Santander Asset Management

Relatório de mercado 2026

Escalando para novos máximos

Todos os dados, cifras de textos e gráficos deste relatório de mercado se referem a 14 de novembro de 2025.

© Santander Asset Management

Samantha Ricciardi
CEO SAM

Prezado investidor,

Temos o prazer de apresentar o Relatório de Mercados 2026, elaborado conjuntamente por nossa equipe global e nossos especialistas locais. O resultado é uma visão estratégica abrangente, que equilibra as tendências globais com o profundo conhecimento dos ativos domésticos, para ajudá-lo a construir carteiras diversificadas, consistentes e adaptadas a um ambiente cada vez mais interconectado e dinâmico.

A resiliência da economia global confirma que o ciclo não apenas resiste, mas evolui. Para 2026, antecipamos um ambiente caracterizado por crescimento sustentado, inflação contida e políticas econômicas que acompanham o ciclo, configurando um cenário favorável para o investimento e a diversificação. Nesse contexto, destacamos três grandes ideias de investimento para o ano:

- Renda variável global: escalando para novos máximos além do setor tecnológico norte-americano; mais países e mais setores participam do rali.
- Renda fixa: oportunidades na normalização das políticas no Brasil e no Reino Unido, sem perder de vista o carry na Zona do Euro.
- Ouro: diversificador natural de carteiras e tendência estrutural de longo prazo.

O ambiente não está isento de incertezas. Nossa equipe monitora e avalia continuamente os riscos econômicos e financeiros que podem alterar o cenário central, bem como os fatores geopolíticos e seu impacto potencial sobre o desenho das políticas econômicas.

No ano passado, destacávamos a importância de incorporar o investimento em mercados privados como uma tendência estrutural fundamental. Neste ano, damos um passo adiante e apresentamos nossas Capital Market Assumptions (CMAs), que nos permitem integrar ativos alternativos nas carteiras multiestratégicas e capturar de forma mais eficiente as fontes de rentabilidade estrutural oferecidas pelos mercados. As CMAs constituem um modelo proprietário que integra os ativos tradicionais e os mercados privados em um mesmo marco analítico, com o objetivo de oferecer uma visão robusta e de longo prazo sobre as expectativas de rentabilidade, risco e correlação entre as classes de ativos. Esse marco reforça a base analítica de nossas decisões estratégicas e consolida nosso enfoque de investimento global.

Em 2026, os mercados privados continuarão a desempenhar um papel cada vez mais relevante na construção de carteiras diversificadas: deixaram de ser um simples complemento para se tornarem um componente integral. Dentro desse universo de alternativos, destaca-se o crédito privado europeu, por seu valor intrínseco, sustentado tanto por fatores estruturais — dado o menor desenvolvimento do mercado de capitais e do financiamento alternativo em relação ao peso do sistema bancário — quanto por seu atrativo relativo em comparação com outras regiões, especialmente os Estados Unidos.

Na Santander Asset Management, colocamos à sua disposição nosso conhecimento global e nossa análise local, com uma visão estratégica de longo prazo. Gerimos ativamente seus investimentos, acompanhando-o em cada etapa do caminho, para que as decisões estejam alinhadas com seus objetivos pessoais. Nosso compromisso é acompanhá-lo com uma gestão próxima e responsável, orientada a ajudá-lo a construir um futuro financeiro sólido e seguro.

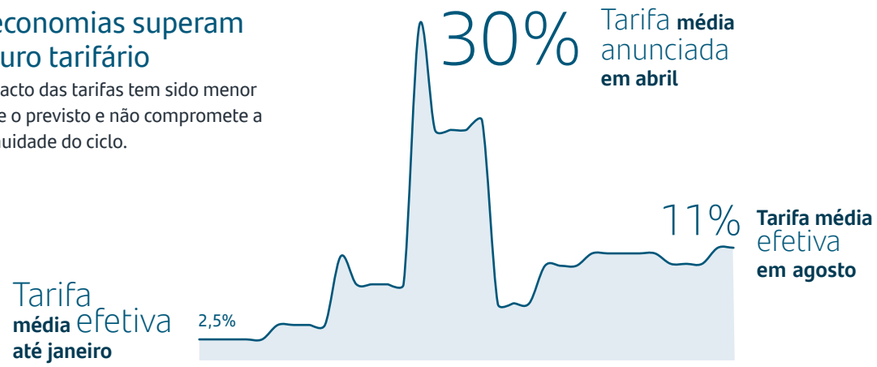
Muito obrigado pela sua confiança.

Escalando para novos máximos

José Mazoy, PhD
Diretor de Investimentos Global da SAM

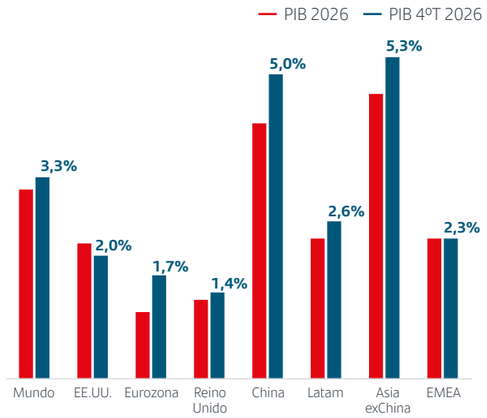
As economias superam o muro tarifário

O impacto das tarifas tem sido menor do que o previsto e não compromete a continuidade do ciclo.



O ciclo global se estende

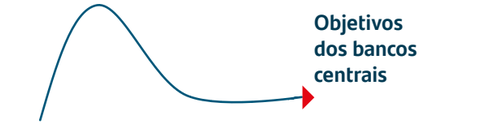
Todas as regiões mantêm taxas de crescimento positivas e ganham dinamismo na segunda metade do ano. A IA seguirá contribuindo para o crescimento, especialmente nos EUA.



Fonte: FMI, World Economic Outlook October 25

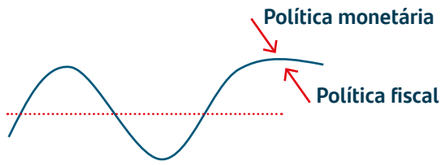
A inflação deixou de ser o problema

A tendência desinflacionária continua em curso, embora o ritmo varie entre regiões.



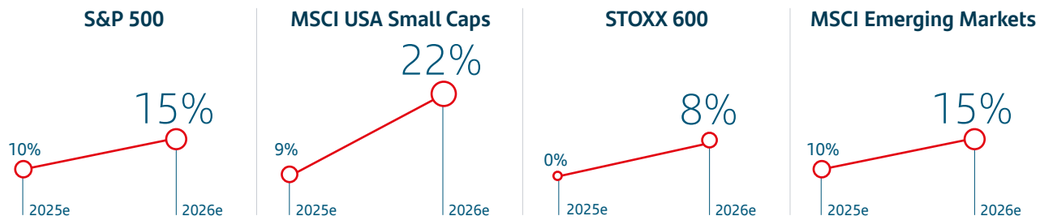
As políticas econômicas dão suporte ao ciclo

As taxas de juros deixam de ser restritivas e passam a níveis neutros. As políticas fiscais incentivam o investimento.



Maior amplitude nos mercados de renda variável: o crescimento de lucros se amplia por regiões, setores e empresas

Estimativa de crescimento de lucros



Fonte de todos os gráficos: Bloomberg e Santander AM

Olhando para 2026, queremos destacar a resiliência da economia global. Enfrentar de forma sucessiva um choque sanitário sem precedentes, um choque inflacionário — que, em muitas economias, levou a inflação a níveis não vistos desde a década de 1970 — e um choque tarifário que chegou a colocar em dúvida o futuro do comércio internacional não foi tarefa simples e, ainda assim, o ciclo global segue mostrando uma notável capacidade de extensão.

Essa resiliência confirma que o ciclo global não apenas resiste, como também evolui. Em particular, neste ano, o investimento em IA nos EUA contribuiu de forma decisiva para manter taxas de crescimento próximas de 4%. O ambiente que projetamos para 2026 combina crescimento sustentado, inflação contida e políticas econômicas que acompanham a atividade, configurando um quadro construtivo para o investimento. Tudo isso, sustentado em nosso modelo proprietário de Supostos de Mercado de Capitais (*Capital Markets Assumptions*, CMAs) e tendo a diversificação como eixo central, nos permite identificar três grandes ideias de investimento em ativos tradicionais.

1. Renda variável global: escalando para novos máximos

A renda variável é o eixo central da nossa estratégia para 2026. O cenário global respalda essa visão construtiva, que é reforçada, na maior parte dos mercados, quando descemos ao nível da análise local. Da expansão de lucros nos Estados Unidos — que se estende para além dos setores de tecnologia ligados à IA — às projeções de crescimento de lucros próximos a dois dígitos na Zona do Euro, passando pelo dinamismo dos mercados latino-americanos, a renda variável combina impulso macroeconômico global com suporte doméstico, consolidando-se como o principal motor de crescimento nas carteiras diversificadas.

Embora, em alguns mercados, as valorizações sejam exigentes, não vemos isso como um obstáculo para que os índices continuem escalando para novos máximos. Fases de expansão do crescimento e de geração sustentada de lucros corporativos tendem a ser acompanhadas de múltiplos mais elevados. Nesse contexto, os principais riscos que historicamente levam a mudanças de tendência na renda variável são ambientes recessivos ou ciclos de alta agressiva de juros — fatores que não fazem parte do nosso cenário central.

EUA

Crescimento de lucros para além da tecnologia: investimento e mix de políticas pró-empresa

Zona do Euro

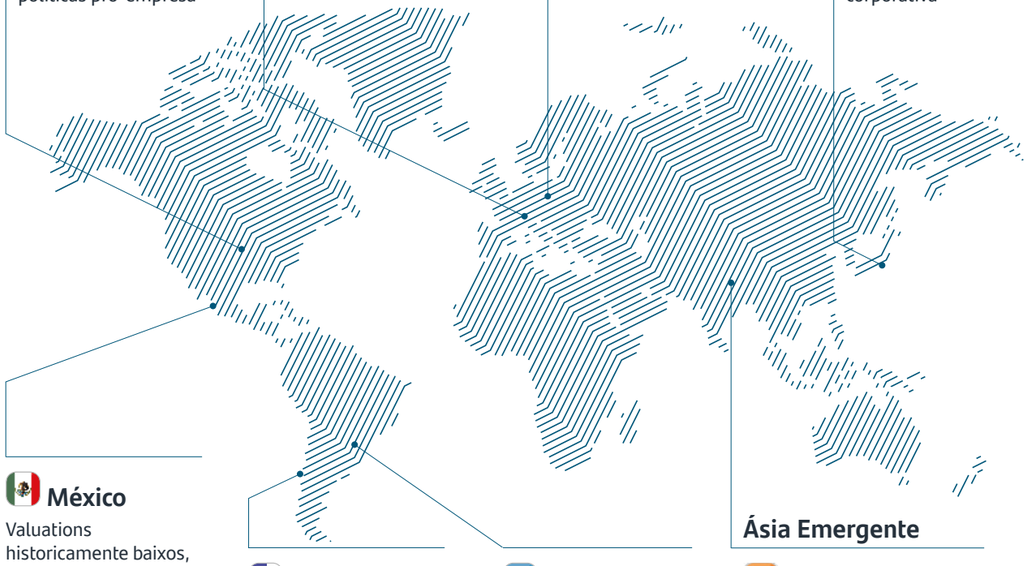
Lucros próximos a dois dígitos: recuperação econômica e inflação sob controle

Polônia

Small caps: força do ciclo doméstico

Japão

Retorno ao crescimento nominal e avanços em governança corporativa



México

Valuations historicamente baixos, melhora fiscal e expectativas favoráveis em relação ao TMEC

Chile

Rentabilidade por dividendos, crescimento de resultados e ambiente pró-investimento

Argentina

Reformas e continuidade fiscal

Ásia Emergente

India

Pilar do crescimento regional

China

Oportunidades táticas

2. Oportunidades em renda fixa: normalização de políticas, sem perder de vista o *carry*

O caminho em direção à neutralidade das taxas básicas avança em ritmos distintos entre as geografias. Esse descompasso abre oportunidades em títulos soberanos do Reino Unido e do Brasil, onde a combinação de *carry* elevado com a nossa expectativa de cortes de juros — inclusive em magnitude superior à hoje precificada pelo mercado — cria um contexto favorável. Na Zona do Euro, a solidez do setor corporativo e um *carry* claramente atrativo em termos históricos posicionam o crédito como uma fonte estável de rentabilidade para 2026.

Reino Unido

Os títulos soberanos britânicos, tanto nominais quanto indexados à inflação, continuam oferecendo as TIRs mais altas entre as economias do G7.
As medidas proativas para conter a inflação, um orçamento fiscalmente disciplinado — com possíveis novos aumentos de impostos — e a provável trajetória gradual de cortes por parte do Banco da Inglaterra configuram um ambiente favorável para a continuidade do bom desempenho.

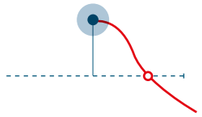
La TIR más alta del G7*

4,57%

Brasil

A taxa Selic encontra-se em patamar bastante restritivo. A combinação de atividade econômica moderada com inflação em queda deve permitir ao Banco Central do Brasil iniciar um ciclo de flexibilização monetária no início de 2026, com possíveis surpresas de viés mais acomodatício. O cenário global também tende a dar suporte à renda fixa local, especialmente diante das projeções de cortes nas taxas de juros nos EUA.

15%



Ciclo de queda da taxa Selic: projeção de início em 2026

Zona do Euro

Mantemos uma visão positiva para o crédito europeu *investment grade* em 2026. As TIRs continuam atrativas, claramente acima das médias dos últimos dez e vinte anos, e oferecem um diferencial adicional em relação à dívida soberana. A forte demanda — em especial por parte do investidor de varejo — e a solidez dos balanços corporativos ainda deixam espaço para uma compressão adicional dos spreads.

3,10%

TIR média do índice BoFA Euro Corporate em 2025*

1,80%

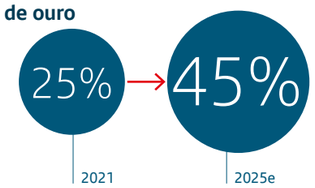
TIR média do índice BoFA Euro Corporate nos últimos 10 anos*

3. Ouro: diversificador de carteiras e tendência estrutural

Em um contexto em que os riscos geopolíticos permanecem elevados, a inflação ainda não desapareceu e os investidores percebem que os bancos centrais continuarão priorizando o crescimento em relação ao controle de preços, o metal precioso oferece uma cobertura efetiva como elemento-chave na diversificação das carteiras.

A isso se somam fundamentos sólidos de longo prazo: continuidade das compras por bancos centrais e o retorno do interesse dos investidores após anos de fluxos negativos.

Participação da demanda de investidores sobre a demanda total de ouro



Fonte: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMs, World Gold Council e Santander AM

Lançamos nossos CMAs para mercados públicos e privados

Estas três grandes ideias de investimento refletem a combinação das nossas capacidades globais e locais e se apoiam no nosso modelo proprietário de CMAs, uma abordagem que também nos permite integrar ativos tradicionais e mercados privados sob um mesmo marco analítico. Para 2026, identificamos o crédito privado europeu (Private Debt) como a principal oportunidade de investimento dentro do universo dos ativos alternativos (ver página 44).

**Fonte: Bloomberg e Santander AM*

Sob a lupa do CIO

O próximo ano não premiará quem mais acertar nas projeções, e sim quem for capaz de manter o rumo sem perder a flexibilidade. Será fundamental preservar a exposição ao crescimento real, mas com capacidade de adaptação caso a exuberância de mercado, a política monetária ou os riscos geopolíticos mudem as regras do jogo. Em um ambiente de transformação estrutural, a vantagem competitiva da gestão ativa é a agilidade.

1. Superciclo de investimento em IA: transformação ou excesso?

O investimento em infraestrutura de IA, semicondutores e cloud atinge níveis recordes. Já responde por quase metade do crescimento real do PIB norte-americano.

O CIO acompanha de perto:
A relação CapEx/lucros dos operadores de *hyperscale:* uma queda nos retornos marginais ou uma mudança em direção a modelos financiados pelos fornecedores seriam sinais de sobreinvestimento.

USD 400.000MM
Em 2025, as grandes empresas de tecnologia reinvestiram cerca de 70% de seus lucros em CapEx[1]

2. A era da geoeconomia: a política redefine os lucros corporativos

A política industrial, as tarifas e as sanções estão reorientando o comércio, o investimento e a tecnologia: as cadeias globais de suprimentos se fragmentam.

O CIO acompanha de perto:
O diferencial entre o "comércio com aliados" e o "comércio com rivais estratégicos", bem como o lançamento de novos subsídios ou regimes de controle de capital: mudanças bruscas podem alterar a precificação de moedas e regiões.

+USD 2 bilhões
Desde 2022, foram anunciados volumes significativos em novos incentivos fiscais e industriais[2]

3. Dominância fiscal: os déficits públicos passam a ditar as taxas de juros

O elevado gasto público estrutural e os custos associados ao envelhecimento populacional colocam a política fiscal no centro do debate, condicionando um ambiente de taxas nominais persistentemente altas.

O CIO acompanha de perto:
A relação déficit primário/PIB e o comportamento das taxas longas: taxas reais sustentadas acima de 2% tenderiam a pressionar os mercados acionários.

5,9% do PIB
O déficit dos EUA é hoje um dos mais elevados em tempos de paz ou fora de períodos de recessão.[3]

4. Concentração e risco de valorização: quando a liderança se estreita

Os megavencedores ligados à IA concentram uma parcela crescente dos índices. A amplitude do mercado e os diferenciais de crédito estão no centro das atenções neste rali. A entrada maciça de investidores de varejo em ETFs focados em grandes empresas de tecnologia reforça o movimento, mas também amplifica o risco de uma correção sincronizada caso o sentimento mude.

O CIO acompanha de perto:
A volatilidade entre ativos e classes de ativos e os spreads de crédito: um deterioro simultâneo costuma antecipar correções mais amplas.

38% do S&P 500
As 10 maiores empresas já representam uma parcela recorde da capitalização total de mercado[4]

5. Surpresas do consumo nos EUA: o motor do crescimento

O consumo nos EUA teria acelerado para 3,4% em termos anualizados no 3T25, com solidez transversal entre faixas de renda. A posição financeira das famílias segue saudável.

O CIO acompanha de perto:
A criação de emprego, o investimento cíclico e os ganhos de produtividade impulsionados pela IA: dados muito acima ou abaixo do consenso podem alterar o cenário de crescimento.

97% do passivo
A parcela dos passivos das famílias norte-americanas coberta por sua liquidez está na melhor relação desde os anos 1980.[5]

Fonte: 1. Santander AM. 2. FMI Fiscal Monitor October 2025. 3. U.S. Congressional Budget Office August 2025. 4. Santander AM. 5. Federal Reserve Distributional Financial Accounts Q2 2025

01

Premissas de Mercado (Capital Markets Assumptions, CMAs)

Expectativas de rentabilidade em um horizonte estratégico de 7 anos

Luiz Felix, PhD
Diretor Global de Alocação de Ativos da SAM

Haydn Davies
Diretor de Análise Quantitativa da SAM

A Alocação Estratégica de Ativos (SAA) permanece como o principal determinante do desempenho de longo prazo das carteiras, explicando, em geral, mais de 80% da variabilidade total da rentabilidade ao longo do tempo. Em um cenário de pouso suave da economia global, desinflação mais lenta nos EUA e normalização da política monetária nas principais economias, hipóteses de Mercado de Capitais (CMAs) robustas são essenciais para embasar as decisões estratégicas. Essas hipóteses traduzem o pano de fundo macro em estimativas coerentes de retorno e risco entre classes de ativos. Rumo a 2026, a calibração reflete condições monetárias caminhando para a neutralidade e um dinamismo econômico resiliente, estabelecendo as bases para uma nova fase de crescimento global, mais equilibrada.

O pouso suave da economia global e a normalização das políticas econômicas sustentam expectativas sólidas de médio prazo em todas as classes de ativos

Rentabilidade nominal esperada para 7 anos[1]

		Local	1-ano Δ	USD	EUR	GBP
Bolsas	EUA	8,3%	0,0%	8,3%	7,8%	9,3%
	Zona do Euro	7,6%	-0,9%	8,1%	7,6%	9,1%
	Reino Unido	8,2%	-1,0%	7,3%	6,8%	8,2%
	Japão	7,8%	-0,6%	8,3%	7,9%	9,3%
	Mundo	8,3%	-0,5%	8,3%	7,9%	9,4%
	Emergentes	7,2%	-0,9%	6,2%	5,7%	7,2%
Títulos Públicos	EUA	4,5%	-0,5%	4,5%	3,3%	4,3%
	Zona do Euro	3,7%	-0,1%	4,8%	3,7%	4,7%
	Reino Unido	5,1%	-0,2%	5,3%	4,1%	5,1%
	EUA +10A	5,2%	0,0%	5,2%	4,0%	5,0%
	Zona do Euro +10A	4,4%	0,3%	5,6%	4,4%	5,4%
	Reino Unido +10A	5,7%	0,1%	5,8%	4,6%	5,7%
	Títulos ligados a inflação dos EUA	4,2%	-0,5%	4,2%	3,0%	4,0%
	Títulos ligados a inflação da Zona do Euro	4,4%	0,0%	5,6%	4,4%	5,5%
Crédito	Investment Grade EUA	5,5%	-0,5%	5,5%	4,3%	5,3%
	Investment Grade Zona do Euro	4,1%	-0,3%	5,3%	4,1%	5,2%
	Investment Grade Reino Unido	5,4%	-0,6%	5,5%	4,3%	5,4%
	High Yield EUA	6,3%	-0,5%	6,3%	5,1%	6,1%
	High Yield Zona do Euro	5,1%	-0,4%	6,3%	5,1%	6,2%
	Dívida de Emergentes em Dólar	6,4%	-0,8%	6,4%	5,2%	6,2%
	Dívida de Emergentes em Moeda Local	7,4%	0,0%	6,1%	5,7%	7,2%
	Commodities	5,6%	-0,3%	5,6%	5,2%	6,2%
Mercados privados	Private Equity	10,6%		10,3%	9,9%	11,3%
	Venture Capital	12,0%		11,7%	11,3%	12,7%
	Imobiliário	8,6%		8,3%	7,9%	9,3%
	Infraestrutura	8,3%		8,0%	7,6%	9,0%
	Crédito privado	8,9%		8,6%	8,2%	9,6%

Fonte: Santander AM. As rentabilidades esperadas nas três moedas-base consideradas para os investidores (EUR, USD e GBP) são estimadas sem proteção cambial para: 1) renda variável, 2) commodities, 3) dívida de emergentes em moeda local e 4) mercados privados; enquanto são estimadas com proteção cambial para os demais ativos de renda fixa.

Nesse contexto, a renda variável dos EUA segue como motor-chave do retorno de longo prazo das carteiras, amparada por ganhos sólidos de produtividade, margens resilientes e um ciclo consistente de lucros. Em moeda local, esperamos rentabilidade nominal anual de 8,3% no médio prazo — compatível com uma fase madura, porém ainda dinâmica, do ciclo. Apesar das valorizações elevadas, nossos modelos indicam que um eventual ajuste de múltipliplos tende a ser compensado por aceleração no crescimento dos lucros.

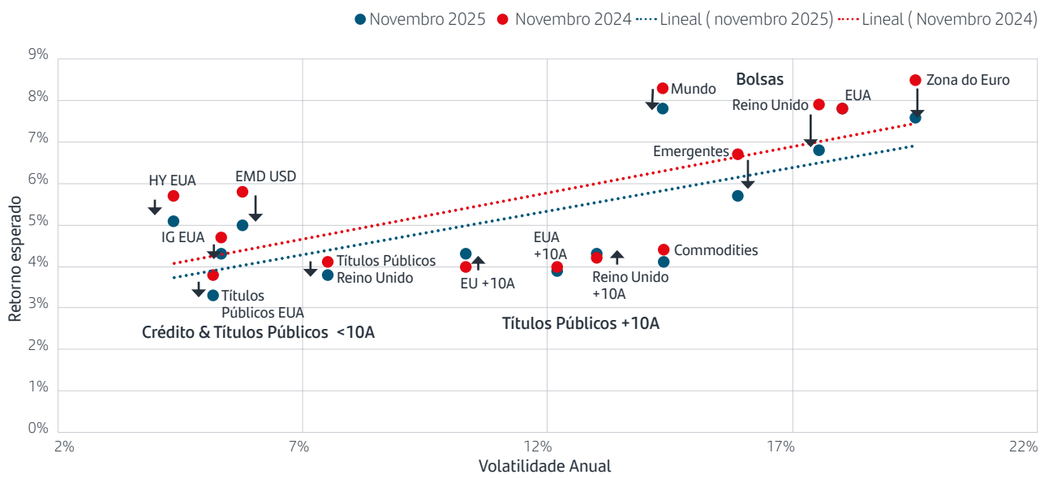
Nos demais mercados desenvolvidos, as rentabilidades nominais esperadas em sete anos giram em torno de 8%, excluindo efeitos cambiais. O Reino Unido deve apresentar retorno local acima da média, de 8,2%, sustentado por elevados retornos ao acionista e valorizações atrativas, ainda que com perspectivas mais moderadas para crescimento de lucros. Na Zona do Euro, os mercados são estruturalmente menos dinâmicos do que nos EUA; projeta-se crescimento de lucros mais contido, parcialmente compensado por maior rentabilidade por dividendo. No Japão, os investidores se beneficiam de crescimento sólido de lucros, embora com dividend yield mais baixo — que pode melhorar à medida que avançam as reformas de governança corporativa. Nos emergentes, programas de recompra seguem entre os mais baixos por região e o crescimento de lucros permanece fraco; ainda assim, a elevada rentabilidade por dividendo e alguma margem de valorização sugerem retorno esperado de 7,2%. Em conjunto, após um 2025 positivo para a renda variável global, o horizonte de médio prazo permanece construtivo: valorizações altas limitam parte do potencial em várias regiões, mas o quadro segue compatível com expansão sustentada do ciclo, recomendando exposição diversificada entre geografias.

O crescimento de lucros nos EUA e no Japão, a maior rentabilidade por dividendo na Zona do Euro e no Reino Unido e o valor seletivo nos emergentes amparam uma visão construtiva para a renda variável global

Renda fixa

As taxas internas de retorno (TIRs) — especialmente na Zona do Euro — mantiveram-se em faixa estreita ao longo do ano, sem mudanças relevantes. Ainda assim, preocupações com a sustentabilidade da dívida elevaram o prêmio de risco de duração, sobretudo na Zona do Euro, enquanto a compressão de diferenciais reduziu o potencial relativo do crédito, principalmente na dívida em dólares. Mesmo assim, investidores de longo prazo continuam encontrando oportunidades no crédito: um investidor norte-americano pode esperar rentabilidade nominal de 6,3% no médio prazo em high yield, ante 5,5% em investment grade e 4,5% em Treasuries. Na Zona do Euro, o padrão é semelhante: projetam-se 5,1% em high yield, 4,1% em investment grade e 3,7% em títulos soberanos.

Risco/Retorno esperado 7 anos: hoje vs último ano



Fonte: Santander AM

Segundo nossas estimativas, uma carteira diversificada de commodities deve entregar 5,6% em dólares — acima dos 4,2% e 4,4% estimados para os títulos atrelados à inflação nos EUA e na Zona do Euro, respectivamente.

Mercados privados

Em 2026, os mercados privados devem oferecer um espectro de rentabilidades diferenciado, conforme o nível de risco, iliquidez e potencial de criação de valor. Para Private Equity (buyout e growth), projetamos retorno médio de 10,6% líquido de taxas, preservando o perfil de alta rentabilidade do segmento. O sentimento entre gestores tornou-se moderadamente otimista à medida que melhoram as condições de desinvestimento e o fluxo de operações, após alguns anos mais fracos. A captação segue seletiva e as distribuições permanecem abaixo da média histórica, embora a liquidez tenha se flexibilizado. No Venture Capital, o potencial nominal permanece o mais elevado, em torno de 12%, com grande dispersão — reforçando a importância de seleção de gestoras e vintages à medida que a visibilidade de crescimento melhora.

Em Real Assets, a rentabilidade segue ancorada em geração de renda. O imobiliário combina receitas estáveis de estratégias core com o potencial cíclico de oportunidades value-add, para retorno médio esperado de 8,6%. A infraestrutura oferece equilíbrio semelhante: ativos core e brownfield tendem a entregar rentabilidades resilientes e indexadas à inflação, enquanto projetos greenfield — especialmente em renováveis, redes digitais e transição energética — oferecem maior potencial nominal, com risco de execução superior (rentabilidade média de 8,3%).

No Private Credit, esperamos rentabilidade líquida de 8,9% no médio prazo, impulsionada por taxas elevadas e alto nível de receita recorrente. A concentração e a heterogeneidade na qualidade de crédito, porém, testarão a capacidade dos gestores, em especial nos EUA. Apesar de ciclos de captação mais longos, a demanda estrutural de investidores institucionais permanece firme, consolidando o papel do segmento como estabilizador das carteiras em um ambiente de "juros altos por mais tempo". Em Natural Resources, as rentabilidades nominais esperadas próximas de 8% continuam oferecendo exposição sensível à inflação e de baixa correlação.

Os ativos privados consolidam seu papel como âncora da rentabilidade de longo prazo em um ambiente de taxas elevadas por mais tempo

Síntese e perspectiva

Em conjunto, os ativos privados entram em fase de recuperação gradual e otimismo seletivo. Apesar de valorizações um pouco elevadas, a liquidez melhora, os riscos macro se moderam e o ritmo de investimento se normaliza — um arranjo em que os mercados privados retomam o papel de motor de rentabilidade de longo prazo em carteiras diversificadas.

Em suma, nossas hipóteses de Mercado de Capitais apontam para um quadro de rentabilidades mais equilibrado e diversificado, ancorado por pouso suave da economia global, desinflação mais lenta nos EUA e normalização da política monetária. Nesse ambiente de crescimento moderado e inflação estável, as expectativas de médio prazo permanecem sólidas. Acima de tudo, uma SAA disciplinada continua sendo a ferramenta mais eficaz para investidores de longo prazo, permitindo capturar oportunidades entre regiões e classes de ativos, enquanto política econômica, condições financeiras e fundamentos empresariais operam em conjunto para prolongar o ciclo.

2. As rentabilidades dos mercados privados são apresentadas em termos líquidos, para refletir o impacto da taxa de gestão e do carried interest nos resultados do investidor, enquanto as rentabilidades dos ativos tradicionais são mostradas em termos brutos, a fim de garantir a comparabilidade entre mercados líquidos, nos quais os custos variam de acordo com o mandato e a forma de implementação.

02
Visão global

Cenário global de investimento

Delfina Pérez, CIIA
Diretora de Estratégia de Mercados da SAM

Luiz Felix , PhD
Diretor Global de Alocação de Ativos da SAM

Cenário principal — Cenários alternativos

Probabilidade 60%

Pouso suave da economia global e desinflação mais lenta nos EUA

O crescimento global se modera em relação a 2024–25 por conta das tarifas, embora seu impacto seja transitório e não comprometa a continuidade do ciclo. Os sólidos balanços do setor privado amortecem a desaceleração, permitindo recuperar dinamismo na segunda metade de 2026.

A inflação converge para as metas dos bancos centrais, com um processo mais lento nos EUA. A política monetária global avança para níveis neutros, melhorando as condições de crédito e apoiando o crescimento. A política fiscal, focada em investimento, também sustenta o ciclo.

Nesse contexto, o carry, o crédito e a renda variável permanecem atrativos, e a volatilidade continua contida.

Probabilidade 25%

Estagflação leve

O crescimento desacelera com maior intensidade, pois as tarifas pesam mais sobre a atividade e a confiança, embora a economia evite uma recessão formal. A inflação nos EUA permanece elevada por mais tempo e o Federal Reserve interrompe o ciclo de cortes.

Para os mercados, o ambiente torna-se menos favorável: os ativos de risco enfrentam riscos assimétricos. Os diferenciais de crédito podem se ampliar moderadamente, a renda variável tende a enfrentar dificuldades para sustentar os níveis atuais, e observa-se uma preferência por estratégias defensivas, prazos mais curtos e ativos de maior qualidade.

Probabilidade 10%

Recessão

O efeito combinado das tarifas que freiam a atividade, condições financeiras mais restritivas e menor confiança leva a uma desaceleração global sincronizada que empurra os EUA e outras economias desenvolvidas para uma recessão.

O investimento empresarial e as contratações diminuem, enquanto o consumo das famílias se enfraquece. Essa fase de ajuste é marcada por uma ampliação dos diferenciais de crédito e por uma correção nos preços das ações, acompanhada de uma queda dos lucros corporativos.

A dívida pública recupera seu papel como ativo de proteção, e o ouro também se beneficia.

Probabilidade 5%

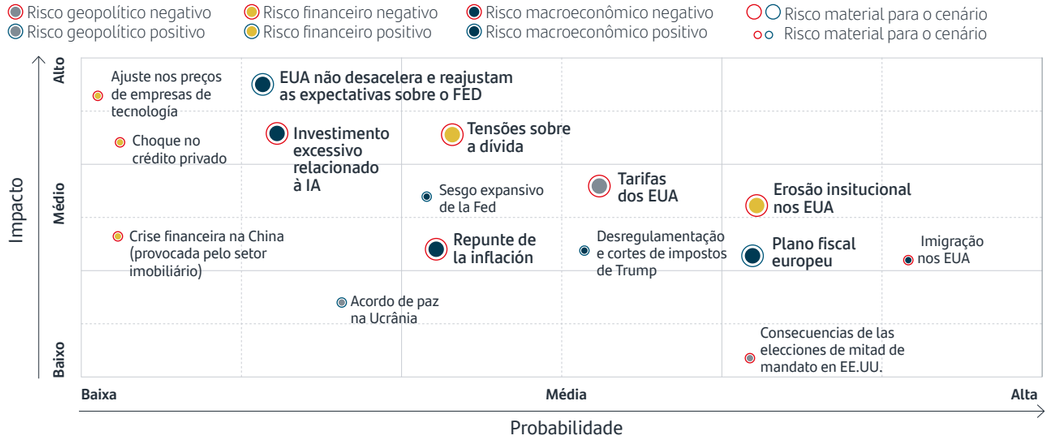
Reaceleração da economia e da inflação

O governo Trump adota um impulso fiscal maior e políticas pró-cíclicas. A demanda interna acelera devido ao aumento do investimento empresarial e à retomada dos gastos das famílias.

A política fiscal expansionista e as restrições migratórias mantêm elevadas as pressões salariais e de custos, levando a inflação acima da meta. O Fed entra em uma pausa prolongada e os investidores chegam a considerar o risco de novas altas de juros.

Inicialmente, o ambiente é favorável para a renda variável, mas a inflação persistente e os juros mais elevados acabam deteriorando os preços, favorecendo ativos reais e de curto prazo.

Mapa de riesgos



Nosso cenário central — um pouso suave da economia global, com atraso no processo de desinflação nos EUA — descreve um quadro em que, após o impacto inicial das tarifas, a economia mundial mantém a capacidade de crescer e prolonga a fase expansiva do ciclo. As tarifas configuram um choque temporário sobre o crescimento cujo efeito, mais moderado do que o previsto tanto para os EUA quanto para os países exportadores, abre espaço para um pouso suave. Essa avaliação favorável também contempla a retomada do dinamismo do crescimento na segunda metade de 2026.

O cenário de crescimento e inflação dá suporte aos ativos de risco

O processo de desinflação segue avançando. Embora, nos EUA, a moderação dos preços esteja ocorrendo de forma mais lenta do que se antecipava, o risco de um retorno a políticas monetárias significativamente restritivas saiu do foco dos mercados. Os bancos centrais foram bem-sucedidos no combate à inflação, e as taxas de juros oficiais se aproximam gradualmente de níveis neutros. Essa evolução tem permitido uma melhora das condições financeiras e de crédito, facilitando a expansão do funding e o financiamento de projetos de investimento. A política monetária deixa, assim, de atuar como freio e passa a acompanhar a extensão do ciclo.

As políticas econômicas e a robustez dos balanços do setor privado são fundamentais no nosso cenário de investimento

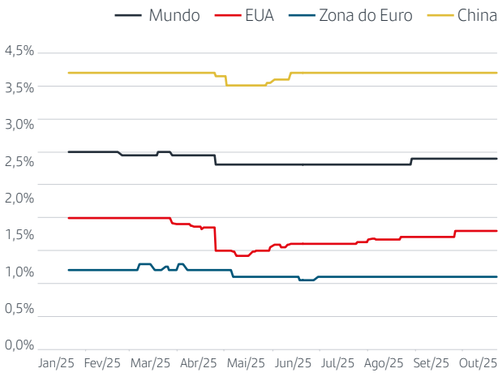
As políticas fiscais reforçam esse impulso. Os pacotes aprovados nos EUA (One Big Beautiful Bill Act) e na União Europeia promovem o investimento em setores estratégicos — defesa, infraestrutura, digitalização e inteligência artificial — e caminham na mesma direção da política monetária. Diferentemente dos estímulos dos anos anteriores, voltados sobretudo ao enfrentamento da pandemia e, em alguns casos, com forte foco no consumo privado, esta nova onda fiscal tem caráter mais estrutural.

Além disso, muitas dessas medidas favorecem o tecido empresarial de pequenas e médias empresas, ampliando seu acesso a financiamento e sua capacidade de investir. O suporte ao investimento é essencial para sustentar a criação de empregos e evitar que uma eventual desaceleração do mercado de trabalho comprometa o consumo e o crescimento. Nos EUA, o Federal Reserve busca justamente equilibrar esses riscos, reduzindo as taxas para amparar o emprego por meio de condições financeiras mais favoráveis. Em conjunto, o investimento deve contar com o suporte do mix de políticas econômicas — monetárias e fiscais — que atuam na mesma direção para sustentar o ciclo.

A solidez dos balanços do setor privado é outro pilar desse cenário. A poupança das famílias e os lucros corporativos não revelam desequilíbrios típicos do fim de ciclos expansionistas. Essa robustez financeira amplia a eficácia das políticas econômicas, reduz a vulnerabilidade do ciclo e reforça a continuidade da expansão global.

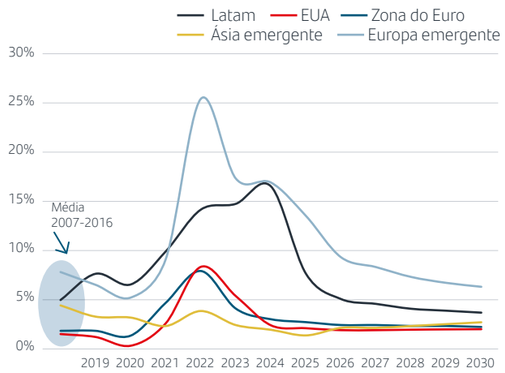
O ambiente regulatório também contribui positivamente. À trajetória de desregulamentação liderada pelos EUA soma-se, agora, a Alemanha, onde a guinada para um marco mais flexível e pró-empresa representa uma mudança estrutural. Essa tendência favorece o investimento, a produtividade e o dinamismo empresarial.

Evolução das projeções do consenso sobre o PIB 2026



Fonte: Bloomberg e Santander AM

Evolução e projeções até 2030 da inflação anual por região



Fonte: FMI, World Economic Outlook October 25

Renda variável

Nossa visão construtiva para a renda variável se apoia em uma geração de lucros positiva e mais disseminada: esperamos que, em 2026, se consolide a ampliação iniciada em 2025, de modo que a liderança deixe de se concentrar exclusivamente em ações de tecnologia ligadas à IA nos EUA ou em setores como defesa e financeiro na Europa, estendendo-se a outros setores e regiões que também se beneficiam do momentum de crescimento. O mix de políticas — incentivos fiscais, condições financeiras mais benignas e desregulamentação — tem impacto material na capacidade das empresas de converter crescimento em lucros, ao sustentar o investimento produtivo, a demanda e as margens operacionais. Nos mercados em que as valorizações já se situam na parte alta das faixas históricas, entendemos que isso reflete tanto a fase expansiva do ciclo quanto o protagonismo das empresas de tecnologia. Ainda assim, em um cenário de continuidade do ciclo e de ganhos sustentados, não vemos esses níveis como impeditivo para que os índices avancem para novas máximas, com potencial de rentabilidade em linha com a evolução dos lucros. Esse pano de fundo é compatível com avanços tanto em mercados desenvolvidos quanto em emergentes. Identificamos oportunidades particularmente relevantes na América Latina, dado o maior grau de alavancagem ao ciclo, a retomada do investimento e o atrativo de valuation em alguns mercados.

O crescimento dos lucros se amplia entre regiões, setores e empresas

Renda fixa

Na renda fixa, com exceção de alguns mercados — como Reino Unido e Brasil —, as curvas já incorporam as trajetórias esperadas para a política monetária, e as taxas de mercado tendem a permanecer estáveis tanto na dívida soberana quanto no crédito corporativo. Ao mesmo tempo, balanços saudáveis, condições de financiamento favoráveis e demanda sólida por parte dos investidores sustentam o atrativo relativo do crédito frente aos títulos soberanos. A compressão dos diferenciais reflete a confiança nos emissores e no ambiente macroeconômico, enquanto as taxas internas de retorno (TIRs) seguem historicamente atraentes.

Na renda fixa global, o atrativo está no carrego

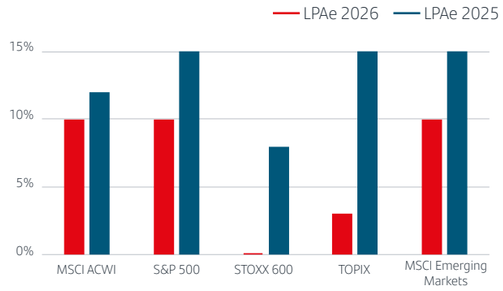
Câmbio e commodities

No mercado de moedas, não esperamos movimentos significativos do dólar, que deve continuar atuando como âncora de estabilidade em um ambiente global de ajuste gradual. Entre as commodities, o ouro mantém papel essencial, tanto por fundamentos quanto por sua função de diversificação nas carteiras.

Riscos

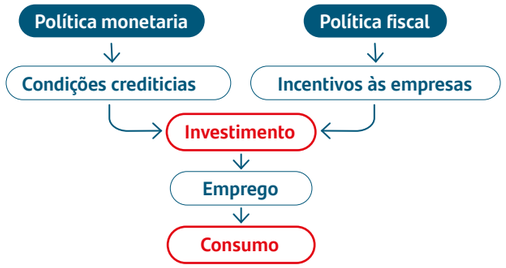
Nosso cenário de investimento não está isento de riscos, que seguimos monitorando de perto. Destaca-se a possibilidade de as tarifas se revelarem mais elevadas ou com impacto mais persistente do que o previsto, afetando o crescimento, a confiança e o comércio global. Também acompanhamos fatores que possam reavivar pressões inflacionárias ou endurecer excessivamente as condições financeiras, com potencial de enfraquecer o investimento e o consumo. No extremo oposto, um impulso fiscal mais agressivo ou políticas claramente pró-cíclicas poderiam estimular a demanda e reativar dinâmicas reflacionárias. Em conjunto, o balanço de riscos permanece equilibrado, ainda que a margem de incerteza recomende gestão ativa e criteriosa das posições de risco.

O crescimento dos lucros se espalha pelas regiões



Fonte: Bloomberg e Santander AM

A combinação de políticas econômicas acompanha a extensão do ciclo econômico



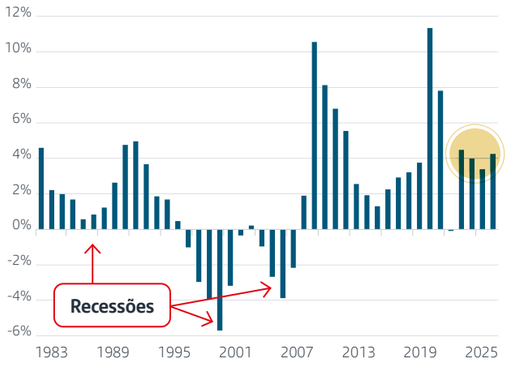
Seção Global Macro

Agustín Carles, CFA
Diretor de Macroeconomia da SAM

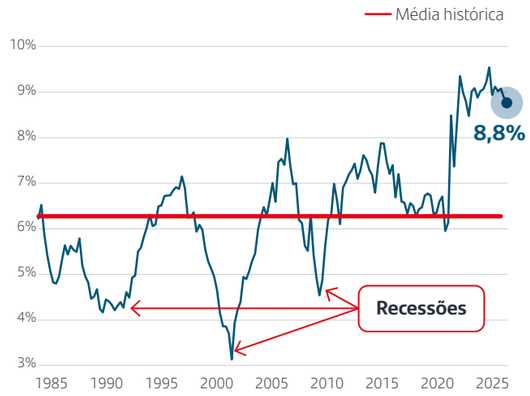
Estados Unidos

Estimamos um crescimento do PIB de 2% em 2025 e em torno de 1,6% em 2026. Embora o aumento das tarifas em 2025 represente um risco de baixa para o crescimento, acreditamos que o ciclo de expansão ainda não se esgotou, já que nem a posição financeira das famílias e empresas, nem as condições de crédito se encontram nos níveis que, no passado, precederam uma recessão. Pelo contrário, famílias e empresas apresentam uma situação financeira saudável em termos de capacidade de financiamento.

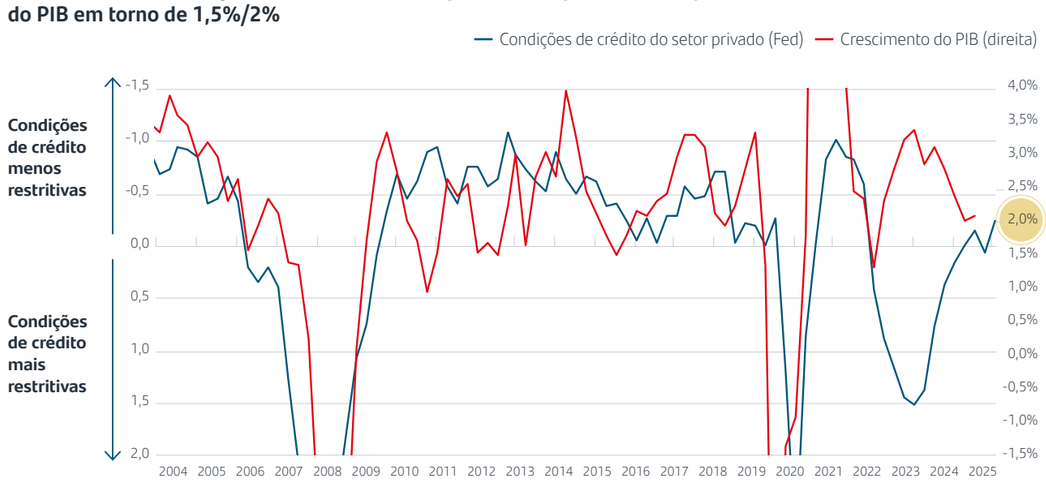
A capacidade de financiamento das famílias e das empresas, medida como percentagem do PIB, reflete a solidez do setor privado



Os lucros das empresas não financeiras, medidos como percentagem do PIB, são muito elevados



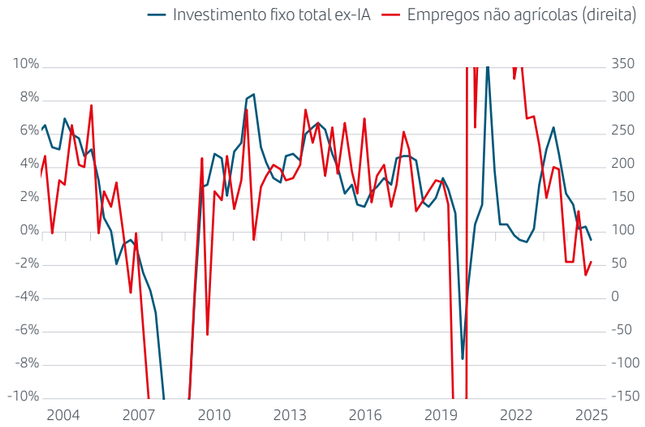
O nível atual das condições de crédito bancário para o setor privado é compatível com um crescimento do PIB em torno de 1,5%/2%



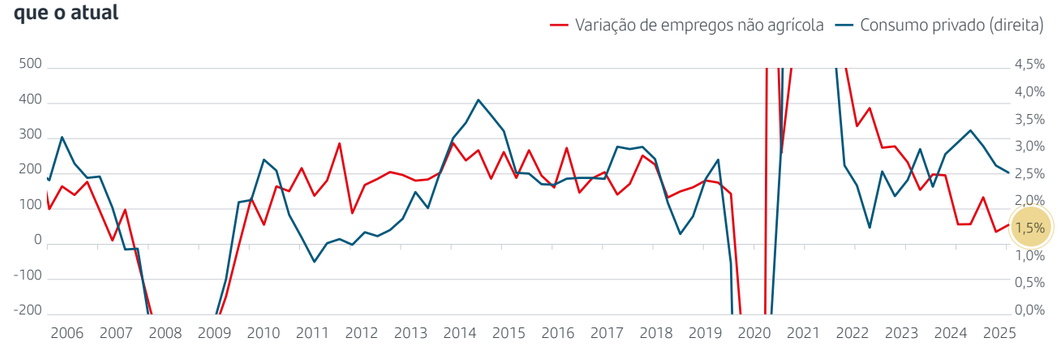
Fonte:de todos os gráficos: Datastream e Santander AM

Um fator-chave em 2026 será a trajetória do investimento. A evolução recente dos lucros corporativos sugere que o investimento fixo total, excluindo IA, retomará um crescimento positivo, dando lugar à criação moderada de empregos. Estimamos uma estabilização do emprego em torno de 50.000 vagas por mês, nível suficiente para permitir um crescimento do consumo privado próximo de 1,5%. O risco de baixa para o crescimento decorrente do aumento das tarifas não desapareceu, mas, até o momento, o impacto tem sido mais contido do que o inicialmente projetado.

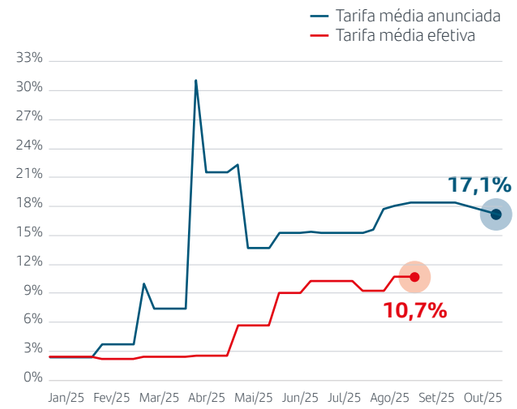
O ritmo de investimento ex-IA, é consistente com um crescimento moderado, mas claramente positivo, do mercado de trabalho



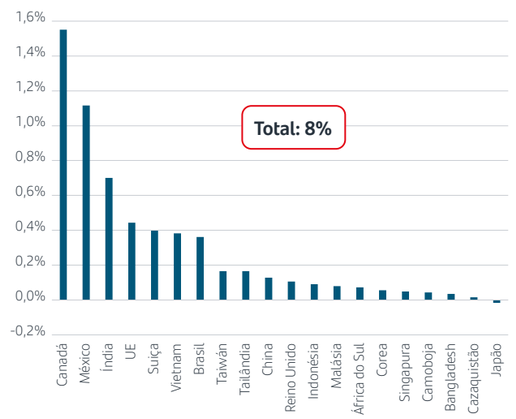
O crescimento do mercado de trabalho é compatível com um ritmo de consumo privado mais lento do que o atual



Embora se esperasse que a tarifa efetiva subisse para 18%, por enquanto está em torno de 11%



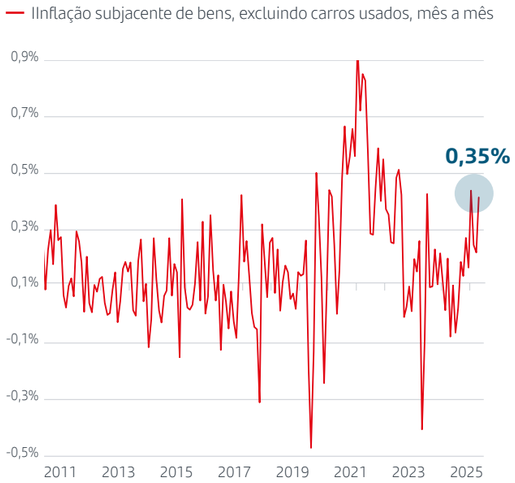
A diferença (8%) entre a tarifa anunciada e a tarifa efetiva deve-se a vários países, especialmente ao México e ao Canadá



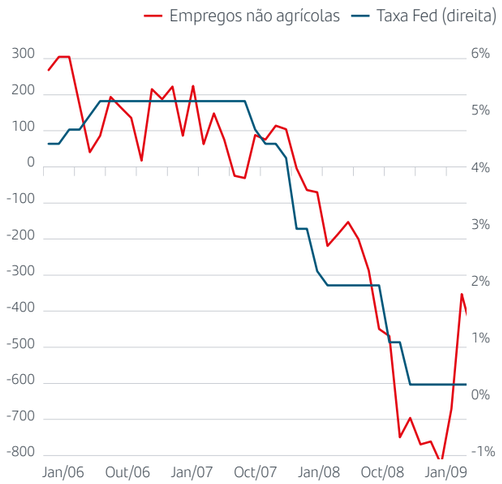
Fonte de todos os gráficos: Bloomberg, Datastream e Santander AM

O aumento das tarifas começou a impactar os preços de bens, embora de forma mais branda do que se previa. De qualquer forma, acreditamos que esse será um efeito transitório e que o menor crescimento do PIB fará com que a inflação não seja um problema para o Federal Reserve em 2026. Nesse sentido, projetamos que o Fed encerrará 2025 com taxas entre 3,5% e 3,75% e que, em 2026, haverá outro corte de 25 pontos-base, levando a taxa para a faixa de 3,25%–3,5%. Não descartamos um corte adicional de 25 pontos-base, mas não o consideramos como nosso cenário base.

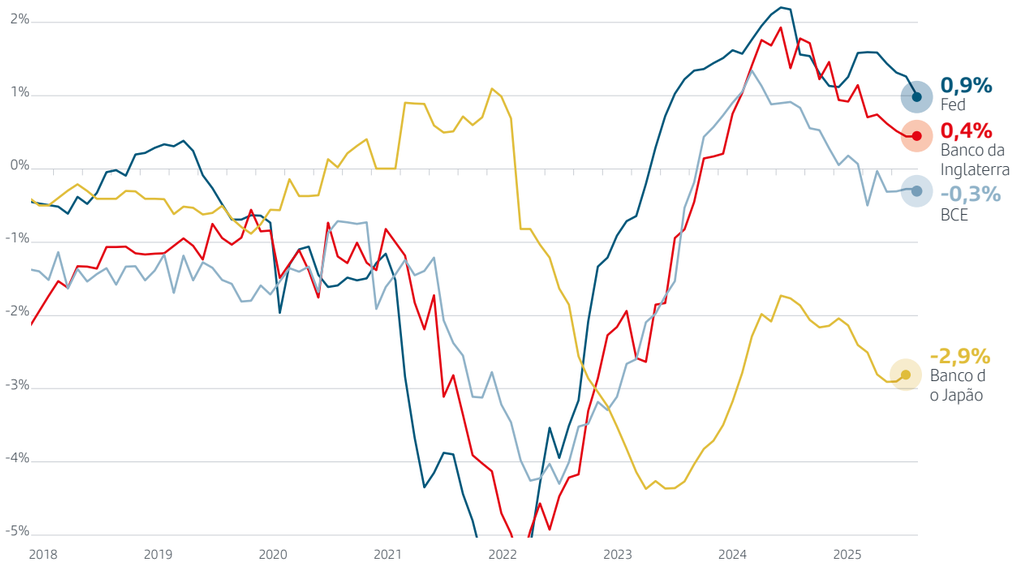
O aumento das tarifas está elevando a inflação de bens, mas com um impacto mais moderado do que o inicialmente previsto



Um cenário de cortes acentuados nas taxas de juros exigiria uma forte contração no mercado de trabalho, semelhante à da recessão de 2009



Em termos reais (ajustados pela inflação subjacente), a taxa de juros do Fed é atualmente a mais alta entre as economias desenvolvidas

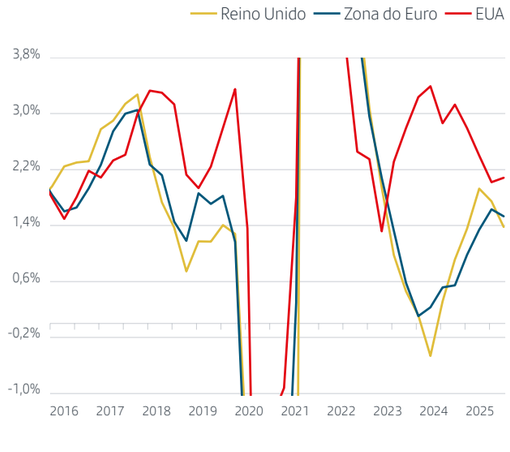


Fonte de todos os gráficos: Bloomberg e Santander AM

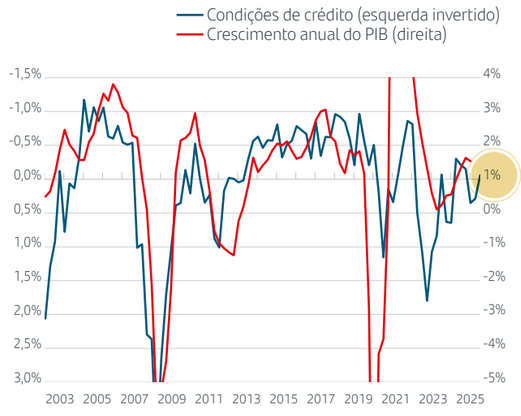
Zona do Euro

Tanto a Zona do Euro quanto o Reino Unido se encontram em uma fase mais inicial do ciclo econômico do que os Estados Unidos. O choque energético de 2021–2022, muito mais intenso na Europa, fez com que o ciclo dessas economias se descolasse do ciclo norte-americano. Na Zona do Euro, fundamentos-chave — como as condições de crédito relativamente favoráveis para famílias e empresas, o ponto de inflexão nos lucros corporativos após dois anos de forte desaceleração e, por fim, o impulso fiscal alemão — deverão compensar o possível impacto negativo das tarifas, levando a um crescimento do PIB de 1% em 2026.

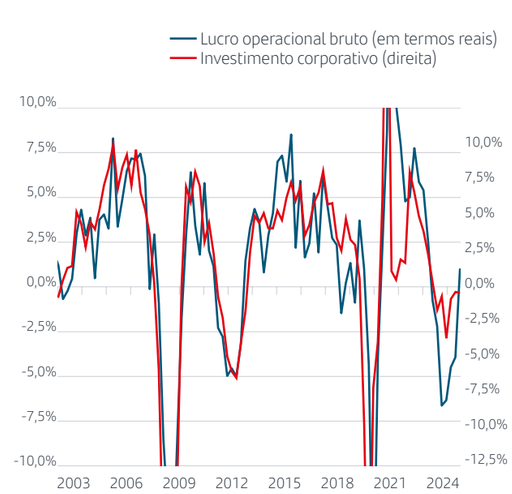
Os PIBs do Reino Unido e da Zona do Euro divergiram dos EUA em 2022 e encontram-se agora em fase inicial de recuperação dos seus ciclos



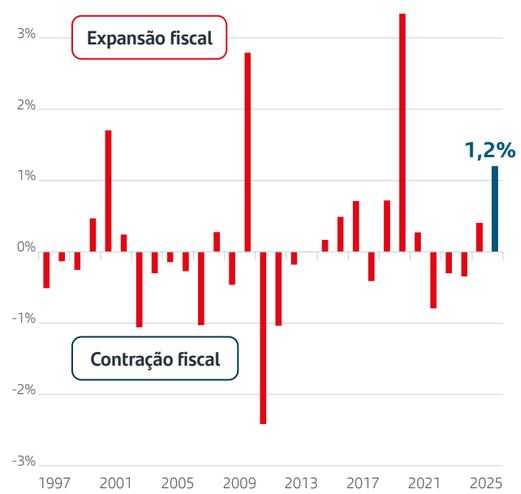
De acordo com o relatório de crédito do BCE, as condições de crédito da região são compatíveis com um PIB próximo de 1%



Após alguns anos de desaceleração, os lucros corporativos marcam um ponto de virada para o investimento empresarial



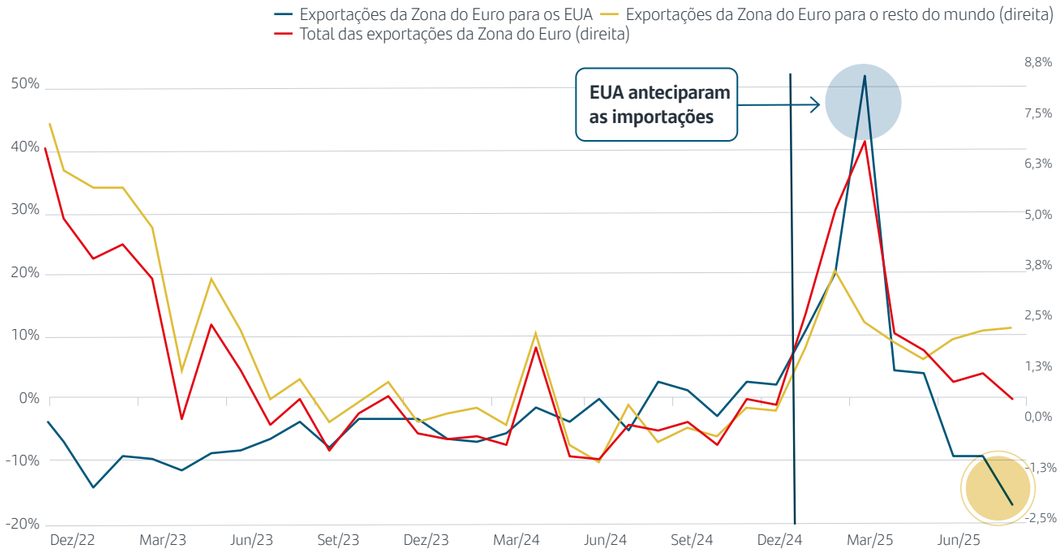
O orçamento alemão para 2026 inclui o maior estímulo fiscal da história recente em um período sem recessão, equivalente a 1,2% do PIB



Fonte dos demais gráficos: Datastream e Santander AM

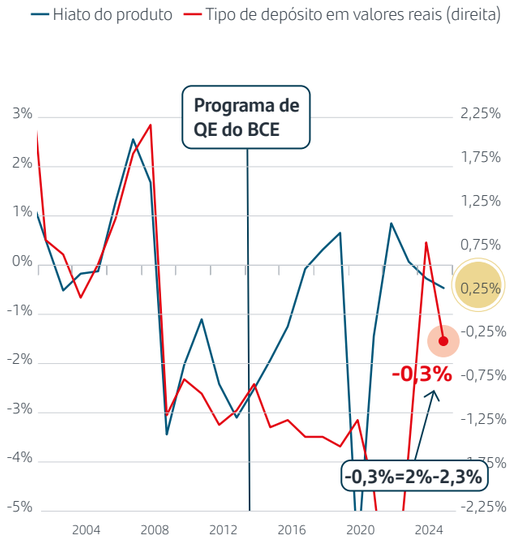
Fonte: Orçamento da Alemanha — Minuta de setembro de 2025

As exportações para os EUA aumentaram após o anúncio das tarifas, mas caíram acentuadamente desde o segundo trimestre de 2025



Ao contrário do Fed, o BCE já relaxou significativamente sua política monetária em 2025, reduzindo as taxas para 2%, nível próximo ao que pode ser considerado neutro — ou seja, compatível com o cenário atual de crescimento e inflação, mas que ainda leva em conta o regime de ampla expansão monetária iniciado em 2015. Ainda assim, consideramos provável um corte adicional de juros para 1,75% no primeiro trimestre de 2026, caso a confiança empresarial não se recupere a partir dos níveis atuais.

A taxa de juros real do BCE é inferior ao que sugere o hiato do produto, o que indicaria que a política monetária deixou de ser restritiva



Caso o PMI da Zona Euro não recupere nos próximos meses, o BCE poderá efetuar um último corte de 25 pontos base no primeiro trimestre de 2026

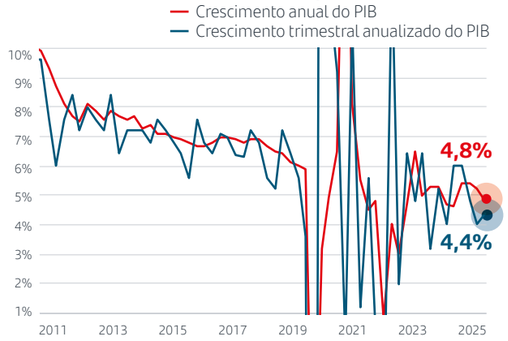
Fonte de todos os gráficos: Bloomberg, Datastream e Santander AM

China

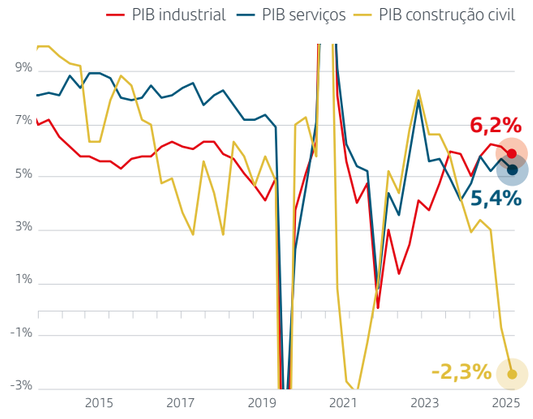
A economia chinesa deverá continuar mostrando, em 2026, uma tendência de desaceleração — processo que já dura cerca de 15 anos —, embora de forma gradual. Essa moderação do crescimento é liderada pela contração do setor de construção (que ainda não corrigiu seus desequilíbrios em termos de excesso de oferta), mas vem sendo compensada pelo dinamismo dos setores industrial e de serviços.

Em qualquer caso, a política fiscal deverá continuar oferecendo suporte para que a desaceleração do crescimento permaneça gradual. Por tudo isso, projetamos um crescimento do PIB de 4% em 2026, frente aos 4,9% estimados para 2025.

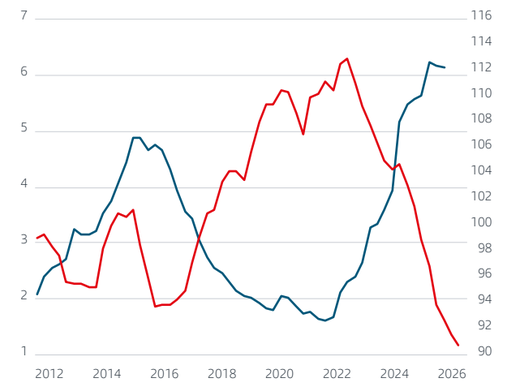
O PIB da China mostra uma clara tendência de queda, mas de forma bastante gradual, com taxas de crescimento em torno de 4,5%/5%



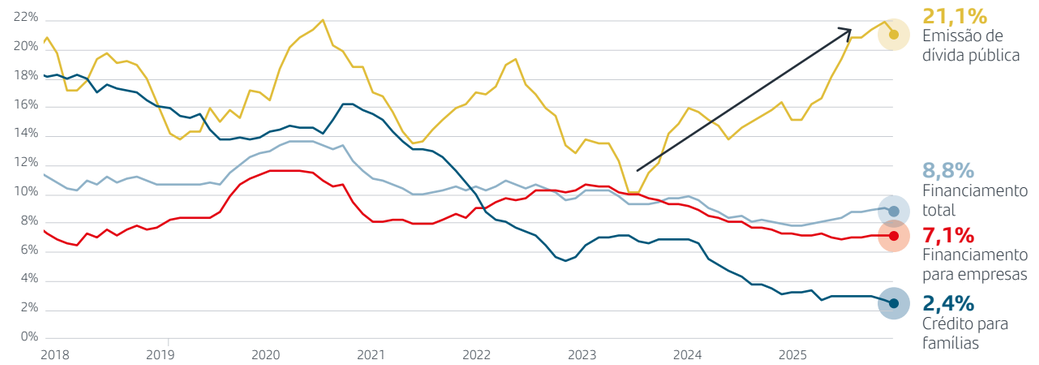
Tanto a indústria quanto o setor de serviços estão crescendo a taxas sólidas, compensando a recessão no setor de construção civil



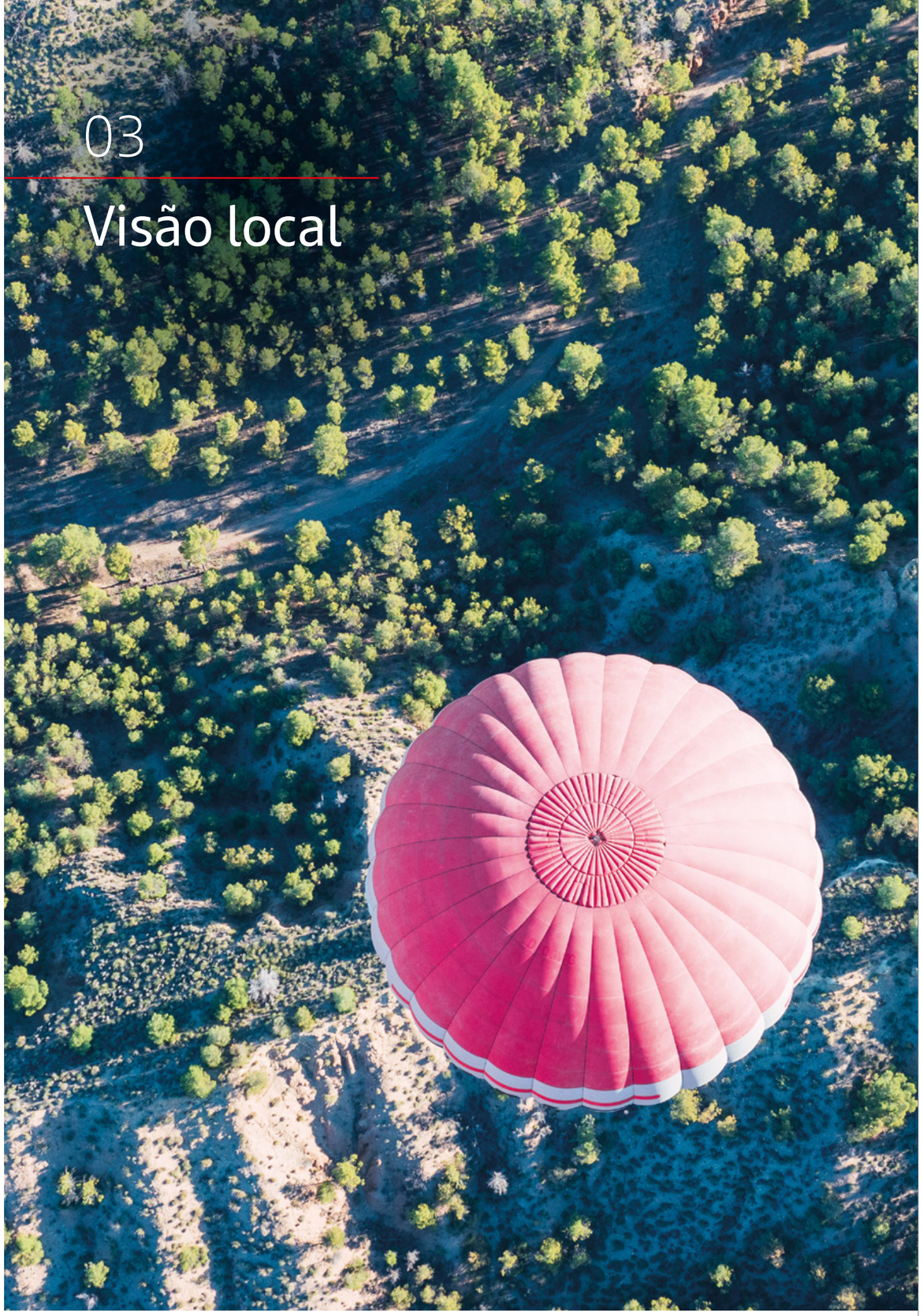
A forte contração no setor da construção civil deve-se ao excesso de oferta, refletido na elevada relação entre estoque e vendas



Apesar do elevado déficit público, a política fiscal continua a dar um claro apoio à atividade econômica



Fonte de todos os gráficos: Bloomberg, Datastream e Santander AM



03
Visão local

Estados Unidos

Renda variável

A renda variável norte-americana segue sendo nosso ativo preferido para 2026. A combinação de crescimento sustentado de lucros, incentivos ao investimento e o mix de políticas econômicas sustenta essa visão construtiva. A expansão do ciclo de lucros vai além da tecnologia e se estende a mais setores e faixas de capitalização, gerando um equilíbrio entre solidez, diversificação e potencial de retorno.

Zona do Euro

Renda variável

Nossa visão positiva para a renda variável da Zona do Euro em 2026 baseia-se na recuperação econômica, em uma inflação controlada que segue na direção da meta do BCE e em avaliações atrativas. Nesse contexto favorável, projetamos uma recuperação significativa dos lucros corporativos, com crescimentos próximos a dois dígitos. Consideramos essencial manter foco seletivo em empresas de qualidade, com geração de caixa robusta e exposição internacional.

Polônia

Renda variável – Pequenas e médias empresas

O enfoque seletivo em renda variável é essencial. Temos preferência pelos segmentos de pequena e média capitalização, que refletem de forma mais fiel a realidade do ambiente econômico doméstico. Ao contrário das grandes companhias do índice WIG 20, as empresas menores tendem a ser mais ágeis e menos vulneráveis às pressões externas. Esse segmento oferece uma visão mais precisa da dinâmica econômica da Polônia e apresenta oportunidades atrativas para investidores mais exigentes.

Reino Unido

Soberanos

Os retornos seguem elevados em termos históricos, oferecendo um prêmio real em relação aos Treasuries norte-americanos e aos títulos da Zona do Euro. A moderação da inflação, a contenção fiscal e a mudança prevista na estrutura de emissões de dívida pública sustentam a possibilidade de um desempenho adicional favorável.

Brasil

Renda fixa local

A taxa Selic encontra-se em patamar bastante restritivo (15%). A combinação de atividade econômica moderada com inflação em queda deveria permitir ao Banco Central do Brasil iniciar um ciclo de flexibilização monetária no início de 2026, com possíveis surpresas de viés mais acomodatício. O cenário global também tende a dar suporte à renda fixa local, especialmente diante das projeções de cortes de juros nos Estados Unidos.

México

Renda variável

A bolsa mexicana está posicionada para ter um desempenho destacado em 2026, devido a: ser um dos poucos mercados com valuation abaixo da sua média histórica; nossa expectativa de desfecho favorável na revisão do TMEC; perspectiva de maior demanda por ações mexicanas em 2026, impulsionada por baixa posição de estrangeiros e pelo aumento dos ativos das Afores; e melhora no quadro econômico e de política fiscal em relação a 2025.

Chile

Renda variável – Local

Com crescimento esperado de lucros acima de 5% e dividend yield próximo de 4,5%, a renda variável local pode registrar retornos próximos de 10%. Esse potencial é reforçado pela consolidação dos múltiplos, que convergiram para suas médias históricas, e por um ambiente político com viés pró-crescimento e investimento — fatores que podem impulsionar ainda mais o desempenho do mercado acionário.

Argentina

Renda variável

A renda variável argentina inicia 2026 com avaliações atrativas e fundamentos em melhora. A continuidade do ajuste fiscal e o avanço das reformas estruturais podem reativar o crescimento e o crédito. Somam-se a isso a capacidade de atrair fluxos em um ambiente mais previsível. Bancos, utilities e energia despontam como setores líderes em um ciclo de normalização e recuperação.

Estados Unidos

Rumo a novos máximos, com mais protagonistas

Francisco Simón, CFA
Diretor de Estratégia de Investimento da SAM

O cenário de investimentos nos Estados Unidos para 2026 segue construtivo. O crescimento mostra resiliência, apesar do impacto das tarifas, cujo efeito negativo tende a ser transitório. O Fed iniciou um ciclo de cortes diante da moderação do emprego, conduzindo a política monetária para um tom mais neutro. Incentivos fiscais focados em investimento produtivo e rentabilidade empresarial, somados a desregulamentação seletiva, sustentam o investimento e criam ambiente favorável aos ativos de risco.

Renda variável

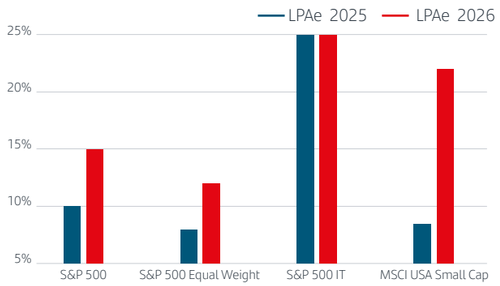
Os lucros permanece sendo o principal motor do mercado em 2026, com a expansão se espalhando além das grandes líderes de tecnologia. Projetamos crescimento de aproximadamente 15% para o S&P500, 12% para o índice equiponderado e acima de 20% para small caps, refletindo distribuição mais equilibrada por setores e tamanhos. O ecossistema de tecnológia e de inteligência artificial (IA) segue como vetor dominante – com o setor projetando alta de quase 25% no lucros -, enquanto cíclicos e setores de alta intensidade de capital devem ganha tração com a retomada do investimento e a normalização monetária. Trata-se de uma ampliação gradual da base de crescimento, não de mudança abrupta de liderança setorial.

Os múltiplos seguem elevados, mas compatíveis com crescimento de lucros de dois dígitos e fundamentos sólidos. Em tecnologia, os valuations estão no percentil 98–99 dos últimos 15 anos, com pouca margem para expansão adicional; no mercado mais amplo — especialmente entre as small caps — os níveis estão próximos das médias históricas, com potencial de valorização à medida que o impulso dos lucros se dissemina. Não vemos sinais de bolha em torno da IA, ainda que mantenhamos vigilância sobre eventuais desequilíbrios de preço.

Estratégia: mantemos viés positivo em cíclicos e qualidade, com destaque para tecnologia e a cadeia de valor da IA, além de financeiros — apoiados por crescimento do crédito, menor regulação e baixa inadimplência — e industriais ligados ao ciclo de investimento. Small caps se beneficiam de avaliações atrativas e recuperação de lucros mais rápida, agregando retorno e diversificação ao portfólio.

A ampliação do crescimento de lucros para além das grandes empresas de tecnologia sustenta uma fase mais equilibrada e favorece viés em cíclico e qualidade

O crescimento de lucros se espalha para mais segmentos da bolsa americana



Múltiplos comprimidos no setor de tecnologia, mas há espaço para expansão em pequenas e médias empresas

	P/L estimado 12 meses	Percentil mútiplo P/L 1Y	15Y
S&P 500	22,4x	0,82	0,98
S&P 500 Equal Weight	17,5x	0,43	0,76
S&P 500 IT	29,8x	0,80	0,98
MSCI USA Small Cap	19,8x	0,66	0,53

Fonte: Bloomberg e Santander AM

Renda fixa

Renda Fixa e soberanos

A classe segue atrativa como fonte de retorno, ainda que predominantemente via carry. Com a política monetária convergindo ao neutro, os yields tendem a estabilizar, não esperamos ganhos expressivos de preços dos títulos soberanos, exceto em um cenário recessivo. Preferimos estratégias de renda baseadas em cupons, duração moderada e exposição contida a crédito, combinando títulos corporativos de alta qualidade com Treasuries intermediários. Esperamos inclinação gradual da curva, com os trechos curtos cedendo mais que os longos.

Títulos indexados à inflação

Os papeís indexados oferecem diversificação e proteção contra eventual repique de inflação estrutural. Embora não seja o nosso cenário-base, uma postura mais acomodatícia do Fed ou uma dominância fiscal poderiam elevar a inflação, o que justifica leve preferência por indexados frente aos títulos nominais.

Crédito Privado

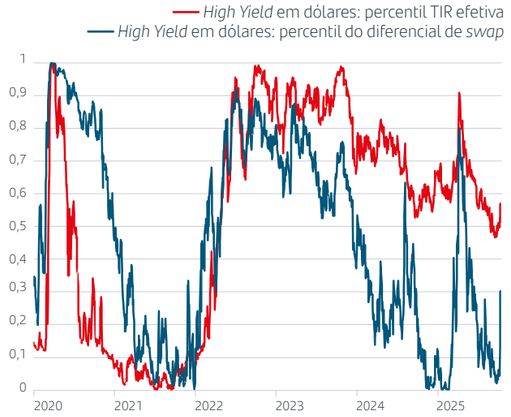
No mercado de crédito privado, os spreads permanecem próximos aos mínimos históricos, limitando compressão adicional. Ainda assim, os retornos totais em investment grade e high yield seguem atrativos, ancorados por fundamentos e baixa inadimplência. Projetamos spreads em faixa estreita, salvo deterioração macro - risco que consideramos pouco provável no nosso cenário. Em suma, o carry continua sendo o principal motor, favorecendo diversificação, seleção ativa e gestão disciplinada de risco, em detrimento de apostas direcionais sobre duração ou spreads.

Cenário construtivo para os ativos de risco nos EUA, apoiado por crescimento moderado, desinflação gradual e estabilidade do dólar

Moedas (Índice USD, DXY)

O dólar deve permanecer estável em 2026. Os cortes de juros do Fed e a convergência para uma política monetária neutra reduzem o prêmio de carry, enquanto crescimento resiliente e rendimentos estruturalmente mais altos amortecem as pressões baixistas. O índice DXY tende a oscilar em faixa estreita, com leve viés de baixa conforme políticas globais convergem. O principal risco é um Fed mais tolerante com a inflação, o que poderia correr a confiança nas políticas e levar a depreciação gradual.

As taxas de créditos continuam atrativas apesar dos spreads apertados



O dólar deve se manter estável em 2026

Fonte de todos os gráficos: Bloomberg e Santander AM

Zona do Euro Alemanha Espanha

Para 2026, mantemos visão construtiva para a renda variável europeia

Jacobo Ortega, CEFA
Diretor de Investimentos Europa SAM

Renda Variável

Zona do Euro

Para 2026, a renda variável da Zona do Euro entra com viés positivo e espaço para avançar ao longo do ano, sustentada por recuperação gradual da atividade e por expectativas de inflação alinhadas à meta do BCE. Os valuations relativos continuam sendo um fator de apoio importante. Os **valuations relativos** seguem favoráveis: em comparação aos mercados norte-americanos, a Europa ainda negocia com desconto relevante, reforçando o apelo para fluxos em busca de diversificação.

Além disso, projetamos recuperação significativa dos **lucros** em 2026, com crescimento próximo a dois dígitos. **Setores cíclicos,** penalizados em 2025, tendem a apresentar melhor desempenho caso investimento e demanda se recuperem. A combinação de **política fiscal** e **política monetária** na Zona do Euro deve atuar como estabilizador. O aumento do investimento público pode amortecer a volatilidade do setor externo. Isso, somado à inflação controlada, permitiria ao BCE manter uma postura **neutra** nos próximos trimestres.

Entre os riscos, destacam-se a incerteza comercial, tensões geopolíticas e uma eventual valorização excessiva do euro frente ao dólar e outras moedas, o que poderia afetar a competitividade. Nosso posicionamento privilegia **qualidade e seletividade,** favorecendo empresas com forte geração de caixa, balanços sólidos e diversificação internacional.

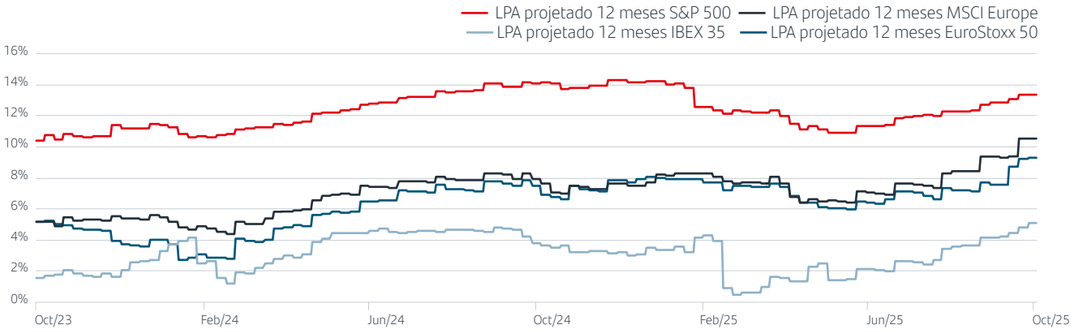
Alemanha

A renda variável alemã entra em 2026 com potencial de recuperação após vários trimestres de fraqueza industrial e perda de competitividade. Tradicional motor de crescimento da Zona do Euro, o país avança em um ajuste estrutural que busca bases para um ciclo mais equilibrado e menos dependente do comércio global. recentes sugerem fim da fase de contração, com perspectiva de aceleração do PIB em 2026, apoiada por consumo privado e maior impulso fiscal (defesa e infraestrutura).

Estamos com uma visão positiva em relação à renda variável da Zona do Euro para 2026, devido à recuperação econômica, à inflação controlada e valuations atrativos. Consideramos fundamental manter o foco em empresas de qualidade, com caixa sólido e exposição internacional

A Alemanha entra em 2026 com potencial de recuperação após a recente fraqueza do setor industrial. Negociar a múltiplos interessantes, somado ao impulso fiscal, reforça ainda mais sua atratividade. Mantemos preferência por empresas de qualidade e de médio porte

O crescimento dos lucros volta a acelerar com força



Fonte: Bloomberg, Datastream e Santander AM

Em termos relativos, o mercado alemão segue negociando a **múltiplos atrativos** frente a outras regiões desenvolvidas, o que pode atrair investidores em busca de valor. Persistem riscos como a exposição ao comércio global, tensões com a China e a fragilidade do setor imobiliário. Em conjunto, a Alemanha oferece um perfil interessante, ancorado em qualidade corporativa e potencial de recuperação gradual, com preferência por **empresas de qualidade e de médio porte.**

Espanha

A Espanha se destaca como uma das histórias de crescimento mais consistentes da Zona do Euro em 2026, com dados macro sólidos que sustentam visão construtiva para a bolsa, apesar das fortes altas dos últimos anos. O principal motor é a resiliência do crescimento doméstico, apoiado por mercado de trabalho firme, consumo robusto e investimentos crescentes. As ações espanholas seguem negociando a **múltiplos atrativos,** e a melhora do **rating de crédito** reforça resiliência e atratividade para investidores internacionais. Setores como **turismo, serviços, energia renovável, construção e financeiro** mantêm-se particularmente interessantes. Entre os riscos, destacam-se a sensibilidade do turismo, eventual reversão do estímulo fiscal e a incerteza global. No geral, a Espanha mantém **perfil competitivo e atrativo,** com potencial de valorização sustentável e menor risco relativo na Europa.

Renda Fixa

Mercado Monetário

Salvo surpresa negativa no crescimento, a **taxa neutra** já foi alcançada e não esperamos mudanças. Nesse ambiente de estabilidade, o mercado monetário deve permanecer próximo aos níveis atuais, oferecendo previsibilidade para fundos de **curto prazo em euros.**

Títulos Soberanos

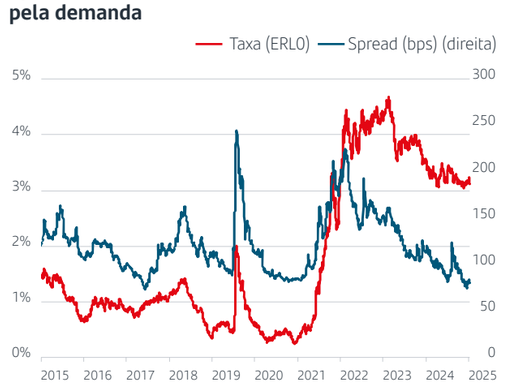
Com o BCE mantendo as taxas em torno de 2%, favorece-se **posicionamento neutro em duration** na dívida pública europeia. Os **spreads** dos países não centrais têm mostrado estabilidade, sugerindo espaço limitado para compressões adicionais. Na Alemanha, o alto volume de emissões seguirá como fator de pressão; na França, instabilidade política e fundamentos mais fracos podem manter o **spread** elevado, com risco de novas ampliações. Mantemos visão positiva em emissores com **fundamentos sólidos e disciplina fiscal,** como a Espanha. As recentes reduções de juros vieram acompanhadas de aumento da inclinação das curvas, indicando valor nos **trechos intermediários (5–10 anos)** e recomendando cautela nos prazos mais longos.

A Espanha se destacará em 2026 pelo crescimento sólido, forte consumo e aumento do investimento. Múltiplos atrativos, e a melhora dos ratings de crédito continuam sendo ventos favoráveis. Setores-chave: turismo, energia renovável e financeiro. Continuamos vendo menor risco relativo

Taxas estáveis em 2% favorecem um posicionamento neutro em duration. Vemos valor nos prazos de 5/10 anos; cautela nos prazos mais longos devido a fatores técnicos. Mantemos visão positiva para países com bons fundamentos, como a Espanha, e maior cautela com Alemanha ou França

Relação P/L atrativa no mercado espanhol

Spreads estreitos, mas fortemente sustentados pela demanda



Fonte de todos os gráficos: Bloomberg, Datastream e Santander AM

Títulos Indexados à Inflação

Na Zona do Euro, a inflação permanece próxima à **meta do BCE** e, por ora, não preocupa. Os **rendimentos reais** seguem em níveis historicamente elevados, e os títulos indexados oferecem proteção contra eventual repique inflacionário, sem abrir mão do potencial de ganhos em caso de novos cortes de juros.

Crédito

Mantemos perspectiva positiva para **crédito investment grade** europeu em 2026. Embora os **spreads** estejam em torno de **81 pbs** — próximos aos mínimos de 2017 (73 pbs) —, os **yields** permanecem atrativos, com taxa média de **3,1%,** acima das médias de 10 e 20 anos (1,8% e 2,7%, respectivamente). A classe de ativo segue com forte demanda, especialmente de investidores de varejo, e não prevemos mudanças relevantes no curto e médio prazos, em contexto de estabilidade no BCE, cortes graduais pelo Fed e estímulos fiscais em países como a Alemanha. A menor incerteza sobre tarifas e crescimento global também contribui. As projeções de **inadimplência** para 12 meses permanecem contidas, entre **2,6%** (cenário-base) e **4,5%** (cenário moderadamente adverso).

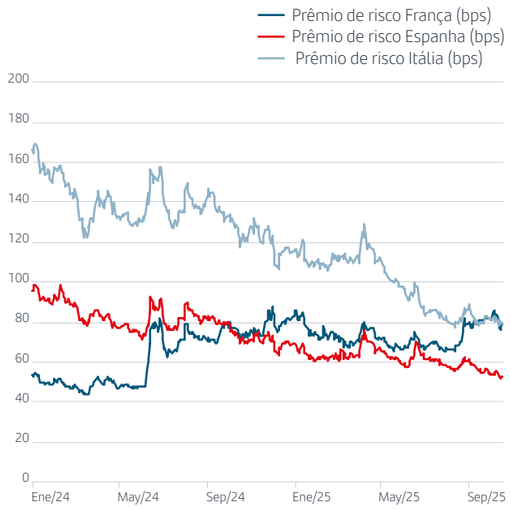
Perspetiva positiva para o crédito IG europeu em 2026: taxas atrativas (>3%), forte demanda e estabilidade monetária. Os diferenciais estão próximos dos mínimos, mas ainda com margem para compressão devido à solidez dos balanços. Vemos baixos riscos de inadimplência

Moeda

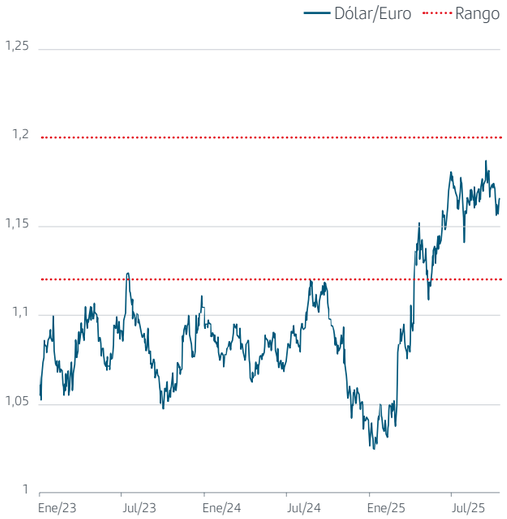
Esperamos que o **EUR/USD** se mantenha, em 2026, no intervalo **1,12–1,20,** refletindo ambiente misto para a moeda europeia. Embora o euro possa se beneficiar marginalmente de um dólar mais fraco — diante de postura mais acomodatícia do Fed e alguma incerteza institucional nos EUA —, os fatores estruturais da Zona do Euro permanecem heterogêneos. Crescimento moderado, postura fiscal e menor clareza institucional limitam o apelo relativo do euro, enquanto os diferenciais de **juros** e **crescimento** seguem favorecendo o dólar. Em suma, esperamos **comportamento estável** do par em um contexto de maior estabilidade monetária.

Acreditamos que o EUR/USD permanecerá na faixa de 1,12–1,20 durante 2026. Vemos o euro com suporte limitado pelos fundamentos e o dólar favorecido pelos diferenciais de juros e crescimento. A estabilidade monetária deve limitar movimentos bruscos

O orçamento francês e os gastos alemães determinam os prêmios de risco



Esperamos um nível estável entre $1,12/€ e $1,20/€



Fonte de todos os gráficos: Bloomberg, Datastream e Santander AM

Polônia

Tudo indica mais um ano sólido

Szymon Borawski-Reks, CFA
Diretor de Investimentos Santander TFI

Em 2025, a rentabilidade dos ativos poloneses — tanto em renda variável quanto em renda fixa — têm sido sólida. Acreditamos que as tendências positivas continuarão também em 2026, ainda que em menor intensidade e de forma menos direta, desde que os mercados internacionais mantenham a estabilidade.

Em renda variável, concentramos nossa atenção nas empresas de pequena e média capitalização, menos expostas a temas como a regulação. Em renda fixa, seguimos vendo potencial na maioria dos segmentos do mercado local, apoiados na limitada pressão inflacionária e na continuidade dos cortes de juros.

Esperamos que as tendências positivas continuem em 2026, tanto em renda variável quanto em renda fixa

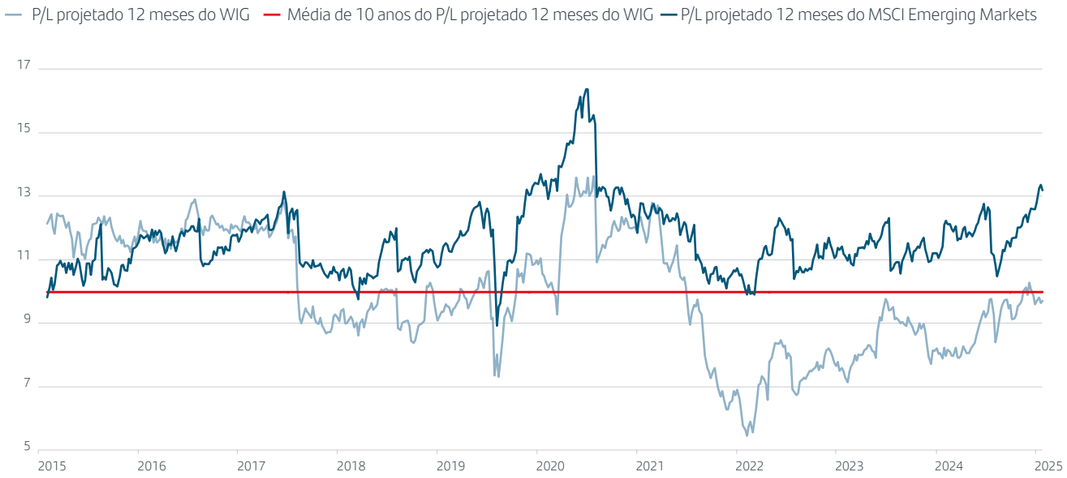
Renda variável

Mantemos uma visão construtiva para 2026, respaldada por diversos fatores macroeconômicos e específicos do mercado. As avaliações continuam atrativas em termos históricos, com o índice WIG sendo negociado ligeiramente abaixo de sua média de P/L de longo prazo. Além disso, os múltiplos do WIG seguem mostrando desconto em relação ao conjunto dos mercados emergentes. A política fiscal expansionista na Zona do Euro — e, em particular, a virada histórica na Alemanha — deve favorecer o crescimento econômico regional, criando um ambiente mais favorável para as empresas polonesas. Adicionalmente, a Polônia entra em uma fase acelerada de desembolso dos fundos do Plano de Recuperação da União Europeia, o que deverá impulsionar a atividade econômica e, consequentemente, os lucros corporativos.

No entanto, os retornos de 2025 são difíceis de repetir. Será essencial manter uma abordagem seletiva e focada na qualidade. Daremos especial atenção ao segmento de média e pequena capitalização, que, em nossa opinião, reflete melhor a realidade do ambiente econômico doméstico. Ao contrário das grandes empresas do WIG20, as de menor capitalização tendem a ser mais ágeis e menos sensíveis a fatores externos.

As avaliações seguem positivas, com o índice WIG sendo negociado com desconto em relação aos mercados emergentes. Preferimos o segmento de pequena e média capitalização, que reflete melhor o ambiente econômico doméstico

Mútiplos da bolsa polonesa seguem atrativos



Fonte: Bloomberg e Santander AM

Renda fixa

Mercado de Renda Fixa

Apesar dos cortes de juros de 125 pontos base aplicados até agora em 2025, o mercado de renda fixa polonês continua apresentando prêmio. A alta liquidez do sistema bancário se traduz em depósitos com rendimentos muito reduzidos para as famílias. Essa assimetria, junto com a baixa volatilidade, continua atraindo fluxos para os fundos de investimento de renda fixa locais. Os títulos pós fixados recentemente emitidos, com diferenciais em relação ao índice de referência superiores à média recente, reforçam a atratividade da classe de ativo.

Títulos Soberanos

Estimamos que em 2026 continuará o ciclo de cortes de juros, dada a pressão inflacionária. O nível terminal das taxas ainda não está claro, mas a maior sensibilidade do mercado se concentra na parte curta da curva. Enquanto isso, a cautela em relação aos temas fiscais limitou a queda das taxas de juros de longo prazo, o que manteve a inclinação da curva em níveis elevados. Esse contexto nos permite aproveitar o diferencial entre os trechos longos e curtos. O volume da emissão líquida prevista para 2026 e a postura equilibrada do Banco Nacional da Polônia em relação aos cortes devem restringir o espaço para um aumento adicional dos rendimentos. Embora a consolidação fiscal ainda não tenha se materializado, consideramos que os prêmios de risco atuais estão adequados.

Os cortes de juros devem continuar em 2026, dadas as baixas pressões inflacionárias

Títulos atrelados à inflação

Esse segmento ainda é marginal na Polônia, representando apenas 2,5% da dívida pública em circulação, e oferece um prêmio pela baixa liquidez. Após vários cortes de juros, esses títulos continuam oferecendo rendimentos reais acima de 3%. Além disso, embora as perspectivas de inflação tenham melhorado, o nível implícito de inflação nesses instrumentos permanece abaixo da meta do Banco Nacional da Polônia.

Mercado de Crédito Privado

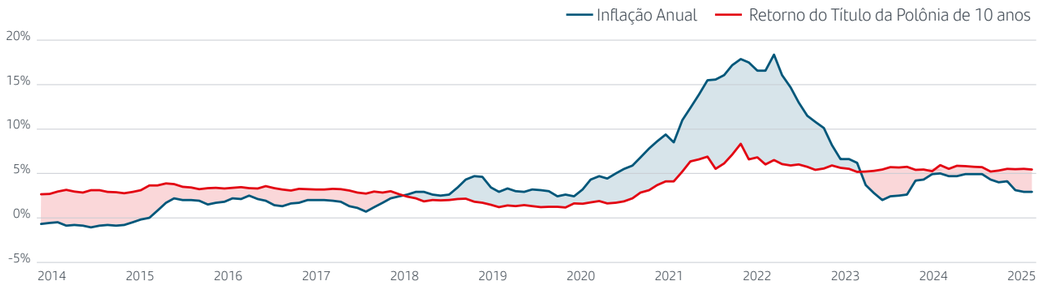
Prevemos crescimento no mercado de crédito doméstico. Os bancos continuarão sendo os principais emissores, mas observamos um aumento nas emissões por parte de grandes empresas de outros setores que até agora não estavam presentes no mercado polonês. Antecipamos que os fundos locais de renda fixa corporativa e de renda fixa continuarão recebendo fluxos significativos, o que deverá contribuir para manter os diferenciais de crédito em níveis baixos e estáveis.

Os diferenciais de crédito devem se estabilizar em níveis baixos, graças aos fortes fluxos de entrada nos fundos locais de títulos privados e do mercado de renda fixa

Moeda

Nos últimos meses, a taxa de câmbio do zloty se manteve em uma faixa estreita de 4,23–4,29 em relação ao euro, apesar dos cortes de juros, deterioração da conta corrente, da política fiscal expansionista e da revisão para baixo da classificação de crédito do país. Para 2026, o elevado déficit orçamentário e a queda das taxas reais continuarão representando um risco para a moeda, embora devam ser compensados por um crescimento relativamente sólido e pelos fluxos provenientes dos fundos europeus. Portanto, salvo um agravamento significativo do contexto geopolítico, estimamos que o zloty manterá sua estabilidade.

Inflação mais baixa aponta para retornos mais baixos



Fonte: Bloomberg e Santander AM

Reino Unido

Motivos para o Otimismo

James Ind, CFA
Diretor de Investimentos SAM UK

Há um ano, destacávamos que a relativa subavaliação dos ativos britânicos poderia abrir espaço para surpresas positivas em 2025 – e foi exatamente o que aconteceu. Apesar da persistência da inflação, das pressões fiscais e do descontentamento político, a renda variável do Reino Unido caminha para registrar o melhor retorno em três décadas. Há bons motivos para acreditar que essa "dissonância" pode se prolongar ao longo de 2026.

O sentimento doméstico foi marcadamente pessimista neste ano. Com aumentos de impostos recordes, crescimento vacilante e inflação estacionada na faixa de 3,5%–4%, não faltaram motivos de preocupação. O deterioro das contas públicas alimentou o temor de uma nova rodada de alta de impostos.

No entanto, a comparação relativa oferece um quadro menos negativo. Após uma alta de 0,9% do PIB na primeira metade do ano, o Reino Unido agora se projeta como a economia do G7 com maior crescimento depois dos EUA. O nível de dívida pública não é pior que o da maioria das principais economias desenvolvidas, o déficit primário caminha para se transformar em superávit e o país tem sido tratado com certa complacência na aplicação das tarifas comerciais dos EUA.

O governo enfrenta três objetivos: manter a disciplina fiscal, melhorar o crescimento e conter a inflação. Entregar os três ao mesmo tempo será uma tarefa complexa, mas é de se esperar políticas voltadas especificamente à estabilização do mercado de dívida pública, mesmo ao custo de assumir desgastes políticos de curto prazo.

Nas últimas semanas, os investidores em títulos soberanos parecem ter captado a mensagem: o mercado viveu um rali de cerca de um mês que levou os yields de 4,75% para mínimas anuais em torno de 4,4%. Ainda há espaço para novas altas no preço dos títulos, à medida que os investidores passem a considerar que a sustentabilidade fiscal deixa de ser um problema e que a inflação atingiu o pico, o que permitiria ao Banco da Inglaterra iniciar um ciclo de cortes de juros.

Outro tema recorrente no Reino Unido é a baixa exposição dos investidores domésticos — fundos de pensão e pessoas físicas — à renda variável local. Podemos esperar o desenho de medidas voltadas a reverter essa situação, especialmente por meio de incentivos fiscais à poupança aplicada nos mercados britânicos.

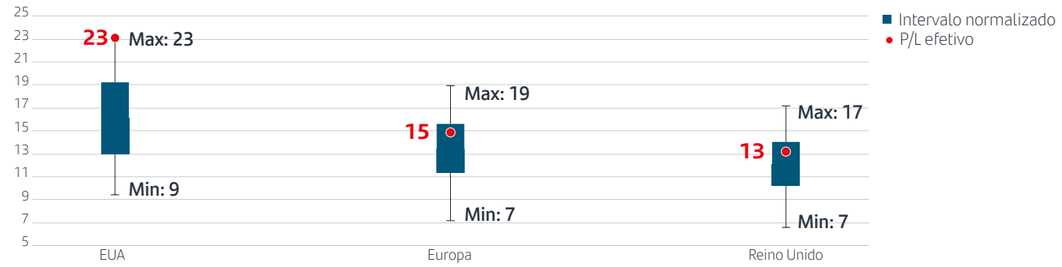
Persistem, é claro, os riscos: desde o ambiente político até a inflação estrutural e a própria volatilidade global. Mas se 2025 foi o ano em que os mercados britânicos surpreenderam positivamente, 2026 pode ser o ano em que consolidem esses ganhos.

Renda variável

Após anos de estagnação, o mercado acionário britânico viveu um verdadeiro renascimento. Depois de uma alta próxima de 25% desde o ano passado, 2025 está sendo um dos períodos mais rentáveis para os investidores britânicos em três décadas.

Apesar da persistência da inflação, das pressões fiscais e do descontentamento político, a renda variável britânica caminha para registrar o maior retorno em três décadas

Renda variável do Reino Unido: Múltiplos ainda razoáveis (médias históricas de 20 anos por regiões)



Fonte: Bloomberg e Santander AM

As avaliações já não se encontram nos níveis de desconto extremos de 2023, mas continuam atrativas em comparação com outros mercados globais. Em alguns casos, ações britânicas ainda negociam com desconto de até 50% em relação às norte-americanas, além de estarem abaixo dos índices da Zona do Euro. O Reino Unido oferece exposição a diversas empresas de alta qualidade que são negociadas a múltiplos sensivelmente inferiores aos de suas equivalentes internacionais.

O rali global dos mercados voltou a ser liderado pelas grandes empresas de tecnologia internacionais, ausentes no mercado britânico. Ainda assim, a composição setorial local — com peso relevante em energia, mineração, defesa e finanças — mostrou-se adequada ao ambiente macroeconômico de crescimento nominal sólido e tensões geopolíticas persistentes.

Enquanto isso, os investidores domésticos seguem significativamente subalocados: os fundos de pensão britânicos mantêm menos de 10% da sua exposição em renda variável em empresas locais, proporção que muitos consideram que deveria subir para algo entre 20% e 25%. Se o orçamento de novembro introduzir medidas nessa direção, a reavaliação estrutural da bolsa britânica ainda pode ter espaço para avançar, especialmente considerando o elevado volume de poupança interna disponível. Além disso, isso pode atuar como catalisador para a tão esperada recuperação das companhias britânicas de menor capitalização.

É de se esperar políticas governamentais orientadas especificamente à estabilização do mercado de títulos soberanos, mesmo ao custo de assumir desgastes políticos de curto prazo

Os fundos de pensão mantêm menos de 10% da sua exposição em renda variável em empresas domésticas, proporção que muitos consideram que deveria aumentar para a faixa de 20%–25%. Se o orçamento de novembro introduzir medidas nessa direção, a revalorização estrutural da bolsa britânica ainda pode ter espaço para avançar

Renda fixa

A recuperação do mercado de títulos soberanos foi uma das histórias de sucesso mais discretas do último ano. De "aluno problema" da renda fixa global em 2022, os títulos do governo britânico passaram a figurar entre os mercados soberanos de melhor desempenho na Europa. Os retornos seguem elevados em termos históricos, oferecendo um prêmio real em relação aos Treasuries norte-americanos e aos títulos da Zona do Euro. A moderação da inflação, a contenção fiscal e a esperada mudança na estrutura de emissões de dívida pública sustentam a possibilidade de uma evolução adicional favorável.

Crédito

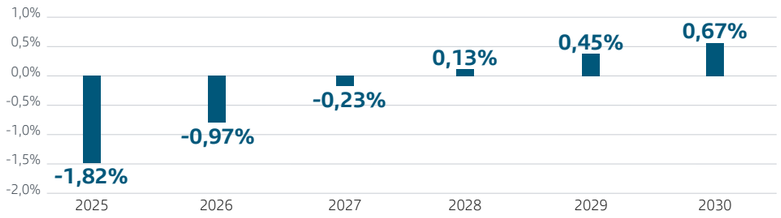
O crédito foi nossa principal aposta no ano passado e apresentou sólidos retornos ajustados ao risco ao longo de 2025. Ainda há espaço para melhora se a inflação continuar cedendo ao longo de 2026, embora uma compressão adicional dos spreads de crédito provavelmente seja mais limitada.

Câmbio

A libra esterlina manteve-se dentro de uma faixa relativamente estreita tanto frente ao dólar quanto frente ao euro, refletindo um equilíbrio entre forças opostas: de um lado, um crescimento mais robusto; de outro, a expectativa de uma política mais acomodativa por parte do Banco da Inglaterra. Embora a volatilidade política possa gerar alguma vulnerabilidade, é pouco provável que a libra seja um fator determinante de retorno em 2026.

A moderação da inflação, a disciplina fiscal e a mudança prevista na estrutura de emissões de títulos soberanos sustentam um desempenho relativo adicional favorável

Sustentabilidade da dívida do Reino Unido ao alcance



Saldo fiscal primário do Reino Unido (déficit/superávit antes do pagamento de juros) como percentagem do PIB

Fonte: FMI, Monitos Fiscal de Outubro 25

Brasil

2026: um ano de oportunidades e desafios

Mário Felisberto
Diretor de Investimentos SAM Brasil

Esperamos que a economia brasileira mantenha, no próximo ano, sua trajetória gradual de reequilíbrio. Após um longo período de condições monetárias restritivas, prevê-se que o Banco Central do Brasil (BCB) inicie um ciclo de afrouxamento monetário no início de 2026, com a taxa de referência (Selic), atualmente em 15,0%, recuando para cerca de 12,5% no fim do ano. Caso se confirme, será uma transição ordenada, na qual o BCB reconheceria uma atividade mais moderada e uma inflação mais contida, mantendo, ao mesmo tempo, a prudência necessária para assegurar uma desinflação sustentável e uma convergência mais clara à meta. Nesse contexto, estimamos que as taxas de juros reais ainda permanecerão em terreno restritivo por algum tempo.

Os indicadores apontam para moderação da atividade, com crescimento previsto do PIB de 1,5% em 2026. O crédito desacelerou em linha com condições financeiras mais restritivas, enquanto o mercado de trabalho mostra sinais iniciais de arrefecimento. Em consequência, prevemos normalização gradual da demanda interna — atualmente superaquecida. Esse cenário contempla desaceleração progressiva rumo a uma economia mais equilibrada, sem que isso implique recessão.

Em relação à inflação, também foram observadas melhorias ao longo de 2025. Os bens industriais apresentaram desinflação mais clara, favorecida pela apreciação da moeda. A inflação de serviços, embora ainda elevada, começou a se moderar. Esperamos que a menor atividade e a ancoragem das expectativas contribuam para que a inflação continue cedendo, e projetamos IPCA entre 4,0% e 4,5% em 2026.

Esperamos que a economia brasileira mantenha, no próximo ano, sua trajetória gradual de reequilíbrio

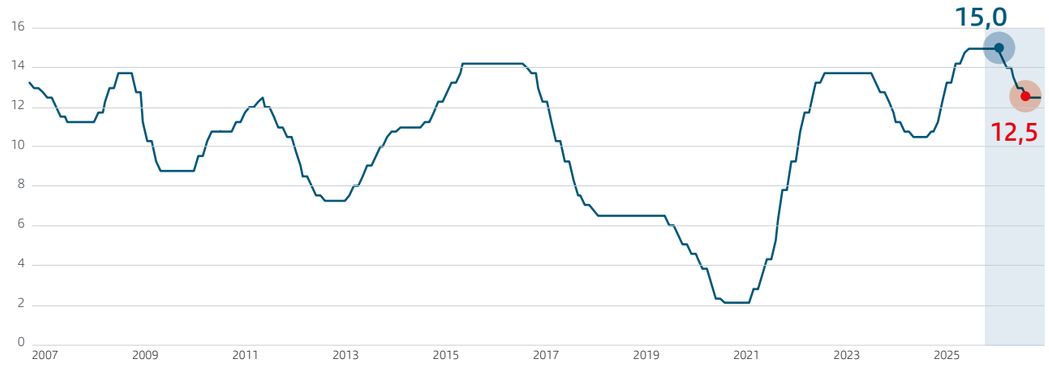
À medida que o ano avançar, a atenção se voltará para as eleições previstas para o último trimestre de 2026. Diante dos desafios estruturais — em especial, o aumento da dívida pública, já elevada em comparação a outros emergentes — será essencial acompanhar de perto o debate econômico. Nesse contexto, as propostas relacionadas às contas públicas e às reformas estruturais serão determinantes. Sinais favoráveis podem impulsionar os ativos locais, especialmente considerando os níveis de preço e valuations atuais, enquanto o adiamento de ajustes necessários pode afetar a percepção de risco.

Renda variável

Entramos em 2026 com visão positiva, embora prudente, para a renda variável brasileira. Nosso quadro de análise combina um ambiente global favorável a emergentes com, localmente, múltiplos (valuations) atrativos, perspectivas sólidas de lucro e a expectativa de

Um provável ciclo de corte em 2026

Taxa Selic (%) e projeção da SAM



Fonte: BCB e Santander AM

um ciclo de afrouxamento monetário. É importante destacar que o debate político em torno das eleições será um fator-chave, com potencial de impacto relevante para ambos os lados

Renda fixa

Mercado monetário

A economia brasileira deverá seguir seu processo de reequilíbrio em 2026, em fase mais avançada. A esperada desaceleração da atividade e da inflação deve permitir ao BCB reduzir a Selic. No entanto, os desafios fiscais e uma inflação ainda acima da meta recomendam abordagem gradual. Prevemos Selic em 12,5% no fim de 2026, ante 15,0% atualmente. Nesse contexto, posições em liquidez seguem atraentes como fonte de retorno para o investidor.

Renda fixa local, títulos soberanos e papéis indexados à inflação

Mantemos visão construtiva para a renda fixa local, tanto na curva nominal (prefixada) quanto na indexada à inflação. O cenário macro é favorável, já que o BCB deverá iniciar ciclo de afrouxamento no início de 2026, com alguma margem para postura mais acomodatícia em relação ao nosso cenário-base. Em termos de avaliação, os rendimentos atuais indicam prêmio de prazo acima da média histórica.

Por outro lado, a orientação das políticas econômicas recomenda certa cautela, pois pode seguir influenciando expectativas e percepção de risco. O ciclo eleitoral também pode provocar movimentos significativos ao longo das curvas.

À medida que o ano avançar, a atenção se voltará para as eleições previstas para o último trimestre de 2026

Moeda

Seguimos avaliando que os fundamentos do real brasileiro (BRL) são, em geral, positivos. A moeda apresenta potencial de valorização no longo prazo, enquanto o carry deve permanecer elevado, apesar do provável ciclo de afrouxamento do BCB. Um ambiente global mais favorável para emergentes também pode apoiar o BRL.

No lado menos favorável, a conta corrente exibe déficits crescentes em contexto de forte demanda interna e menores preços de commodities. Dado o calendário eleitoral, as diretrizes de política econômica serão determinantes, razão pela qual não se podem descartar episódios de volatilidade.

Real ainda acima da média de longo prazo

Fonte: BCB, Bloomberg e Santander AM

México

Tarifas: vencendo a primeira batalha

Rafael Buerba, CFA
Director de Investimentos SAM Asset Management*

O México atravessou 2025 com tarifa média inferior à do restante do mundo e de seus principais concorrentes. Os piores temores comerciais em relação ao país se dissiparam, embora permaneça a atenção sobre a revisão do T-MEC (Tratado México-EUA-Canadá). Espera-se que o acordo seja revisado em meados de 2026, mas há riscos de negociações longas e complexas ao longo do processo. As expectativas melhoraram com maior clareza no comércio exterior e uma consolidação fiscal menos agressiva, o que favorece as perspectivas de investimento produtivo. Ainda assim, as projeções de crescimento econômico seguem abaixo do potencial. Por fim, o ciclo de redução das taxas de juros continua, mitigando de forma relevante o viés restritivo. O fim do ciclo de afrouxamento monetário está próximo, e taxas mais baixas contribuem para um cenário mais favorável em 2026.

Renda variável

Os múltiplos seguem em desconto frente às médias históricas, e os resultados corporativos foram melhores do que o estimado. O ambiente de negócios também superou as expectativas, levando a bolsa local a se consolidar, em 2025, como o melhor ativo doméstico e uma das melhores bolsas do mundo. Para 2026, esperamos que o rali se estenda e que os múltiplos continuem reduzindo o desconto em relação às médias históricas. Esse movimento deve ser impulsionado por um ambiente macroeconômico mais favorável, um desfecho construtivo para o T-MEC e cortes adicionais de juros no início de 2026. Também projetamos aceleração dos lucros diante de maior confiança do consumidor, reativação do investimento privado e uma possível retomada do nearshoring.

Os ativos locais tiveram bom desempenho em 2025. A tarifa relativa do México frente ao resto do mundo tem sido favorável e as expectativas econômicas melhoraram

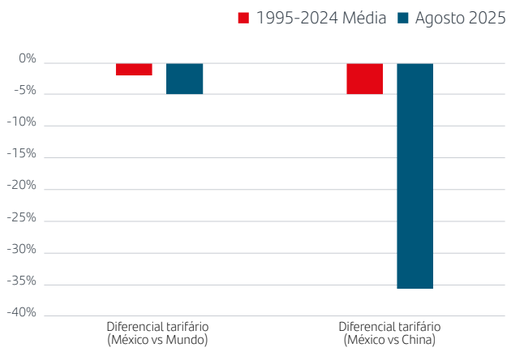
A bolsa local valorizou cerca de 40% em dólares (até outubro de 2025) e ainda negocia com múltiplos abaixo da média. A taxa de juros de referência passou de 11,25% em 2024 para 7,50% em outubro de 2025, e ainda há espaço para novos cortes

Renda fixa

Monetários

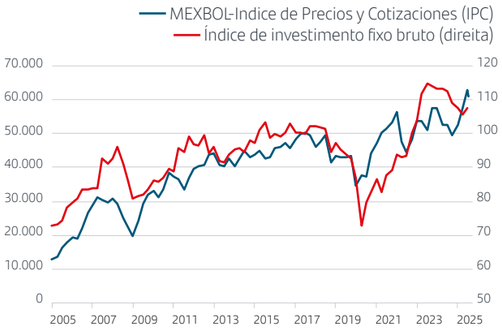
A taxa de referência recuou e ainda há espaço para novas reduções. Projetamos taxa terminal entre 6,50% e 6,75% em 2026. A estratégia seguirá focada em instrumentos de taxa flutuante (soberanos e corporativos) e na redução gradual da duration na etapa final do ciclo de afrouxamento.

A vantagem tarifária do México está se ampliando



Fonte: Secretaría de Hacienda con información de U.S. Census Bureau y Federal Register

Ações mexicanas anteciparam a virada em investimentos



Fonte: Bloomberg e INEGI

* SAM Asset Management, S.A. de C.V., S.O.F.I.

Soberanos

Em 2026, o afrouxamento monetário entra na fase final e o prêmio de prazo ganha relevância. Embora 2025 já tenha mostrado normalização da curva (inclinação positiva), essa tendência pode continuar em 2026. Assim, o benefício de cortes adicionais deve se refletir de forma mais intensa nos prazos curtos e intermediários (de 2 a 5 anos) em comparação aos longos (de 10 a 30 anos). Focaremos a migração de posições para a parte curta e intermediária da curva, mesmo que isso implique redução de duration. Em 2026, o mais importante será a seleção dos vértices corretos da curva.

A política monetária expansionista entrará em sua fase final em 2026. A inclinação da curva deve seguir se normalizando e a seleção adequada dos vértices ganha relevância. Reduziremos, então, a duration em direção à parte curta e média da curva

Taxas reais

O comportamento da curva em 2025 foi misto: os papéis de taxa real de curto prazo precificam níveis de inflação mais baixos e alinhados às nossas expectativas, enquanto os títulos longos foram sustentados por demanda estrutural de fundos de pensão locais. Dessa forma, não observamos normalização na curva real como ocorreu nas curvas nominais em pesos e em dólares. Para 2026, uma das estratégias-chave será subponderar a parte longa da curva e sobreponderar vértices intermediários (de 7 a 10 anos).

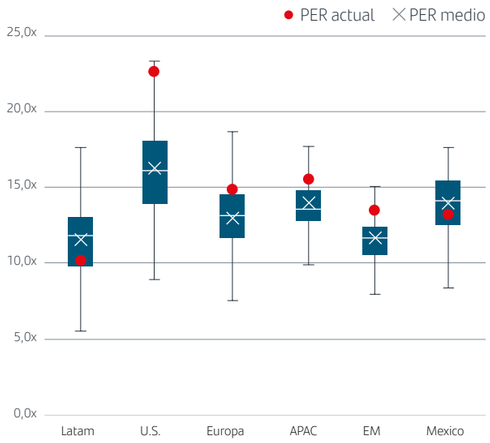
Crédito

Mantemos subexposição em crédito nos portfólios de curto prazo, com estratégia voltada a gerar carry e carregar os títulos até o vencimento. A seleção das emissões baseia-se na análise fundamentalista do emissor e no valor relativo do papel. Em um ambiente no qual a duration tende a oferecer cada vez menos valor, a escolha de emissões que combinem taxas elevadas com bom perfil de crédito no nível do emissor será central em 2026 para alcançar retorno favorável.

Moeda

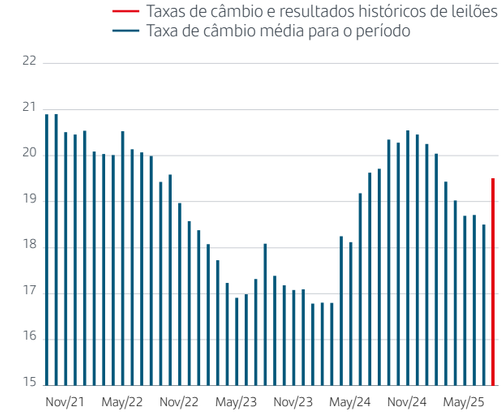
No curto prazo, o peso mexicano (MXN) pode manter a força, apoiado por surpresas positivas no PIB (via melhor desempenho das exportações), fraqueza global do dólar e o processo de consolidação fiscal do governo mexicano. No entanto, o valor justo da taxa de câmbio peso-dólar está acima dos níveis atuais. Fatores como a renegociação do T-MEC em 2026 e a redução do diferencial de juros entre o Banco do México (Banxico) e o Federal Reserve podem gerar pressões temporárias sobre o peso.

Ações mexicanas: Entre os poucos mercados que estão negociando abaixo de níveis históricos



Fonte: Bloomberg e Santander AM

MXN: Tendência de apreciação no curto prazo, mas fundamentos sugerem uma moeda sobrevalorizada (REER)



Fonte: Banxico e Santander AM

Chile

2026: desafios que abrem novas oportunidades

Diego Ceballos
Diretor de Investimentos SAM Chile

Um crescimento ligeiramente inferior a 2%, aliado a uma inflação em desaceleração e convergindo para a meta do Banco Central do Chile, configura um cenário propício a cortes adicionais na taxa de política monetária, contribuindo para um equilíbrio macroeconômico mais favorável.

No exterior, destacam-se fatores positivos, como a continuidade da fase expansiva da economia global e o preço do cobre acima de US$ 4,5/lb, o que sugere dinâmica favorável para o peso chileno. 2026 será o primeiro ano de implementação do novo governo e do novo Congresso eleitos no fim de 2025; reduzir o déficit fiscal, fomentar o crescimento e gerar empregos serão desafios que também abrem oportunidades.

Renda variável

Após um 2025 muito positivo para a bolsa chilena — com retornos acima de 35% em dólares, em linha com os mercados emergentes em geral e a América Latina em particular —, esperamos que 2026 seja um ano de consolidação. Em um cenário neutro, sem incorporar possíveis mudanças nas políticas econômica e de investimento, estimamos crescimento de lucros em torno de 5% para a bolsa chilena, com forte dependência dos preços de commodities como celulose e lítio.

À luz dos valuations atuais — cerca de 12x P/L —, o desconto do mercado em relação à média histórica foi amplamente corrigido na comparação com os últimos cinco anos. Ainda assim, o rali deixa espaço adicional quando se considera um horizonte mais longo, próximo de 10 anos. Vemos valor justo ao redor de 14x para o cenário atual do Chile. Para uma reavaliação (um rerating mais amplo, será necessário elevar o crescimento tendencial, consolidar as contas fiscais e seguir expandindo o mercado de capitais.

Crescimento positivo, inflação convergente, ciclo global em expansão e cobre em níveis elevados dão suporte aos ativos locais.

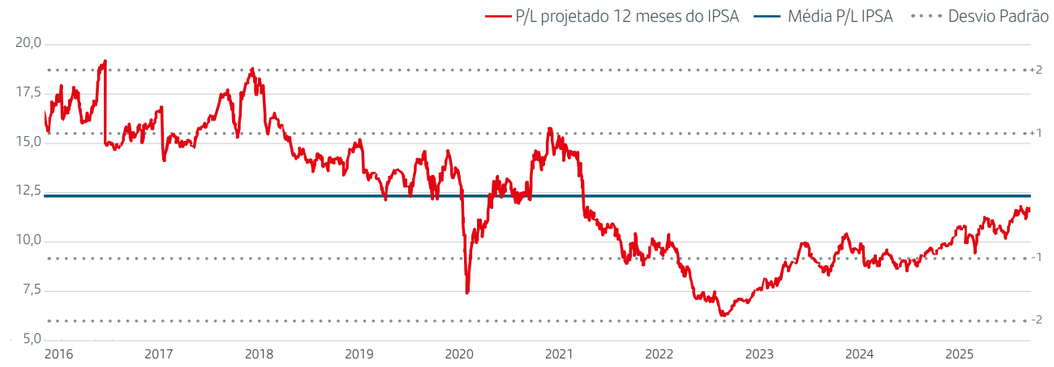
Crescimento de lucros de ~5%.

Renda Fixa

Mercado monetário

A inflação deve convergir para a meta de 3% do Banco Central no primeiro semestre de 2026, o que permitiria à taxa de política monetária alcançar o nível neutro (4,0%–4,25%) no mesmo período, encerrando o ciclo de cortes iniciado em 2023. Dito isso, esperamos

Múltiplos seguem em níveis atrativos



Fonte: Bloomberg, Riskamerica e Santander AM

retornos médios para esse segmento, sustentados por yield estável e inflação ancorada na meta.

Soberanos

Os títulos soberanos em moeda local exibem taxas atrativas frente à média histórica, sobretudo nos prazos de 2 a 5 anos. Assim, esperamos bom desempenho da renda fixa local, ainda que mais moderado do que em 2025, uma vez que estamos próximos da taxa neutra e boa parte desse ajuste já se encontra precificada. Além disso, projeta-se que o déficit fiscal converja para 1,1% estrutural — meta a ser alcançada em 2026 —, com dívida/PIB estabilizada em torno de 40%, o que seria positivo, sobretudo pela menor necessidade de emissões soberanas.

Taxas próximas à média histórica sustentam a renda fixa local

Títulos indexados à inflação

Os papéis em UF (indexados à inflação) oferecem proteção eficaz contra choques inflacionários no médio prazo. Embora tendam a acompanhar o comportamento dos soberanos nominais — dado que as expectativas de inflação estão alinhadas à meta de 3% —, esses títulos melhoram o perfil risco-retorno, ao adicionar hedge contra inflação.

Crédito

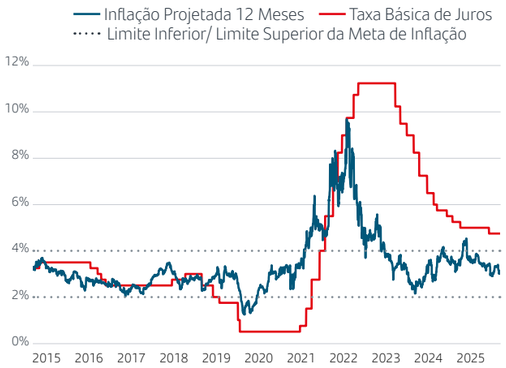
Os corporativos no Chile operam com spreads abaixo da média histórica em 2025, apoiados por forte demanda por renda fixa local. Além disso, vencimentos têm superado as novas emissões, reduzindo a oferta líquida e comprimindo spreads — ainda acima das mínimas históricas.

Para 2026, esperamos continuidade desse movimento e estreitamento adicional em relação aos soberanos. É, porém, o segmento de maior risco no cenário local, pois, em episódios de estresse, tende a funcionar como canal de ajuste.

Moeda

O peso chileno (CLP) mantém viés positivo para 2026. Em um ambiente de dólar mais fraco, um maior diferencial de juros versus os EUA, somado ao cobre entre US$ 4,5 e US$ 5,0/lb, deve sustentar a trajetória de apreciação observada em 2025.

A convergência das expectativas de inflação abrem espaço para cortes adiocioans na taxa de juros



Taxas com vencimentos intermediários estão em linha com suas médias de longo prazo

Fonte de todos os gráficos: Bloomberg, Riskamerica e Santander AM

Argentina

Da correção à construção

Cristian Brau, CFA
Diretor de Investimentos SAM Argentina

Após dois anos focados quase exclusivamente na estabilização macroeconômica — com a correção do déficit fiscal, a desinflação e a normalização monetária como eixos —, 2026 se apresenta como o ano em que a Argentina deverá ampliar sua base de sustentação política para consolidar e aprofundar as reformas estruturais.

O principal desafio será transformar a estabilidade alcançada em crescimento sustentável, apoiando-se em um novo pacto de governabilidade que permita avançar com as primeiras mudanças de fundo nas áreas trabalhista e tributária. Essas reformas são condições necessárias para recuperar o investimento, recompor a produtividade e reativar o emprego formal, abrindo um ciclo de expansão após a fase de ajuste.

Nesse contexto, a chave de 2026 será a capacidade do governo de articular aliados e credibilidade política para manter a âncora fiscal sem frear a atividade, combinando previsibilidade macroeconômica com sinais claros de normalização institucional. Se essa equação se mantiver, a economia argentina poderá deixar para trás a lógica defensiva da estabilização e ingressar em uma etapa de valorização de ativos e crescimento real.

A economia argentina poderá superar a fase defensiva da estabilização e entrar em um novo ciclo de crescimento real e valorização de ativos

Renda variável

Após um 2025 marcado pela realização de lucros e correção de valuations depois do forte rali de 2024, o mercado acionário argentino inicia 2026 com múltiplos mais razoáveis e um ponto de partida atrativo. Em um cenário construtivo — com maior apoio político, avanços nas reformas trabalhista e tributária e continuidade do ajuste fiscal —, espera-se uma recomposição gradual das valuations e um retorno progressivo de fluxos para o equity local. Os bancos podem liderar a recuperação diante da normalização do crédito, enquanto os setores de consumo e energia se beneficiariam da melhora da renda real e de maior previsibilidade regulatória. Assim, as ações argentinas oferecem um ponto de entrada com uma relação risco-retorno favorável dentro do universo local.

As ações argentinas se consolidam como nosso ativo preferido para 2026, oferecendo o melhor equilíbrio entre valuations atrativas, potencial de recuperação e exposição ao crescimento real

Renda fixa

Títulos soberanos denominados em dólares

Em um cenário construtivo para 2026, esperamos uma compressão gradual do risco-país e uma convergência mais próxima com a dívida emergente e o crédito high yield global.

As ações argentinas oferecem um ponto de entrada com uma relação risco-retorno favorável dentro do universo local

Fonte: Bloomberg e Santander AM

Com o ruído local atenuado, o comportamento dos títulos argentinos pode voltar a se alinhar com os movimentos dos diferenciais regionais e internacionais, mais influenciados pela política do Fed e pelas condições globais de liquidez. Esse ambiente ofereceria potencial de apreciação moderada e melhora de valor relativo, com a dívida argentina transitando de um perfil de risco isolado para um mais integrado dentro do universo high yield.

Renda fixa em pesos e dívida local

O ano de 2025 deixou um mercado de pesos caracterizado por uma forte alta nas taxas reais e elevada volatilidade intradiária — reflexo da pouca profundidade do sistema financeiro e das intervenções necessárias para sustentar a estabilidade monetária. O mercado de renda fixa em pesos operou de forma defensiva, com bruscos movimentos nas taxas de um dia, enquanto os títulos locais sofreram oscilações acentuadas a cada mudança nas expectativas de inflação ou de política monetária. Em 2026, um cenário construtivo deve implicar a normalização da curva em pesos, com taxas reais convergindo para níveis mais sustentáveis e menor volatilidade diária. A estabilização inflacionária e uma política monetária mais previsível favoreceriam a extensão gradual dos prazos, deslocando o foco da liquidez imediata para instrumentos de maior duração. Esse ambiente permitiria uma recuperação ordenada do mercado de dívida local e o retorno do carry como fonte relevante de rentabilidade real.

O grande desafio para o mercado de dívida em pesos e taxas de um dia em 2026 será deixar para trás a volatilidade extrema e alcançar taxas reais sustentáveis, compatíveis com uma economia em expansão

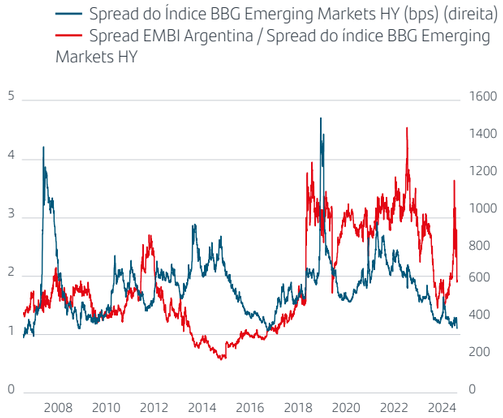
Crédito local

Em 2025, os títulos corporativos superaram amplamente os soberanos em métricas de retorno ajustado por volatilidade, apoiados em balanços sólidos e menor exposição ao risco político. Para 2026, em um contexto de estabilidade e reformas, oferecem taxas atrativas em comparação à dívida soberana e regional — com bom perfil de crédito e pouco espaço para ganhos de capital, mas bom carry relativo.

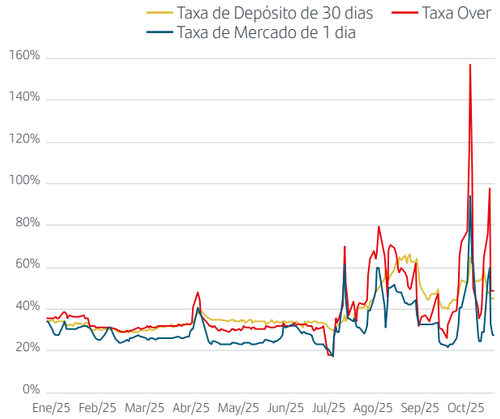
Moeda

Após um 2025 desafiador no campo cambial, o peso argentino enfrentará, em 2026, forças opostas. Por um lado, a combinação de disciplina fiscal, avanço das reformas estruturais e maior acesso a financiamento externo — tanto do setor privado quanto do Tesouro dos EUA — exercerá pressão para uma apreciação real do câmbio. Por outro, a necessidade de recompor as reservas internacionais atuará como fator compensatório. À medida que as restrições cambiais remanescentes forem reduzidas e o mercado ganhar profundidade e liquidez, deveremos observar uma diminuição da volatilidade e um comportamento mais ordenado, ainda que com tendência incerta. Mantemos uma visão neutra sobre o ativo.

Risco argentino, convergindo para high yield de mercados emergentes



O desafio no mundo em pesos é reduzir o nível e a volatilidade das taxas



Fonte de todos os gráficos: Bloomberg, Banco Central de Argentina e Santander AM

Japão

Rumo a uma fase mais equilibrada

Tomás García-Purriños, CFA, CAIA
Estrategista Sênior de Alocação de Ativos SAM

Desde a pandemia, o Japão passou de décadas de deflação para aumentos de preços persistentes acima de 2%. O Banco do Japão, após anos de política ultra expansionista e controle da curva de juros, iniciou em 2024 uma normalização gradual, embora mantenha uma postura acomodatícia. A economia encontra-se em uma fase de expansão moderada, com um crescimento do PIB real em torno de 1,1% em 2025, impulsionado pelo consumo privado, investimento doméstico e um mercado de trabalho apertado. Para 2026, espera-se uma leve moderação, aproximando-se do crescimento potencial. O mercado de trabalho aquecido, sustentado pelos maiores aumentos salariais em décadas, consolida uma mudança de regime inflacionário. Ao mesmo tempo, espera-se que a inflação desacelere gradualmente até atingir a meta de 2% do BoJ, o que justificaria a continuação da normalização gradual das taxas de juros. Esse contexto de política monetária ainda frouxa e crescimento nominal em torno de 3% pode lançar as bases de uma fase econômica mais equilibrada, apoiando os ativos de risco.

Mercados

Em geral, o Japão enfrenta 2026 com uma combinação de inflação sustentável, lucros empresariais resilientes e reformas estruturais que sustentam uma visão positiva para os ativos de risco.

O mercado de trabalho segue apertado; as maiores rodadas salariais em décadas, consolidam a transição para um regime inflação positiva

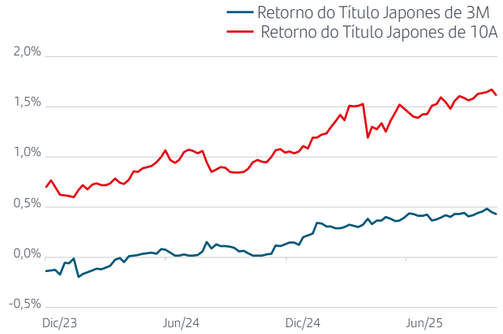
O crescimento nominal previsto cria um ambiente favorável para os lucros corporativos. O impulso do consumo, os aumentos salariais e o fortalecimento do investimento doméstico compensam a fraqueza externa, enquanto a normalização gradual do BoJ – Banco Central do Japão reforça a credibilidade de sua política sem causar disrupções.

O Japão combina reformas corporativas em curso, balanços empresariais robustos e uma subexposição histórica nas carteiras de investidores internacionais. As medidas para elevar a eficiência do mercado, a pressão dos acionistas ativistas e o aumento das recompras de ações justificam a expansão dos múltiplos, que ainda têm espaço caso se consolide a "inflação virtuosa" que o Japão busca há décadas.

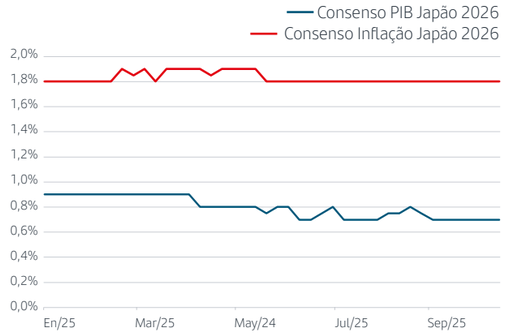
Tese estrutural apoiada por reformas corporativas, balanços empresariais sólidos e um mercado que, historicamente, teve um peso menor nas carteiras de investidores internacionais

Tudo isso pode ser reforçado por um maior impulso fiscal sob o novo governo, que demonstrou disposição para implementar estímulos adicionais focados em setores estratégicos como defesa, digitalização e tecnologia avançada. Do lado fiscal, direcionar o gasto público para inovação, automação e resiliência energética sustenta a atividade no curto prazo e, sobretudo, ajuda a mitigar os efeitos do envelhecimento populacional ao elevar a produtividade – convertendo impulso cíclico em ganho estrutural.

As taxas de juros estão se normalizando lentamente no Japão



Volta do crescimento nominal acima dos 2,5%



Fonte de todos os gráficos: Bloomberg e Santander AM

A visão positiva sobre a renda variável não implica uma visão negativa sobre o iene. Embora no curto prazo possam persistir divergências entre a moeda e as ações, o contexto de inflação ancorada e normalização gradual não é negativo para o iene. Com a redução dos diferenciais de juros e o possível retorno de fluxos para ativos domésticos, a moeda japonesa pode se valorizar moderadamente em 2026.

Mercados emergentes asiáticos

Cenário construtivo com valorizações exigentes

De forma geral, mantemos uma visão relativamente positiva em relação ao risco na Ásia Emergente. A China pode oferecer oportunidades táticas apoiadas em mudanças na política econômica, enquanto a Índia deve ser o pilar do crescimento regional.

Oportunidades táticas à medida que a política econômica se torna mais favorável; Índia: permanece como pilar do crescimento regional

A economia chinesa entra em 2026 com crescimento moderado e desequilíbrios persistentes no setor imobiliário, com um ambiente de política econômica claramente expansionista. As autoridades intensificaram o apoio fiscal — focado em tecnologia, defesa e infraestrutura verde — e mantêm condições monetárias acomodatícias. Isso pode favorecer ganhos pontuais na renda variável chinesa.

Embora os valutions permanecem relativamente elevados, favorecemos uma exposição seletiva: combinando o Hang Seng — cujos setores financeiros e de tecnológia tendem a se beneficiar de uma melhora gradual no sentimento do investidor — com o CSI 300, mais representativo do ciclo doméstico chinês e menos correlacionado com os mercados globais. Essa composição busca equilibrar a captura de alívios de sentimento com a ancoragem em fundamentos internos.

Para Índia mantemos visão estruturalmente construtiva: crescimento robusto, inflação sob controle e uma agenda de reformas que segue atraindo fluxos. No curto prazo, os índices locais tiveram desempenho inferior ao da China, mas entendemos que essa divergência abre espaço adicional para 2026, à medida que a incerteza tarifária se dissipe e volte a ser ancorado por fundamentos.

A bolsa indiana pode alcançar a bolsa chinesa ainda em 2026

Fonte: Bloomberg e Santander AM

Commodities

Seguimos positivos no ouro

Seguimos positico em ouro. A tendência de alta é sustentada por compras líquidas de bancos centrais e pela retomada do interesse dos investidores após anos saídas. Alem do vetor de diversificação de reservas, a percepção de uma postura mais equilibrada das autoridades monetárias entre crescimento e inflação reforça o apelo do metal como ativo de longo prazo. Esses fluxos - oficiais e financeiros - sugerem que o ciclo pode se estender.

Nossa leitura para os metais industriais é mista: a demanda ligada à transição energética e a projetos de infraestrutura oferece suporte, mas a maior oferta e a moderação do crescimento chinês limitam o potencial de recuperação. No agregado, projetamos preços estáveis e margens pressionadas por capacidade excedente.

Para 2026, antecipamos o quadro de superoferta, com aumento da produção tanto de membros da OPEP quanto de produtores fora do grupo. Nesse contexto, estimamos o Brent em US$ 55–60/barril, patamar compatível com a manutenção da produção esperada e que acomoda surpresas de demanda sem ajustes abruptos. Os principais riscos permanecem geopolíticos, para essa cobertura, seguimos preferindo o ouro ao petróleo.

Além do vetor estrutural de diversificação de reservas, ganha da percepção de que as autoridades monetárias buscam maior equilíbrio entre crescimento e inflação – reforçando seu apelo de longo prazo

Claro aumento pela demanda do ouro

Fonte: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council e Santander AM

04
Ativos alternativos

Crédito Privado 2026: Uma Reflexão Estratégica sobre Escala, Geografia e Propósito

Borja Díaz-Llanos
CIO Global do Santander Alternative Investments

Os ativos alternativos seguem amadurecendo como uma classe consolidada e comprovada, ganhando espaço no debate das carteiras institucionais, ao impulsionar a diversificação e melhorar os retornos de longo prazo. Dentro desse universo, o crédito privado consolidou-se como ponto focal: uma subclasse escalável e geradora de renda, voltada ao financiamento da economia real, que evolui de alternativa de nicho para pilar central da alocação moderna.

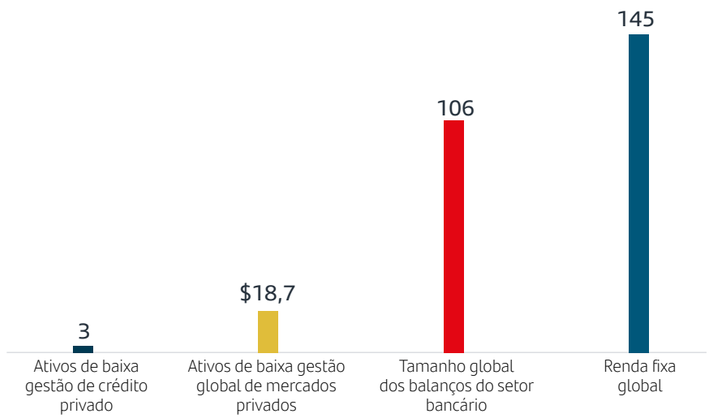
1. Um mercado ainda incipiente

Apesar da atenção crescente dos alocadores, os investimentos alternativos — em especial o crédito privado — ainda têm dimensão modesta no sistema financeiro global. Com cerca de 3,3 trilhões de dólares em ativos sob gestão (AUM), essa classe representa apenas uma fração dos 18,7 trilhões de dólares dos mercados privados e é pequena quando comparada ao conjunto dos mercados de renda fixa e aos balanços bancários, que superam 250 trilhões de dólares.

Em outras palavras, o crédito privado ainda ocupa um espaço reduzido nas finanças globais, sobretudo na Europa, onde os bancos respondem por mais de três quartos (76%) das fontes de financiamento. Esse tamanho, porém, é oportunidade — não fragilidade. O universo potencial de ativos privados — empréstimos à economia real, imóveis, infraestrutura e financiamento especializado — excede 50 trilhões de dólares, sugerindo que os mercados privados podem multiplicar-se na próxima década sem alcançar escala sistêmica. Além disso, dada sua participação modesta, o crédito privado se beneficia de assimetria de informação, operações menos saturadas e, principalmente, um ambiente regulatório favorável a canais alternativos de financiamento.

Apesar do seu crescimento exponencial nos últimos anos, os ativos sob gestão em crédito privado (US$ 3,3 trilhões) continuam sendo uma fração mínima em comparação com as fontes tradicionais de financiamento (mercados de renda fixa, US$ 145 trilhões, ou o balanço dos maiores bancos globais, US$ 105 trilhões)

Mercados Públicos vs. Privados



Fonte: Apollo October 2025, S&P Cap IQ, Pitchbook, MSCI, FactSet, SIFMA, BIS. Crédito privado exclui os ativos sob gestão do seguro de capital permanente.

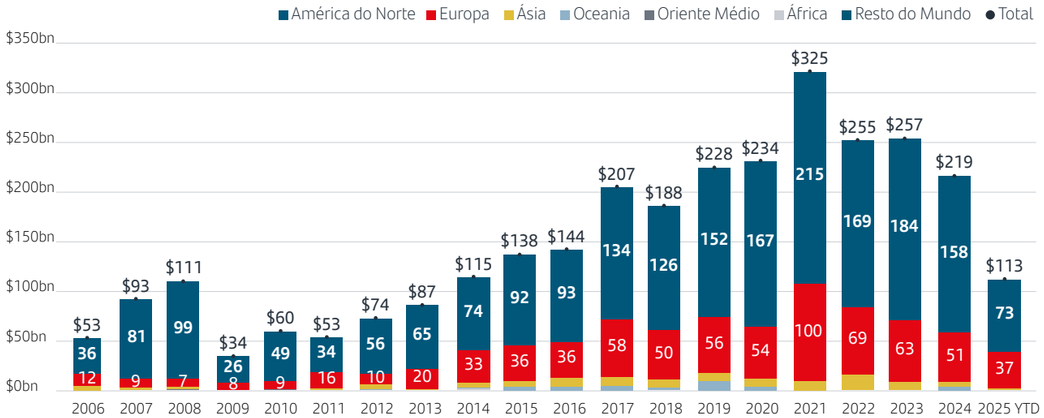
2. Onde reside o alfa: Europa vs. Estados Unidos

Acreditamos que a Europa oferece, hoje, terreno mais fértil para geração de alfa em crédito privado do que os Estados Unidos, por motivos estruturais e cíclicos.

Capital não investido e concorrência

Nos EUA, gestores de crédito privado acumulam níveis recordes de capital não desembolsado. O mercado norte-americano absorveu a maior parte dos fluxos globais nos últimos anos, com mais de 400 bilhões de dólares em reservas. Essa abundância reduziu retornos e elevou a concorrência, comprimindo spreads e deteriorando a disciplina de subscrição no segmento médio-alto. Em contraste, a Europa apresenta menor penetração: o fluxo de operações permanece amplamente intermediado por bancos e há bem menos credores alternativos por transação.

A América do Norte superou em muito a Europa em crédito privado captado nos últimos 20 anos

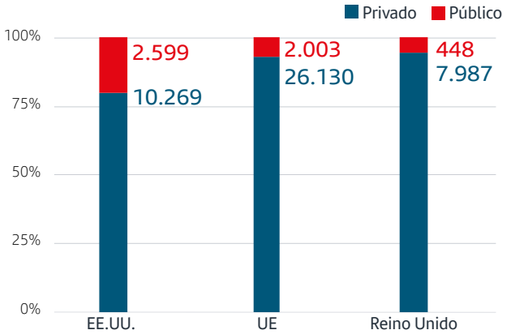


Fonte: PitchBook | LCD. Os dados de 2025 são referentes a 30/06/2025

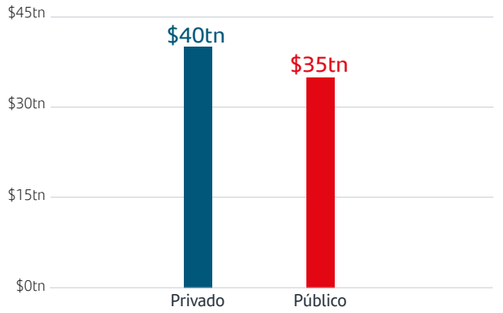
Fragmentação do mercado e intermediação bancária

A estrutura financeira europeia é singular. Aproximadamente 76% do financiamento corporativo e de PMEs ainda provém de bancos, versus 21% nos EUA. A oportunidade para credores diretos não bancários é, portanto, não só cíclica, mas estrutural. O ecossistema europeu é fragmentado por jurisdições, marcos legais e idiomas, gerando ineficiências que podem ser exploradas por gestores com capacidade local de originação, análise e estruturação.

Empresas com receitas superiores a US$ 100 milhões



Receitas agregadas de empresas com receitas superiores a US$ 100 milhões



Fonte: S&P Capital IQ, BlackRock. Informação de 19 de agosto de 2025. A contagem de empresas é apresentada como rótulos de dados; as barras representam a porcentagem do total de negócios com mais de US$ 100 milhões (ou equivalente) em receitas dos últimos doze meses

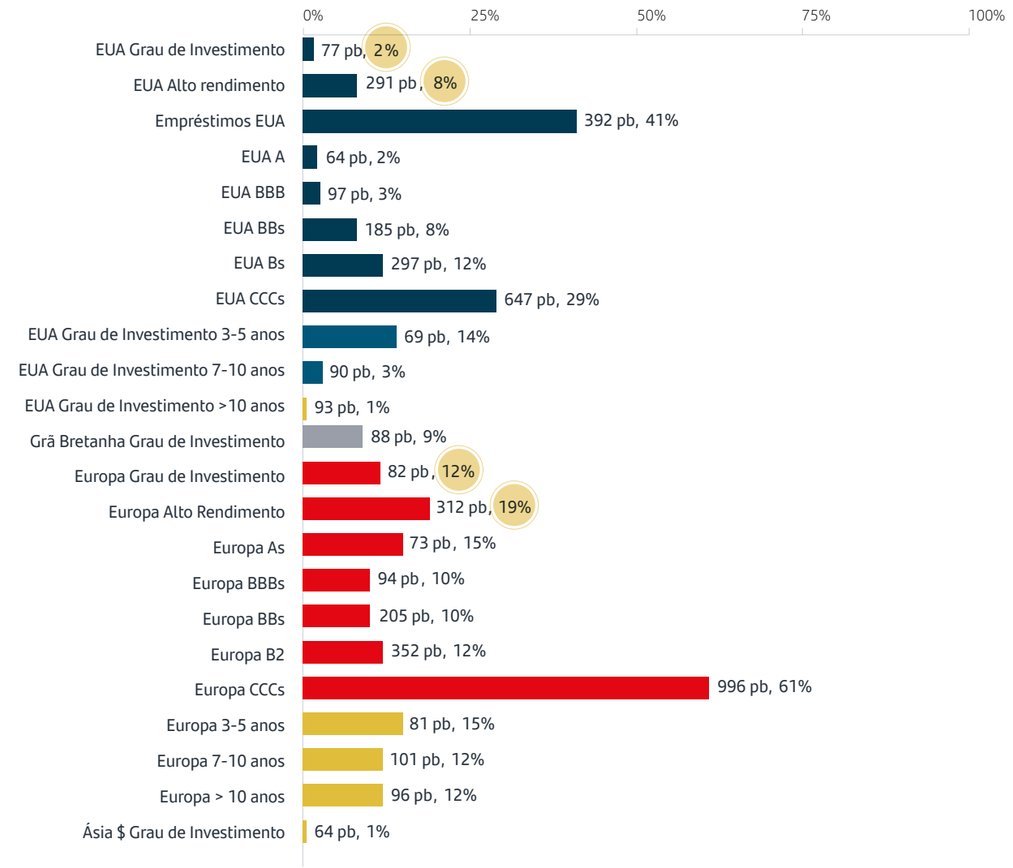
A escala do tecido empresarial privado reforça esse potencial: mais de 26 mil empresas privadas faturam acima de 100 milhões de euros por ano, a maioria não listada e com opções de financiamento limitadas. Esse middle market pouco visível — frequentemente formado por empresas familiares, resilientes e exportadoras — é o núcleo da competitividade industrial europeia e um habitat natural para credores privados.

Valor relativo entre mercados

Mesmo controlando a qualidade de crédito, a Europa negocia com spreads mais amplos do que os EUA, tanto no privado quanto no público. Os títulos europeus de grau de investimento (IG) e alto rendimento (HY) costumam apresentar spreads 20 a 30 pontos-base acima dos equivalentes americanos, enquanto no direct lending os empréstimos senior secured na Europa pagam cerca de 50 pontos-base a mais do que operações comparáveis nos EUA. Essa diferença não é apenas prêmio de risco: reflete ineficiências estruturais — tickets menores, menos intermediários, menos capital disponível — que elevam o retorno esperado. Em resumo, o beta paga mais na Europa, e o alfa se acumula para quem consegue navegar sua complexidade.

Em comparação com os Estados Unidos, a Europa apresenta um mercado mais fragmentado, com maior dependência do sistema bancário, menor desenvolvimento dos mercados de capitais e um volume mais reduzido de capital privado disponível. Esse contexto estrutural contribui para que o crédito privado europeu ofereça um prêmio adicional atrativo para os investidores

Spread e Percentil em um intervalo de 20 anos



Fonte: BIS, Morgan Stanley, SAI, outubro de 2025

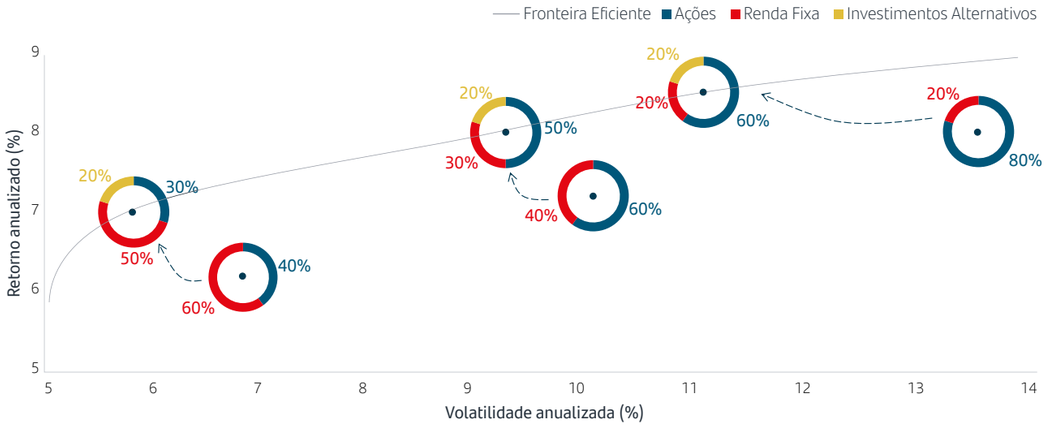
3. De estratégico a core nas carteiras

Historicamente, o crédito privado foi tratado como classe oportunista, vocacionada a retornos de dois dígitos, típica de carteiras de alto rendimento. Essa percepção está mudando. Em um ambiente de taxas-base mais baixas e compressão nos prêmios da renda fixa tradicional, investidores enxergam cada vez mais o crédito privado como componente essencial da alocação de renda — e não apenas como um nicho. A tendência deve acelerar nos próximos cinco anos, à medida que instituições realocam parte de títulos públicos para dívida privada, em busca de melhor retorno ajustado ao risco, controle de duração e diversificação.

Nos últimos 25 anos, a inclusão de ativos privados — private equity, real estate e private debt — deslocou a fronteira eficiente para fora: retornos maiores para o mesmo nível de volatilidade. Entre 1998 e 2025, carteiras com 20–30% em alternativos registraram retornos anualizados de 7–8%, ante 6–7% em portfólios tradicionais 60/40, com queda relevante de volatilidade.

Nos últimos mais de 30 anos, ter uma alocação em investimentos alternativos melhorou os retornos e reduziu o risco para os investidores em todos os modelos de carteira

Volatilidade e rentabilidades anualizadas, 1Tri 1998–1Tri 2025



4.Financiando a economia real

Em essência, o crédito privado financia diretamente a economia real. Credores privados oferecem capital de giro, leasing, dívida de infraestrutura, trade finance e empréstimos imobiliários que sustentam as operações das empresas — do leasing de máquinas para PMEs a projetos de transição energética e plataformas logísticas.

Quando bem estruturados, esses ativos podem exibir características de grau de investimento, com spread excedente de 100 a 300 pontos-base em relação a instrumentos líquidos comparáveis. A razão é simples: são exposições complexas, ilíquidas e sob medida, que exigem habilidade de subscrição, mas oferecem cobertura colateral robusta e duração menor que a de títulos corporativos.

Esse segmento — que chamamos de crédito da economia real — tende a tornar-se a frente de crescimento mais ampla e sustentável dentro dos mercados privados, abrangendo infraestrutura, ativos reais, leasing e trade finance, com potencial que supera em muito o dos empréstimos diretos tradicionais.

"Fonte: Bloomberg, Burgiss, FactSet, NCREIF, Pivotal Path, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.
A alocação em alternativas inclui hedge funds, imóveis e private equity, cada um com o mesmo peso. As carteiras são rebalanceadas no inicio de cada ano. As ações são representadas pelo indice S&P 500 Total Return. Os títulos são representados pelo índice Bloomberg U.S. Aggregate Total Return. A volatilidade é calculada como o desvio-padrão anualizado dos retornos trimestrais. O desempenho passado não é um indicador confiável dos resultados atuais e futuros. Guia de alternativas. Os dados têm como base a disponibilidade até 31 de agosto de 2025.

Bancos, limitados por Basileia III e pelas regras do "Basel Endgame", vêm reduzindo exposição a ativos de longo prazo ou não estratégicos. Ao mesmo tempo, preservam capacidades de originação, relacionamento e operação que gestores alternativos não possuem. Surge, assim, uma nova era de colaboração: bancos originam e gestores financiam ou cofinanciam empréstimos, por meio de acordos de fluxo direto ("forward flow"), estruturas de transferência significativa de risco (SRT) ou joint ventures.

Essas alianças permitem aos bancos otimizar capital e manter o relacionamento com o cliente, enquanto gestores acessam carteiras diversificadas e granularizadas. Também ampliam o acesso a dados, a supervisão de risco e o servicing dos ativos, viabilizando escala em exposições granulares — algo crítico em finanças estruturadas e em ativos ligados ao comércio.

5. Olhando para frente: três convicções estratégicas

1.
A escala ainda não chegou.
Os mercados privados seguem sendo fração pequena do ecossistema global de crédito. Mesmo que a classe dobre até 2030, ainda representará menos de 5% do universo de dívida. O tamanho limitado preserva a assimetria de oportunidade, em que retornos são movidos pela habilidade — não apenas pelo capital.

2.
O alfa europeu é estrutural.
A combinação de subpenetração, retração bancária e prêmios estruturais de spread confere à Europa uma vantagem sustentável. Diferentemente dos EUA, onde a concorrência é intensa e o capital, abundante, a Europa continua a recompensar seleção de crédito, originação local e estruturação bilateral.

3.
O crédito privado redefinirá a renda fixa.
Esperamos que o crédito privado evolua para um substituto core de renda, mais do que uma alocação oportunista. À medida que o crédito estruturado de grau de investimento — dívida de infraestrutura, leasing e trade finance — ganhe escala, os mercados privados consolidar-se-ão como âncora do lado passivo das carteiras institucionais.

Essa evolução diluirá as fronteiras entre "alternativo" e "core", posicionando o crédito privado ao lado da renda fixa tradicional como alocação essencial.

Conclusão: o crédito privado como ponto de convergência

Em 2025, o mercado de crédito privado encontra-se em ponto de inflexão: grande o suficiente para ser relevante, pequeno o bastante para continuar oferecendo alfa; cada vez mais institucional, mas ancorado na economia real.

A próxima fase não será definida pela busca de rentabilidade via alavancagem, e sim pela integração — nas carteiras de renda fixa, nas alianças bancárias e na arquitetura mais ampla da intermediação financeira.

À medida que as fronteiras entre bancos e gestores de ativos se tornam menos nítidas, o crédito privado surge não como alternativa, mas como novo core: ponte entre liquidez e economia real, entre escala e especificidade, entre mercados públicos e privados.

Para nós, isso é mais do que uma estratégia: é a visão do futuro do próprio crédito.

Glossário

€STR: taxa de juros de referência livre de risco da Zona do Euro para o prazo de um dia.

Backwardation: situação em que o preço à vista de uma commodity é mais alto do que o preço futuro projetado para esse mesmo ativo.

Banxico: Banco do México.

BCE: Banco Central Europeu. Órgão responsável pela política monetária dos países da Zona do Euro.

BPA: lucro por ação. Métrica obtida ao dividir, em um determinado período, o lucro líquido pelo número total de ações em circulação.

Breakeven: nível de inflação que iguala a TIR de um título nominal com a TIR de um título real equivalente.

BoJ: Banco do Japão

Bottom-up: análise que considera primeiramente a situação econômico-financeira individual de uma empresa antes de avaliar os impactos do setor e, posteriormente, do cenário macroeconômico.

BRL: real brasileiro.

CAGR: taxa de crescimento anual composta. É a taxa de retorno que um investimento precisaria apresentar anualmente para crescer do saldo inicial até o saldo final, ao longo de um intervalo de tempo determinado.

Carry: retorno esperado de um investimento, assumindo que seu preço não se altera.

CBO: Escritório de Orçamento do Congresso dos EUA.

CLP: peso chileno.

Credit Breadth Index (CBI): indicador de amplitude do mercado de crédito, projetado para medir quantos segmentos do crédito corporativo estão apresentando desempenho positivo ou negativo em um determinado momento

DAX: principal índice da Bolsa de Valores na Alemanha. É composto por 40 das maiores empresas listadas na Bolsa de Frankfurt.

DXY: valor do dólar americano em relação a uma cesta de moedas que inclui as principais divisas globais.

EMBI: índice de mercado elaborado peloJP Morgan que serve como referência para mensurar o desempenho do mercado de dívida de países emergentes.

ERL0: índice de renda fixa composto pelas principais emissões de títulos de grandes corporações internacionais, denominados em euros, com qualidade de crédito grau de investimento

EUR: euro.

F**ed:** Banco Central dos EUA.. É a instituição responsável pela supervisão do sistema bancário dos EUA, além de definir e implementar a política monetária do país.

FTSE 100: índice britânico que reúneas 100 empresas de maior capitalização listadas na Bolsa de Valores de Londres.

FTSE 250: índice britânico que inclui as 250 empresas mais capitalizadas, excluindo as do FTSE 100, listadas na Bolsa de Valores de Londres.

Gilt: títulos do governo do Reino Unido.

Grau de investimento: títulos de dívida emitidos por empresas que, de acordo com agências de classificação de risco, têm menor probabilidade do que outras de inadimplência em suas dívidas.

GP: gestor que toma as decisões de investimento em fundos alternativos

IA: inteligência artificial

LP: investidor em fundos de investimento alternativos

MXN: peso mexicano.

NBP: Banco Nacional da Polônia. Órgão responsável por controlar a emissão e a circulação da moeda polonesa, o zloty.

Nearshoring: estratégia de terceirização que consiste em transferir serviços ou processos para locais geograficamente próximos.

NPL: empréstimos inadimplentes

OPEP+: Organização dos Países Exportadores de Petróleo. Inclui cerca de trinta países e é liderada pela Arábia Saudita entre os membros da OPEP e pela Rússia à frente dos aliados externos.

PER: índice que mede a relação entre o preço de uma ação no mercado e os lucros da empresa. Indica se uma ação está cara ou barata em um determinado momento e informa quantos anos seriam necessários para recuperar o dinheiro investido, considerando que os lucros permaneçam estáveis.

PLN: moeda da Polônia (zloty).

REER: taxa de câmbio real efetiva (mede o valor de uma moeda em relação à média ponderada de várias moedas estrangeiras) ajustada por um deflator de preços ou índice de custos.

Reshoring: processo pelo qual as empresas trazem de volta a produção e a fabricação de bens ao seu país de origem.

Selic: taxa de juros oficial do Brasil.

Small Caps: pequenas e médias empresas com baixa capitalização de mercado. No entanto, representam um segmento interessante para certos investidores devido ao seu potencial de valorização. Existem até índices de ações específicos para essas empresas.

Spread: diferença entre as taxas de juros de dois títulos e, se não especificado de outra forma, é a diferença entre a taxa de juros do referido título e a taxa de juros do título governamental com o mesmo prazo.

Taxa de referência: taxa de juros oficial do México.

Termos reais: representação de uma variável ajustada para eliminar o efeito da inflação.

TIR: mede a rentabilidade de um título. É a diferença entre o valor que será devolvido no vencimento do título e seu preço de compra, expresso empercentual.

TMEC: Acordo entre o México, os EUA e o Canadá. Substituiu o Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA ou TLCAN), com o objetivo de facilitar o comércio exterior entre os três países.

TPM: taxa de juros oficial do Chile (Taxa de Política Monetária).

Udizado: títulos de desenvolvimento do governo federal mexicano denominados em Unidades de investimento (UDIs). Criados pelo Banxico em 1996, são instrumentos de investimento que protegem os titulares contra mudanças inesperadas na taxa de inflação.

USD: dólar dos EUA.

WIBOR: taxa de juros no mercado interbancário da Polônia.

WIG: índice de ações que acompanha o desempenho de todas as empresas nacionais (com exceção dos fundos de investimento) listadas no mercado principal da Bolsa de Valores de Varsóvia.

Mercados privados

Brownfield: termo utilizado em infraestrutura para identificar estratégias em fase madura, de projetos ou ativos que possuem alto grau de ocupação e que já estão gerando receitas recorrentes.

Buyouts (LBOs): investimentos realizados por meio de participação acionária (equity) em empresas privadas, por meio de operações geralmente estruturadas com dívida, com o objetivo de implementar planos de transformação para maximizar o valor do negócio e impulsionar o EBITDA. Ao mesmo tempo, é implementada uma estratégia de saída que permita uma melhora no múltiplo de entrada.

Core: investimentos em ativos maduros, que geram fluxos de caixa estáveis e previsíveis, sustentados por contratos de longo prazo.

Core+: investimentos em ativos maduros que requerem algum tipo de transformação com o objetivo de melhorar os ativos e torná-los mais eficientes. Geralmente exigem CapEx adicional.

Greenfield: termo utilizado em infraestrutura para identificar estratégias de desenvolvimento, em projetos ou ativos em fase inicial, que requerem construção e investimento.

Growth: investimentos em empresas privadas já estabelecidas que se encontram em fase de crescimento, com planos de expansão do negócio e necessidade de CapEx para executar esses planos de expansão.

Informações legais importantes

Este material foi preparado pela Santander Asset Management. É um material de conteúdo jornalístico e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo Resolução CVM nº 20/21 material publicitário ou de material de divulgação. Este material tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A SAM BR e o Banco Santander não dão nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este material também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. A SAM BR e o Banco Santander não têm obrigação de atualizar, modificar ou alterar este material e de informar o leitor. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da SAM BR. A SAM BR e o Banco Santander não se responsabilizam por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: www.santanderassetmanagement.com.br.

SAC 0800 762 7777 / Canal Ouvidoria: 0800 726 0322

Santander
Asset Management

Autorregulação
ANBIMA
Gestão de Recursos