

Nota de Mercados

Global Investments | 14 de março 2025

1. EUA, impacto da política comercial e de outras medidas num contexto de moderação do crescimento.
2. Na Zona Euro, os impulsos orçamentais apoiam os fundamentais e o sentimento dos investidores
3. Conclusões

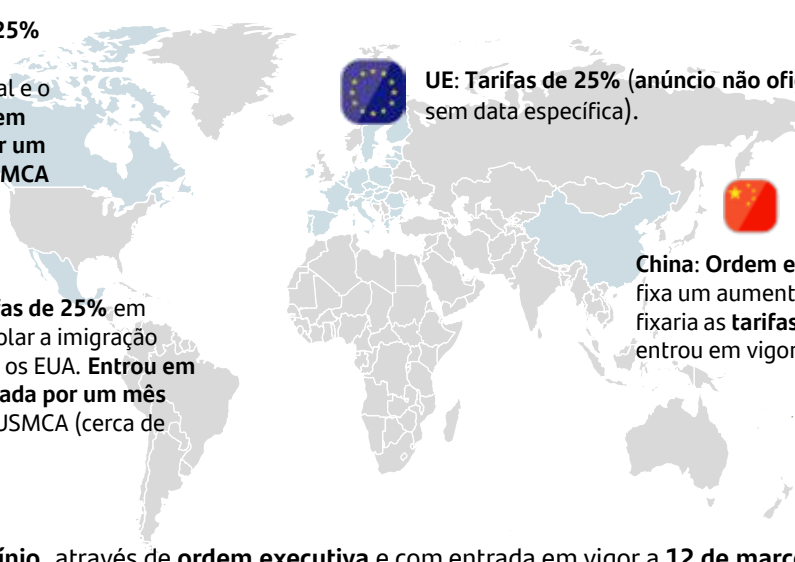
Mudança de narrativas: fatores geopolíticos e ritmos de crescimento

- A entrada em vigor dos aumentos das **tarifas** dos EUA e as constantes mudanças de mensagens do Presidente Trump sobre futuros aumentos estão a causar um claro **aumento da tensão comercial global que está a afetar particularmente os EUA**. Outras **medidas internas**, como as adotadas pelo DOGE (Departamento de Eficiência Governamental) e pelo controle de imigração, acentuam o impacto no sentimento dos investidores em relação aos ativos dos EUA.
- Na Zona Euro, pelo contrário, **o sentimento dos investidores tem vindo a melhorar desde o início do ano** e as **medidas fiscais** anunciadas na União Europeia e na Alemanha constituem um **importante impulso adicional**.

1. Nos EUA, a incerteza aumenta devido a alterações na política comercial num contexto de moderação do crescimento

A mudança de tom da administração Trump na forma como está a lidar com o período de transição para tarifas mais elevadas (passar de uma abordagem de negociação para uma posição unilateral e com mudanças contínuas de mensagens) está a provocar um claro aumento das tensões comerciais globais. O impacto sobre a confiança e o sentimento dos investidores está a ser mais pronunciado nos EUA, como refletem certos indicadores e a evolução de alguns dos seus mercados internos.

EUA: principais medidas e anúncios sobre tarifas efetuados até à data



 **Canadá: Ordem executiva: tarifas de 25%** (10% em energia) em resposta aos objetivos de controlar a imigração ilegal e o tráfico de drogas para os EUA. **Entrou em vigor a 4 de março, mas foi adiada por um mês para os produtos incluídos no USMCA** (cerca de 40% das importações).

 **UE: Tarifas de 25% (anúncio não oficial e sem data específica).**

 **México: Ordem executiva: tarifas de 25%** em resposta aos objetivos de controlar a imigração ilegal e o tráfico de drogas para os EUA. **Entrou em vigor a 4 de março, mas foi adiada por um mês para os produtos incluídos no USMCA** (cerca de 50% das importações).

 **China: Ordem executiva que fixa um aumento de 20%, o que fixaria as **tarifas em 30%**; entrou em vigor a 4 de março.**

Global:

- **Tarifa de 25% sobre o aço e o alumínio**, através de **ordem executiva** e com entrada em vigor a **12 de março**.
- **Tarifas recíprocas:** foi encomendada uma análise comparativa entre as tarifas cobradas pelos EUA por país e por bens versus as tarifas em vigor para produtos dos EUA. Estão previstos anúncios a **2 de abril**.

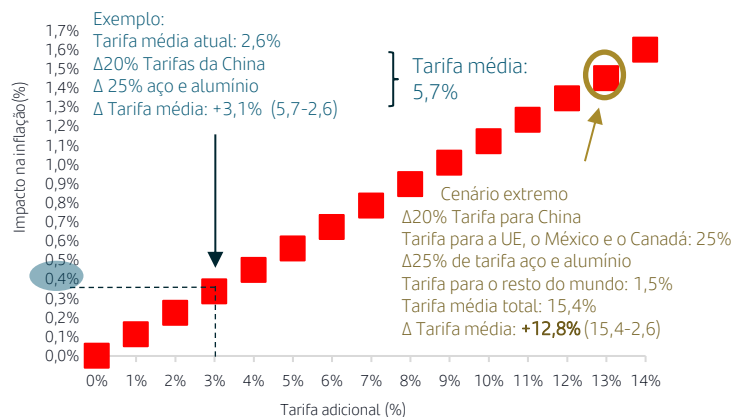
Fonte: Bloomberg, TruthSocial, whitehouse.com 13/03/2025

Importa ter em conta que, embora o objetivo da Administração Trump ao aumentar as tarifas seja favorecer o crescimento interno, este resultado seria, de qualquer modo, obtido **a médio prazo**, enquanto **a curto prazo tem um impacto negativo no crescimento** (até à reorganização das cadeias de produção) e na inflação (pelo aumento dos preços das importações, partindo do princípio de que pelo menos uma parte das tarifas é repercutida no preço final). Logicamente, estes **impactos variam** em função do montante do aumento das tarifas, mas a **incerteza** que se gerou, quer quanto aos níveis finais, quer quanto aos países/produtos afetados, leva a que os **agentes económicos incluam nas suas estimativas a possibilidade de cenários "extremos"** (como os apresentados nos gráficos da página seguinte) e que resultam num impacto significativo no crescimento e nos preços para os EUA. Tudo isto acontece numa altura em que a **Fed suspendeu os cortes nas taxas de juro**, enquanto se aguarda uma moderação consistente da inflação e em que a **economia dos EUA está a mostrar sinais lógicos de moderação**, depois de ter crescido perto de 3% nos últimos dois anos.

Cenários de impactos das medidas e anúncios de tarifas realizadas pela Administração Trump até ao momento

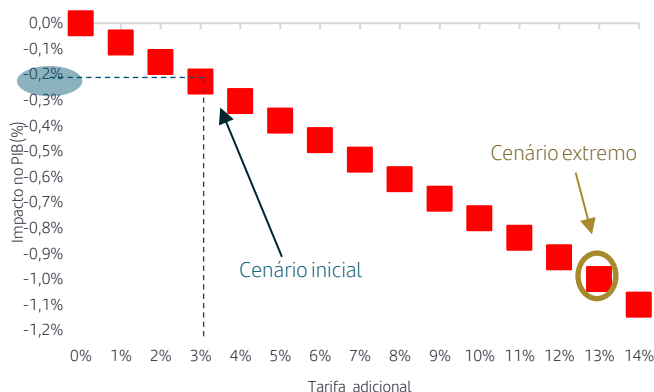
Impacto na inflação EUA (importações = 11% do PIB)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/03/2025



Impacto no PIB dos EUA (consumo privado = 68% do PIB)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/03/2025



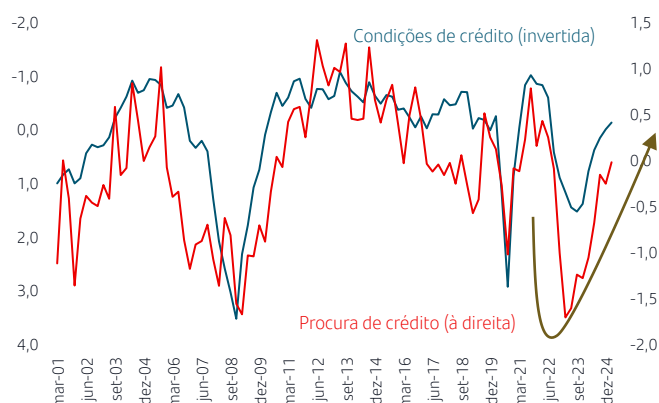
Em particular, a **moderação do crescimento dos EUA** está claramente no centro das atenções dos investidores, para além do impacto que as tarifas poderão ter (tanto por **níveis** como por incerteza), outras medidas do programa eleitoral que já estão a ser implementadas como o controle da inflação e o DOGE (Departamento de Eficiência Governamental) prejudicam o crescimento devido ao seu impacto no mercado de trabalho e no consumo privado, aumentando simultaneamente a **incerteza**.

Neste contexto, é fundamental sublinhar que a **análise dos dados económicos e dos fundamentais apontam para uma moderação do crescimento económico**, situação expetável para uma economia que nos anos anteriores cresceu a um ritmo de 3% e que **beneficiou de fortes estímulos fiscais** e, em todo o caso, para níveis distantes do risco de recessão. Entre os fundamentais da economia dos EUA, destacam-se:

- **condições de crédito** que, tendo em conta os cortes de taxas efetuados pela Fed, são favoráveis. O último inquérito da Fed revela uma melhoria das condições e da **procura de crédito**, o que, em conjunto, **aponta para uma taxa de crescimento económico de +2%**;
- em particular, apontam para a **manutenção do ritmo de investimento**, ritmo que é também apoiado pelos níveis de **crescimento dos lucros das empresas no conjunto da economia**;
- tudo isto apoia o mercado de trabalho que, embora seja afetado em alguns meses pelas medidas do DOGE, registou uma **criação média de 200 000 postos de trabalho nos últimos três meses**;
- estas dinâmicas, por sua vez, **apoiam o consumo privado a médio prazo**. Com base nos dados disponíveis, de acordo com o modelo da Fed de Atlanta, está a crescer a um ritmo de +0,5% no 1ºT25, uma **moderação esperada** após o forte crescimento de 4,2% no 4ºT24. A este respeito, é igualmente importante notar que, à medida que os dados foram sendo divulgados, a estimativa do modelo para o PIB do 1ºT25 mudou de +2,3% para -2,3%, uma alteração que gerou um ruído/volatilidade significativo nos mercados. No entanto, para esta alteração **pesou fortemente no valor das importações de janeiro**, com uma taxa de **crescimento de +28% em comparação com a queda de -1,3% no 4ºT24** e a média de +8,3% nos três trimestres anteriores. Ao ritmo atual, e dado que as importações subtraem no cálculo do PIB, **o contributo negativo para o PIB do sector externo dos EUA seria de -3,8%, o valor mais elevado em pelo menos os últimos quarenta anos**. Obviamente, tudo aponta para o facto de este crescimento histórico das importações seja uma **resposta preventiva da oferta** face ao aumento das tarifas, um sinal do impacto/disrupção que a incerteza está a causar nos agentes económicos, especialmente os internos.

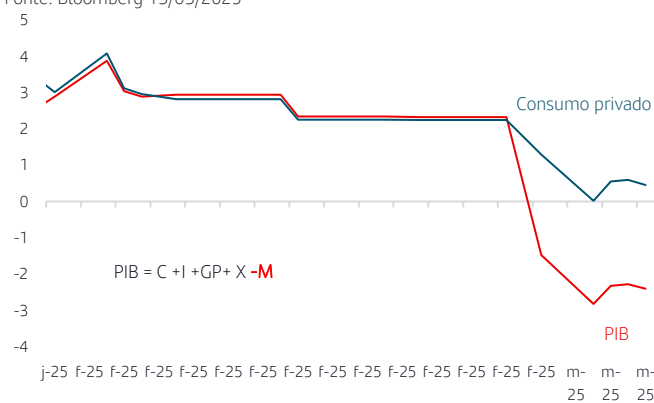
EUA: Condições de Crédito e Procura de Crédito

Fonte: Bloomberg 13/03/2025



EUA: Estimativas da Fed de Atlanta para o PIB e do Consumo Privado no 1ºT25

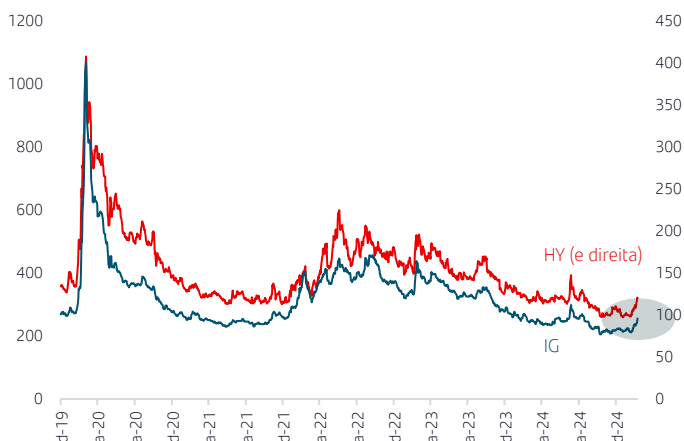
Fonte: Bloomberg 13/03/2025



A **incerteza** provocada pelas tarifas (juntamente com outros fatores domésticos, como o DOGE, o controlo da imigração e, atualmente, as negociações no Senado para obter os votos necessários para prolongar o orçamento federal até setembro) **estão a penalizar o sentimento dos investidores norte-americanos num contexto de valorizações exigentes dos índices acionistas e após dois anos consecutivos em que o S&P500 subiu mais de +20%**. Tudo isto num contexto em que o crescimento está a moderar, mas sem sinais de recessão, o que não é evidente noutros indicadores de mercado, como as previsões de **cortes da Fed** (até ao momento, em março, as previsões mantêm-se estáveis, com cerca de três cortes até 2025), **os spreads de crédito IG e HY** (que aumentaram minimamente e permanecem longe dos níveis que historicamente deram sinais de riscos para o setor empresarial) ou os **níveis de yields das obrigações de dívida pública**, que estão acima dos níveis de agosto-novembro de 2024.

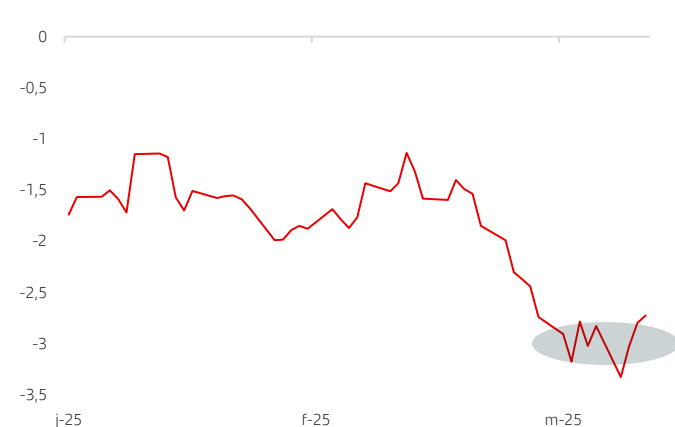
EUA: spreads de crédito IG e HY

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/03/2025



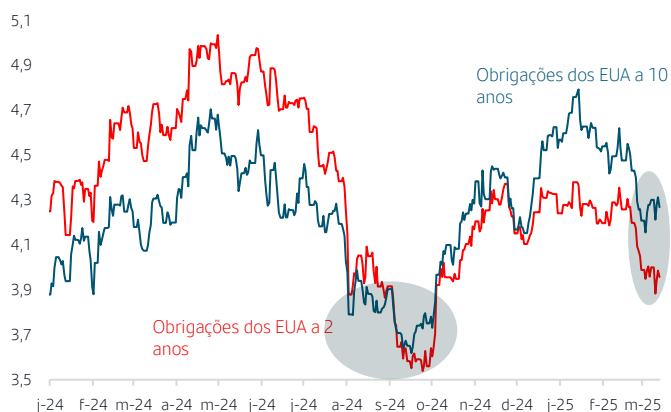
Fed: número de cortes estimado pelo mercado em 2025

Fonte: Bloomberg 13/03/2025



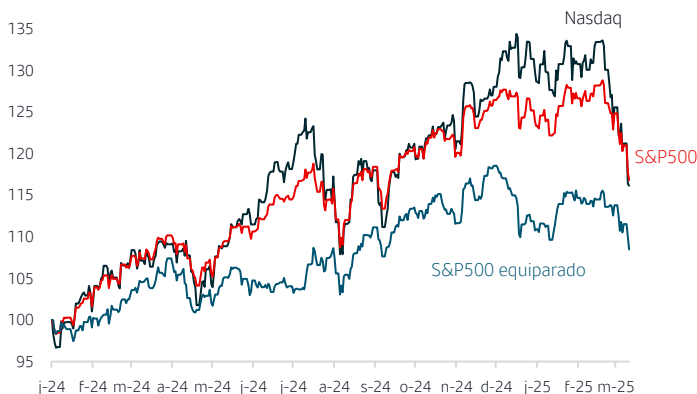
Yields das obrigações do governo dos EUA a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 13/03/2025



Evolução dos índices acionistas dos EUA em 2024

Fonte: Bloomberg 13/03/2025



2. Na Zona Euro, os fundamentais económicos e o sentimento dos investidores melhoram

Na Zona Euro, o **sentimento favorável dos investidores** no início do ano foi posteriormente impulsionado por sinais de um possível cessar-fogo na Ucrânia (embora o calendário e as condições de um acordo de paz permaneçam pouco claros, registou-se uma redução da incerteza geopolítica e uma descida dos preços da energia, o que beneficia o crescimento na UE) e as **surpresas positivas em alguns indicadores de crescimento e confiança** que apontam para uma reativação renovada, após meses de dados dececionantes e um crescimento de apenas +0,2% no 4ºT24.

Esta **mudança de narrativa, que favorece a economia e os mercados europeus em detrimento de uma visão mais cautelosa da economia dos EUA**, ganhou força desde o início de fevereiro. Mais tarde, teve um **impulso adicional** (e especialmente relevante pelo seu impacto duradouro ao longo do tempo) nos **planos da União Europeia para aumentar a despesa pública** (com um impacto de **+1,1%** do PIB) e especialmente da **Alemanha** (cujo aumento das despesas será de **+2,5%** do PIB, incluindo um fundo de investimento em infraestruturas de **500.000Mn€** em 10 anos). As medidas na Alemanha estão atualmente a ser examinadas no Bundestag em funções e serão votadas na terça-feira, 18, estas precisam de uma maioria de 2/3 para serem aprovadas. O **cenário central do mercado prevê a aprovação das medidas** (como se reflete no nível das **yields** das obrigações do governo alemãs a 10 anos, que continuaram mesmo a subir desde o histórico ajustamento em alta que se seguiu aos anúncios, situando-se agora em 2,85%).

Zona Euro: estímulos ou restrições da despesa pública anual (% PIB)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/03/2025



Alemanha: estímulos ou restrições da despesa pública anual (% PIB)

Fuente: Bloomberg 13/03/2025



Conclusões

- A **incerteza** gerada desde meados de fevereiro pela forma como a administração Trump tem gerido a política comercial **aumentou as tensões comerciais globais**, mas **está a afetar particularmente os EUA e o sentimento dos investidores** em alguns dos seus mercados internos, uma vez que são também acrescentadas **outras políticas internas** (como DOGE e controlo da imigração) que também podem prejudicar a dinâmica de crescimento. Tudo isto num contexto de **moderação lógica do ritmo do PIB**, dado o forte crescimento dos anos anteriores.
- Em contrapartida, o **sentimento dos investidores na Zona Euro tem vindo a melhorar desde o início do ano**, apoiado por sinais de alguma **melhoria no ritmo de crescimento e por uma diminuição do risco geopolítico** devido à possibilidade de um cessar-fogo na Ucrânia. Os **anúncios da UE e, especialmente, da Alemanha** de planos para aumentar a despesa pública **reforçaram esta visão**, tanto em termos do **montante** de fundos que serão atribuídos, como pela **mudança drástica de tom e compromisso** que representam em termos de implementação de estímulos fiscais.
- Tudo isto reflete-se numa **mudança de narrativa dos mercados que privilegiam a economia e os mercados europeus em detrimento de uma visão mais cautelosa da economia norte-americana e de alguns dos seus ativos internos**, enquanto se aguarda a definição de um **quadro estável de política comercial** e o avanço das **medidas de estímulo previstas no programa eleitoral** (nomeadamente, a redução de impostos).
- Assim, na nossa visão, **privilegiamos o mercado acionista europeu**, uma vez que **todos os fatores acima referidos lhe conferem um maior potencial de criação de lucros empresariais e de expansão dos múltiplos**. Esta visão favorável **estende-se ao euro**, que poderá continuar a valorizar face ao dólar, refletindo as boas perspetivas do mercado para a economia da Zona Euro.
- Num cenário em que se mantêm as **incertezas** e não se podem excluir episódios de volatilidade, confirma-se mais uma vez a **importância da diversificação e da gestão ativa dos investimentos**, adequando-os ao **perfil de risco** e respeitando sempre o **horizonte temporal** do investimento.

Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, whitehouse.com, Frankfurter Allgemeine, LSE I/B/E/S 13/3/2025

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 a 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.