

Nota de Mercados

Global Investments | 24 de fevereiro 2025

1. Eleições alemãs: resultados e análise
2. O mercado continua a descontar uma taxa de depósito de 2%
3. Resultados Empresariais
4. Conclusões

Eleições alemãs, declarações de Schnabel e resultados empresariais

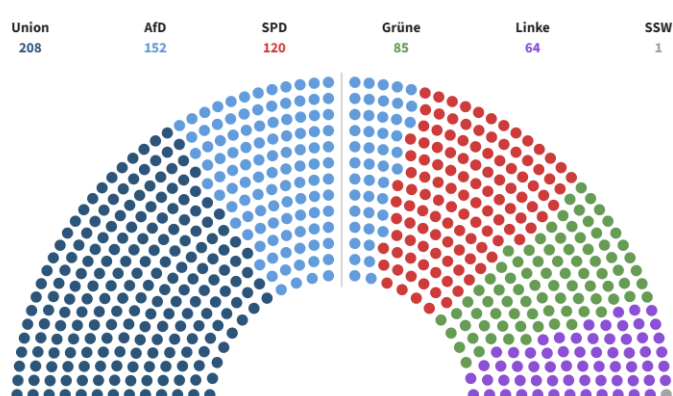
- Os resultados das eleições legislativas de domingo na Alemanha abrem a porta a um governo de coligação entre a CDU/CSU e o SPD.
- As declarações de Schnabel levaram à realização de mais-valias nas obrigações governamentais da Zona Euro, mas o mercado continua a descontar a descida da taxa de depósito do BCE para 2%.
- Os resultados empresariais do 4ºT24 continuam a apresentar números muito favoráveis em termos de crescimento das vendas e dos lucros.

1. Eleições na Alemanha: a caminho do GroKo (Grande Coligação CDU/CSU + SPD))

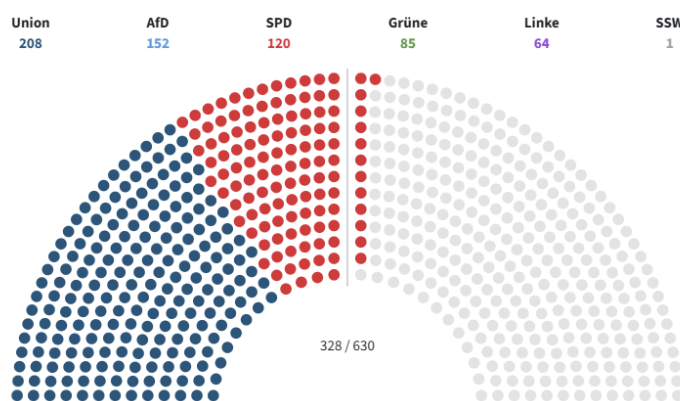
A vitória da CDU/CSU (com 28,6% dos votos e 208 lugares), juntamente com os resultados do SPD (16,4% dos votos e 120 lugares), abre caminho à formação de um governo de Grande Coligação com Merz (CDU) como futuro Chanceler, tal como ambos sugeriram na noite das eleições. Tendo em conta as possíveis combinações de governo que as sondagens apresentavam (que não previam, em caso algum, uma maioria absoluta para um único partido), este cenário era o preferido do mercado. A obtenção de uma maioria simples (316 lugares) com apenas dois partidos irá previsivelmente acelerar as negociações e reduzir a margem de concessões que cada partido terá de fazer para alcançar os acordos necessários para formar um governo e definir as principais linhas de orientação para a legislatura. Apesar de esta semana poder ser de "transição", uma vez que no domingo se realizam eleições regionais em Hamburgo e a CDU/CSU e o SPD "ainda estão em campanha", o candidato Merz afirmou, após o anúncio dos resultados, que "espero que na Páscoa, o mais tardar, tenhamos terminado a formação de um governo".

Resultado eleitoral

Fonte: Die Bundeswahlleiterin e Frankfurter Allgemeine



Cenário da Grande Coligação (GroKo): CDU/CSU + SPD



Entre os desafios que se colocam à economia alemã e que afetam as questões a negociar entre a CDU/CSU e o SPD, é de referir que, durante a campanha eleitoral, as diferentes abordagens à imigração, aos impostos e às contribuições para a segurança social e às políticas sociais foram os pontos mais relevantes nos debates eleitorais; por outro lado, a redução dos preços da energia, a redução da burocracia, uma orientação pró-europeia e o compromisso com a NATO foram objetivos apontados por ambas as partes.

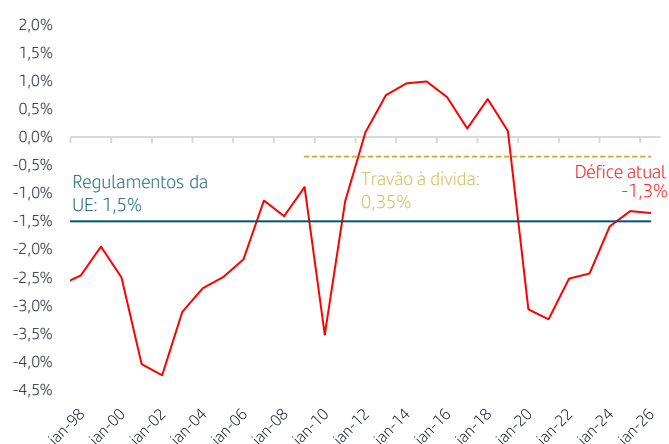
Adicionalmente, um elemento que tem merecido a atenção dos investidores é a possibilidade pós-eleitoral de eliminar o travão da dívida, o que permitiria que o estímulo fiscal ajudasse a reanimar a economia alemã. O SPD tinha defendido esta possibilidade (mas não conseguiu levá-la por diante na legislatura que acaba de terminar) e, embora a CDU/CSU não a tenha incluído no seu programa, nas últimas semanas da campanha mostrou-se favorável a uma revisão.

O travão da dívida é uma regra orçamental que foi incorporada na Constituição alemã após a crise financeira de 2008 e que limita o défice público estrutural do governo central a 0,35% do PIB, com o objetivo de manter a sustentabilidade orçamental e evitar o endividamento excessivo (este limite acresce aos estabelecidos pela União Europeia que preveem um máximo de 1,5% do PIB para o défice estrutural, 3% do PIB para o défice total e 60% do PIB para a dívida). No entanto, a disposição constitucional também prevê que o travão da dívida possa ser desativado em situações de emergência, (e isso foi feito como resultado da pandemia e da crise energética causada pela invasão da Ucrânia) bem como que o Governo possa criar um fundo especial ao qual não se aplicam as regras do travão da dívida.

Em resultado da aplicação destas exceções, o défice estrutural situa-se atualmente em 1,3%, ultrapassando largamente o travão de 0,35%. Se acrescentarmos o impacto da posição cíclica da economia alemã, o défice total situa-se em 2% do PIB, contra o limite da UE de 3%. Assim, as negociações que os dois partidos do novo governo poderão encetar poderão levar a um aumento do défice de 1% do PIB (através de reduções de impostos ou aumento de despesas, previsivelmente investimentos em infraestruturas e/ou defesa).

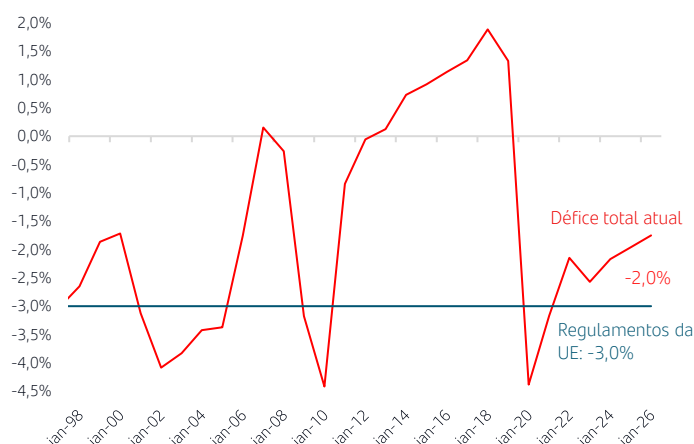
Défice estrutural atual em % do PIB vs travão da dívida e vs regra da União Europeia

Fonte: Cálculos Bloomberg e SAM 24/02/2025



Défice total atual em % do PIB vs. regra da União Europeia

Fonte: Bloomberg 24/02/2025 e cálculos SAM



É de notar que, por disposição constitucional, a reforma/eliminação do travão da dívida requer a aprovação de dois terços do Bundestag (420 lugares). Tendo em conta os programas eleitorais dos outros partidos, os resultados eleitorais de domingo tornam difícil a formação dessa maioria e abrem mesmo caminho para que o AfD + Linke (216 lugares) forme uma maioria de oposição. No entanto, como salientaram várias instituições alemãs, incluindo o Bundesbank, uma maioria governamental como a alcançada pela Grande Coligação teria margem para explorar formas de aumentar o défice público total (tendo sempre como limite os 3% do PIB fixados pela União Europeia) sem eliminar de facto a regra constitucional.

Por conseguinte, abre-se agora um importante período de negociações que afeta os principais desafios da economia alemã e que pode avançar em medidas que favoreçam o dinamismo e a recuperação económica. Estas previsões refletiram-se na melhoria do sentimento dos investidores, especialmente desde o início do ano, com um impulso especial para as ações europeias e, em particular, para as ações alemãs.

2. BCE: o mercado continua a descontar a descida da taxa de depósito para 2%

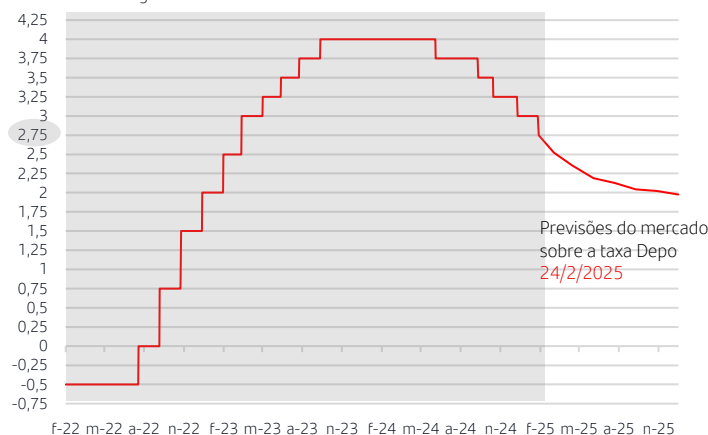
A declaração do membro do Conselho do BCE, Schnabel, na semana passada, de que seria sensato começar a debater se está a chegar o momento de fazer uma pausa nos cortes das taxas, levou à realização de mais-valias nas obrigações dos governos da Zona Euro. As declarações de Schnabel fazem parte da sua análise das potenciais fontes de pressões sobre os preços na Zona Euro, nomeadamente sobre os salários.

Embora os preços das obrigações tenham cedido durante a semana e as suas *yields* tenham recuperado, o movimento foi mais intenso nos prazos mais longos e os investidores mantiveram estáveis as suas expectativas quanto aos próximos passos do BCE e continuam a descontar novas descidas até a taxa de depósito atingir os 2%. A próxima reunião do BCE será na quinta-feira, 6 de março, e dão 100% de probabilidade de haver um novo corte. A publicação dos PMI da confiança das empresas para fevereiro, que continua a mostrar que o ritmo de recuperação na Zona Euro é moderado, favoreceu o regresso das posições obrigacionistas e a descida das *yields* das obrigações. Nas emissões de empresas, "crédito IG", a procura por parte dos investidores continua forte e o *spread* continua a diminuir, enquanto a *yield* média das obrigações europeias de referência IG a 2 anos se mantém acima dos 3%, o que oferece um atrativo relativo em relação às obrigações do governo.

Nos EUA, a publicação dos *PMI* de fevereiro decepcionou significativamente do lado dos serviços e foi sentida na previsão das taxas da Fed: o mercado está novamente a descontar que poderá haver duas reduções de -25p.b. este ano. Deve-se recordar que, após o viés restritivo que a Fed teve na sua reunião de dezembro, o mercado deixou de dar total probabilidade de se registrar mais do que uma redução este ano (só o descontou pontualmente no final de janeiro). Esta melhoria das perspetivas da Fed não tem tido um impacto relevante nas taxas de mercado, uma vez que as *yields* das obrigações do governo a 2 e 10 anos têm evoluído num intervalo muito estreito.

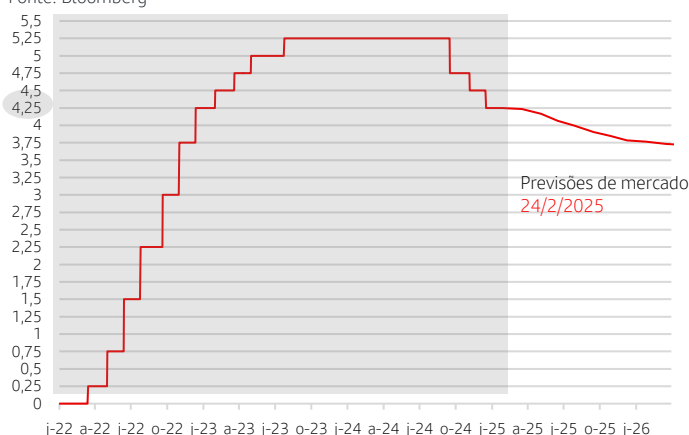
Expectativas da taxa Depo baseadas nos Forwards €STRN

Fonte: Bloomberg



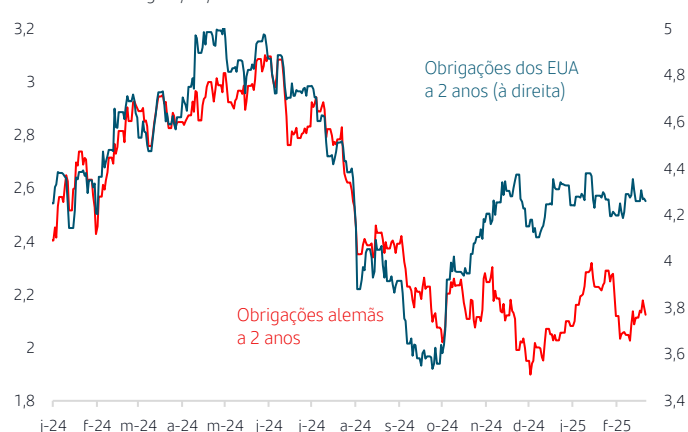
Implícito na taxa dos Fed Funds (limite inferior)

Fonte: Bloomberg



Yields das obrigações do governo dos EUA e da Alemanha a 2 anos

Fonte: Bloomberg 21/02/2025



Yields das obrigações do governo dos EUA e da Alemanha a 10 anos

Fonte: Bloomberg 21/02/2025



3. Resultados empresariais do 4ºT24: o bom tom mantém-se

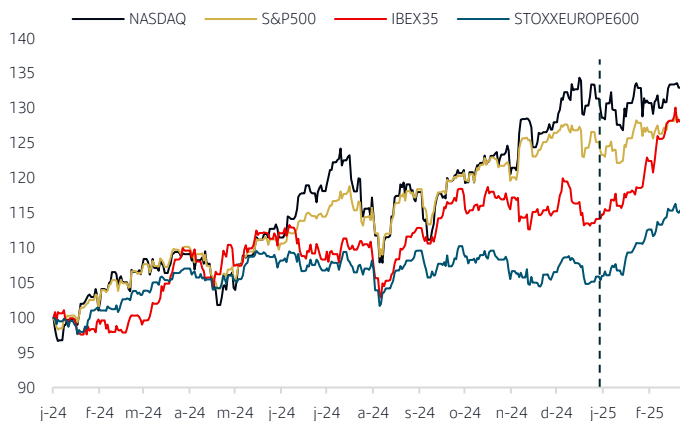
A divulgação dos resultados do 4ºT24 continua a progredir e mantém-se o bom tom. Nos Estados Unidos, cerca de 90% das empresas já publicaram os seus resultados, pelo que, à exceção de uma eventual atenção a uma empresa líder mundial que ainda não o tenha feito, os investidores já encerraram a época. Os resultados mostram que 76% das empresas surpreenderam pela positiva nos lucros e 55% nas vendas.

Na Europa, o número continua a aumentar e já 50% das empresas do índice alargado StoxxEurope 600 publicaram os seus resultados: 55% surpreenderam positivamente nos lucros e 69% nas vendas. Mantém-se a tendência do trimestre em que a Europa está a ter números muito mais favoráveis do que a sua média histórica: tradicionalmente, as surpresas são substancialmente menores e é ainda mais raro que as surpresas nas vendas superem as surpresas nos lucros.

Assim, as bolsas europeias continuam a registar ganhos de mais de +10% até ao momento este ano. Para além da atratividade da avaliação no final de 2024, o BCE manteve as suas expectativas de descida (incluindo o corte de janeiro vs. a pausa da Fed), as surpresas positivas que continuam a dominar os resultados do 4ºT24, juntamente com as boas previsões para o ano em curso e também, o que é importante, a melhoria do sentimento dos investidores (possíveis progressos no sentido de um cessar-fogo na Ucrânia, um impacto potencialmente menos perturbador dos aumentos tarifários nos EUA e políticas na Alemanha que favoreçam a retoma do crescimento económico).

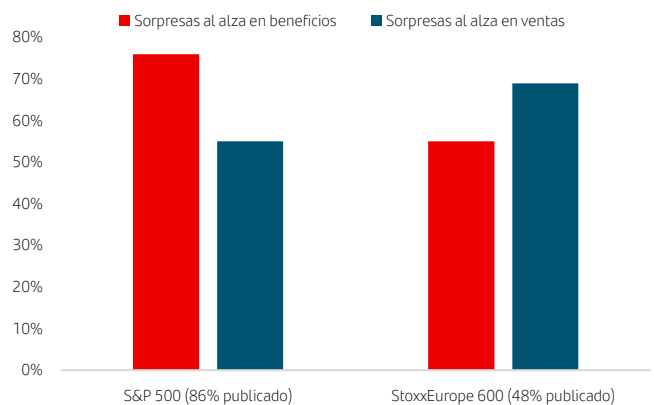
Evolução do mercado acionista desde 2024

Fonte: Bloomberg 21/02/2025



Época de resultados das empresas no 4ºT24

Fonte: Cálculos Bloomberg e SAM 24/02/2025



Conclusões

- O resultado das eleições alemãs abre caminho à formação de uma Grande Coligação entre a CDU/CSU e o SPD, um cenário que **reflete positivamente o sentimento dos investidores**. Espera-se que **acelere** as negociações para uma rápida formação de governo e que possa abrir caminho a **reformas que favoreçam a recuperação da economia**, em especial medidas de estímulo orçamental (através de reduções de impostos, do aumento da despesa pública e do investimento em infraestruturas).
- As bolsas europeias têm vindo a **recuperar este potencial cenário**, também favorecidas pela atratividade na valorização que ofereceram no final de 2024 e sustentadas pelos bons resultados empresariais no 4ºT24 que continuam a ser publicados e que superam a média histórica em termos de surpresas nos resultados e, sobretudo, nas vendas.
- Nos mercados obrigacionistas, os investidores **melhoraram as suas previsões para a Fed** (dão praticamente 100% de probabilidade de uma segunda redução este ano) e mantêm o objetivo de 2% para a taxa de depósito. **Na próxima semana, o BCE reúne-se e os investidores descontam totalmente uma nova redução**, tendo em vista os dados preliminares da inflação de fevereiro, que serão divulgados na próxima segunda-feira.
- Relativamente às **tarifas**, os investidores aguardam os anúncios sobre a evolução das negociações dos EUA com o México e o Canadá. As notícias de fundo indicam que estão a **avançar na direção certa e que poderão ser necessárias mais algumas semanas** até serem feitos anúncios finais.
- Enquanto aguardamos novos desenvolvimentos e anúncios, não podemos excluir a possibilidade de alguma volatilidade, pelo que a **diversificação, a gestão ativa dos investimentos, adaptando-os ao perfil de risco, e respeitando sempre o horizonte de investimento, continuam a ser fundamentais**.

Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, Die Bundeswahlleiterin, Frankfurter Allgemeine, LSE I/B/E/S 24/2/2025

Aviso Legal:

O presente documento foi preparado pela Santander Asset Management, S.A. (doravante denominado "SAM"). Contém prognósticos económicos e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste documento podem ter sido recolhidas de terceiros. Todas as fontes são consideradas confiáveis. No entanto, a sua exatidão, integridade ou atualização não pode ser garantida, nem de forma expressa nem implícita, e está sujeita a mudanças sem aviso prévio. As opiniões incluídas neste documento não devem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir, ou ser de alguma forma inconsistentes ou contraditórias com outras opiniões expressas, seja de forma oral ou escrita, ou com as recomendações ou decisões de investimento adotadas por outras unidades do Santander.

Este documento não foi elaborado e não deve ser considerado em função de nenhum objetivo de investimento. Foi elaborado com fins exclusivamente informativos. Este documento não é uma recomendação, oferta ou solicitação de compra ou venda de ativos, serviços, contratos bancários ou de outro tipo, ou de quaisquer outros produtos de investimento (conjuntamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser considerado como base para avaliar, ou valorar, quaisquer Ativos Financeiros. Além disso, a simples disponibilização deste documento a um cliente ou a um terceiro não implica prestação de um serviço de consultoria em matéria de investimento. Os clientes do Santander estão enquadrados num modelo de Consultoria Pontual ou de Consultoria Global, atribuindo-lhe esta última modalidade, um Perfil de Investimento próprio, pelo que, quaisquer investimentos fora desse Perfil são da sua exclusiva iniciativa e responsabilidade.

O Santander e a SAM não garante as opiniões ou os prognósticos contidos neste documento, sobre os mercados ou Ativos Financeiros, incluindo sobre o seu rendimento atual e futuro. Qualquer referência a resultados passados ou presentes não deverá ser interpretada como uma indicação dos resultados futuros dos mencionados mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste documento podem não ser aptos para distribuição ou venda em determinadas jurisdições ou para algumas categorias ou tipos de investidores.

Exceto nos casos em que seja indicado de forma expressa nos documentos oficiais de um determinado Ativo Financeiro, estes: i) não estão e não estarão seguros nem garantidos por nenhuma entidade governamental; ii) não representam uma obrigação do Santander, nem estão garantidos por esta entidade e; iii) podem estar sujeitos a riscos de investimento por perdas de rendimento ou de capital.

Entre os riscos de investimento, cabe mencionar, a título enunciativo e não limitativo, riscos de mercado e de taxas de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e contrapartida, risco de liquidez. Recomendamos que os investidores consultem seus assessores financeiros, jurídicos e fiscais, bem como qualquer outro meio que considerem necessário a fim de determinar se os Ativos Financeiros são apropriados com base nas suas circunstâncias pessoais e situação financeira. O Santander e os seus respetivos assessores, representantes, advogados, funcionários ou agentes não assumem nenhum tipo de responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado ou que venha a surgir devido ao uso de todo ou de parte desta Apresentação Comercial.

Qualquer referência a tributação não pode ser considerada como aconselhamento, nem o Santander assume qualquer responsabilidade pela mesma, cabendo ao investidor verificar por sua iniciativa, em cada momento, qual o regime fiscal a que está sujeito.

Em qualquer momento, o Santander, por si ou através dos seus colaboradores, pode ter posições convergentes ou contrárias com o estabelecido neste documento para comprar ou vender Ativos Financeiros na qualidade de entidade principal ou de agente. Também poderá prestar serviços de assessoria ou de outro tipo ao emissor de um Ativo Financeiro ou a uma sociedade vinculada ao respetivo emissor.

Este documento não pode ser reproduzido inteiro ou parcialmente, distribuído, publicado ou entregue, sob nenhuma circunstância, a nenhuma pessoa. Tão pouco se deve conter informações ou opiniões sobre este documento sem a autorização prévia por escrito, caso a caso, pelo Santander.