em matéria de investimento. Os clientes do Santander estão enquadrados num modelo de Consultoria Pontual ou de Consultoria Global, atribuindo-lhe esta última modalidade, um Perfil de Investimento próprio, pelo que, quaisquer investimentos fora desse Perfil são da sua exclusiva iniciativa e responsabilidade. O Santander e a SAM não garante as opiniões ou os prognósticos contidos neste documento, sobre os mercados ou Ativos Financeiros, incluindo sobre o seu rendimento atual e futuro. Qualquer referência a resultados passados ou presentes não deverá ser interpretada como uma indicação dos resultados futuros dos mencionados mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste documento, podem não ser aptos para distribuição ou venda em determinadas jurisdições ou para algumas categorias ou tipos de investidores.

Exceto nos casos em que seja indicado de forma expressa nos documentos oficiais de um determinado Ativo Financeiro, estes: i) não estão e não estarão seguros nem garantidos por nenhuma entidade governamental; ii) não representam uma obrigação do Santander, nem estão garantidos por esta entidade e; iii) podem estar sujeitos a riscos de investimento por perdas de rendimento ou de capital. Entre os riscos de investimento, cabe mencionar, a título enunciativo e não limitativo, riscos de mercado e de taxas de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e contrapartida, risco de liquidez. Recomendamos que os investidores consultem seus assessores financeiros, jurídicos e fiscais, bem como qualquer outro meio que considerem necessário a fim de determinar se os Ativos Financeiros são apropriados com base nas suas circunstâncias pessoais e situação financeira. O Santander e os seus respetivos assessores, representantes, advogados, funcionários ou agentes não assumem nenhum tipo de responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado ou que venha a surgir devido ao uso de todo ou de parte desta Apresentação Comercial. Qualquer referência a tributação não pode ser considerada como aconselhamento, nem o Santander assume qualquer responsabilidade pela mesma, cabendo ao investidor verificar por sua iniciativa, em cada momento, qual o regime fiscal a que está sujeito. Em qualquer momento, o Santander, por si ou através dos seus colaboradores, pode ter posições convergentes ou contrárias com o estabelecido neste documento para comprar ou vender Ativos Financeiros na qualidade de entidade principal ou de agente. Também poderá prestar serviços de assessoria ou de outro tipo ao emissor de um Ativo Financeiro ou a uma sociedade vinculada ao respetivo emissor. Este documento não pode ser reproduzido inteiro ou parcialmente, distribuído, publicado ou entregue, sob nenhuma circunstância, a nenhuma pessoa. Tão pouco se deve conter informações ou opiniões sobre este documento sem a autorização prévia por escrito, caso a caso, pelo Santander.