

Perspectivas 2025

---

# Navegando pelos mercados



---

Todos os dados, cifras de textos e gráficos deste relatório de mercado se referem a 20 de novembro de 2024.



**Samantha Ricciardi**  
CEO SAM

Caro investidor,

É um prazer compartilhar com você o nosso Relatório de Mercados 2025, com a análise da nossa equipe global e dos nossos especialistas locais. O profundo conhecimento desses profissionais sobre os ativos domésticos e as tendências globais nos permite tomar decisões estratégicas bem fundamentadas. O nosso objetivo é claro: oferecer uma visão global sólida, complementada por análises locais, para ajudá-lo a construir carteiras alinhadas aos seus objetivos.

Ao iniciar 2025, é importante refletir sobre o cenário atual, que está mais claro após as incertezas dos últimos anos. A extensão do ciclo econômico a nível global e a moderação da inflação nos EUA e na Europa configuram um ambiente favorável para a diversificação de ativos globais, com destaque para os ativos de risco, especialmente o mercado de ações dos EUA e os títulos corporativos.

Por outro lado, a inteligência artificial começa a materializar seu impacto na inovação, produtividade, novas formas de relacionamento com os clientes, entre outros. Nossas estimativas de variáveis econômicas, análises de ativos, processos e decisões de investimentos já estão incorporando essa transformação, sem deixar de lado outras tendências que moldam o futuro, como o envelhecimento da população, a longevidade e a transição necessária nas fontes de energia.

Neste relatório, compartilhamos a nossa análise e as nossas cinco ideias de investimento para 2025:

1. Renda variável nos Estados Unidos.
2. Renda fixa privada na Europa.
3. Renda fixa na América Latina.
4. Dólar.
5. Inteligência Artificial Generativa 2.0, expandindo o investimento para todo o ecossistema.

Também abordamos a tendência estrutural de integrar investimentos em mercados privados nas carteiras, o que fortalece a rentabilidade ajustada ao risco, oferecendo uma vantagem competitiva aos nossos clientes. A democratização desses ativos permite que eles cheguem a um público mais amplo, indo além do universo institucional até uma base mais diversa de investidores.

Reconhecemos os riscos inerentes ao cenário atual, desde fatores econômicos inesperados até tensões geopolíticas, sem esquecer o papel preponderante da China em sua evolução. Estamos preparados para monitorar esses desafios e agir com agilidade quando necessário.

Nossa equipe está à disposição para aprofundar nos tópicos presentes neste relatório e ajudá-lo a aproveitar as oportunidades que surgem em um mercado em processo de normalização.

Agradecemos pela sua confiança.

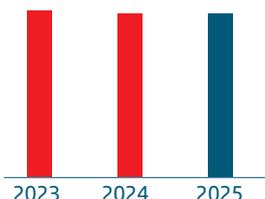
# Navegando pelos mercados



**José Mazoy, PhD**  
Director de Inversiones Global SAM

## Crescimento

A economia global continuará crescendo em 2025. Esperamos que o ritmo de crescimento do PIB continue em torno de 3%.

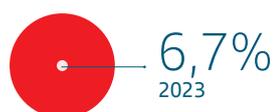
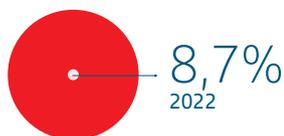


O crescimento será positivo em todas as regiões geográficas.

# 100%

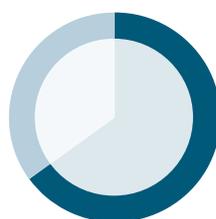
As projeções do World Economic Outlook do FMI preveem crescimento em todos os países.

## Inflação



Evolução da inflação mundial, de acordo com o World Economic Outlook do FMI.

## Normalização da política monetária



# 65%

dos principais bancos centrais estão reduzindo juros.

> Ver página 8

## Oportunidades de investimento

Nosso cenário base espera uma rentabilidade positiva no médio prazo em todos os ativos globais e favorece a renda variável e o crédito.



As carteiras devem ser construídas com base na **diversificação**, com preferência pelos ativos de risco.

Entramos em 2025 com um cenário global mais equilibrado em termos de crescimento, inflação e política monetária, embora os ritmos de evolução variem entre os países. Ao incorporar tendências de longo prazo, como a mudança demográfica, a regionalização em contraste com a globalização, a transição energética e a inteligência artificial (IA), identificamos cinco ideias principais de investimentos para 2025, acompanhadas por uma tendência estrutural na gestão de ativos:

## 1. Renda variável nos Estados Unidos

A estabilização do crescimento, combinada com uma inflação em direção aos objetivos do Fed, cria condições favoráveis para a continuidade do processo de normalização da política monetária. Esse cenário aliado às previsões positivas de lucro das empresas reforça a nossa convicção de que a renda variável nos EUA será o motor principal de uma carteira diversificada. Além disso, acreditamos que as empresas de tecnologia seguirão liderando os ganhos, capitalizando os avanços na inteligência artificial, enquanto outras empresas aproveitarão a extensão do ciclo econômico para impulsionar o crescimento dos lucros no mercado.

**Esperamos um pouso suave nos EUA, rumo aos 2% do PIB**



**O crescimento dos lucros empresariais que se espera para 2025 nos EUA está acima da média histórica**



## 2. Renda fixa privada na Zona do Euro e no Reino Unido

Um cenário de crescimento positivo, embora moderado na Europa, combinado com a normalização da inflação e das políticas monetárias, torna a renda fixa privada atraente. Aumentar o prazo das carteiras, aliado a uma aposta em carry positivo agrega valor, sustentado pela confiança na solidez do setor corporativo, refletida nos spreads de crédito.

# 3,30%

Tasa interna de retorno do índice ICE BoFA Euro Corporate

# 5,55%

Tasa interna de retorno do índice Bloomberg Sterling Aggregate Corporate ISMA

## 3. Renda fixa na América Latina

O grau de normalização monetária varia de acordo com a geografia

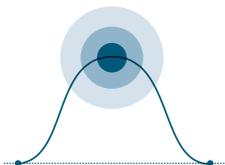


### Brasil

O banco central retomou o processo de restrição monetária. Mantemos uma perspectiva positiva acerca dos ativos monetários, com taxas que continuam atrativas e um ambiente fiscal incerto que limita as tendências de alta na bolsa e na moeda.

Pico esperado para a taxa Selic

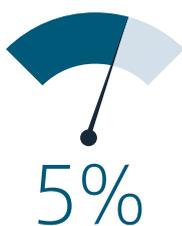
# 12,75%



### México

Defendemos a extensão da *duration* em títulos governamentais de longo prazo, sustentados por uma política monetária ainda restritiva, que esperamos seja gradualmente suavizada.

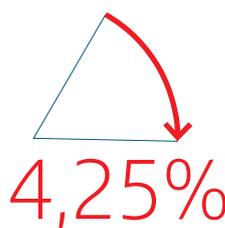
Taxa real acima de 5%



### Chile

Acreditamos que os títulos corporativos e governamentais serão favorecidos pelo ponto de entrada atrativo oferecido pelas taxas atuais, com a inflação convergindo e as expectativas de cortes das taxas oficiais em 2025.

A taxa de juros pode diminuir até 4,25%



### Argentina

Os títulos soberanos em dólares, com um prêmio de risco inferior a 800 pontos base, continuam sendo uma oportunidade em destaque para 2025.

Prêmio de risco do EMBI

# 2400pb

# 734pb

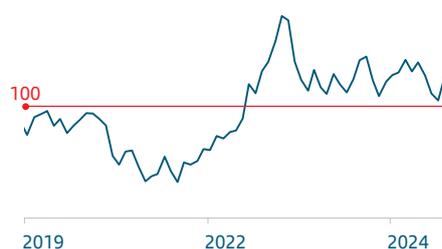
Nov 2023 Nov 2024



## 4. Dólar

Em um ambiente de possíveis riscos geopolíticos, juntamente com a previsão de políticas voltadas ao protecionismo nos EUA, continuamos com uma visão positiva do dólar.

Evolução do índice do dólar em relação às principais moedas (DXY)



## 5. Inteligência Artificial Generativa 2.0 - Expansão do investimento para todo o ecossistema

Com foco no futuro, a Inteligência Artificial (IA) Generativa 2.0 tornou-se um catalisador muito importante para o crescimento devido à sua capacidade de transformar indústrias e redefinir a produtividade. O marco alcançado pela OpenAI com o lançamento do ChatGPT no dia 30 de novembro de 2022 e ter ultrapassado os 100 milhões de usuários em janeiro de 2023 gerou um grande entusiasmo entre os investidores, impulsionando a valorização e os preços das ações das grandes empresas de tecnologia. Após o entusiasmo inicial, o foco deve ser direcionado para a forma como a adoção de tecnologias de IA generativa afetará a produtividade e o crescimento de forma mais ampla. De acordo com McKinsey (1), o impacto da IA generativa poderia adicionar bilhões de dólares à economia global. Sua investigação mais recente estima que ela poderá mover entre 2,6 e 4,4 bilhões de dólares por ano. Para contextualizar o que estes números representam, é necessário dizer que o PIB do Reino Unido, em 2023, foi de 3,3 bilhões de dólares. Em termos de crescimento da produtividade, ela poderia adicionar entre 0,5% e 3,4% anualmente.

Sem perder de vista o setor das grandes empresas de tecnologia, é fundamental analisar qual é o impacto inicial da implementação da IA generativa em todo o ecossistema.

Nos últimos anos, a IA generativa tem ultrapassado as capacidades humanas em termos de desempenho em diversas funções. O relatório do Índice de IA da Universidade de Stanford (2) destaca avanços da IA generativa em relação aos padrões humanos em nove indicadores relevantes, superando o desempenho humano em: classificação de imagens (2015), compreensão básica da leitura (2017), raciocínio visual (2020) e inferência de linguagem natural (2021). No entanto, algumas tarefas cognitivas mais complexas, como o raciocínio visual comum e a resolução de problemas matemáticos avançados, continuam sendo desafiadoras. Por exemplo, em uma experiência conduzida pela BCG Consulting (3), utilizando o GPT-4 para a inovação criativa de produtos, o desempenho dos participantes melhorou em até 40%. No entanto, nas tarefas de resolução de problemas empresariais, o desempenho diminuiu em 23%, indicando que o maior potencial reside em complementar a inteligência humana com a IA. Isso mostra que “alguns ganham mais do que outros”. As atividades com maior conteúdo relacionado aos avanços já alcançados pela IA começam a experimentar os benefícios.

Identificar as indústrias e empresas cujas atividades mais se beneficiam da IA generativa é um passo importante para identificar aquelas que podem ter o maior potencial para alavancar seus lucros e contribuir para o crescimento econômico. As projeções mais recentes da McKinsey (1) indicam um impacto significativo nos seguintes setores:

### Gigantes da tecnologia

As receitas poderiam aumentar entre 4,8% e 9,3% (240 bilhões a 460 bilhões de dólares).

### Bancos, produtos farmacêuticos e médicos

Essas indústrias estão preparadas para se beneficiar do aumento da eficiência operacional e da inovação, além de que suas receitas podem aumentar em até 4%.

### Educação

A expectativa é que soluções de aprendizagem personalizadas e a criação de conteúdos impulsionem o crescimento, podendo aumentar a receita do setor em mais de 2%.

### Contribuição anual da IA Generativa 2.0 para o PIB mundial, de acordo com a McKinsey



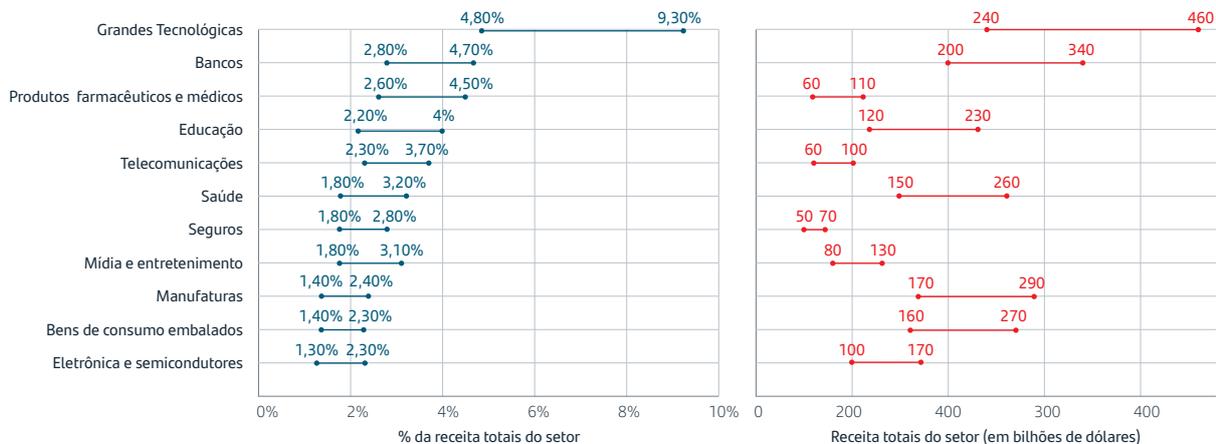
### Desempenho dos participantes ao utilizar o GPT-4



(1) McKinsey & Company. O potencial econômico da IA generativa: a próxima fronteira da produtividade. Junho de 2023. (2) Relatório do índice de IA de 2024 da Universidade de Stanford. (3) Como as pessoas podem criar e destruir valor com a IA generativa. BCG, 2023.

## Impacto previsto da IA Generativa nas receitas por setor

Fonte: McKinsey & Company, 2024 AI Index report



A IA generativa também pode ajudar a enfrentar os desafios demográficos, melhorando a produtividade em economias com a população envelhecida e um declínio na força de trabalho. Os países desenvolvidos com economias voltadas a serviços provavelmente experimentarão ganhos maiores no seu PIB. Ao mesmo tempo, muitos países do G7 estão migrando da manufatura para os serviços, posicionando-se melhor para aproveitar a IA generativa.

Essa história de sucesso não está isenta de possíveis obstáculos, como os custos, a regulamentação, os impactos ao meio ambiente e as limitações dos dados usados para treinar os modelos. A velocidade de desenvolvimento e implementação da IA generativa no ecossistema deverá estar alinhado à própria capacidade das indústrias que a produzem e utilizam.

A identificação de oportunidades de investimento no ecossistema mais amplo da IA generativa deve ocorrer dentro de um marco integral que permita os investidores se posicionarem estrategicamente e com um horizonte de longo prazo nessa tendência transformadora.

O cenário de 2025 exige uma gestão ativa e diversificada, adaptada a um ambiente de baixa volatilidade que favorece estratégias baseadas em derivativos para equilibrar riscos e captar oportunidades. Estamos prontos para navegar neste cenário com decisões bem informadas e visão estratégica.

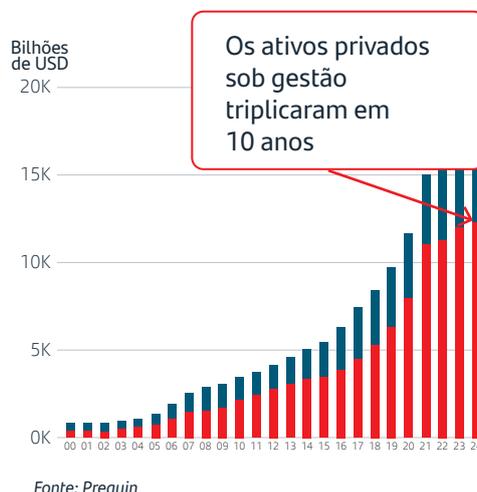
## Tendência estrutural na gestão de ativos:

### Mercados privados

A integração dos mercados privados em carteiras fortalece a rentabilidade e o risco, oferecendo uma vantagem competitiva aos nossos clientes. A democratização desses ativos, impulsionada pela inovação financeira, um ambiente regulatório mais acessível, uma maior transparência e educação financeira, está expandindo seu alcance para além do âmbito institucional em direção a uma base mais diversificada de investidores.

Dentro dos mercados privados, a nossa preferência reside no setor imobiliário privado por ser um ativo com duratione rendas recorrentes que deve beneficiar-se em um ambiente de normalização das taxas de juros.

No setor imobiliário, privilegiamos principalmente o segmento de co-living (moradia compartilhada). Este modelo, que maximiza as receitas com baixos custos operacionais, é ideal para jovens e nômades digitais em cidades de alto custo.



01

# Visão global



# Cenário de investimento global



**Delfina Pérez, CIIA**  
Directora de Estrategia de Mercados SAM



**Luiz Felix, PhD**  
Director Global de Asignación de Activos SAM

Nos últimos anos, a economia global e os mercados financeiros enfrentaram uma série de eventos disruptivos que nos levaram a mares turbulentos, ou seja, cenários desconhecidos e incertos. Com uma situação inicial na qual a Zona Euro convivia com a anormalidade das taxas de juro negativas, o mundo teve de enfrentar uma crise sanitária sem precedentes, que exigia medidas monetárias e fiscais de dimensões extraordinárias e que causou uma ruptura nas cadeias de suprimentos, seguida de um choque inflacionário que exigia uma restrição monetária de escala semelhante à dos anos 70. A visibilidade era limitada e as decisões estratégicas foram tomadas com cautela, buscando manter o curso, que muitas vezes sofria uma séria de reviravoltas.

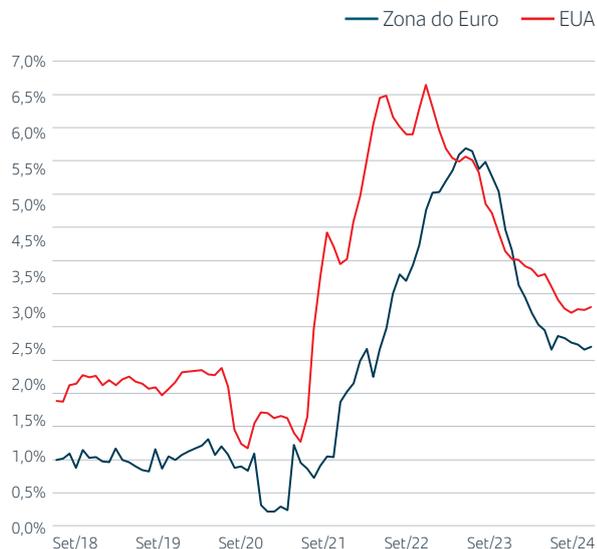
Agora, nos encontramos emergindo dessas situações complicadas em direção a um cenário mais normalizado com horizontes mais claros. Esse ambiente nos permite adotar estratégias de investimento com um horizonte de tempo mais longo e tomar decisões em que os fundamentos retornem ao protagonismo e se tornem a bússola para alcançar os objetivos de rentabilidade e risco.

O cenário de investimento que esperamos para 2025 é baseado em um forte crescimento econômico global, em torno de 3%, com bons fundamentos nos dois pilares do PIB, consumo e investimento. Ao mesmo tempo, acreditamos que a inflação nos principais países desenvolvidos continuará a cair em direção às metas dos bancos centrais, um caminho que já está sendo percorrido e que permitiu que os principais bancos centrais começassem em 2024 com a normalização das taxas de juros. Esperamos que os juros continuem caindo durante 2025 para um território mais neutro para depois se estabilizarem. A combinação de um crescimento forte e estável, aliado a uma política monetária menos restritiva, resultam num cenário muito favorável para o investimento e em particular para estratégias que favoreçam ativos de risco, tanto as ações como o crédito. Acreditamos que as carteiras devem ser construídas em torno da diversificação: todos os ativos podem gerar retornos

**O crescimento global sustentável e a queda da inflação fundamentam o investimento em ativos de risco**

## Evolução da inflação subjacente nos EUA e na Zona do Euro

Fonte: Datastream e Santander AM



## Percentual dos principais bancos centrais\* que estão cortando juros

Fonte: LSEG Datastream e Santander AM



\* Austrália, Brasil, Canadá, China, Chile, Colômbia, República Tcheca, Dinamarca, Zona do Euro, Indonésia, Índia, Japão, Nova Zelândia, Noruega, Polónia, Rússia, África do Sul, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido, EUA

positivos no médio prazo; os de risco têm maior potencial, enquanto os ativos conservadores trarão mais estabilidade às carteiras. Adaptar a diversificação ao perfil de risco do investidor determinará a exposição a um ou outro ativo.

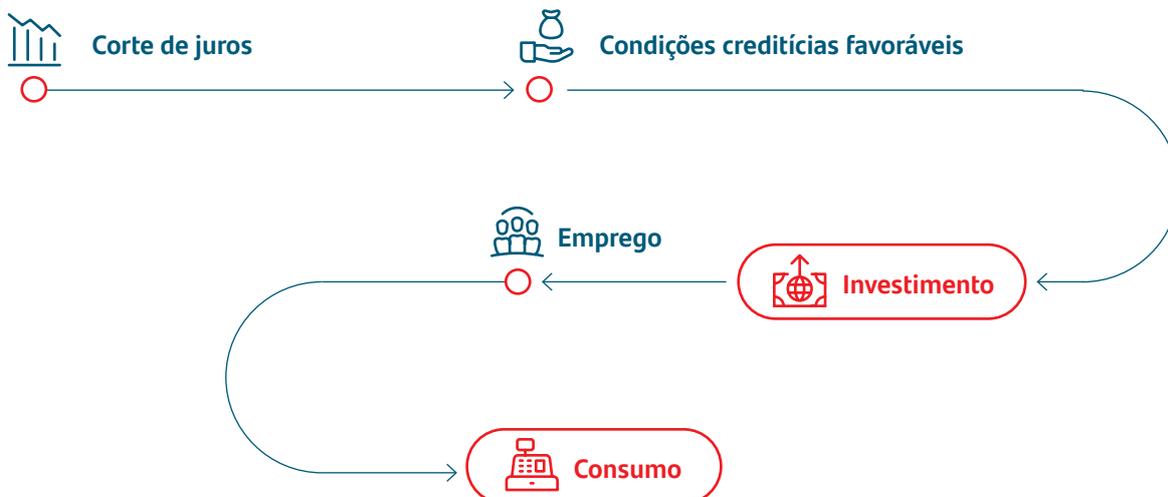
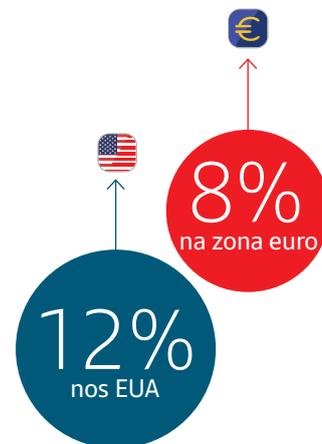
Em nosso cenário de investimento, os lucros dos negócios crescerão em níveis atraentes. Para o S&P500, esperamos perto de 12%, superior à média histórica, e para o índice Stoxx600 europeu 8%, ligeiramente abaixo da média histórica. Nos mercados emergentes, as nossas estimativas indicam um crescimento de 14,5%, ultrapassando a média dos últimos 20 anos. Um fator diferencial em 2025 é que esperamos um aumento significativo no número de empresas que contribuem para a geração de lucros positivos nos EUA. Em 2024, o crescimento do lucro da S&P500 concentrou-se principalmente nas chamadas 7 Magníficas. O ambiente atual é propício para setores e mercados mais cíclicos, alavancados e sensíveis a juros, contribuindo também para a geração de lucros.

Juros mais baixos e crescimento econômico também explicam, na nossa opinião, os preços das bolsas de valores, que alguns investidores consideram muito exigentes. Historicamente, nas fases de crescimento econômico, os preços estão progressivamente acima da média, refletindo uma diminuição do prêmio de risco. Com exceção da grande tecnologia, os preços do resto do mercado estão em torno da sua média histórica, o que mostra o potencial adicional de ajuste positivo na sua precificação.

Esperamos que as empresas de tecnologia continuem gerando lucros e margens acima das médias do mercado. A inteligência artificial é uma tendência transversal e transformacional imparável que já é uma realidade e nos dá confiança para estimar a continuidade na geração de lucros no setor e para justificar seus preços atuais.

Os fortes fundamentos do setor empresarial são reforçados por condições financeiras e de crédito cada vez mais favoráveis, o que se reflete na tendência de queda das taxas de falência. O crescimento econômico global, os balanços financeiros fortes das empresas e os retornos historicamente atrativos explicam a elevada demanda por crédito privado, que esperamos continue, e os spreads de crédito permaneçam nos mínimos dos últimos anos. A nossa visão favorável no crédito baseia-se no apelo dos juros atuais que esperamos se mantenham em torno destes níveis, trazendo retornos recorrentes para as carteiras.

**Geração sólida de lucro de negócios em 2025**



\* As sete magníficas são: Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta, NVIDIA e Tesla.

Na dívida soberana, também vemos a estabilidade nos juros, uma vez que os mercados já descontaram a maior parte dos cortes de taxas de juros do atual ciclo de corte do Fed e do BCE. O retorno esperado para o ativo seria, portanto, em torno os juros dos níveis atuais. Depois de alguns anos em que a correlação entre obrigações dívida soberana e o mercado de ações tem sido "anormalmente positiva", a dívida soberana recuperara o seu papel de estabilizador e proteção ativa nas carteiras.

Nosso cenário de investimento não está isento de riscos, que identificamos e monitoramos. Do lado econômico, a força do crescimento poderia ser superior ao esperado, o que afetaria as nossas expectativas em relação aos bancos centrais e às taxas de juros. As economias em enfraquecimento também poderiam se concentrar nos lucros corporativos e nas avaliações de ativos arriscados. Esses cenários alternativos poderiam ser provocados seja por fatores puramente econômicos seja por fatores geopolíticos, entre os quais a nova administração de Trump nos EUA com maioria republicana no Congresso assume destaque. Suas principais políticas giram em torno de cortes de impostos, aumentos de tarifas e controle de imigração. No momento, e esperando conhecer os detalhes concretos, nossa análise determina que eles não implicam uma alteração significativa dos fundamentos em que nossa estratégia de investimento se baseia. Pode-se esperar que o dólar dos EUA seja favorecido frente a outras moedas, uma tendência que levaremos em conta na modulação da exposição geográfica dos investimentos.

Olhando para 2025, a normalização progressiva das economias e dos mercados proporciona um cenário mais claro e previsível do que nos anos anteriores. Pilotar a normalização requer uma gestão ativa e constante. Nossa estratégia tem foco em aproveitar esse ambiente mais estável, monitorando de perto os riscos para se adaptar rapidamente a quaisquer mudanças que surjam no processo de normalização.

O ambiente é favorável ao investimento em ativos de carry

2,35%

Taxa interna de retorno do título do governo alemão de 10 anos

5,20%

Taxa interna de retorno do índice ICE BofA US Corporate em dólares

6,80%

Taxa interna de retorno do índice ICE BofA Global High Yield em dólares

### Lucros corporativos: crescimento generalizado por mercados e setores

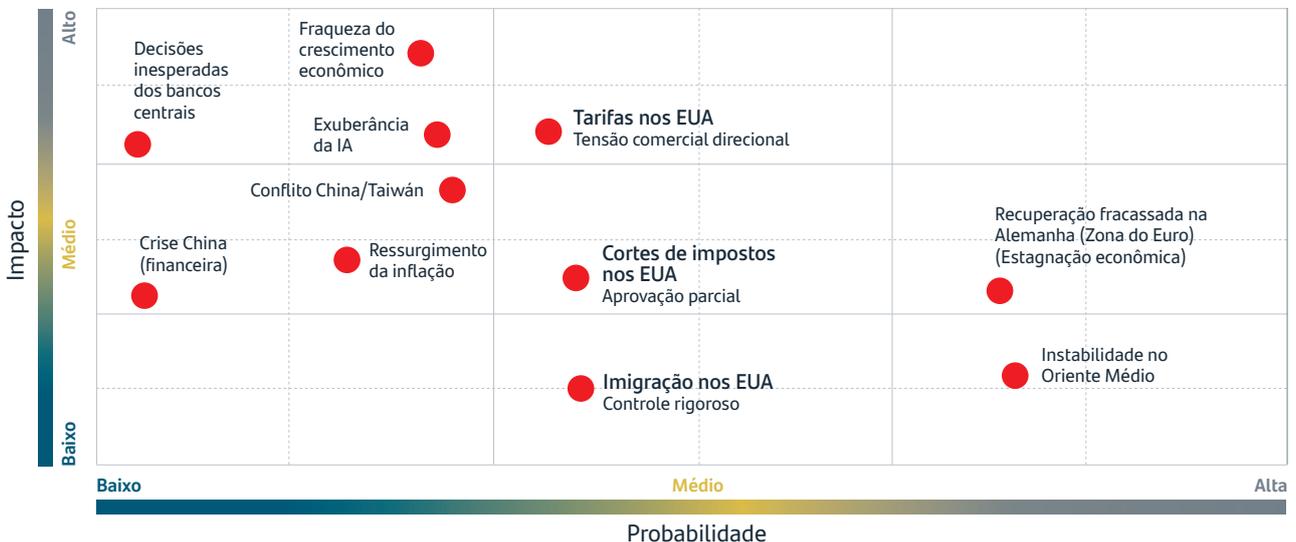
Fonte: LSEG Datastream e Santander AM



# Cenário de investimento



## Mapa de riscos



# Cenário macro global



**Agustín Carles, CFA**  
 Director de Macroeconomía Global SAM



**EUA**

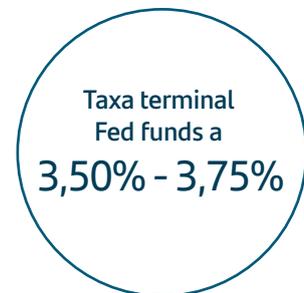
No fim do ano, esperamos que o crescimento do PIB da economia dos EUA seja de perto de 2,7% em 2024, o que representará o terceiro ano consecutivo com taxas próximas a 3% - acima, portanto, do potencial estimado em cerca de 2%.

Apesar destes últimos anos de crescimento além do potencial, acreditamos que o ciclo ainda não está perto do fim. Pelo contrário, na ausência de impactos externos significativos, esse ciclo de expansão deve se estender a 2025, embora, naturalmente, com um crescimento ligeiramente mais moderado do PIB do que o observado nos três últimos anos.

Acreditamos que o ciclo não esteja realmente esgotado, principalmente porque, segundo os indicadores de médio prazo, como as taxas de poupança das famílias ou a porcentagem de lucros das empresas não financeiras, a situação financeira de ambas permanece bastante saudável. Isso explica que as condições de crédito que os bancos para ambos os setores tenham sido flexibilizadas, principalmente depois que o banco central dos EUA ("Fed") encerrasse o processo de aumento de juros no final de 2023.

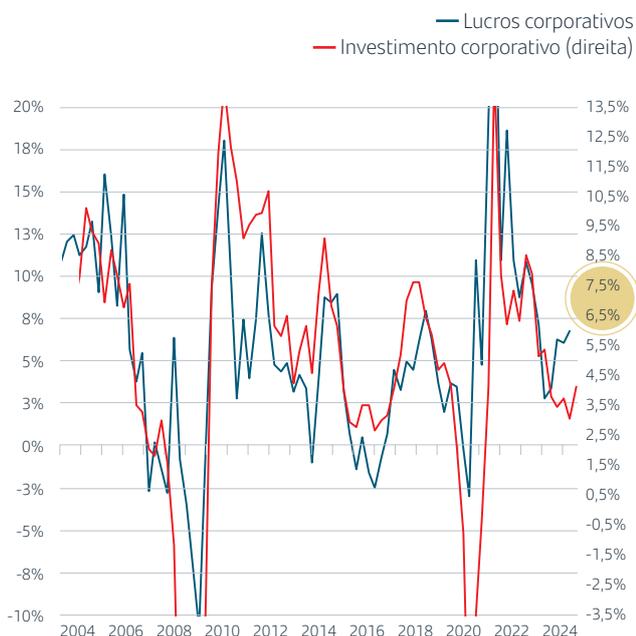
Neste contexto de um setor privado saudável e de condições de crédito que provavelmente continuarão sendo flexibilizadas, acreditamos que o investimento corporativo crescerá a um ritmo razoável, favorecendo assim o emprego e, como resultado, o consumo privado. Portanto, para 2025 estimamos um crescimento do PIB de 2,2%, em torno do potencial, mas inferior ao dos três últimos anos, já que certos fatores de impulso extraordinários (principalmente a imigração) não terão mais o protagonismo que tiveram desde 2022.

## Cenário-base para 2025:



### EUA: investimento corporativo e lucro bruto operacional das empresas não financeiras

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### EUA: a melhora das condições de crédito favorece o investimento corporativo

Fonte: Bloomberg e Santander AM



Em relação aos preços, novamente, na ausência de impactos externos significativos, acreditamos que a inflação subjacente (ou seja, a que é relevante para o Fed) manterá a tendência de queda que vem registrando nos dois últimos anos. Especificamente, acreditamos que o atual crescimento do consumo privado (razoável, mas não elevado), aliado à ausência de restrições de oferta, permitirá que a inflação subjacente continue caindo dos atuais 3,3% em relação ao ano anterior para próximo a 2,5% em meados de 2025, e mais próximo a 2% no final do ano.

Esse ambiente de crescimento do PIB em torno ao potencial e da inflação, aproximando-se gradualmente da meta do Fed, que é de 2%, manterá o banco central dos EUA em um caminho de cortes graduais, que acreditamos ser de 25 pontos-base e não em todas as reuniões. É fato que o Fed começou com um primeiro corte de 50 pontos-base em setembro, mas acreditamos que o ambiente de crescimento é forte o suficiente para não exigir uma flexibilização monetária forte e rápida. Nesse sentido, acreditamos que as taxas do Fed acabarão por se estabilizar, no segundo semestre de 2025, perto de 3,5%/3,75%.

### Propostas eleitorais de Trump

Que tipo de impactos poderiam alterar, de fato, esse cenário base? O que consideramos mais significativo seria, sem dúvida, o impacto que envolveria a adoção de políticas disruptivas de crescimento e/ou inflação pelo novo governo dos EUA.

Ainda não se sabe quais políticas concretas serão finalmente implementadas, mas as anunciadas na campanha eleitoral, da forma como foram propostas, afetariam o nosso cenário base. Especificamente, há três tipos de medidas que podem ter um impacto significativo, não só nos Estados Unidos, mas no mundo como um todo: cortes de impostos, restrições de imigração e aumentos de tarifas. Além disso, o impacto final sobre o crescimento e a inflação é diferente para cada medida. Por isso, o efeito combinado das três medidas parece, em princípio, bastante incerto.

#### Expansão fiscal

   
**crescimento econômico**    **inflação**

#### Menor imigração

   
**crescimento econômico**    **inflação**

#### Aumento de tarifas

   
**crescimento econômico**    **inflação**

### Saldo público do governo em % do PIB: cenário do Gabinete Orçamentário dos EUA (CBO) e ajustes em função das possíveis medidas do governo Trump

Fonte: CBO, Bloomberg e Santander AM



Em primeiro lugar, as medidas de cortes de impostos, com a possível extensão das reduções já implementadas em 2017 que deveriam expirar em 2025 e também a implementação de novas reduções de impostos. No total, equivaleriam a 2% do PIB, o que seria positivo para o crescimento, mas obviamente negativo para o déficit fiscal. Adicionalmente, o possível impacto do pacote fiscal nas estimativas atuais do Gabinete Orçamentário do Congresso dos EUA (OBC), o déficit fiscal acabaria por se estabilizar em cerca de 8% nos próximos anos, um nível excessivamente elevado.

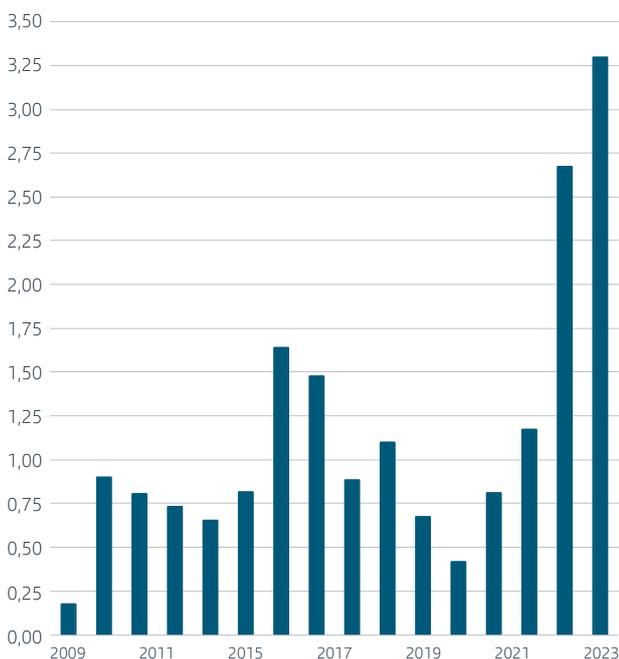
Em segundo lugar, as medidas de restrição da imigração teriam o efeito oposto ao da política fiscal expansionista: menor crescimento e menor inflação. A imigração sem precedentes desde 2022 tem sido um fator-chave para um crescimento do PIB próximo aos 3% nos últimos três anos. Há, no entanto, sinais claros de que a imigração vem diminuindo nos últimos meses, o que provavelmente deve ficar mais evidente caso medidas restritivas adicionais sejam tomadas efetivamente. Essa é precisamente uma das principais razões pelas quais acreditamos que o crescimento do PIB deixará de permanecer ao redor de 3%, porém, mais próximo de 2%.

Por fim, a terceira e mais importante medida em termos de possível impacto no crescimento é, sem dúvida, o aumento relevante das tarifas de importação: Trump anunciou um aumento dos 2% atuais a 60% para a China e 20% para o restante do mundo. Há muitas décadas, essas taxas não são implementadas nem nos Estados Unidos, nem no restante do mundo.

Tomando como referência a guerra comercial de 2018-19, as tarifas aumentaram de seu valor inicial de 1,5% para apenas 3%, embora o Trump tenha ameaçado aumentá-las para perto de 10%. Esse pequeno aumento final (ou, talvez, a ameaça dos 10%) foi o suficiente para desencadear um declínio acentuado tanto na confiança empresarial global (incluindo, com algum atraso, a dos Estados Unidos) quanto no crescimento do comércio mundial. Se aumentos ainda maiores estão sendo cogitados, entende-se o por quê dessas medidas serem as que representam o maior risco de queda para o nosso cenário de crescimento global, incluindo também o dos EUA.

### Imigração líquida de acordo com as estimativas do Gabinete Orçamentário do Congresso dos EUA (milhões de pessoas)

Fonte: CBO e Santander AM



### Tarifas efetivas sobre as importações

Fonte: Bloomberg e Santander AM



## € Zona Do Euro

Depois de cinco trimestres de estagnação, a economia da Zona do Euro finalmente começou a registrar taxas de crescimento positivas do PIB no início de 2024, surpreendendo, inclusive, com 0,4% trimestral (cerca de 1,5% anualizado) no terceiro trimestre do ano. Apesar disso, os indicadores de confiança das empresas, que tinham melhorado na primeira parte do ano, sofreram deterioração nos últimos meses, a ponto de serem consistentes com um crescimento do PIB próximo de zero novamente, e até mesmo claramente negativo em alguns países, particularmente na Alemanha.

Diante desses últimos sinais mistos, qual cenário consideramos como mais provável para a Zona do Euro em 2025? Acreditamos que, apesar dessa recente deterioração da confiança das empresas, existem fundamentos que apontam para uma recuperação definitiva do crescimento do PIB rumo a taxas trimestrais de 0,3%/0,4% ao longo de 2025. Entre esses fundamentos, destacam-se dois: primeiro, a flexibilização ocorrida em 2024 nas condições de crédito para o consumo e para as empresas e principalmente para hipotecas; segundo, o aumento acentuado da renda familiar real devido à forte queda da inflação, um claro fator de apoio ao consumo.

Sendo assim, qual é a razão dessa recente deterioração na confiança empresarial? Acreditamos que isso reflete a forte deterioração dos lucros corporativos (e, portanto, do investimento corporativo) em 2024, impulsionada pela contração das margens causada, por sua vez, pelo aumento acentuado dos custos unitários de mão de obra em um contexto de inflação descendente.

No entanto, já que os custos unitários de mão de obra começaram finalmente a moderar, acreditamos que deixarão de ser um vento contrário ao investimento empresarial em 2025. Isso, aliado aos ventos de cauda da renda familiar real e das condições de crédito, consolidará uma recuperação mais forte à medida que o ano avançar.

Especificamente, após um possível crescimento fraco na última parte de 2024 e no início de 2025, esperamos um retorno às taxas trimestrais de 0,3%/0,4% no segundo semestre de 2025, o que permitiria que o PIB finalmente crescesse, no conjunto de 2025, para 1,1% em comparação com os 0,7% estimados para 2024.

Em relação à inflação, não vemos riscos significativos de alta e, por isso, acreditamos que o núcleo de inflação acabará por fechar 2025 em cerca de 2% em comparação com 2,8% no final de 2024. Neste contexto, acreditamos que o BCE continuará cortando juros para próximo a 2%.

Os riscos mais óbvios que observamos neste cenário seriam os relacionados à adoção de uma política tarifária muito agressiva nos Estados Unidos, já que isso teria (como teve na guerra comercial de 2018 e 2019) um forte impacto na confiança das empresas da região e no crescimento do comércio em âmbito mundial.

**Esperamos que a inflação subjacente e a taxa de juros do BCE fique em torno de 2%**

### Zona do Euro: consumo e renda disponível dos lares em termos reais (crescimento ano a ano)

Fonte: Bloomberg e Santander AM



## China

Em 2024, a economia chinesa registrará um crescimento do PIB de cerca de 4,5%, em comparação com os 5,5% no ano anterior, acentuando uma tendência à moderação de um crescimento que durou quase quinze anos, a partir do pico de quase 11% em 2010.

Essa desaceleração contínua do crescimento é de natureza estrutural, explicada pela inevitável desaceleração do investimento, desde que atingiu um peso de 45% do PIB em 2012. Esta porcentagem foi um recorde histórico não só na China, mas também no mundo, pelo menos nos últimos cinquenta anos.

Depois de atingir esse pico em 2012, o peso vem diminuindo devido ao fato de que o investimento moderou sua taxa de crescimento, mas na verdade, ainda é muito alto, em torno de 42%. E, dentro do investimento, destaca-se sobretudo o componente residencial (ou, em geral, imobiliário), como mostra o fato de que os índices de estoques sobre vendas estejam no maior patamar dos últimos dez anos.

Com o objetivo de desacelerar o atual ritmo de contração do investimento imobiliário (cerca de 10%), as autoridades lançaram no final de 2024 uma série de medidas de estímulo tanto monetárias (redução das taxas de hipotecas, redução das restrições à compra de segundas residências, subsídios do banco central para financiar hipotecas, etc.) quanto fiscais (gastos dos governos locais na compra de casas e terrenos, etc.). Embora essas medidas possam retardar o ritmo atual de declínio no setor imobiliário, não acreditamos que mudarão a tendência de fundo da economia chinesa.

Em primeiro lugar, porque as medidas de estímulo monetário não são novas, mas estão em vigor há vários anos e tiveram pouco sucesso. Além disso, já que o âmbito da política fiscal é realmente limitado, considerando que o déficit fiscal está atualmente em 7% do PIB (um dos mais elevados do mundo) e da dívida pública em 80%, entre os mais elevados do mundo emergente.

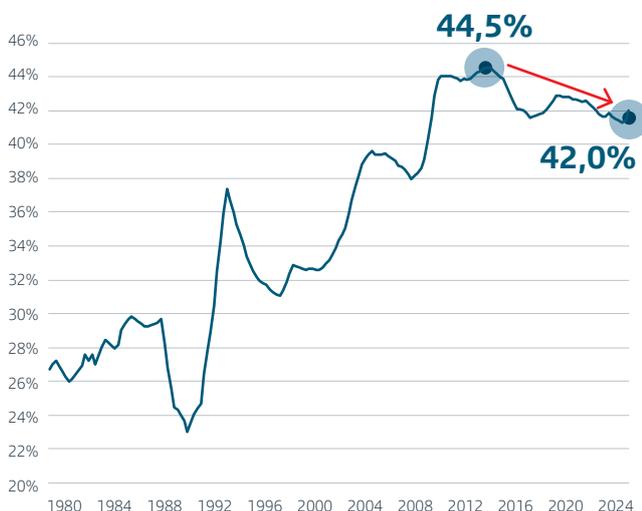
Em segundo lugar, já que essas medidas estimulam a demanda e, como já salientamos, o problema subjacente da economia não é uma escassez de demanda, mas uma oferta excessiva de investimento. E, em terceiro lugar (algo que está relacionado ao exposto acima), porque a dívida das famílias e das empresas já está em recordes históricos e, além disso, está entre as mais altas do mundo emergente.

Por tudo o que foi mencionado acima, acreditamos que, apesar dessas medidas, 2025 também será um ano de uma certa desaceleração em comparação com 2024, mas não consideramos um "hard landing". Estimamos, especificamente, um crescimento do PIB de 4,4%, comparado aos 4,5% de 2024. Não consideramos um "hard landing" porque esse investimento em excesso, embora ainda muito significativo, é inteiramente financiado pela poupança interna, o que faz com que, ao contrário do que ocorreu na maioria das crises emergentes dos últimos 30 anos, a economia chinesa não seja vulnerável a uma possível perda de confiança por parte do investidor estrangeiro.

**O excesso de investimento, especificamente no setor imobiliário, continuará reduzindo o PIB potencial**

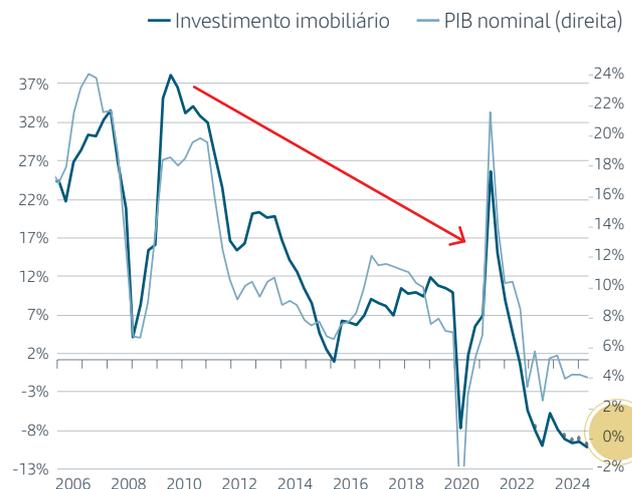
### Peso do investimento no PIB

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### Crescimento ano a ano do investimento imobiliário e do PIB em termos nominais

Fonte: Bloomberg e Santander AM



02

# Visão local



EUA

## Renda variável

A bolsa é nosso ativo preferido para 2025. Um ambiente econômico sólido, políticas monetárias mais neutras e a expansão dos lucros empresariais sustentam essa visão positiva. Além disso, o setor de tecnologia continuará gerando retornos superiores à média de mercado, enquanto as políticas de Trump provavelmente criarão um ambiente favorável, com menor regulação e impostos, adicionando ainda mais potencial ao mercado. Setores como defesa/armamento e empresas de médio porte com foco doméstico (*reshoring*) apresentam um atrativo adicional.



Eurozona

## Títulos corporativos

Em um ambiente de baixo crescimento, controle gradual da inflação e normalização das taxas de juros, o *carry* continua sendo atraente, mas é preciso combiná-lo com a duração. Acreditamos que o crédito de maior qualidade (*grau de investimento*) é a melhor forma de fazê-lo: *carry* mais atraente que os títulos soberanos, fundamentos empresariais sólidos e forte demanda por parte dos investidores.



Reino Unido

## Títulos corporativos

Os títulos corporativos de maior qualidade (*grau de investimento*) oferecem rendimentos médios superiores a 5,5%. Com uma inflação abaixo da meta de 2%, a previsão de que a taxa de juros oficial caia para 3,75% e um crescimento econômico sustentado, a combinação de risco e retorno desse ativo se mostra claramente atrativa.



Brasil

## Mercados monetários

A taxa de juros oficial Selic continuará subindo nos próximos meses e, embora os cortes possam começar na segunda metade do ano, os patamares devem permanecer relativamente altos e atrativos. Essa visão positiva sobre o ativo é reforçada pela provável incerteza em relação à política fiscal local, que impediria uma tendência de evolução mais positiva das taxas de longo prazo, da renda variável e da moeda.



México

## Soberanos

Nossa melhor ideia de investimento para 2025 é a sobrealocação em títulos governamentais de longo prazo. A inflação vem diminuindo gradualmente desde 2022, e a política monetária atual é bastante restritiva, com a taxa real acima de 5%. Esperamos que o ciclo de cortes nas taxas de juros continue ao longo do ano, favorecendo ativos com maior prazo de vencimento.



Chile

## Soberanos e títulos corporativos

Os níveis atuais oferecem um bom ponto de entrada e um *carry* atrativo em termos de taxas reais e nominais. O bom equilíbrio financeiro das empresas, o crescimento modesto da atividade em torno de 2%, juntamente com a convergência da inflação, permitiriam cortes adicionais da taxa em 2025, sustentando essa classe de ativos.



Argentina

## Soberanos em dólares

Destacamos os títulos soberanos em dólares. As prioridades atuais do governo em relação à política fiscal e à estabilidade do setor externo, somadas a um novo acordo com o FMI, preparariam o caminho rumo à abertura do mercado internacional de dívida, dissipando os temores de inadimplência, o que resultaria em uma menor percepção de risco.



# Trump 2.0 assume o comando de uma economia sólida



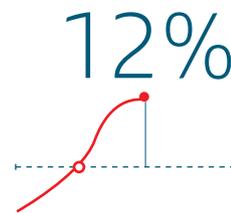
**Francisco Simón, CFA**  
Responsável pela Estratégia de Investimento e Alocação de Ativos de SAM

O cenário de investimento dos EUA para 2025 é favorável, com um forte crescimento e inflação convergindo para a meta do banco central dos EUA ("Fed"). Isso favorece ativos de maior risco, como renda variável e crédito e, ao mesmo tempo, há uma expectativa de retornos positivos para todos os ativos.

## Renda variável

O ambiente econômico atual continua favorecendo o investimento em renda variável nos EUA. A previsão de um forte crescimento aponta para uma geração de lucros alinhada à média histórica do S&P 500. Além disso, a política monetária continua seu processo de normalização, com tendência à redução dos juros para níveis mais neutros, o que favorece as empresas com maior alavancagem e sensibilidade ao ciclo econômico. Para 2025, prevemos uma participação maior em termos de número de empresas na contribuição para os lucros corporativos do S&P 500, ao contrário do que ocorreu em 2024, quando esses lucros se concentraram em poucas empresas, principalmente no setor de tecnologia, com alta geração de lucros e menos sensíveis ao ciclo econômico. Embora os preços pareçam altos, eles refletem tanto a solidez dessas empresas quanto o momento econômico atual, fatores que consideramos, continuarão a respaldá-las e a apoiar o restante do índice de forma positiva. Por outro lado, as políticas de corte de impostos e de desregulamentação previstas pelo novo governo Trump seriam um catalisador positivo para os mercados de ações, embora as incertezas decorrentes do protecionismo comercial possam moderar o otimismo no ciclo econômico e esfriar o sentimento do mercado atual.

O crescimento dos lucros corporativos esperados para 2025 nos EUA ficam acima da média histórica



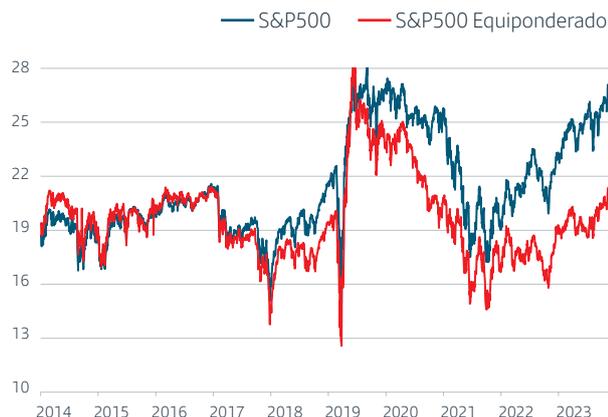
## Renda fixa

### Mercados monetários

O processo de normalização da política monetária nos EUA continuará em 2025, levando os juros do Fed para níveis neutros que pelas nossas estimativas, estarão na faixa de 3,5% - 3,75%, o que mantém o mercado monetário atraente, oferecendo uma combinação favorável de rentabilidade e risco. Embora o forte crescimento e as políticas favoráveis possam sustentar juros elevados, proporcionando retornos mais elevados por mais tempo, uma deterioração econômica poderia levar o Fed a reduzir os juros de forma mais acentuada, prejudicando a rentabilidade esperada deste ativo, ainda que consideremos este cenário menos provável.

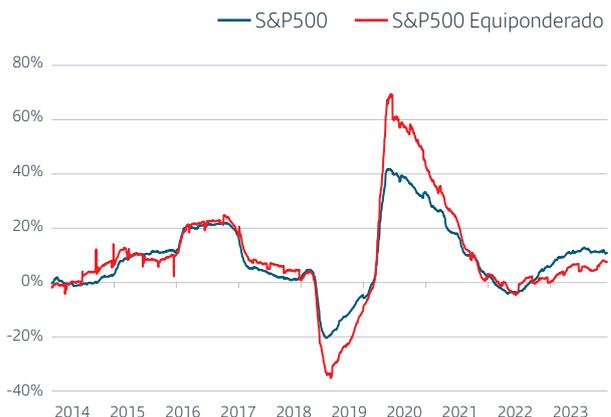
### Valor da bolsa dos EUA: índice P/E

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### S&P500: Evolução ano a ano do lucro por ação

Fonte: Bloomberg e Santander AM



## Soberanos

Os títulos soberanos dos EUA apresentam uma perspectiva positiva para 2025. Os retornos atuais são atraentes, e os mercados já estão precificando um nível de chegada da política monetária mais elevado do que há alguns meses atrás e mais alinhado às nossas expectativas de crescimento e inflação e à visão do Fed. Prevemos a continuação do aumento da inclinação da curva de títulos soberanos, com maiores quedas nos juros de curto prazo do que no longo prazo. A resiliência da economia e as políticas do governo Trump poderiam levar a uma normalização mais lenta, mantendo as taxas elevadas por mais tempo, enquanto uma deterioração significativa do ciclo poderia levar a rentabilidades muito mais baixas, embora consideremos este cenário menos provável. No nosso cenário base, esperamos que as rentabilidades de títulos soberanos permaneçam alinhadas as taxas atuais do mercado.

## Títulos ligados à inflação

Nossa visão para 2025 é positiva. Os juros reais atuais são atraentes, e esperamos que caiam gradualmente, seguindo o ritmo de normalização da política monetária pelo Fed. Por sua vez, os break-evens de inflação, atualmente próximos da média histórica, permanecerão sustentados devido ao momento do ciclo de econômico e à força da economia dos EUA. Além disso, as políticas do governo Trump, com possível viés inflacionário, poderiam manter as expectativas de inflação altas em relação aos níveis históricos, tornando-as mais atraentes do que títulos atrelados a juros nominais.

## Crédito

O cenário base de extensão do ciclo econômico, com um crescimento baseado no potencial e uma política monetária que passa de restritiva a neutra, sustenta o investimento em títulos corporativos dos EUA. Os fundamentos das empresas estão fortes, com baixas taxas de inadimplência e acesso ao financiamento com taxas atraentes, favorecidas por spreads de crédito nos percentis históricos mais baixos. A política monetária menos restritiva do Fed também contribui para reduzir o custo total da dívida. Além disso, a alta demanda por este ativo financeiro, impulsionada por juros que permanecem convidativos sob o ponto de vista histórico, corrobora os preços atuais, que, embora pareçam caros, são justificados pela continuidade do ciclo, pelos bons fundamentos e pelo interesse do investidor.

**Os títulos ligados à inflação nos protegeriam de um aumento de expectativas de inflação devido a políticas mais inflacionárias**

**O crédito em dólares continuará tendo um forte suporte do ciclo econômico expansivo, bons fundamentos e alta demanda de investimento**

## Moeda

As perspectivas para o dólar dos EUA são positivas, dado o nível atual de taxas de juros elevados. O mercado já incorporou um nível de chegada da política monetária do Fed em torno de 3,5%-3,75%, o que implica que as futuras reduções das taxas serão limitadas, deixando os juros dos EUA relativamente altos em comparação com os de outros bancos centrais. Além disso, as políticas do governo Trump, voltadas para o maior crescimento econômico dos EUA em comparação com o resto do mundo, favorecem o dólar. Este ambiente beneficia o dólar, especialmente em relação às moedas mais vulneráveis à incerteza política global e às economias de baixo crescimento.

### Breakeven do título do governo dos EUA a 10 anos

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### Índice do dólar em relação às principais moedas (DXY)

Fonte: Bloomberg e Santander AM



€ Zona do Euro  Alemanha  Espanha

## Oportunidade por preço e taxas de juros



**Jacobo Ortega, CEFA**  
Diretor de Investimentos Europa SAM

### Renda variável

#### € Zona do Euro

Nos últimos meses, os dados de crescimento econômico fraco (decorrentes principalmente do baixo investimento empresarial e de altas economias do setor privado) com relação ao bom desempenho dos EUA, a possível implementação de novas tarifas comerciais após a vitória do Trump e a instabilidade política na França e na Alemanha têm sido os principais obstáculos para a renda variável da Zona do Euro em comparação com os principais índices globais e dos EUA, apesar do desempenho positivo no ano.

Num ambiente de revisões de lucros que parece ter atingido o piso e que, inclusive, aponta para um crescimento próximo dos dois dígitos para 2025, podemos argumentar que em termos de precificação, a renda variável europeia está em seu mínimo histórico em comparação com a dos EUA. Porém, se esse ciclo de mercados nos ensinou algo, é que preço é uma condição necessária, mas não suficiente. Para preencher essa lacuna e melhorar o desempenho relativo, a Zona do Euro precisa que os três fatores mencionados acima sejam esclarecidos na medida do possível.

Por fim, acreditamos que o mercado mantém um posicionamento relativamente menor em relação à sua média histórica. Por isso, recomendamos manter a exposição à região favorecendo uma combinação *bottom-up* das ações e setores que têm alavancagem tanto para o ciclo quanto para os temas seculares de crescimento estrutural com os que podem obter retornos relevantes sobre o capital utilizado e com preços atrativos.

#### Alemanha

Recentemente, a renda variável alemã foi afetada por incertezas na área política. Com a ruptura da coalizão do governo, abriu-se um possível cenário de eleições gerais no país com a possibilidade de uma política fiscal mais pró-cíclica. De qualquer forma, os próximos meses serão fundamentais para que tenhamos visibilidade sobre o desenvolvimento deste cenário.

Enquanto isso, a precificação do DAX permanece em níveis muito razoáveis, e as revisões de lucros embora ainda negativas, começam a dar sinais de ter atingido o seu piso. Um possível

**Os mercados europeus continuam ampliando seus diferenciais de preços em relação a outras regiões geográficas**

**Com um posicionamento baixo pelo mercado, acreditamos que notícias positivas na esfera política, e também em termos de crescimento, devem fechar parcialmente essa lacuna**

### Índice IBEX 35: P/E

Fonte: Datastream e Santander AM





cessar-fogo na Ucrânia beneficiária de forma evidente a Alemanha, que sofreu bastante com o aumento dos custos de energia e com o impacto na produção industrial desde o início do conflito. Consideramos que a renda variável alemã deve estar bem posicionada para uma apreciação relativa quando essas incertezas se dissiparem, especialmente no que se refere à esfera política.

## Espanha

A renda variável espanhola está no caminho certo para fechar um excelente ano de rentabilidade em termos absolutos e relativos, conseguindo superar a maioria dos índices europeus. O bom desempenho se baseia em um melhor desempenho dos lucros das empresas espanholas. Por isso, em termos de precificação o IBEX 35 continuou operando com níveis baixos em comparação com o restante dos mercados desenvolvidos.

Em relação a 2025, acreditamos que nos múltiplos atuais e mantendo revisões de lucro e crescimento econômico acima das ações da Europa, o IBEX 35 permanece bem posicionado para um bom desempenho absoluto e relativo. Nesse sentido, será importante continuar a tendência positiva de lucros dos setores financeiro e elétrico, muito importantes no índice.

## Renda fixa

### Monetários

Durante 2025, continuaremos no caminho das reduções de taxas pelo Banco Central Europeu. Embora o rumo seja claro, a incerteza estará relacionada ao ritmo de cortes (tanto em termos de frequência quanto de quantidade) e ao nível mínimo para o ciclo. Neste cenário, ainda acreditamos que os retornos serão positivos, mas os níveis de reinvestimento continuarão caindo. Os investidores conservadores devem considerar a possibilidade de se posicionar para esse ambiente, ampliando as *durations* na medida do possível.

### Soberanos

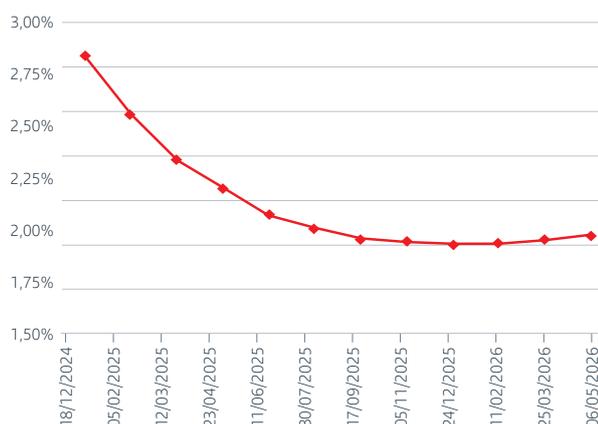
O ambiente de corte de juros favorece o investimento na dívida pública, embora uma boa parte já esteja precificada. Favorecemos a dívida pública espanhola em relação à dívida francesa devido a melhores dados macro, taxas de endividamento e movimentos na base investidora, enquanto a França ainda enfrenta um futuro político incerto que pode dificultar reformas e levar a reduções de classificação por parte das agências.

O aumento da inclinação da curva de 2-20 anos poderia continuar durante o próximo ano devido aos cortes de juros esperados e aos efeitos de uma política fiscal mais expansionista nos EUA, que pode ter uma influência maior no longo prazo, contagiando a curva das juros da Zona do Euro.

**Recomendamos que aproveite a oportunidade nos mercados europeus, combinando ativos e setores que tenham alavancagem tanto para o ciclo quanto para os temas seculares de crescimento estrutural (Inteligência Artificial, transição energética, *nearshoring*, envelhecimento da população e bem-estar), com temas que tenham retorno alto sobre o capital e com preços**

## Forwards sobre a taxa de curto prazo da Europa

Fonte: Bloomberg e Santander AM



## Inclinação da curva das taxas alemãs vencimentos 10Y e 2Y

Fonte: Bloomberg e Santander AM





## Títulos ligados à inflação

Nesse ano, observamos a inflação diminuir gradualmente e aproximar-se da meta. No entanto, o último trecho da luta contra a inflação pode ser o mais difícil de superar, como vários membros do BCE alertaram em inúmeras ocasiões. Acreditamos que o investimento em títulos atrelados à inflação podem oferecer proteção desses cenários de aumento da inflação em que os títulos ligados à inflação têm um desempenho melhor do que os títulos atrelados a juros nominais, sem perder a vantagem dos ganhos de capital devido a quedas de taxas.

### Crédito

Mantemos uma visão construtiva no ativo. Não acreditamos que o ambiente de crescimento moderado da economia prejudique significativamente a capacidade de retorno das empresas que também se beneficiarão de juros baixos. O aumento da demanda de rentabilidade por meio de juros pelos investidores continuará beneficiando os fluxos de entrada no ativo, contendo a expansão dos spreads de crédito. Finalmente, com a normalização das curvas de juros em 2025, podemos observar estratégias de extensão de *durations* para encontrar taxas mais altas.

Vemos mais valor no *Grau de Investimento* europeu em comparação com o dos EUA, pois apresenta um nível mais elevado de spreads relativos aos títulos soberanos, bem como uma *duration* mais curta e tendências de classificação de risco melhores.

No mercado europeu, as economias periféricas continuam ganhando relevância, com melhorias de classificação de risco de soberanos que também foram transferidas para as empresas, causando um melhor comportamento relativo. Acreditamos que essa tendência pode continuar no próximo ano, sendo uma oportunidade relativa a ser considerada por aqueles que têm a capacidade de distinguir entre emissores.

## Moeda (eurodólar)

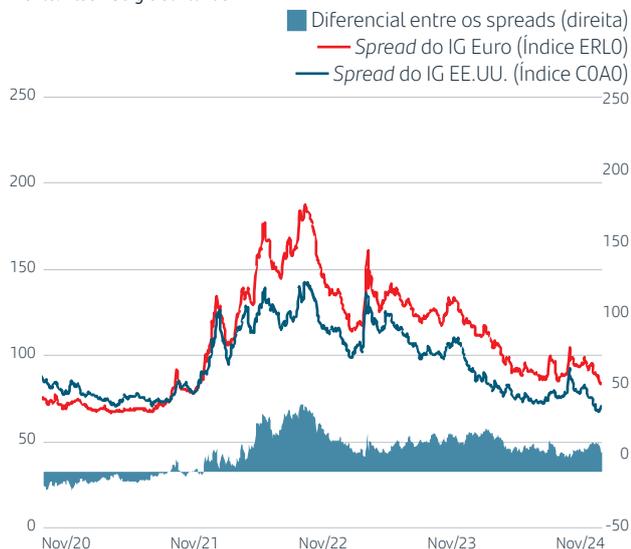
Nos últimos dois anos, a cotação do dólar/euro manteve-se na faixa estreita de 1,05 - 1,12 USD/EUR, o que reflete a correlação dos movimentos do Fed e do BCE. A atratividade do retorno relativo dos juros do dólar permitiu que a moeda dos EUA continuasse negociada acima do seu valor teórico. O resultado das eleições nos EUA e as medidas previstas pela nova administração, juntamente com as incertezas políticas na Zona do Euro, estão pressionando o preço do dólar para baixo. Na nossa opinião, a valorização do dólar pode continuar aumentando e vemos uma faixa de referência para a cotação a 1,0 - 1,12 USD/EUR, embora não descartemos uma maior volatilidade no par em comparação com a evolução dos últimos dois anos.

**Em um contexto de juros em queda, continuamos vendo oportunidade tanto de investir cupons de prazos curtos quanto de ampliar *duration*, ancorando taxas reais positivas**

**Consideramos que tanto o crédito quanto a dívida soberana periférica são ativos que devem estar presentes nas carteiras**

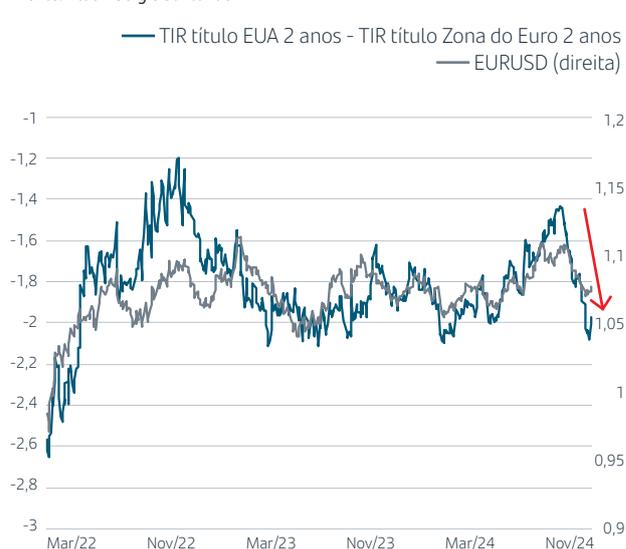
### Evolução do spread do crédito IG na Zona do Euro e nos EUA

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### Evolução EUR/USD e diferencial de juros de 2 anos entre os EUA e a Zona do Euro

Fonte: Bloomberg e Santander AM





# É hora de liberar o potencial



**Szymon Borawski-Reks, CFA**  
Diretor de Investimentos Santander TFI

Em 2024, o comportamento dos ativos locais foi fortemente afetado pela flutuação relevante das expectativas sobre a redução de taxas de juros globais e pela geopolítica. Depois de um ano abaixo do esperado para as ações e a renda fixa da Polônia, esperamos observar um melhor desempenho em 2025. Como os resultados das eleições nos EUA já são conhecidos e, em grande medida, já foram levados em conta, vemos uma oportunidade.

Esperamos que a economia polonesa acelere o crescimento, impulsionada pelo consumo e pelo investimento, com o apoio de transferências substanciais da União Europeia. Vemos razões para o otimismo em relação ao mercado de ações polonês devido ao desconto maior dos preços quando comparado com outros mercados emergentes, melhoria no *ímpeto* dos lucros e um retorno de dividendos atraente.

Na renda fixa, acreditamos que o mercado monetário, assim como os títulos de médio e longo prazo, têm uma valoração atraente, já que o banco central polonês deve retomar os cortes de juros no segundo trimestre de 2025. Uma inflação mais baixa deve permitir taxas mais baixas.

## Renda variável

Vemos motivos para o otimismo em relação ao mercado de ações polonês. O primeiro é o P/E do índice WIG, que está atualmente em níveis baixos, abaixo de sua média de longo prazo. Além disso, vale ressaltar a disparidade na valoração do mercado polonês em relação a outros mercados emergentes, em parte devido à proximidade da Ucrânia em guerra. A redução dos preços não deve se acentuar mais e um possível cenário de cessar-fogo pode ter uma percepção positiva.

**Depois de um ano relativamente fraco, devemos observar um desempenho melhor dos ativos poloneses em 2025**

Em segundo lugar, a economia está melhorando e espera-se que o crescimento do PIB aumente, considerando também o apoio que será oferecido por meio de transferências significativas do orçamento da UE para a Polônia. Portanto, também esperamos uma melhoria em termos de *ímpeto* dos lucros. Após vários trimestres de deterioração, a expectativa é que as empresas revertam a tendência negativa.

Destacamos também a rentabilidade por dividendo do índice WIG, a maior em muitos anos (>5,5%). É esperado que o fluxo de dividendos seja ainda maior no próximo ano, trazendo fundos que provavelmente serão reinvestidos no mercado de valores.

## Renda fixa

### Mercado monetário

Os fundos locais têm experimentado fluxos estáveis nos produtos mais conservadores desde o início de 2023. Esse movimento deve continuar, pois um banco central cauteloso garante

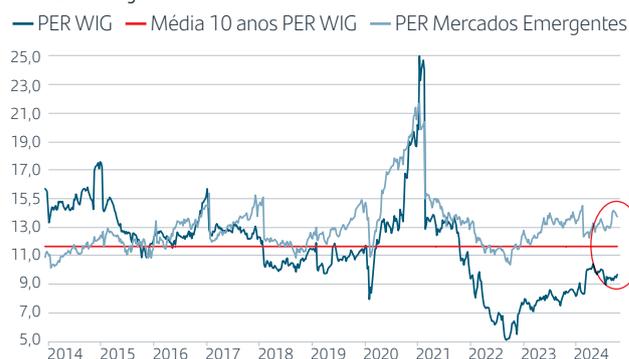
### Rentabilidade por dividendo do índice WIG (%): a mais alta em uma década

Fonte: Bloomberg



### Índice P/E do mercado polonês em comparação com os mercados emergentes: preço atraente da bolsa polonesa

Fonte: Bloomberg



altas taxas no mercado monetário, e os investidores continuam escolhendo produtos de baixa volatilidade. Portanto, continuamos otimistas uma vez que esse segmento deve continuar sendo apoiado estruturalmente pelo fluxo de entradas.

## Soberanos

Os títulos governamentais em moeda local têm um preço atraente na nossa opinião, já que o banco central polonês deve retomar os cortes de juros no segundo trimestre de 2025. A queda da inflação deve permitir taxas substancialmente menores, enquanto os títulos com vencimentos de médio e longo prazo ainda oferecem taxas internas de retorno próximas ao nível atual da taxa do banco central polonês. No entanto, esperamos que o setor bancário local continue a ser o maior demandante de títulos, já que a falta de um caminho claro para a consolidação orçamentária pode dificultar uma maior participação internacional. Portanto, acreditamos que a curva de juros pode permanecer elevada, e os vencimentos intermediários podem ter o melhor desempenho..

## Títulos ligados à inflação

O Ministério das Finanças está retomando a emissão de títulos ligados à inflação em vencimentos intermediários e longos. Acreditamos que os títulos têm preço interessante (rendimento real em torno de 3%) e, juntamente com o crescente número de emissões, esperamos uma melhoria na liquidez e um ajuste gradual dos rendimentos reais, proporcionando aos investidores tanto um *carry* atraente quanto ganhos de capital, já que a inflação deve permanecer relativamente elevada em 2025.

## Crédito

Na nossa opinião, o mercado de crédito local tem potencial para crescer em tamanho e melhorar a liquidez. Até agora, tem sido representado principalmente por emissões flutuantes das principais empresas polonesas: financeiras, imobiliárias e algumas industriais. Acreditamos que os bancos locais irão liderar as emissões, já que há necessidade de emitir dentro de diversas camadas da estrutura de capital dos bancos. Em termos de procura, acreditamos que os fundos de investimento e de pensões terão um forte apetite pela diversificação de carteiras além dos títulos governamentais.

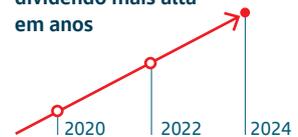
## Moeda

Os fatores que impulsionaram a forte valorização do zloty polonês, especialmente em relação ao dólar, durante o verão de 2024, foram, na nossa opinião, um banco central agressivo, a maior confiança nos cortes de juros nos mercados desenvolvidos e as pesquisas eleitorais favoráveis ao Partido Democrata dos EUA, considerado mais amigável aos mercados emergentes. Todos estes fatores foram desaparecendo, e a situação atual é de um contexto macro que apoia mais cortes nos juros na Europa (incluindo a Polónia), a vitória dos republicanos nos EUA e, possivelmente, um Fed cauteloso, caso sejam adotadas tarifas pró-inflacionárias nos EUA. Portanto, esperamos uma estabilização ou até mesmo uma leve pressão de queda sobre a moeda local.

**Identificamos preço atraente da bolsa polonesa em comparação com os níveis históricos e um desconto significativo em comparação com outros mercados emergentes**

**> 5,5%**

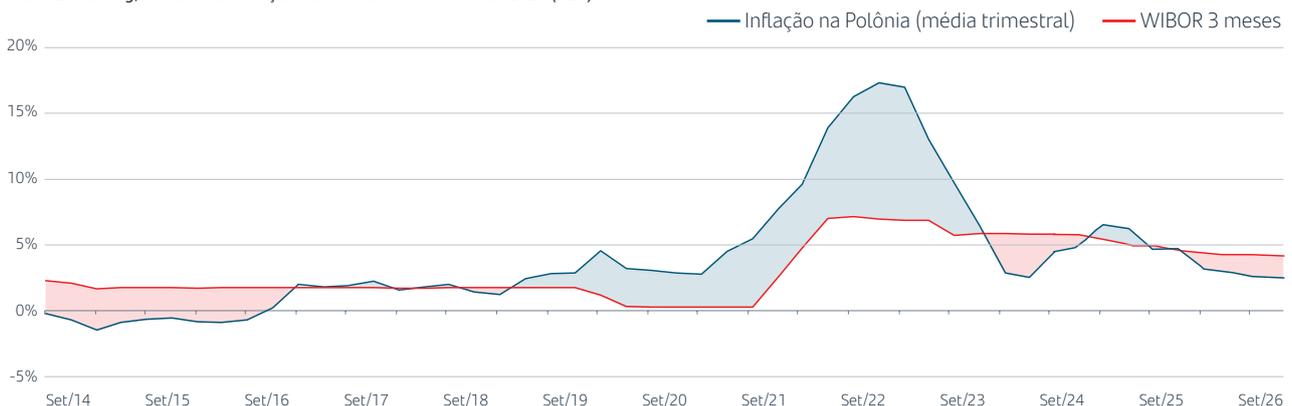
a rentabilidade por dividendo mais alta em anos



**Os títulos do governo em moeda local têm um preço atraente na nossa opinião, já que o banco nacional polonês deve retomar os cortes de juros no segundo trimestre de 2025**

## A queda da inflação abre a porta para taxas mais baixas a partir do 2º trimestre de 2025

Fonte: Bloomberg, Previsões de inflação e crescimento - novembro de 2024 (NBP)





# O crescimento abre todas as portas



**James Ind, CFA**  
Diretor de Investimentos SAM UK

No mês de julho, o Reino Unido elegeu seu primeiro governo de centro-esquerda em catorze anos. Durante o turbulento governo conservador, que abrangeu o Brexit, a COVID e uma inflação sem precedentes, o Reino Unido conseguiu superar, em termos de crescimento, uma Zona do Euro muito fraca, mas à custa de elevados déficits orçamentários e de uma dívida crescente. Em última instância, foram os rendimentos estagnados, as taxas de hipotecas elevadas e os preços crescentes os que catalisaram a mudança.

O novo governo prometeu que a mudança virá da responsabilidade fiscal e de crescimento econômico mais elevado. Para os investidores locais a questão crucial é se isso é possível e como seria realizado. O investimento maciço em infraestrutura, a reforma dos serviços públicos e uma política industrial liderada pela IA são os pilares da estratégia de crescimento. As dificuldades destes compromissos já estão ficando evidentes: após o descarte da possibilidade de aumentar o endividamento fiscal, o investimento em infraestrutura foi financiado por impostos corporativos significativamente mais elevados, que, por sua vez, reduz o crescimento.

Até agora, a ambição cautelosa do novo governo não foi recompensada pelos mercados. Apesar de um prognóstico melhor para o crescimento econômico, o mercado de ações do Reino Unido teve um desempenho fraco. Embora o Banco da Inglaterra tenha começado a cortar juros a partir de seus patamares máximos em 15 anos, que estavam em 5,25%, o que não impediu que os mercados de títulos do Reino Unido tivessem o pior desempenho no mundo desenvolvido e aumentassem os custos de empréstimos de longo prazo.

Entretanto, tudo isso significa que os mercados do Reino Unido oferecem um valor cada vez mais atraente. Se for possível combinar esse valor com o crescimento econômico esperado, auxiliado pelos ventos de cauda de uma economia global forte, uma inflação mais baixa e uma boa sorte, a tão esperada revalorização dos ativos do Reino Unido pode não estar longe.

## Renda variável

À primeira vista, o mercado de ações do Reino Unido agora está extremamente barato em comparação com os seus homólogos internacionais; o seu índice P/E, ou seja, o índice preço-lucro (valoração de cada empresa em relação aos lucros que geram) corresponde apenas à metade do mesmo múltiplo da bolsa dos EUA. No entanto, deve ser considerado o forte foco do FTSE 100 nos setores com crescimento mais lento e com menos demanda, como petróleo, bancos, mineração e bens de consumo. Entretanto, isso explica apenas parcialmente o aparente desconto das empresas do Reino Unido. O outro fator é a alocação incrivelmente baixa, e ainda decrescente, que os grandes investidores britânicos como os fundos de pensões, têm nas ações do Reino Unido: apenas 4%, em comparação com 50% no início do século.

**O novo governo pretende impulsionar o crescimento por meio da responsabilidade fiscal, do investimento em infraestrutura e de uma política industrial impulsionada pela IA. Financiar isso com impostos mais altos para as empresas é um obstáculo evidente**

### P/E do FTSE 100 vs. P/E do S&P500

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### Taxa real do índice Bloomberg de títulos de empresas em libras esterlinas

Fonte: OBR, IFS e Santander AM



O governo está procurando maneiras de incentivar mais investimentos domésticos, mas isso levará tempo. No curto prazo, é difícil ver um desempenho superior significativo do FTSE 100 (grandes empresas), enquanto os investidores permanecem mais focados em oportunidades no setor de tecnologia e na nova economia, setores não muito presentes na bolsa do Reino Unido. Sendo assim, preferimos o FTSE 250: empresas de médio porte com melhor trajetória de crescimento, que tendem a se sair melhor quando as taxas de juros estão em queda. Para o investidor mais paciente, espera-se que os preços baixos desempenhem um papel de maior destaque à medida que o mercado como um todo se recupera no médio prazo.

## Renda fixa

### Soberanos

A inflação mais baixa e os cortes nas taxas do Banco da Inglaterra teriam normalmente resultado em uma corrida pelos Giltts (títulos do governo do Reino Unido). No entanto, esse comportamento tem diminuído pelo alto nível da dívida pública esperado, pela falta de compradores domésticos e pela percepção crescente de que a era das taxas de juros excepcionalmente baixas das que o Reino Unido usufruiu durante uma década até 2021 pode não voltar. A nossa previsão é que a taxa oficial do Reino Unido não fique abaixo de 3,75% neste ciclo. No entanto, visto que os Giltts estão oferecendo rendimentos bem maiores do que os de épocas anteriores, eles ainda podem desempenhar um papel atrativo em carteiras conservadoras e adicionar diversificação nas carteiras de maior risco.

### Crédito

Da mesma forma, os títulos corporativos de maior qualidade de longo prazo com rendimentos acima de 5,5%, oferecem uma opção atrativa para os investidores locais em um mundo em que a inflação está mais baixa. Os títulos corporativos do Reino Unido ofereceram, por um breve período, rendimentos maiores aos atuais na era da inflação alta de 2022-2023, o que raramente fazem quando a inflação geral tem ficado abaixo de 2% (atingiu 1,7% em setembro). O elevado retorno em um ativo que historicamente teve menos da metade da volatilidade das ações, torna favorável a relação retorno-risco no longo prazo.

## Moeda

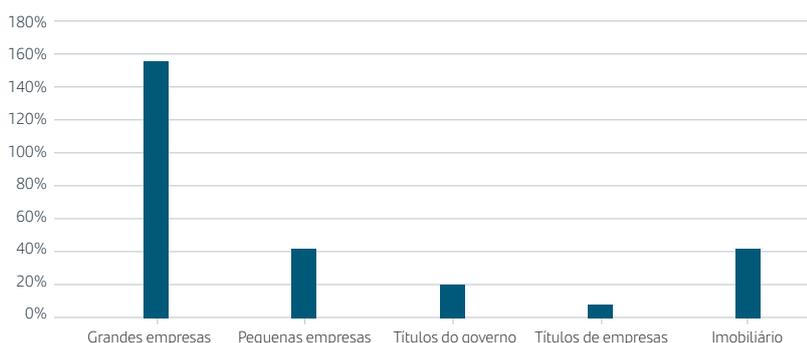
O atrativo relativo da libra devido ao preço (seu poder aquisitivo em comparação com outras moedas), as taxas de juros relativamente elevadas do Reino Unido e a perspectiva de endividamento público potencialmente mais estável sofreu um revés devido a preocupações relacionadas ao orçamento de outubro e aos acontecimentos políticos nos EUA. A vitória esmagadora de Trump e as prováveis consequências do fortalecimento do dólar dos EUA fizeram com que a libra se enfraquecesse significativamente. O maior crescimento nos EUA e as políticas de "EUA em primeiro lugar" provavelmente continuarão atraindo capital. No entanto, a libra teve um bom desempenho em relação à maioria das demais moedas, e prevemos que essa tendência continue de forma suave, por exemplo, em relação ao euro, considerando as taxas de juros mais elevadas e a menor incerteza no Reino Unido.

**As grandes empresas parecem atraentes pelo preço, mas apresentam problemas devido à grande quantidade de setores com baixo crescimento. As empresas menores (FTSE 250) têm mais potencial caso o Reino Unido apresente crescimento**

**A dívida pública elevada poderia compensar os benefícios da inflação mais baixa, limitando qualquer recuperação dos preços dos títulos de dívida. No entanto, as taxas mais elevadas são atraentes para os investidores conservadores e devem apoiar a libra contra o euro**

## Diferença de retorno dos ativos dos EUA em relação aos ativos do Reino Unido nos últimos 5 anos

Fonte: Bloomberg e Santander AM



Grandes empresas:

S&P500 vs. FTSE 100

Pequenas empresas:

Russell 2000 vs. FTSE 250

Títulos do governo:

Bloomberg US Treasury Index vs. FT Actuaries All Stocks

Títulos empresariais:

Bloomberg US Corporate Bond Index vs. Bloomberg Sterling Corporate Bond Index

Imobiliário:

MSCI US REIT Index vs. FTSE EPRA UK REIT Index



Brasil

# Necessidade de uma política restritiva em 2025



**Mário Felisberto**  
Diretor de Investimentos SAM Brasil

O cenário brasileiro permanecerá complexo durante o ano de 2025, devido a necessidade de uma abordagem restritiva da política econômica em um contexto de discussões fiscais desafiadoras. Embora a inflação tenha apresentado uma desaceleração significativa, ela não voltou à meta (3,0%) e não se espera que volte nos próximos anos. Esperamos um IPCA de 5,0% em 2025. Em parte, isso reflete a solidez dos indicadores de atividade econômica, que ainda são surpreendentes para o lado positivo: o PIB está crescendo em cerca de 3,0%, e as previsões apontam para uma desaceleração modesta para 2,0% em 2025. Consequentemente, há riscos significativos relacionados à inflação, especialmente em um contexto de expectativas de inflação ainda não ancoradas. Neste contexto, a política econômica deve continuar restritiva, para levar a um cenário mais equilibrado. Portanto, acreditamos que a taxa de política monetária (Selic), atualmente em 11,25%, e que pode terminar 2024 em 12,00%, chegará a próximo de 14,00% no primeiro semestre de 2025.

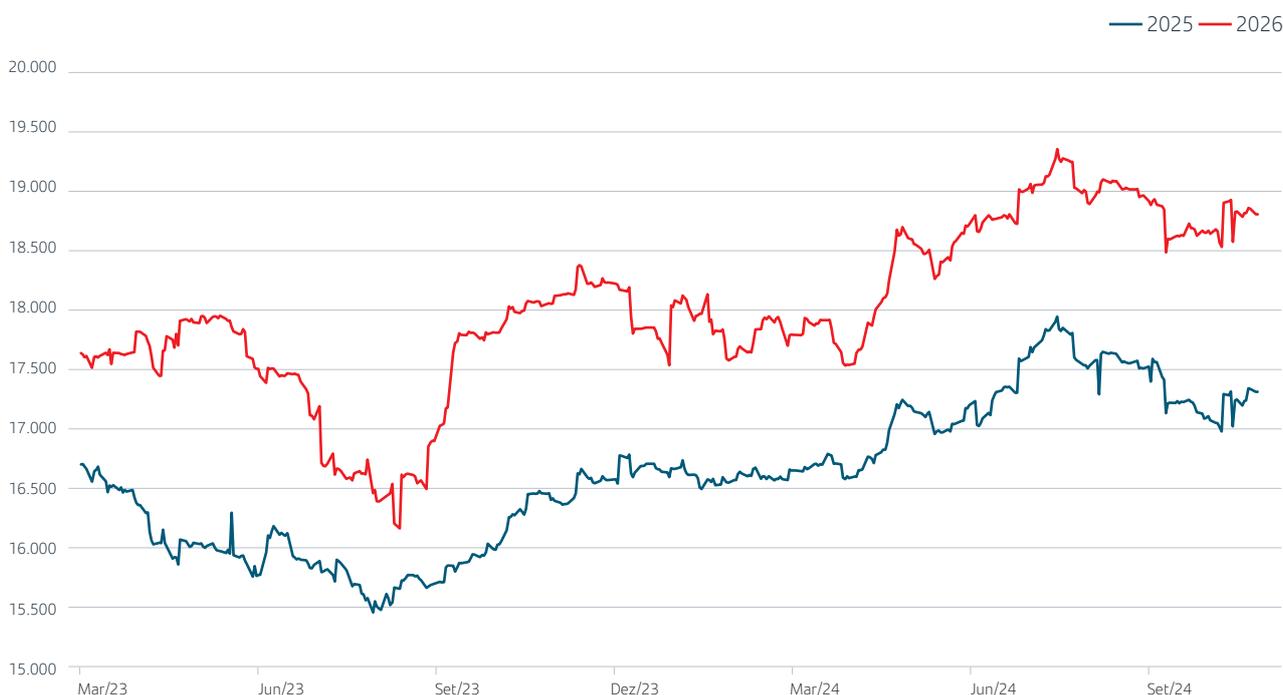
## Renda variável

Os fundamentos do mercado brasileiro permanecem atraentes, considerando o desconto no valor das ações, tanto em relação aos seus pares quanto em termos históricos, e perspectivas de lucros ainda positivas. Isso é sustentado por uma atividade doméstica resiliente, mesmo se considerarmos uma ligeira desaceleração nos próximos trimestres. No entanto, as incertezas internas estão atuando na direção oposta, por meio do impacto do atual ciclo restritivo e das perspectivas fiscais. Ao mesmo tempo, o contexto global afeta os ativos dos mercados emergentes, já que as orientações econômicas que o novo governo dos EUA pode adotar e a tendência da economia chinesa levam a uma incerteza relativamente elevada. Portanto, começamos 2025 com uma visão mais conservadora para a renda variável local.

**Visão neutra sobre a bolsa de valores local, com preços atrativos e uma tendência positiva nos lucros compensados pelos riscos macroeconômicos internos**

## Ibovespa: estimativas de lucros do consenso de analistas

Fonte: Bloomberg e Santander AM



## Renda fixa

### Risco de mercado

O ano de 2025 será um período de reequilíbrio contínuo para a economia brasileira. A forte atividade econômica e o mercado de trabalho apertado adicionam riscos inflacionários nos próximos trimestres, impulsionando a necessidade de um endurecimento da política. Com incertezas persistentes no âmbito fiscal, a maior parte do ajuste recai sobre a política monetária. Esperamos que a taxa oficial atinja o patamar de 14,00% no primeiro semestre de 2025, reconhecendo o aumento do risco referente ao cenário de base e um alto grau de incerteza. Consequentemente, as posições em liquidez parecem atrativas, tanto em termos absolutos quanto em termos de risco/retorno para o início de 2025.

### Soberanos y bonos ligados a la inflación

As curvas de juros locais, tanto nominais quanto vinculadas à inflação, já sofreram um ajuste ascendente significativo devido ao cenário descrito acima, com os níveis atuais sugerindo um prêmio de risco acima da média, levando em conta nosso cenário de base. De qualquer forma, considerando o alto nível de incerteza, temos uma visão neutra para ambas as curvas. Devemos ter em mente diferentes caminhos para a taxa de referência, com um viés para opções mais restritivas, devido aos riscos globais e locais que poderiam manter as curvas de taxa sob pressão por um tempo. Do ponto de vista mais estrutural, particularmente para carteiras com um horizonte de longo prazo claro e a capacidade de se movimentar em um ambiente altamente volátil, os níveis atuais parecem relativamente atraentes.

### Risco de crédito

Do ponto de vista estrutural, os mercados de crédito oferecem uma fonte interessante de carry e diversificação de carteira. Ao mesmo tempo, 2024 foi um ano muito positivo para esse tipo de ativos, com uma forte demanda que levou a uma queda significativa nos spreads, especialmente nos ativos mais conservadores. Consequentemente, os níveis atuais apontam para um potencial muito limitado para ganhos de capital, embora os fundos de crédito ativos ainda possam captar oportunidades, devido a sua capacidade de analisar e diferenciar entre setores e emissores específicos.

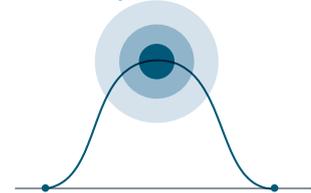
### Moeda

Os fundamentos do real brasileiro (BRL) parecem positivos a primeira vista. O patamar atual é atrativo em termos históricos, e espera-se que o spread da taxa de juros aumente em favor do BRL, com o Banco Central do Brasil aumentando as taxas enquanto a maioria dos bancos centrais do mundo adota a direção oposta, reduzindo taxas. Em paralelo, a balança comercial é muito robusta e a visão geral sobre as contas externas é positiva. Por outro lado, as incertezas internas relacionadas à política fiscal e aos riscos relevantes no front global criam um cenário negativo para o BRL.

**Exposição conservadora aos juros tanto nominais quanto ligados à inflação, devido ao atual endurecimento das políticas, apesar de um prêmio de risco elevado**

**Pico esperado para a taxa Selic**

# 12,75%



**Devido às incertezas globais e locais, os fundamentos positivos podem não ser suficientes para uma apreciação do real brasileiro**

**Prêmio de prazo no título do governo de 3 anos: o prêmio entre as juros de mercado e as expectativas em relação à taxa Selic (de acordo com a pesquisa realizada pelo banco central) encontra-se atualmente em um nível historicamente alto, refletindo a incerteza sobre a evolução futura dos juros e o viés restritivo do banco central**

Fonte: Anbima, BCB, Santander AM





# Trump 2.0.



**Rafael Buerba, CFA**  
Diretor de Investimentos SAM México

O México enfrenta vários desafios. O governo Trump propõe mudanças na relação comercial, embora, desta vez, o objetivo não seja acabar com o acordo de livre comércio, mas renegociá-lo. Espera-se uma volatilidade adicional do peso mexicano (MXN) devido a possíveis ameaças de Trump. No entanto, pode ser difícil implementar tarifas sobre as exportações mexicanas, dada a alta integração das cadeias de suprimentos na região da América do Norte. No cenário doméstico, uma consolidação fiscal seria bem-vinda no orçamento. Espera-se uma redução do déficit fiscal, principalmente devido à diminuição dos gastos com infraestrutura e a um menor custo da dívida. Como costuma acontecer no primeiro ano de governo, o crescimento econômico deve desacelerar, permitindo a redução das taxas de juros. As recentes reformas constitucionais têm sido controversas, mas um desfecho positivo das questões comerciais e orçamentárias deve compensar estes efeitos, mantendo o grau de investimento.

## Renda variável

Após um ano desafiador em 2024, marcado por alta volatilidade na Bolsa, 2025 começa com ventos favoráveis, mas com a presença de fatores de risco. O crescimento econômico mostra maior moderação, embora continue positivo. A dinâmica dos resultados corporativos deve mostrar resiliência, mas com dispersões significativas entre ganhadores e perdedores. O valuation do mercado atingiu um desconto significativo em relação à sua média histórica, aproximando-se dos valores mínimos em 20 anos. Esse patamar oferece suporte em períodos de incerteza e um amplo potencial de alta caso as perspectivas setornem mais claras.

A narrativa em torno do *Nearshoring* continua relevante, desde que as discussões comerciais com o governo dos EUA não se compliquem. Por fim, o ciclo de redução das taxas de juros, iniciado recentemente pelo Banco do México, permanece como um fator positivo. Todos esses elementos, em conjunto, parecem inclinar a balança para o lado positivo ou, pelo menos, criar um cenário favorável para a seleção das empresas e a geração de alpha nos portfólios.

**Os ativos locais tiveram um bom desempenho nos dias que se seguiram às eleições nos EUA. Uma economia mais forte nos EUA (um benefício direto para o México) e a experiência com Trump 1.0 (negociação do TMEC) podem explicar o otimismo**

## Renda fixa

### Mercado monetário

O nível atual da taxa de referência parece altamente restritivo. No entanto, o ciclo de baixa do Banxico pode ser gradual. Além disso, é bastante provável que existam ajustes, tanto para cima quanto para baixo, nas projeções de mercado para a taxa terminal. Neste cenário, a nossa estratégia nos mercados monetários em 2025 continuará focada principalmente em instrumentos pós-fixados e emissões corporativas com vencimentos inferiores a um ano.

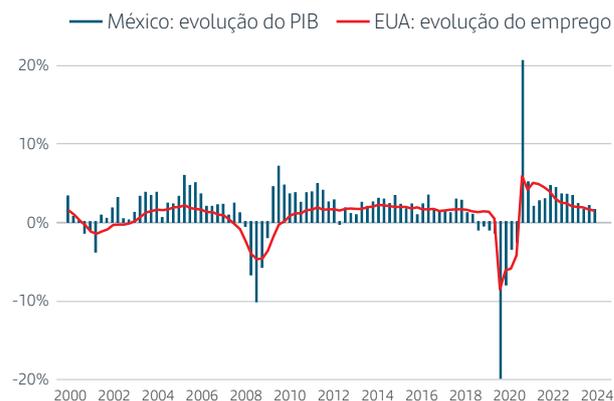
### MSCI México: P/E estimado de 12 meses

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### México, muito ligado à economia dos EUA

Fonte: Bloomberg e Santander AM





## Soberanos

Apesar da previsão de volatilidade causada por questões políticas, a taxa de referência deve baixar até o final de 2025. Isso beneficiará toda a curva de juros, o que explica nosso posicionamento em títulos mais longos. Além disso, esperamos um aumento na inclinação da curva, o que nos leva a preferir uma sobrealocação em vencimentos entre 7 e 10 anos quando a curva estiver em patamares mais baixos, enquanto mantemos uma subalocação em vencimentos mais longos.

## Taxas reais (títulos indexados)

Recentemente, observamos um aumento na procura por títulos de taxa real, provavelmente devido à busca por maior diversificação, o que reduziu as taxas destes instrumentos. Essa demanda, somada às expectativas de inflação de longo prazo por parte de alguns investidores, levou a uma taxa implícita de inflação em patamares que consideramos elevados. Além disso, os prêmios de risco na curva de juros reais são os mais sobrevalorizados em todo o mercado de renda fixa. Por isso, temos uma visão negativa em relação aos títulos atrelados à inflação para 2025.

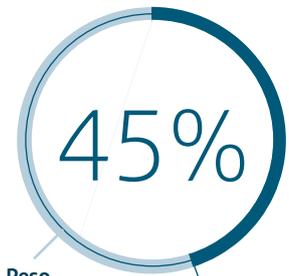
## Crédito local

Mantemos uma sobrealocação em crédito para portfólios de curto prazo, cuja estratégia é principalmente gerar *carry* e manter o título até o vencimento. A seleção das emissões baseia-se na análise fundamentalista do emissor e no valor relativo dos títulos. Por outro lado, para carteiras com um horizonte de longo prazo, preferimos títulos soberanos em vez de crédito, pois: i) os spreads de crédito no mercado local permanecem baixos, e ii) os títulos corporativos têm menor liquidez. Devido ao nosso posicionamento construtivo em termos de *duration*, acreditamos que os títulos soberanos são mais eficientes do que os títulos corporativos, pois podemos encontrar títulos que têm *duration* mais elevadas e são mais fáceis de negociar para ajustes táticos.

## Moeda

De acordo com os modelos de taxa de câmbio efetiva real (REER), o peso mexicano (MXN) estava sobrevalorizado até meados de 2024. No entanto, a volatilidade recente gerou uma depreciação da moeda, aproximando-a do equilíbrio. Nos próximos meses, o ruído causado pelas questões fiscais e comerciais pode gerar maior pressão sobre o MXN. Esperamos que o Banco continue reduzindo as taxas em linha com o Fed e, se o MXN se depreciar excessivamente (cerca de 20-25%), as autoridades poderão recorrer a intervenções no mercado. A depreciação do MXN seria uma forma de mitigar possíveis tarifas dos EUA, embora essas tarifas possam acabar sendo mais ruído do que impacto real.

## Bolsa mexicana: mais global do que parece



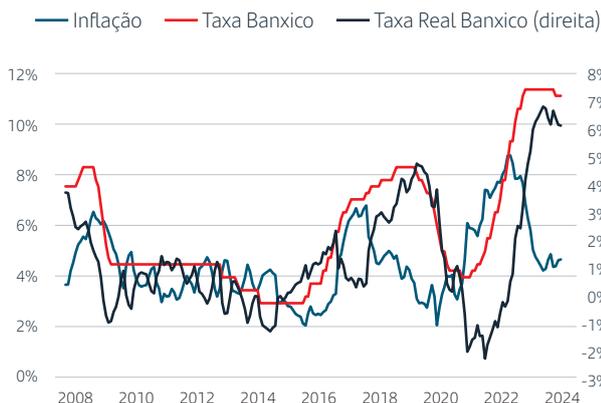
Peso mexicano

das receitas das empresas mexicanas são geradas em moeda estrangeira

A taxa de referência atingiu 11,25% em 2024, um recorde plurianual, sendo a maior taxa real em décadas. O Banco do México tem espaço para continuar cortando juros

## Inflação parece contida, taxas de juros ainda elevadas

Fonte: Bloomberg e Santander AM



## Tipo de câmbio efetivo real do USDMXN vs. média de 10 anos

Fonte: Bloomberg e Santander AM





Chile

# Um 2025 com céu límpido e ventos favoráveis



**Diego Ceballos**  
Diretor de Investimentos SAM Chile

O crescimento econômico esperado de cerca de 2%, a inflação dentro da meta do Banco Central e alguns cortes adicionais na taxa de política monetária proporcionam um ambiente macroeconômico positivo para o próximo ano. Além disso, esperamos que as eleições presidenciais sejam realizadas em um ambiente menos polarizado e com um tom mais moderado do que em edições anteriores, o que poderia reduzir de forma significativa a incerteza política.

Fatores externos positivos se somam ao ambiente interno favorável. A continuidade da fase de expansão do crescimento econômico global, um comércio global que permanece no caminho da recuperação, o preço do cobre superior a 4,2 USD/lb, que representa uma dinâmica favorável para o peso chileno, são ventos favoráveis para os ativos locais, reforçando nossa visão positiva para 2025.

## Renda variável

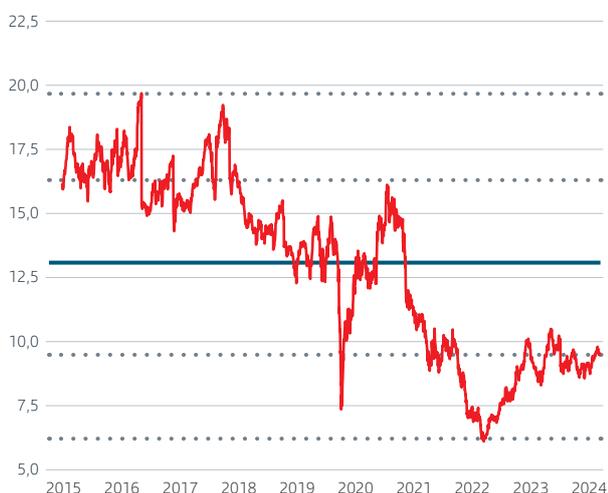
Embora a bolsa de valores chilena tenha tido um 2024 positivo, esse desempenho tem ficado aquém de outras bolsas em países desenvolvidos e seus homólogos andinos, deixando a bolsa chilena com múltiplos relativos bastante atraentes. Além disso, se compararmos os preços atuais, veremos que há uma redução de 20% em relação ao seu histórico recente. Para o próximo ano, esperamos um crescimento dos lucros de cerca de 17% para a bolsa chilena. Os setores destacados para 2025 continuarão a ser os mais estreitamente ligados à economia local, como o consumo discricionário, o setor financeiro e as small caps, enquanto os materiais dependerão da evolução da economia chinesa e, ao mesmo tempo, da evolução dos preços do lítio.

No âmbito político, haverá eleições presidenciais no Chile em 2025, que, embora possam gerar uma atmosfera de volatilidade, acreditamos que terão como resultado um país com menor incerteza, reformas mais moderadas e possivelmente um gasto fiscal menor. Já vimos uma prévia disso nas eleições municipais, que levaram a uma mudança para uma política mais tradicional.

**O equilíbrio em termos macroeconômicos e a continuidade da expansão do crescimento global sustentam os ativos locais**

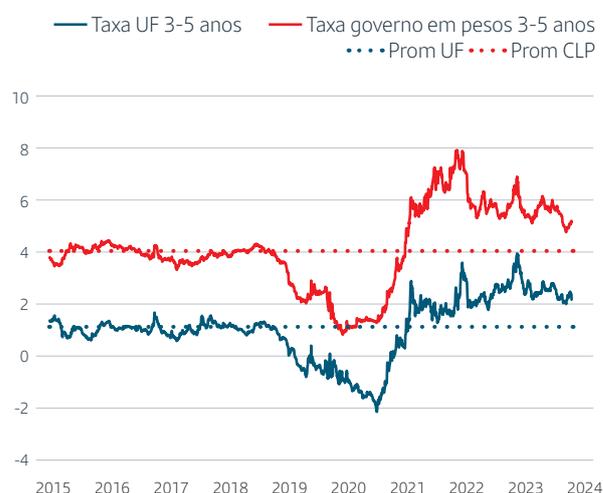
### Índice IPSA: P/E estimado de 12 meses, média e desvios típicos

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### Taxas governamentais em pesos e taxas de títulos indexados pela inflação (UF) em relação à sua média nos últimos 10 anos

Fonte: Riskamerica e Santander AM



## Renda fixa

### Mercado monetário

Durante o ano de 2025, o desempenho dos fundos Money Market continuará a sofrer a influência de possíveis cortes de juros pelo Banco Central do Chile. Nesse sentido, esperamos cortes da ordem de 0,75% em 2025, terminando o ano com uma taxa de política monetária de 4,25% no fim do ano. Com isso, esperamos que o retorno das taxas curtas continue em tendência de queda, semelhante à tendência observada em 2024.

### Soberanos

Os títulos de dívida soberanos de renda fixa do Chile para 2025 representam uma oportunidade interessante, especialmente no segmento médio da curva de juros, até 10 anos. Isso ocorre porque a taxa de política monetária (TPM) do Chile poderia atingir 4,25% até o fim de 2025, alinhada a uma desaceleração econômica moderada. Além disso, a redução dos juros de curto prazo aumentará a demanda por títulos, em busca de maior rentabilidade. No entanto, é importante considerar a alta correlação desses títulos com a dívida dos EUA de 10 anos e a previsível, embora moderada, queda nas taxas do Federal Reserve dos EUA.

### Títulos ligados à inflação

Os títulos em UF (atrelados à inflação) proporcionam uma proteção eficaz contra surtos inflacionários inesperados no médio prazo. Embora seu desempenho seja semelhante ao dos títulos soberanos atrelados a juros nominais, considerando que as expectativas de inflação estão alinhadas em 3% aos objetivos do Banco Central do Chile, esses títulos indexados melhoram o perfil de risco/retorno, proporcionando proteção contra a inflação. Devido a essa característica, são uma opção interessante para os investidores que procuram proteger-se contra flutuações imprevistas nos níveis de preços.

### Crédito

Os títulos corporativos no Chile mantêm seus spreads próximos às médias históricas, refletindo a força das empresas que resistiram a vários riscos, como agitação social, tentativa de mudanças na constituição, aumento da inflação e taxas de juros. Isso ocorre em um contexto de baixo crescimento econômico e oferta limitada de títulos, devido à ausência de grandes projetos de investimento. Essa situação se traduz em um mercado de dívida corporativa local com baixo risco de crédito e atraente para os investidores, apesar do ambiente econômico desafiador.

## Moeda

Para 2025, temos uma visão favorável em relação ao peso chileno. Os níveis de preço do cobre na faixa de 4,2-4,5 USD/lb, juntamente com um diferencial de juros maior em comparação com os EUA, devido aos cortes que esperamos que o Federal Reserve faça, são fatores que permitiriam que o peso tomasse o rumo da apreciação. No âmbito político, esperamos que a incerteza política diminua ao longo do próximo ano, devido às eleições presidenciais.

Crescimento de dois dígitos dos lucros e ambiente político melhor podem impulsionar à bolsa local



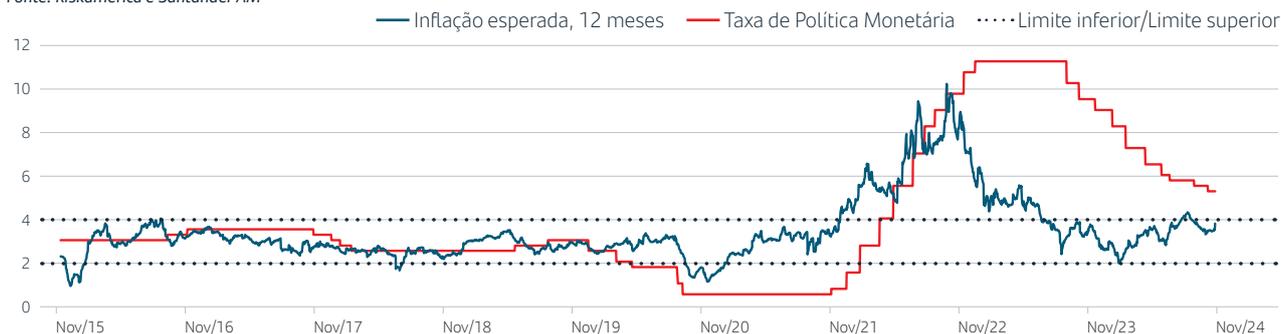
17%

Crescimento esperado dos lucros em 2025

Um nível atraente de taxas, juntamente com uma política monetária menos restritiva do Banco Central do Chile, dá respaldo à renda fixa até 2025

### Taxa de Política Monetária, faixa da meta de inflação e evolução da inflação esperada, 12 meses

Fonte: Riskamerica e Santander AM





# Rumo à normalização



**Cristian Brau, CFA**  
Diretor de Investimentos SAM Argentina

O presidente Javier Milei manteve um diagnóstico inicial claro, apontando o desequilíbrio fiscal como a principal causa das sucessivas crises de dívida e inflação. Combinando uma série de medidas fiscais e monetárias, pragmáticas e, às vezes, distantes do dogmatismo da campanha eleitoral, alcançou um balanço fiscal consolidado no 1º trimestre de 2024 e eliminou as principais fontes de emissão monetária. Assim, iniciou um processo que, mês a mês, ancorou expectativas nominais, na medida em que não só reduziu as estimativas de inflação para 2024, mas também reduziu a dispersão das estimativas entre os economistas. A recuperação do salário real desde meados do ano, bem como o reaparecimento do crédito, começa a ter um impacto positivo na atividade econômica, inicialmente no consumo. Com os principais riscos macroeconômicos tornando-se mais improváveis, as eleições legislativas passam a ser o principal ponto de atenção para esse ano.

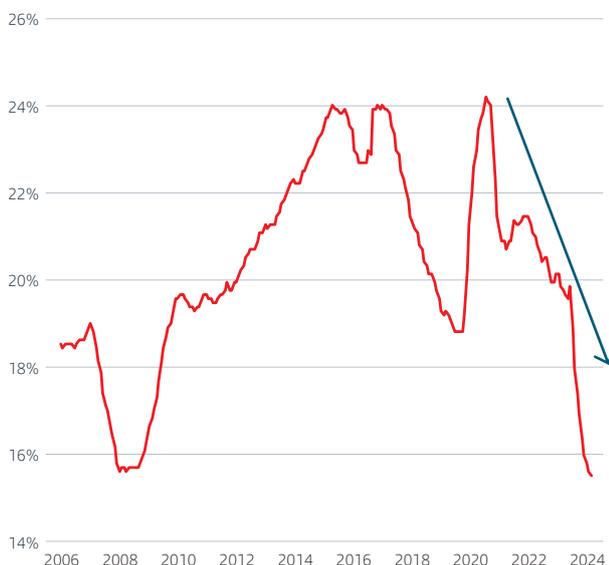
## Renda variável

O *equity* reagiu de forma contundente às surpresas positivas geradas pelo programa econômico atual. Setorialmente, os bancos destacaram-se, revertendo todos os receios relacionados ao setor durante o processo eleitoral. Considerando uma série de 30 anos em dólares (ajustados pela inflação dos EUA), o índice Merval localiza-se acima de um desvio padrão da média, patamar atingido apenas durante a década de 90 e o governo do ex-presidente Mauricio Macri. O ciclo atual tem a clara convicção de implementar uma agenda de transformação (semelhante à de 90), uma vez que apesar de ainda possuir minoria no congresso, conseguiu implementar parte da agenda de reformas. Os múltiplos não parecem tão altos quanto em 2017, embora pareça improvável que se observe em 2025 um desempenho semelhante ao de 2024.

**O ajuste fiscal, que é a base do processo iniciado em 2024, iniciou um ciclo de surpresas positivas**

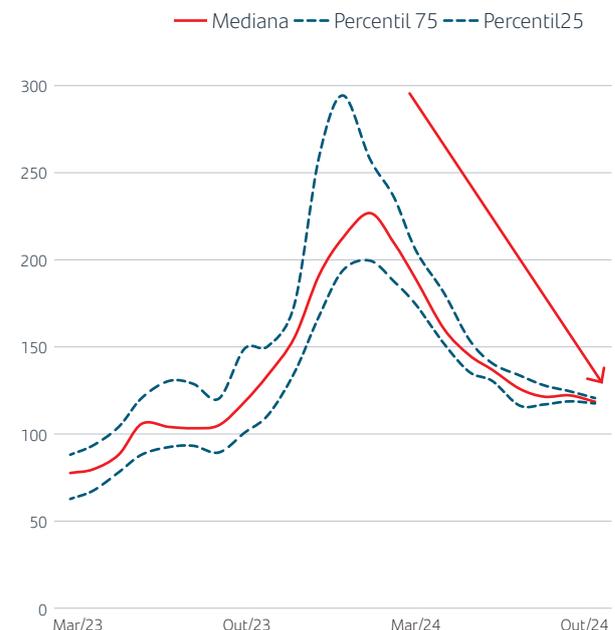
### Gasto do setor público nacional nos últimos 12 meses, como % do PIB

Fonte: Ministério da Economia e INDEC e Santander AM



### Inflação esperada para 2024 (%): ancorando expectativas

Fonte: BCRA-REM e Santander AM



## Renda Fixa

### Soberanos denominados em dólares

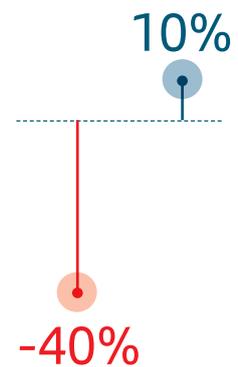
O EMBI caiu de níveis altos para 2.400 bps em novembro de 2023 e para abaixo dos 900 bps em novembro de 2024. A clara vontade de pagamento demonstrada pela atual administração somou-se a uma melhoria da capacidade de pagamento. Embora o front externo ainda apresente riscos para 2025, parece possível a volta aos mercados internacionais para refinar os vencimentos do ano. Em relação à região, os níveis de spread ainda têm espaço de manobra, desde que a atual trajetória de prudência fiscal se consolide.

Os preços da renda variável anteciparam a queda do risco-país

### Money Market e dívida local

A ancoragem das expectativas de inflação, assim como a mudança na organização monetária do país, reduziu a demanda pelas proteções de inflação, levando a taxa real de -40% para +10%. Da mesma forma, o mundo do money market foi vencedor em termos de fluxo, enquanto os produtos com taxas nominais foram ganhando força. Acreditamos que futuramente os fluxos favorecerão mais a dívida em moeda local do que o Money Market, mas, ao mesmo tempo, não esperamos retornos semelhantes aos de 2024. Nesse sentido, embora o nível atual da taxa de câmbio seja considerado como um risco para o ano eleitoral em que estamos entrando, a normalização do mercado de pesos e juros contribui para que não ocorra uma perda significativa do momentum do segmento.

Taxa real de níveis de -40% a +10%



### Crédito

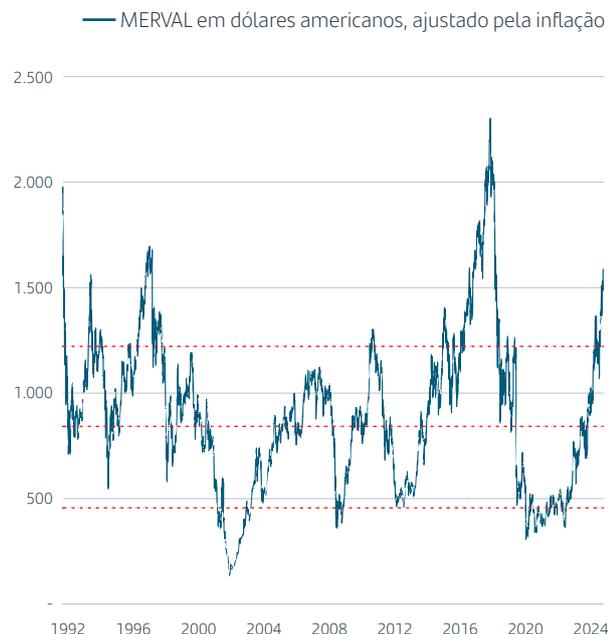
Depois de um 1º semestre de 2024 dominado por emissões soberanas, o Regime de Regularização de Ativos iniciado em agosto gerou um fluxo de dólares para o sistema financeiro e os mercados de capitais que se transformou rapidamente em uma oportunidade para a dívida corporativa. Esperamos que a força desse ativo que se refere aos fluxos se mantenha em 2025.

### Moeda

A queda da inflação e o acúmulo de reservas internacionais conseguiram reduzir a volatilidade das taxas de câmbio. O nível atual parece ajustado para o histórico, embora no passado a taxa de câmbio real teve a capacidade de estar mais apreciada na medida em que esteja acompanhada por um processo de desregulamentação e abertura econômica.

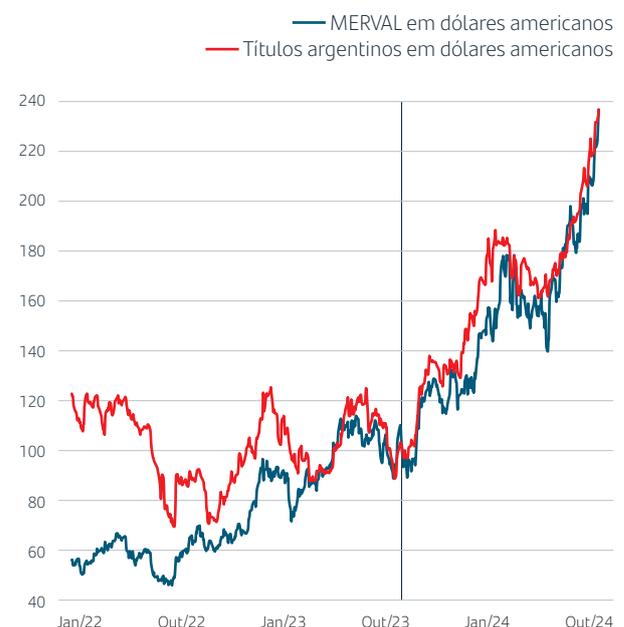
### Índice MERVAL em US\$ (ajustado pela inflação)

Fonte: Bloomberg e Santander AM



### Evolução, em USD, do índice MERVAL e do índice de Títulos do Governo

Fonte: Bloomberg e Santander AM





Japão

# Adeus deflação: bem-vinda à normalização



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

Esperamos uma recuperação gradual do crescimento em 2025, embora ainda seja uma recuperação moderada. Um ambiente de evolução positiva do consumo, devido ao aumento real dos salários e à normalização da produção no setor automotivo após vários anos de disrupções, sustentaria esse cenário. Além disso, uma recuperação da produção na China permitiria uma reaceleração das exportações japonesas. Mesmo assim, não devemos observar grandes pressões inflacionárias, o que permitiria que o Banco do Japão - o mais atrasado entre os países desenvolvidos em relação ao ajuste de sua política monetária - continue a normalização das taxas de juros de forma prudente. Essa abordagem deve favorecer um ambiente econômico estável, que impactaria apenas parcialmente os preços das ações e, conseqüentemente, seria positivo para os ativos de risco.

## Mercados

No cenário atual, mantemos uma perspectiva relativamente construtiva para a renda variável japonesa. É verdade que a normalização da política monetária poderia exercer uma pressão de queda nos múltiplos, especialmente nos setores mais sensíveis às taxas de juros. No entanto, já que o Banco do Japão está adotando uma abordagem cautelosa e o ambiente econômico é de recuperação, não prevemos um impacto relevante.

Os riscos comerciais decorrentes de possíveis políticas tarifárias dos Estados Unidos, possíveis erros de política monetária do Banco do Japão neste ambiente de normalização e a persistência da incerteza política interna seriam os principais riscos no nosso cenário base.

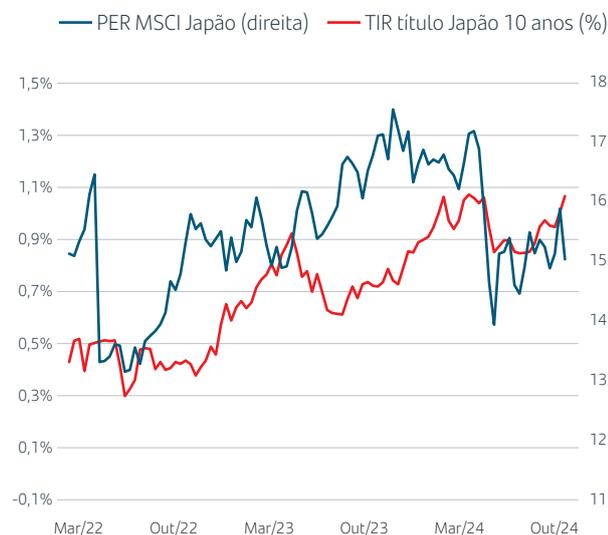
Um fator que também poderia pesar negativamente sobre a renda variável é a evolução do iene japonês. Neste sentido, embora a nossa opinião sobre a moeda seja relativamente otimista, a nossa convicção não é muito elevada em relação ao dólar americano. Acreditamos que sua evolução em relação ao dólar dos EUA dependerá mais dos movimentos do Fed e das políticas econômicas do novo governo Trump do que do Banco do Japão ou da economia japonesa. Evidentemente, isso traz mais incerteza em relação ao par. Em todo caso, o limite inferior em torno de 160 USDJPY não deveria ser quebrado.

**Não devemos observar grandes pressões inflacionárias, e isso pode dar mais margem para o Banco do Japão**

**O limite mínimo marcado pelo USD/JPY em torno de 160 deve ser uma referência**

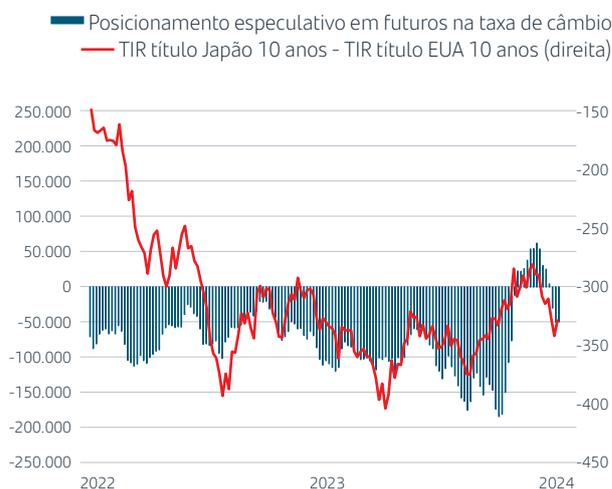
## P/E do índice MSCI Japão e juros do título a 10 anos

Fonte: Bloomberg e Santander AM



## lene/dólar: posicionamento especulativo e diferencial de taxas

Fonte: Bloomberg e Santander AM





Embora as expectativas do iene em relação ao dólar tenham menos visibilidade e dependam de medidas de natureza política e não econômica, a nossa visão relativa ao euro tem uma convicção maior. Em relação à moeda europeia, a nossa visão é a sobrealocação no iene. Isso é justificado tanto por um diferencial de política monetária mais favorável para o Japão quanto por um ambiente de crescimento mais sólido para a região asiática. Além disso, esperamos um aumento da incerteza política e econômica na Zona do Euro, especialmente num contexto de renegociação de acordos comerciais com os Estados Unidos.



## Mercados emergentes

# Aguardando novas oportunidades

AAs medidas recentes introduzidas pelas autoridades chinesas, tanto no aspecto monetário quanto no fiscal, parecem ter colocado um limite nos preços da renda variável, permitindo uma forte recuperação após meses de quedas contínuas. Um ambiente de maior liquidez e menos incerteza, decorrente de políticas monetárias de expansão, favorece os ativos de risco. No entanto, as medidas fiscais ainda não convencem plenamente os investidores, o que poderia exigir novas intervenções governamentais. Neste contexto, embora o ambiente tenha se estabilizado, o mercado espera agora um crescimento palpável, tanto na economia quanto no desempenho das empresas, o que deverá certamente se refletirem primeiro lugar, no aumento da confiança dos consumidores chineses.

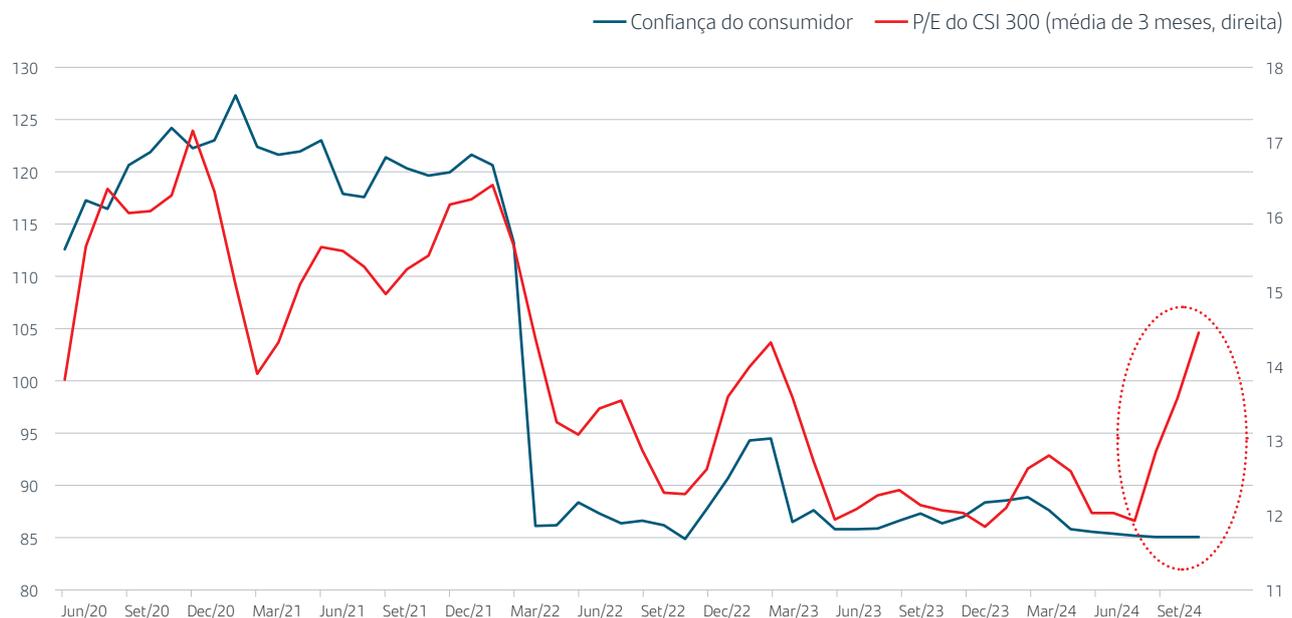
A outra grande região asiática, a Índia, mantém um contexto econômico favorável, embora as avaliações da renda variável sejam exigentes, limitando a atratividade imediata da região. No entanto, a economia mantém um potencial elevado e pode se beneficiar com um possível endurecimento da política comercial dos EUA em relação à China, consolidando-se como uma alternativa estratégica na cadeia de suprimentos global.

De modo geral, mantemos uma visão neutra em ambas as regiões, já que os riscos estão equilibrados. Entretanto, em relação aos países desenvolvidos, ficaríamos subalocados em ambas as áreas geográficas, com a justificativa do contexto de incerteza econômica, preços elevados e assimetrias relativas nos fatores de risco.

**As medidas fiscais na China ainda não convencem plenamente os investidores**

## China: P/E do índice CSI 300 e confiança do consumidor

Fonte: Bloomberg e Santander AM





## Matérias-primas

# Ouro ainda tem potencial

O panorama referente às matérias-primas em 2025 apresenta desafios significativos.

Nos metais industriais, por exemplo, as políticas climáticas do novo governo dos EUA geram uma incerteza significativa sobre as expectativas de demanda. A transição energética envolve o uso intensivo de metais. A desaceleração dos investimentos nessa área pesaria negativamente sobre os preços. Soma-se a isso a incerteza em relação ao ritmo de investimento na China, principalmente no setor imobiliário.

Quanto ao petróleo, nossas previsões são de excesso de oferta em 2025, talvez agravado pelo aumento da produção nos Estados Unidos, decorrente da implementação das medidas propostas na campanha do governo Trump. Adicionalmente, a falta de consenso na OPEC+ para manter as cotas pode acabar se traduzindo em aumento da produção.

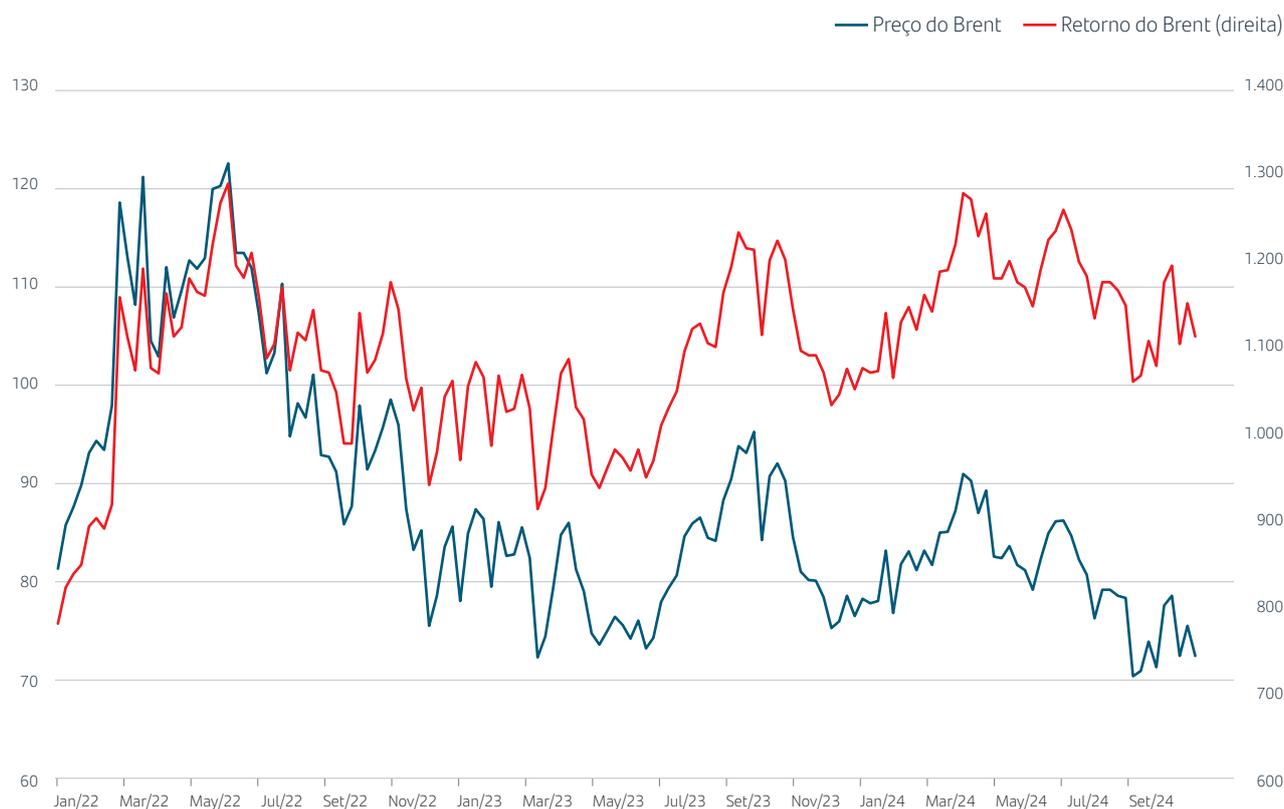
Embora seja possível defender uma visão positiva da energia como uma proteção contra riscos no Oriente Médio, acreditamos que essa estratégia será menos eficaz em 2025, já que a curva de futuros está quase plana, sem o *backwardation* que permitiu um *carry* positivo nas posições de compra, compensando as perdas no preço.

Neste contexto, preferimos o ouro como uma proteção contra riscos geopolíticos. Embora os juros reais mais elevados possam limitar sua atratividade, os bancos centrais continuam diversificando suas reservas indo para o ouro, e as compras dos investidores permanecem baixas, deixando margem para um maior crescimento.

## Preferimos o ouro como proteção contra riscos geopolíticos

### Evolução do preço do petróleo cru Brent (\$/barril) e retorno

Fonte: Bloomberg e Santander AM



03

# Ativos alternativos



# Perspectivas de mercado: mercados privados



**Borja Díaz-Llanos**  
CIO Global do Santander Alternative Investments

## Evolução passada e crescimento futuro

O setor de ativos alternativos continuou crescendo nos últimos anos e já faz parte de muitas carteiras de investimento. Os ativos sob gestão desse tipo estão em máximas históricas, e tanto os investidores quanto os gestores de fundos possuem cada mais exposição.

### Evolução dos ativos privados sob gestão

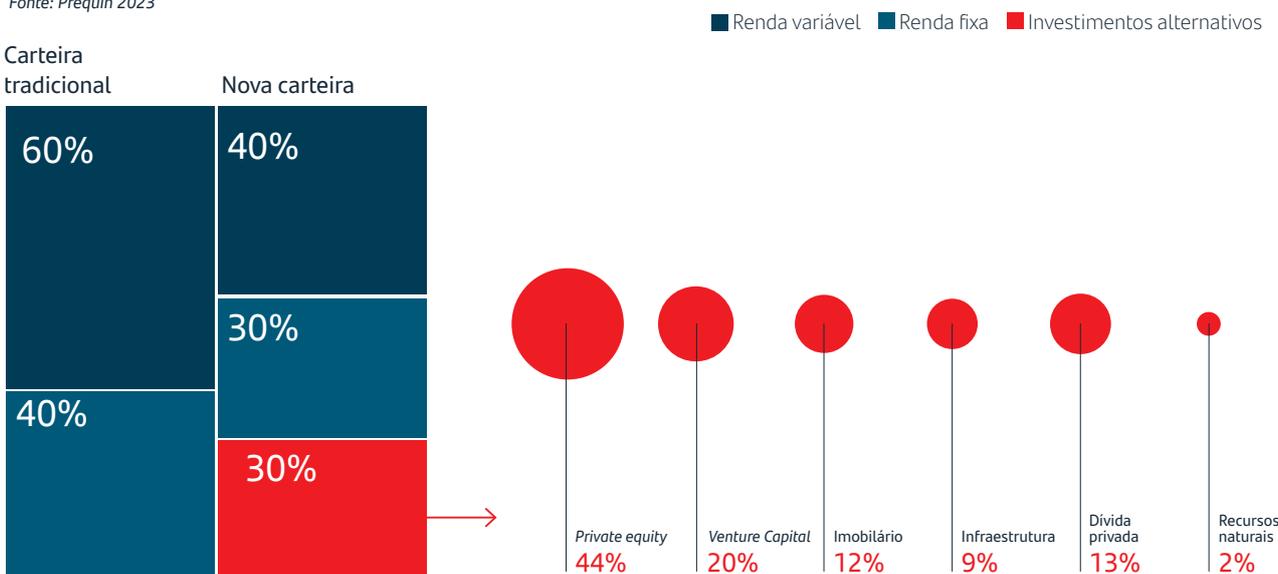
Existem vários motivos que explicam esse grande aumento. A maior parte da economia é privada e não pública. Na Europa, apenas 5% das empresas estão listadas na Bolsa. No entanto, a alocação total para os mercados privados é significativamente menor. Portanto, para incrementar a sua exposição à economia, os investidores precisam incrementar sua alocação nos mercados privados. Além disso, conforme os mercados privados se desenvolvem mais, aumentam as chances das empresas e setores inteiros da economia permanecerem privados. Isso tem se refletido em ambos os lados da equação, com menos IPOs no lado público, porém, ao mesmo tempo, um crescimento significativo no mercado secundário e na atividade de fusões e aquisições (M&A) nas empresas de capital privado.

Os investidores, por sua vez, enfrentam incerteza macro e geopolítica, assim como condições financeiras em rápida mudança, o que tem criado um ambiente que requer uma nova abordagem para a construção das carteiras, diferente da carteira tradicional 60/40. Os ativos alternativos têm se destacado como uma ferramenta de diversificação excelente devido a sua correlação permitindo melhorar as carteiras e otimizar sua risco/retorno. Por isso, os investidores foram aumentando com constância sua alocação nesses ativos alternativos, incorporando o capital privado, o setor imobiliário privado e o setor de infraestrutura privada nas suas carteiras, o que melhora parte do 60% da carteira dedicada à renda variável, ao mesmo tempo em que adiciona crédito privado aos 40% de renda fixa da carteira.



### Inclusão de ativos alternativos nas carteiras

Fonte: Prequin 2023



Os ativos sob gestão em ativos alternativos crescem globalmente a uma taxa mais rápida (perto de 9% CAGR) do que os ativos listados (perto de 4%), e espera-se que representem cerca de 30% da participação de mercado até 2032. (Fonte: PWC Bain & Company)<sup>(1)</sup>.

No geral, o bom desempenho dos mercados privados, em comparação com os mercados públicos equivalentes, capta corretamente o prêmio pela baixa liquidez. Além disso, o prêmio de liquidez proporcionou benefícios significativos aos investidores por oferecer retornos maiores para ativos com prazos maiores, desestimulando decisões de curto prazo motivadas pela emoção, o que muitas vezes não leva aos melhores resultados de investimento. Ao optar por ativos que requerem paciência, os investidores podem capitalizar o prêmio e, ao mesmo tempo, evitar erros comportamentais comuns, como a negociação excessiva (overtrading) ou seguir tendências de mercado de curto prazo.

### Democratização de ativos alternativos

Há muitos anos que os clientes institucionais já se estabeleceram no segmento de ativos privados. Eles estão familiarizados com essa classe de ativos, têm um bom entendimento das características dos mercados privados e, nos últimos anos, aumentaram sua alocação nesta categoria. A mudança significativa que ocorreu recentemente foi a “democratização dos ativos alternativos”, com uma oferta e demanda crescente dessa classe de ativos por clientes com um patrimônio elevado.

Nos últimos anos, houve um trabalho pedagógico por parte dos gestores de ativos, não só com clientes de alta renda, mas também com banqueiros privados e assessores. Esse trabalho contínuo permitiu que os banqueiros e os clientes compreendessem melhor os ativos privados e se sentissem confortáveis o suficiente para começar a investir neles.

Da mesma forma, muitos gestores oferecem valores de entrada menores e contam com equipes dedicadas e veículos específicos para privados e fundos abertos com janelas de liquidez, que são totalmente investidos desde o início, o que ajuda os clientes a evitarem os problemas de alocação gerados com futuras chamadas de capital e evitar a curva J. É importante destacar que a tecnologia está se adaptando e permitindo uma experiência melhor para o cliente, além de permitir que gestores e funções administrativas apoiem uma quantidade cada vez maior de cotistas por fundo, com todo o suporte operacional e administrativo necessário.

Embora a adoção dos investimentos alternativos pelos clientes de alto patrimônio (cerca de 5% de exposição) ainda seja muito menor do que no segmento institucional (cerca de 25% na Europa), nos últimos anos temos visto como essa diferença tem diminuído sistematicamente.

Fatias de mercado para  
2032 dos ativos  
alternativos

30%

### O capital privado representa menos de 5% do mercado de financiamento global

Ativos sob gestão do  
capital privado global

**\$13 bilhões**

(Fonte: Pitchbook)

Renda fixa global

**\$103 bilhões**

(Fonte: SIFMA)

Capitalização do  
mercado global de renda  
variável

**\$101 bilhões**

(Fonte: SIFMA)

Tamanho global dos  
balanços do setor  
bancário

**\$98 bilhões**

(Fonte: BIS)

(1) Avoiding Wipeout, How to Ride the Wave of Private Markets.

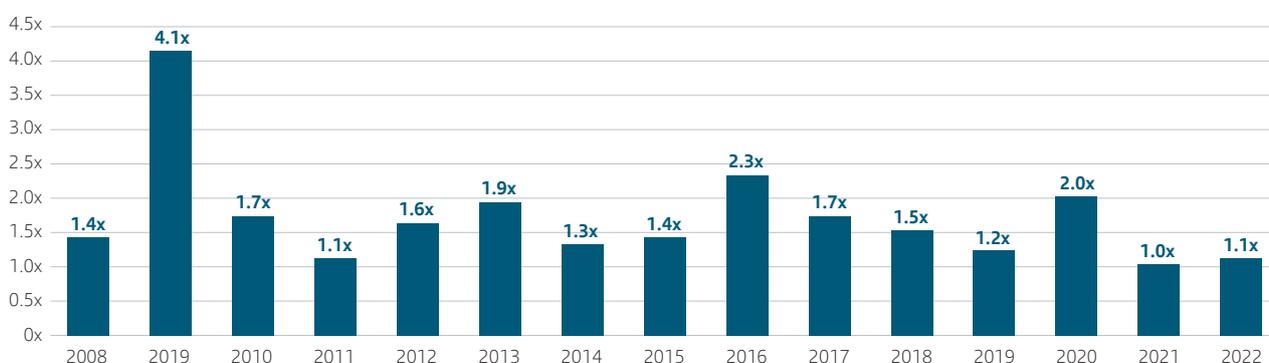
## Estratégias para lidar com o ambiente atual

### Capital privado - Investimentos secundários

Nos últimos anos, os preços altos e as altas taxas de juros desaceleraram as operações de fusões e aquisições (M&A) e, por conseguinte, às distribuições aos cotistas. Essa dinâmica foi uma oportunidade importante para os investimentos secundários, nas quais os gestores conseguiram ter acesso a um volume de investimentos maior, obtendo descontos altos, geralmente superiores à média histórica, graças à escassez de capital secundário que predomina atualmente. Por exemplo, a proporção de *dry powder* em comparação com o volume de operações em 2022 foi de 1,1x, o que significa que houve um pouco mais de um ano de fluxo de operações em termos de *dry powder*, o que se traduz em uma vantagem de preço para os compradores de investimentos secundários.

#### Liquidez limitada no mercado secundário. Dry Powder secundários (anos de volume de transações) 2008-2022

Fonte: "Lexington estimates" para o volume de transações e Preqin para a quantia de Dry Powder



### Dívida privada

Embora o retorno nominal do crédito privado tenha sido beneficiado pelo ambiente de taxas altas, esperamos que essa classe de ativos continue com um bom desempenho nos próximos anos, já que os gestores privados devem oferecer um aumento significativo do retorno devido ao prêmio de liquidez (entre 2% e 3%, em comparação com os mercados públicos equivalentes). No entanto, a seleção de crédito e a gestão ativa serão mais relevantes. Privilegiamos essas estratégias com proteção contra quedas (precauções na forma de ativos tangíveis, ações e/ou garantias).

#### Resumo do desempenho do crédito privado nos EUA

Fonte: Lincoln International Pitchbook, Bloomberg, Morgan Stanley Research, para o índice S&P 500. Retorno aqui representa a média dos ganhos calculados como o investido do índice preço/benefícios a 12 meses

2015-2024	Dívida privada	S&P500	HY	Single B BSL
Retornos anualizados	7,5%	13,7%	4,9%	5,2%
Volatilidade de retornos anualizados	2,3%	15,6%	8,5%	6,9%
Índice de Sharpe	3,3	0,9	0,6	0,8
Yield (2017-Atualidade)	9,8%	5,5%	6,6%	7,1%
Correlação com a dívida privada	-	0,63	0,72	0,82

No geral, espera-se que o crédito privado cresça significativamente nos próximos anos, tendo em vista o tamanho relativamente pequeno que representa em relação às fontes totais de financiamento de capital (ou seja, ainda se beneficia do desequilíbrio entre a oferta e a demanda).

Para colocar os números em perspectiva, a partir de 2023, o rendimento fixo global em dívida (*outstanding*) chegava a 103 bilhões de dólares (Fonte: SIFMA), e o tamanho global das receitas do setor bancário a 98 trilhões de dólares (Fonte: BIS). Dessa forma, os 1,5 a 3 bilhões de dólares de crédito privado ainda representam uma fração muito pequena com a possibilidade de multiplicar várias vezes, considerando a flexibilidade que oferece aos tomadores de empréstimos e à variedade de estratégias de crédito privado

## Infraestrutura e energia

A infraestrutura provou ser uma fonte muito estável de rentabilidade com uma correlação muito baixa com outras classes de ativos e uma classe de ativos com excelente proteção contra a inflação.

De acordo com o McKinsey Global Institute <sup>(1)</sup>, são necessários 3,3 bilhões de dólares anualmente em infraestrutura econômica. Com isso, há uma oportunidade para os investidores em infraestrutura que podem investir capital em setores como:

- Geração (eólica, solar, hidroelétrica, gás, biomassa).
- Serviços públicos (eletrificação e armazenamento associados à mudança de cargas em redes elétricas projetadas originalmente para uma economia não digital e sem inteligência artificial, mas que, agora, têm perfis de carga muito diferentes).
- Centros de dados, que no passado eram simplesmente uma solução para armazenar dados na nuvem, mas as tecnologias de IA e Deep Learning surgiram e estão entre os avanços mais notáveis do nosso tempo (e, de acordo com uma análise de ARK, devem adicionar cerca de 30 bilhões de dólares à capitalização do mercado de renda variável global nas próximas duas décadas com o predomínio da arquitetura de Deep Learning). No entanto, o crescimento da IA está fundamentalmente associado à infraestrutura necessária para suportar essas soluções, como a conectividade e a transmissão de dados, instalações de locais para servidores e refrigeração, o que é necessário para que essa indústria desenvolva-se. Por si só, isso muda a fisionomia de alguns setores de infraestrutura, como o transporte inteligente em massa, o uso de veículos autônomos, que se torna parte dos "serviços públicos" e tecnologias de rede gerenciadas por máquinas.
- Outros setores tradicionais, como a educação, a saúde, a segurança e a defesa, estão enfrentando um período necessário de renovação e ampliação, principalmente nos mercados desenvolvidos.

No ambiente atual, os investidores têm acesso a ótimas oportunidades em infraestrutura por meio de estratégias que incluem:

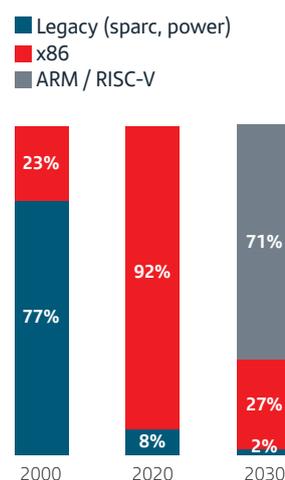
- Estratégias de renda variável no mercado primário com maior crescimento (capital primário ou foco em ativos menos maduros que se beneficiam das questões já apresentadas) que oferecem condições de baixa liquidez maiores e alfa de investimento.
- Estratégias de renda variável no mercado secundário por meio das quais os investidores podem construir carteiras específicas de alta qualidade, muitas vezes com descontos e que envolvem um ciclo de investimento mais rápido para retorno do capital que os fundos primários tradicionais.
- Estratégias de crédito privado em infraestrutura.

Por fim, a priorização da agenda climática direcionou o foco na classe de ativos de capital de risco relacionados à infraestrutura climática. Essa classe de ativos mostra as características do investimento de risco, mas geralmente envolve investimentos aplicáveis de forma direta

(1) <https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/business%20functions/operations/our%20insights/bridging%20global%20infrastructure%20gaps/bridging-global-infrastructure-gaps-in-brief.pdf>

## Arquitetura do data center. Fatia de mercado

Fonte: Big Ideas 2021, ARK Report



à indústria de energia e infraestrutura uma vez comercializada. O segmento de venture capital em infraestrutura climática já foi um nicho de mercado, mas agora se tornou um universo de investimentos muito relevante usado por governos, corporações, investidores institucionais e outros dispostos a aceitar os riscos dos investimentos em capital de risco.

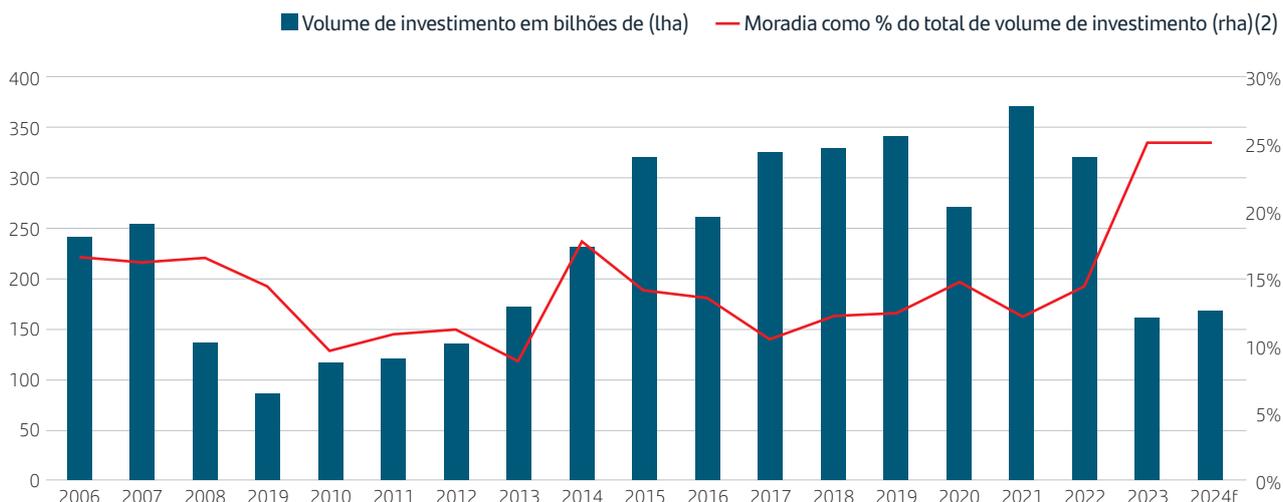
## Mercado Imobiliário

Recentemente, os preços de ativos imobiliários tem sido voláteis devido ao aumento das taxas de juros e alguns subsetores foram afetados ainda mais pelas mudanças na dinâmica socioeconômica, como escritórios e lojas de varejo (home office x presencial, lojas de varejo x comércio eletrônico). No entanto, acreditamos que os preços atuais são atrativos no geral, tendo em vista as correções sofridas nos últimos anos, que refletiram o aumento das taxas de juros e as mudanças nas tendências sociodemográficas

Os investidores do mercado imobiliário concentram-se principalmente no setor residencial em toda a Europa, já que a porcentagem de transações cresceu de uma média de 15% para 25% ao longo de 2024 (ver o gráfico abaixo com dados da CBRE). Com a expectativa de que a demanda por moradias em todos os segmentos residenciais se mantenha forte, espera-se um crescimento forte dos aluguéis nas principais cidades europeias.

### Volume de investimento imobiliário na Europa e percentual de investimento em moradia

Fonte: CBRE, 2024



Além disso, os “setores imobiliários alternativos”, como as residências estudantis ou o *Flex Living* para jovens profissionais, estão tendo um crescimento extraordinário com novos formatos baseados na criação de experiências comunitárias que respondem à necessidade de locais acessíveis para morar e à escassez de moradias, o que representa uma grande oportunidade de investimento no cenário econômico atual: a escassez de moradias permanece em toda a Europa com pressões significativas no sul e, principalmente, na Espanha (os preços aumentaram mais de 47% entre 2015 e 2023, segundo o Eurostat), com déficits anuais de moradia de cerca de 150.000 casas por ano, segundo o Banco da Espanha.

# 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.

**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.

**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 pelo JP Morgan que serve como referência para mensurar o desempenho do mercado de dívida de países emergentes.

**EUR:** euro.

**Fed:** 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 reúne 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

**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.

**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 em percentual.

**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.

## 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](http://www.santanderassetmanagement.com.br).

SAC 0800 762 7777 / Canal Ouvidoria: 0800 726 0322