

Nota de Mercados

Global Investments | 4 de abril 2025

A volatilidade marca o curto prazo após a subida das tarifas

- O aumento das tarifas anunciado pelo Presidente Trump na quarta-feira foi muito mais abrangente do que os investidores esperavam e está a provocar episódios de grande volatilidade nos mercados financeiros.
- A atenção está mais centrada no impacto que poderão ter no crescimento e na inflação dos EUA, o que se reflete no facto dos seus índices acionistas terem registado as maiores quedas na sessão de quinta-feira.
- Os fluxos são direcionados para as obrigações do governo, que estão a recuperar o seu tradicional estatuto de ativo de refúgio, confirmando a importância da diversificação. Os investidores estão também a aumentar as suas expectativas de cortes nas taxas da Fed e do BCE.

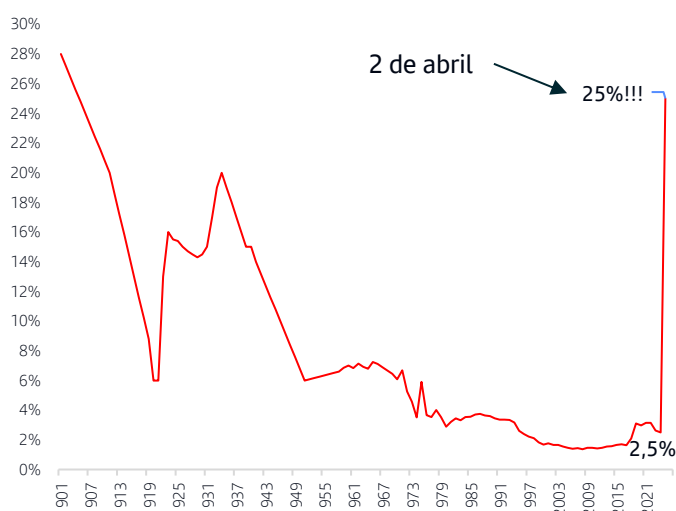
1. Os aumentos das tarifas anunciados a 2 de abril excederam as expectativas dos investidores e criam uma incerteza considerável quanto à extensão dos impactos.

A magnitude dos aumentos tarifários anunciados na quarta-feira excedeu as expectativas dos investidores, tanto em termos da dimensão dos aumentos como da extensão do seu impacto. Por exemplo, os investidores esperavam que, no caso de ser estabelecida uma tarifa universal, esta funcionasse como um nível máximo, mas o anúncio final foi de uma tarifa universal de 10%, mas que funcionaria como um nível mínimo acima do qual estabeleceram níveis muito mais elevados para países/áreas geográficas muito relevantes e com entrada em vigor quase imediata. Como se pode ver no gráfico, a aplicação de todas estas medidas colocaria a tarifa média dos EUA em 25% (em comparação com 2,4% no final de 2024), um nível que não se verificava desde 1906, embora nem a estrutura económica global nem o posicionamento das empresas nessa altura sejam comparáveis aos de hoje.

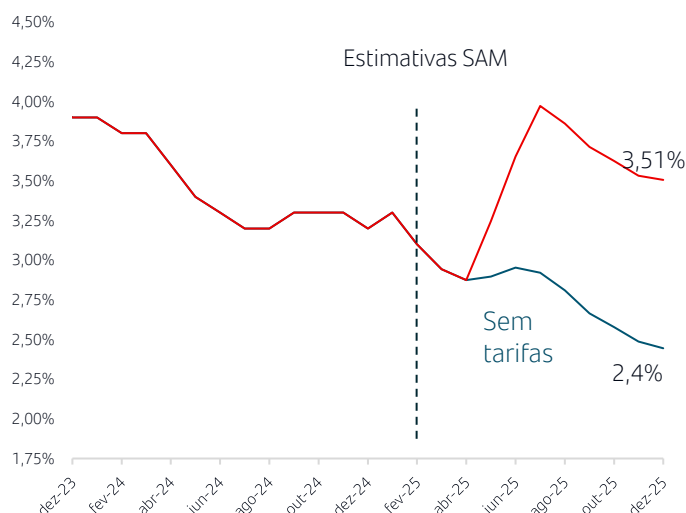
Assim, o anúncio não só aumenta muito significativamente a magnitude dos impactos que o mercado estava a prever para o crescimento e a inflação dos EUA, mas também o impacto na economia dos EUA no seu conjunto, senão torna mesmo substancialmente mais difícil que as estimativas sejam consideradas "definitivas" (uma dificuldade que aumenta logicamente quanto mais elevados forem os números) uma vez que, existem muitos fatores que não podem ser estabelecidos a priori: que parte do aumento de preços que a tarifa implica será absorvida pela empresa em causa e não será repercutida no comprador final? que impacto terá esta situação nas cadeias de abastecimento e como podem os países afetados reagir com contramedidas? etc... Assim, uma estimativa do impacto sobre a inflação nos EUA, como a apresentada no gráfico, resulta da formulação de hipóteses sobre a reação dos consumidores norte-americanos e das empresas afetadas, para as quais não existe ainda visibilidade, nem episódios anteriores desta magnitude que permitam estabelecer medidas de referência.

EUA: Tarifa média desde 1900

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 03/04/2025



Inflação core nos EUA : cenário potencial



2. Os fundamentais da economia dos EUA e fatores de médio prazo fornecem apoio para evitar uma deterioração profunda e prolongada do crescimento

Embora seja de esperar que possam ser abertos períodos de negociação com os países afetados, o facto é que o foco do mercado continua a ser o potencial impacto na economia dos EUA em termos de crescimento e inflação, incorporando progressivamente o risco de entrar em recessão; esta situação reflete-se na volatilidade muito elevada dos seus mercados financeiros e no facto dos seus índices acionistas terem registado as maiores quedas na quinta-feira.

O aumento das tarifas acentua claramente o abrandamento do crescimento dos EUA, mas os seus fundamentais e os fatores de médio prazo permitem evitar uma deterioração profunda e prolongada do crescimento económico. Há que ter em conta o ponto de partida da economia americana, que não tem nenhum dos desequilíbrios que tradicionalmente conduzem a uma recessão e para o qual o consenso esperava um crescimento de 2% este ano:

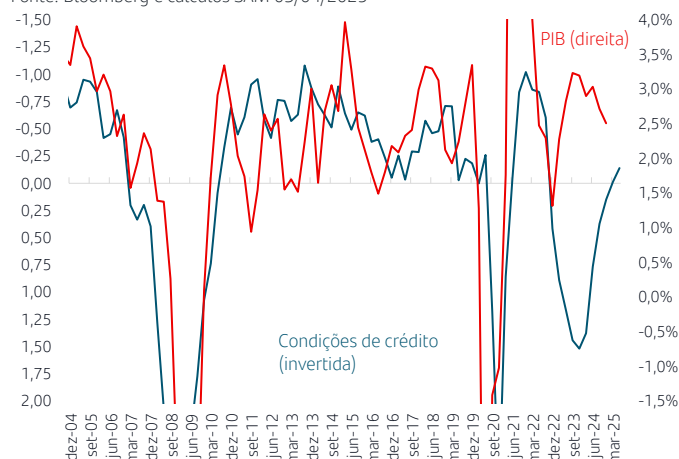
- O setor privado (famílias e empresas) encontra-se numa situação saudável: não estão endividados. As famílias continuam a gerar capacidade de poupança, acrescentando à poupança acumulada de anos anteriores; numa situação de crescimento moderado e de aumento da inflação, têm a capacidade de consumir versus poupar, um comportamento que tem sido tradicionalmente observado no consumidor norte-americano. No caso das empresas, os lucros empresariais estão a crescer a um ritmo muito favorável, o que constituiria um apoio ao investimento.
- As condições de crédito têm vindo a abrandar nos últimos meses, refletindo os cortes nas taxas da Fed e um sector privado saudável, um fator que, por sua vez, apoia o crescimento económico.

Adicionalmente, é igualmente importante ter em conta os fatores que, a médio prazo, podem favorecer o crescimento dos EUA:

- **Reduções nas taxas da Fed:** apesar de todas as análises implicarem um aumento da inflação nos EUA. Devido ao impacto das tarifas, os investidores estão atentos ao duplo mandato da Fed: controlar a inflação e promover o crescimento económico e o pleno emprego. Assim, o mercado está a aumentar o número de reduções previstos pela Fed (assumindo que agirá rapidamente se houver sinais importantes de deterioração económica, como aconteceu em 2019 devido aos impactos da guerra comercial do primeiro mandato de Trump) e previu um corte de 100p.b. para este ano, a partir da reunião de junho.
- **Eleições intercalares nos EUA:** outro fator a ter em conta é o impacto do ciclo político na aplicação das políticas económicas do governo. É importante notar que, em novembro de 2026, irão realizar-se, nos EUA, as chamadas eleições intercalares, nas quais será renovada a totalidade da Câmara dos Representantes e cerca de um terço do Senado. A Administração Trump goza atualmente de uma maioria republicana em ambas as câmaras: a) por um lado, permitir-lhe-á levar a cabo as medidas de estímulo fiscal às famílias e às empresas anunciadas no programa eleitoral (e sobre os quais existem provas de que estão a decorrer negociações) bem como medidas de desregulamentação em sectores importantes da economia; b) por outro lado, a sua aspiração será a de renovar essas maiorias (especialmente tendo em conta que têm a experiência de ter perdido a maioria na Câmara dos Representantes no seu mandato anterior, em novembro de 2018); o que dá margem para esperar que a administração Trump implemente medidas, mesmo adicionais às anunciadas durante a campanha, para estimular o crescimento económico.

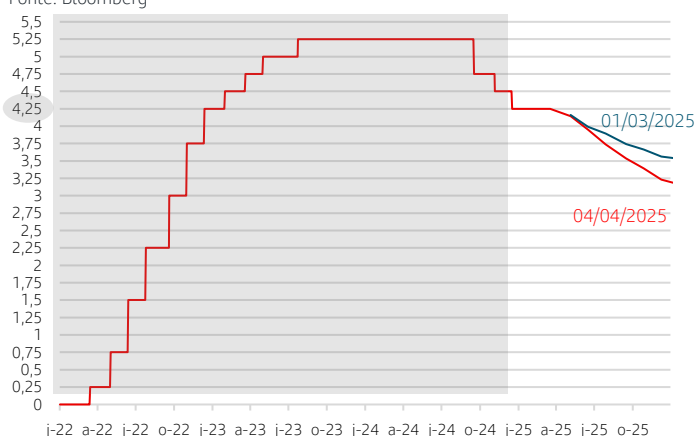
EUA: PIB e condições de crédito agregadas

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 03/04/2025



Futuros sobre a taxa dos Fed Funds (limite inferior)

Fonte: Bloomberg

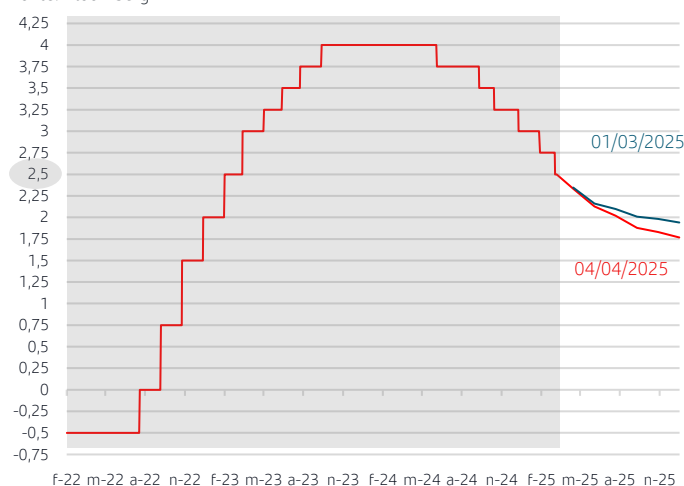


3. Zona Euro: o BCE continuará a baixar as taxas e os estímulos orçamentais já foram aprovados

Embora os aumentos tarifários tenham impacto nas empresas e setores da Zona Euro, há que ter em conta que, neste caso, já estão em curso medidas de política económica para apoiar o crescimento. A boa evolução da inflação (que voltou a moderar em março para 2,4%, já muito próximo do objetivo do BCE) permitirá ao BCE continuar a baixar as taxas e, de facto, o mercado descontou uma nova descida para este ano, o que colocaria a taxa de depósito em 1,75% em dezembro. Adicionalmente, a Alemanha já ultrapassou todos os requisitos institucionais para implementar os ambiciosos planos fiscais anunciados pelo novo governo, que irão aumentar o PIB em 2,5%. Além disso, no contexto atual, é necessário considerar a possibilidade de existirem planos adicionais, tanto por parte da UE como de diferentes países da região, para favorecer o crescimento e atenuar os impactos das tarifas e do abrandamento dos EUA. Esta previsão pode ser alargada a outros países, sem esquecer que a China anunciou recentemente novos estímulos orçamentais.

Expectativas da taxa Depo com base nos Forwards €STRN

Fonte: Bloomberg



Alemanha: estímulos ou restrições anuais à despesa pública (%PIB)



Conclusões

- Os anúncios de tarifas de quarta-feira (muito superior às previsões do mercado em quantidade e amplitude) provocaram um aumento acentuado da incerteza quanto ao seu impacto no cenário macroeconómico dos EUA (crescimento e inflação), que é atualmente o principal foco para os investidores.
- No nosso cenário central, o aumento das tarifas acentua claramente o abrandamento do crescimento dos EUA, mas os seus fundamentais (setor privado saudável e condições de crédito) e fatores de médio prazo (reduções da Fed e eleições intercalares) fornecem-lhe o apoio necessário para evitar uma deterioração profunda e prolongada do crescimento económico. No caso da Zona Euro, esperamos que os cortes nas taxas do BCE continuem e que os estímulos fiscais anunciados comecem a ser implementados, favorecendo o crescimento económico.
- A curto prazo, não é provável que a incerteza quanto aos impactos seja eliminada, o que se reflete na elevada volatilidade dos mercados financeiros e, em particular, dos ativos dos EUA. Esta situação é acentuada pela probabilidade de anúncios de contramedidas, como o anúncio da China, na manhã de sexta-feira, de uma tarifa adicional de 34% sobre todos os bens dos EUA a partir de 10 de abril, o que acentuou as quedas nas bolsas europeias e nos futuros dos EUA.
- Em momentos como estes, a diversificação e a gestão ativa, adequadas ao perfil de risco, tornam-se ainda mais importantes. A este respeito, para o curto prazo nas posições em ações aumentamos a cautela e o viés defensivo que já temos vindo a aplicar e com preferência por setores defensivos versus cíclicos, estilo de investimento de

valor vs. crescimento e estratégias de baixa volatilidade. Em termos relativos, privilegiamos as ações europeias num contexto de planos de estímulo orçamental, baixo posicionamento dos investidores, avaliações menos exigentes, maior visibilidade nas reduções do BCE e margem para políticas internas que favoreçam o crescimento económico. A médio prazo, mantemos uma visão construtiva sobre as ações, embora seja necessário dissipar as incertezas atuais para favorecer posições adicionais.

- Nos mercados obrigacionistas, diversificamos em obrigações governamentais pelo seu papel como ativo de refúgio em momentos como a atual, mantendo ao mesmo tempo uma visão favorável do crédito empresarial IG de menor *duration* e maior qualidade.
- Em termos de divisas, continuamos a favorecer o euro face ao dólar, uma vez que, ainda pode beneficiar da atual conjuntura e continuar a valorizar-se face ao USD. Também favorecemos o iene devido à visibilidade dos seus fundamentais e à sua natureza defensiva em episódios de elevada volatilidade do mercado.
- A manutenção do horizonte temporal dos investimentos é fundamental, uma vez que, em momentos marcados por episódios de volatilidade que superam as médias recentes, os ativos tendem a movimentar-se de forma extrema e não estão ligados aos fundamentais.

Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, whitehouse.com, LSE I/B/E/S 04/04/2025 13:45h CET

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 segurados 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.