

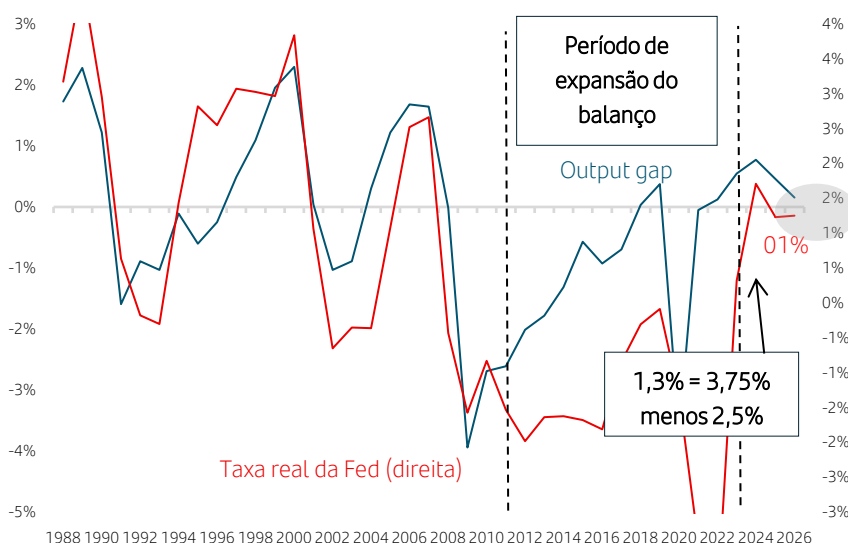
As bolsas iniciam o ano numa trajetória de máximos. A melhoria dos fundamentais continua e a atenção centra-se na época de resultados.

- 2025 terminou com ganhos nas bolsas e nas obrigações pelo terceiro ano consecutivo. O ano não esteve isento de episódios de volatilidade (tarifas, planos fiscais na UE com impacto nas regras do défice, uma pausa da Fed mais prolongada do que o previsto, DeepSeek, foco nos resultados e nas valorizações das tecnológicas/IA, etc.), mas a melhoria progressiva dos fundamentais acabou por impor-se e as principais bolsas encerraram dezembro em torno de máximos históricos.
- Esta melhoria dos fundamentais mantém-se, confirmada pelos últimos dados publicados. Os mercados refletem essa evolução, com máximos históricos em praticamente todas as bolsas e estabilidade no mercado obrigacionista.
- Os fatores geopolíticos continuam presentes e, embora surjam novos focos de atenção, não têm impacto material no nosso cenário central, que continua a favorecer os ativos de risco, ao mesmo tempo que mantemos o posicionamento em ouro como diversificador natural.

1. As políticas económicas acompanham o ciclo de crescimento

Uma vez que o BCE já atingiu a taxa neutral em junho, situando a taxa de depósito nos 2%, as três descidas de -25p.b. da Fed em outubro, novembro e dezembro também colocaram a taxa diretora dos EUA em torno da neutralidade. Tendo em conta o nível do output gap da economia norte-americana (diferença entre o crescimento observado e o crescimento potencial) e as nossas estimativas de inflação core, o nível atual das taxas oficiais (3,5%–3,75%) já ultrapassou a restrição monetária que a economia vinha a sofrer. Contemplamos a possibilidade de uma descida adicional de -25p.b. ao longo deste ano, em linha com as previsões internas da Fed (*dots map*).

EUA: output gap (média do FMI, OCDE, CE e CBO) e taxa real da Fed



Esta evolução das políticas monetárias continua a permitir uma melhoria gradual das condições financeiras e de crédito, facilitando a expansão do crédito e o financiamento de projetos de investimento. A política monetária deixa, assim, de ser um entrave e passa a acompanhar a extensão do ciclo de crescimento económico.

As políticas fiscais reforçam esse impulso. Os pacotes aprovados nos EUA (*One Big Beautiful Bill Act*) e na União Europeia (especialmente o plano alemão) incentivam o investimento em setores estratégicos — defesa, infraestruturas, digitalização ou IA — e atuam na mesma direção que a política monetária. Ao contrário dos estímulos dos anos anteriores, que se concentraram em combater a emergência da pandemia e, em alguns casos, com grande foco no consumo privado, esta nova onda fiscal tem um carácter mais estrutural. Além disso, muitas dessas políticas favorecem o tecido empresarial das pequenas e médias empresas, impulsionando o seu acesso ao financiamento e a sua capacidade de investimento.

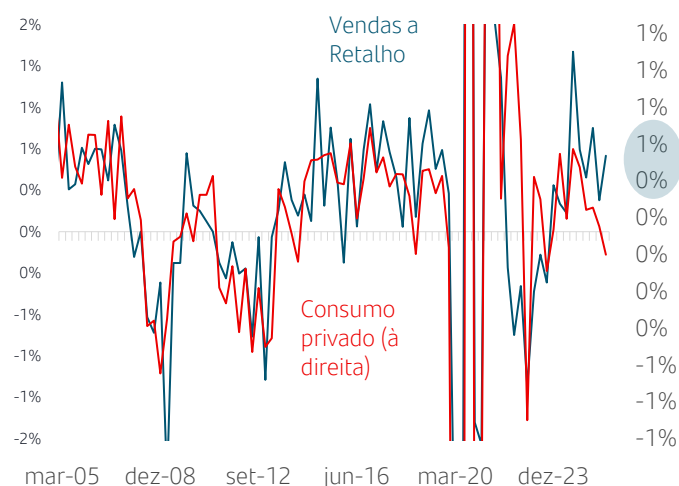
As surpresas positivas nos dados recentes da economia alemã e europeia ou o excelente desempenho que os índices das médias e pequenas empresas estão a ter nos EUA (*Russell 2000* +6,20% no acumulado do ano) e na Europa (*Mid-Cap DAX* alemão +5,6% no acumulado do ano) no início do ano refletem o impacto favorável das atuais políticas económicas nos ciclos domésticos de crescimento.

2. Surpresas positivas nos dados: a fase expansiva do ciclo prolonga-se

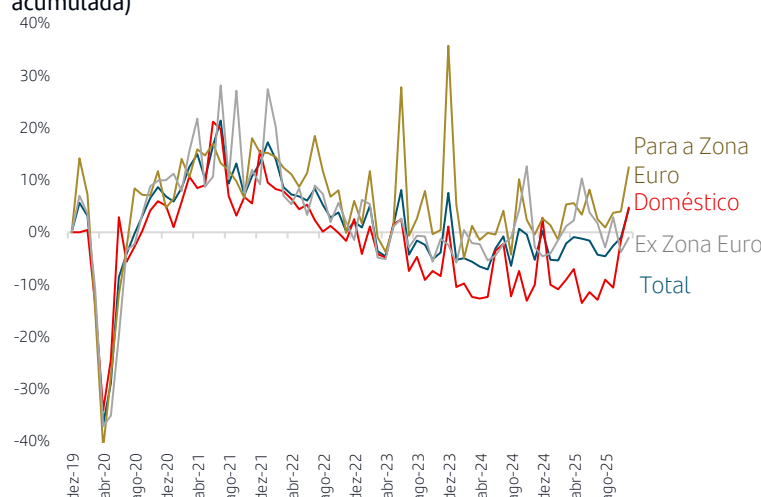
O encerramento do governo federal (*shutdown*) continua a causar atrasos na divulgação dos números dos EUA, mas a verdade é que, à medida que são publicados, continuam a confirmar que a economia mantém o ritmo de crescimento. O PIB do terceiro trimestre de 2025, que só foi divulgado no final de dezembro, registou 4,3% anualizado, superando amplamente as previsões do consenso e com um ritmo anualizado de 3,5% no consumo privado. No mercado de trabalho, já dispomos de todos os dados: a destruição de empregos em outubro (-176 mil) responde à execução dos planos de eficiência no setor público elaborados por Elon Musk e já descontados pelo mercado; assim, se nos limitarmos aos dados do emprego privado, a média dos últimos três meses é de 52 000 novos postos de trabalho, um ritmo que, de acordo com as nossas estimativas, sustenta o crescimento do consumo privado. E, por último, já se conhecem os dados relativos às receitas aduaneiras até outubro, que revelam que a tarifa média continua sem ultrapassar os 11%: tanto o nível como o seu impacto no crescimento e nos preços continuam a ser inferiores às previsões iniciais.

Na Zona Euro, a tendência recente tem sido de surpresas positivas. O PIB do terceiro trimestre de 2025 foi revisto em um décimo para cima, para 0,3%, e as vendas a retalho cresceram por três meses consecutivos (setembro-novembro), superando as previsões e apontando para uma aceleração do consumo privado para 0,5%. Por outro lado, e embora não possamos estabelecer uma regra de causalidade estrita, o impulso do plano fiscal alemão já está a fazer-se sentir na atividade industrial. Entre setembro e novembro, tanto a produção industrial como as encomendas às fábricas não só cresceram, como o ritmo acelerou fortemente, e a repartição das encomendas por destino mostra claramente que o impulso é interno e se estende à Zona Euro. Tendo em conta a importância do setor no ciclo alemão, se a tendência se mantiver, daria lugar a uma reativação significativa do crescimento.

Zona Euro: Vendas a retalho vs consumo privado



Alemanha: encomendas industriais por destino (evolução acumulada)

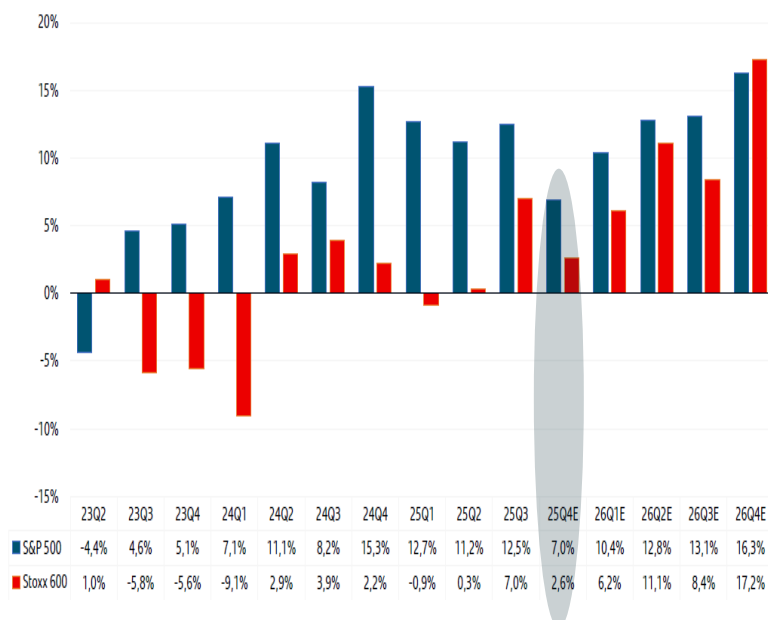


3. Boas previsões para os resultados empresariais do 4º trimestre de 2025

As estimativas do consenso apontam para que o impulso económico e a boa gestão empresarial continuem a traduzir-se em lucros. As estimativas para o 4.º trimestre de 2025 são mais exigentes do que nos trimestres anteriores, uma vez que foram revistas em alta em +0,5% face à média histórica de revisão em baixa de -1,6%/-4,3%. A exigência volta a concentrar-se no setor tecnológico – IA, e os investidores também estarão muito atentos aos comentários relativos ao Capex e ao seu financiamento (via *cash* ou via dívida). É importante destacar também que tanto o número como a proporção de empresas que anunciaram orientações positivas de BPA estão acima das médias históricas e são lideradas pelas tecnológicas.

Assim, e embora não possamos excluir a possibilidade de alguma decepção inesperada, a nossa visão global sobre os resultados empresariais é positiva e esperamos que a geração de resultados continue a alargar-se por regiões, setores e empresas.

Crescimento dos lucros empresariais: evolução e estimativas de consenso



Conclusões

- 2025, um ano não isento de episódios de volatilidade, terminou com ganhos nas bolsas e nas obrigações pelo terceiro ano consecutivo. A melhoria progressiva dos fundamentais acabou por se impor e as principais bolsas fecharam dezembro em torno de máximos históricos, ao mesmo tempo que os títulos recuperaram a atratividade do *carry* e, em alguns casos, também os ganhos no preço.
- A melhoria dos fundamentais continua, confirmada pelos últimos dados publicados, e continua a apontar para a continuação da expansão do ciclo económico, deixando para trás o foco na inflação (a inflação *core* nos EUA repetiu-se em 2,6% em dezembro) e os riscos na política monetária e, portanto, permitindo que as políticas económicas acompanhem o ciclo.
- Os mercados estão a refletir estes dados, ao registarem máximos históricos em praticamente todas as bolsas. Nos mercados de obrigações, a tendência é de estabilidade nas *yields* num contexto no qual continua a forte procura, especialmente por crédito, e que está a absorver o forte volume de emissões com que o ano começa.
- O foco dos investidores centra-se agora na época de resultados empresariais do 4.ºT25. As estimativas são mais exigentes do que em trimestres anteriores (especialmente em Tecnologia-IA), mas as nossas previsões indicam que o *momentum* económico e o desempenho das empresas irão refletir-se numa época de resultados favorável, reforçando as bases para que, em 2026, continue a alargar-se a geração de resultados por regiões, setores e empresas.
- Os fatores geopolíticos continuam presentes e, embora surjam novos focos de atenção, não alteram o nosso cenário central, que continua a favorecer os ativos de risco (em particular as ações globais com enfoque no ciclo e o *carry* atrativo do crédito IG e HY), ao mesmo tempo que mantemos o posicionamento em ouro como diversificador natural.
- Neste cenário, em que não podemos excluir episódios de volatilidade, confirma-se uma vez mais a importância da diversificação e da gestão ativa dos investimentos, adequando-os ao perfil de risco e respeitando sempre o horizonte temporal do investimento.

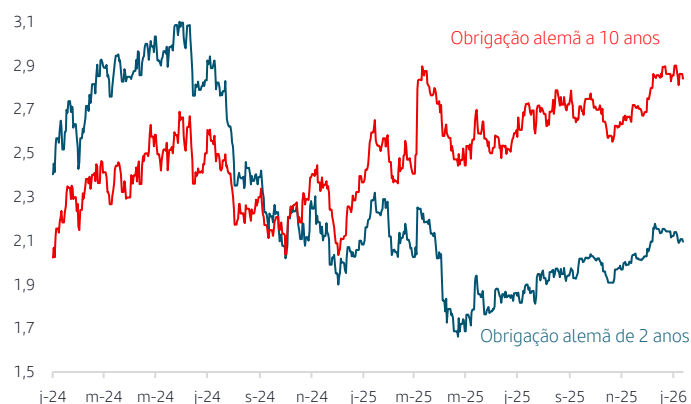
Índices e gráficos de mercado

	2026 Ytd		2025
MSCI World All Countries	2,33%		20,6%
MSCI EM Local	4,78%		28,3%
SP 500	1,92%		16,4%
NASDAQ	2,12%		20,4%
STOXXEUROPE600	3,17%		16,7%
EUROSTOXX 50	3,88%		18,3%
DAX	3,74%		23,0%
IBEX 35	2,11%		49,3%
CAC 40	2,57%		10,4%
MSCI UK	2,12%		25,8%
NIKKEI 225	3,18%		26,2%
CHINA CSI 300	3,46%		17,7%
Gov EUR	0,45%		0,6%
Cred IG EUR	0,38%		3,0%
Gov USD	0,11%		6,2%
Cred IG USD	0,20%		7,8%
EUR / dólar	-0,67%		13,4%
GBP/EUR	-0,61%		5,3%
BRENT	4,96%		-18,5%
EUROPEAN NATURAL GAS	2,94%		-39,6%
GOLD (\$/oz)	6,44%		64,6%

Gráficos de Mercados

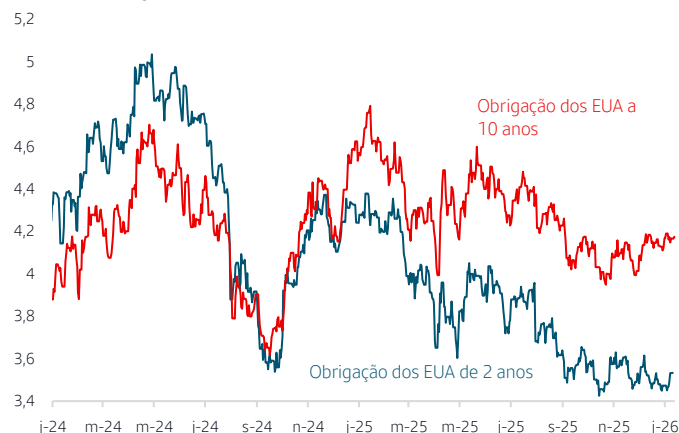
Alemanha: Yields obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 12/01/2026



EUA: Yields obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 12/01/2026



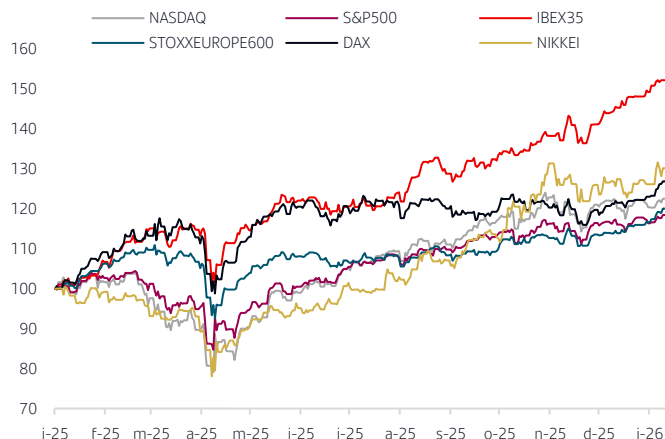
Crédito IG Euro: Yield e spread

Fonte: Bloomberg 12/01/2026



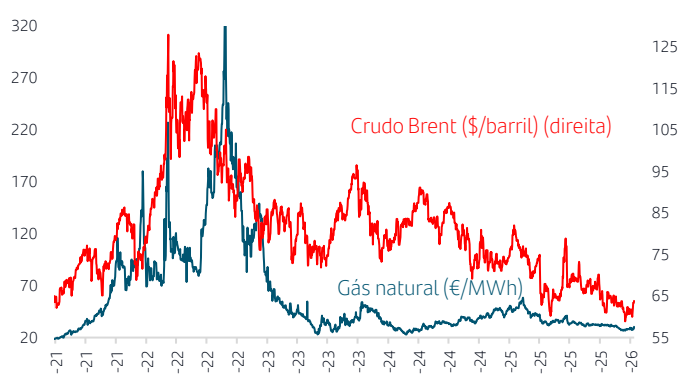
Evolução das bolsas em 2025

Fonte: Bloomberg 12/01/2026



Preço do Brent e do gás natural europeu

Fonte: Bloomberg 12/01/2026



Ouro (\$/oz)

Fonte: Bloomberg 12/01/2026



Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, FOMC, BCE, whitehouse.com, LSE I/B/E/S, FACTSET 12/01/2026

Aviso Legal:

O presente documento foi preparado pela Santander Asset Management, S.A. (doravante denominada "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. Não se deve conter informações ou opiniões sobre este documento sem a autorização prévia por escrito, caso a caso, pelo Santander.