

Nota de Mercados

Global Investments | 6 de junho 2025

1. Tarifas
2. *One Big Beautiful Bill*
3. Taxa de depósito em 2%
4. Conclusões

As tarifas e a política fiscal de Trump. Mantemos uma posição cautelosa

- A política tarifária de Trump continua a centrar a atenção do mercado. Embora a redução das tensões da guerra comercial ainda esteja em curso, os agentes económicos continuam a debater-se com a incógnita de qual será o nível final das tarifas. Esta situação foi agravada pelo início de um processo judicial: processos longos e complexos que aumentam a incerteza.
- À frente comercial juntou-se a frente fiscal. A nova legislação fiscal em discussão (*One Big Beautiful Bill*) conduzirá a um aumento significativo do défice orçamental na próxima década e reabre o debate sobre a sustentabilidade da dívida dos EUA.
- Neste contexto, mantemos uma posição cautelosa nos ativos de risco, com uma preferência relativa nos europeus.

1. Tarifas: em que ponto estamos?

De acordo com nossas estimativas, a tarifa média dos EUA está atualmente na zona de 14%. Estes cálculos têm em conta, em termos gerais:

- tarifas de 25% sobre o México e o Canadá para produtos não incluídos no Acordo Comercial (T-MEC/USMCA); negociações em curso sem data específica para conclusão;
- tarifa de 30% sobre a China; negociações em curso até 31 de agosto;
- tarifa de 10% para o Reino Unido e isenções seletivas nas tarifas setoriais; as negociações foram concluídas, mas ainda não foi assinado um tratado formal;
- tarifa recíproca de 10% para todos os outros países; negociações em curso até 9 de julho;
- tarifas setoriais: 25% sobre alumínio, aço, automóveis e peças de automóvel;
- sectores atualmente isentos de tarifas: produtos farmacêuticos, semicondutores, PCs e eletrónica de retalho.

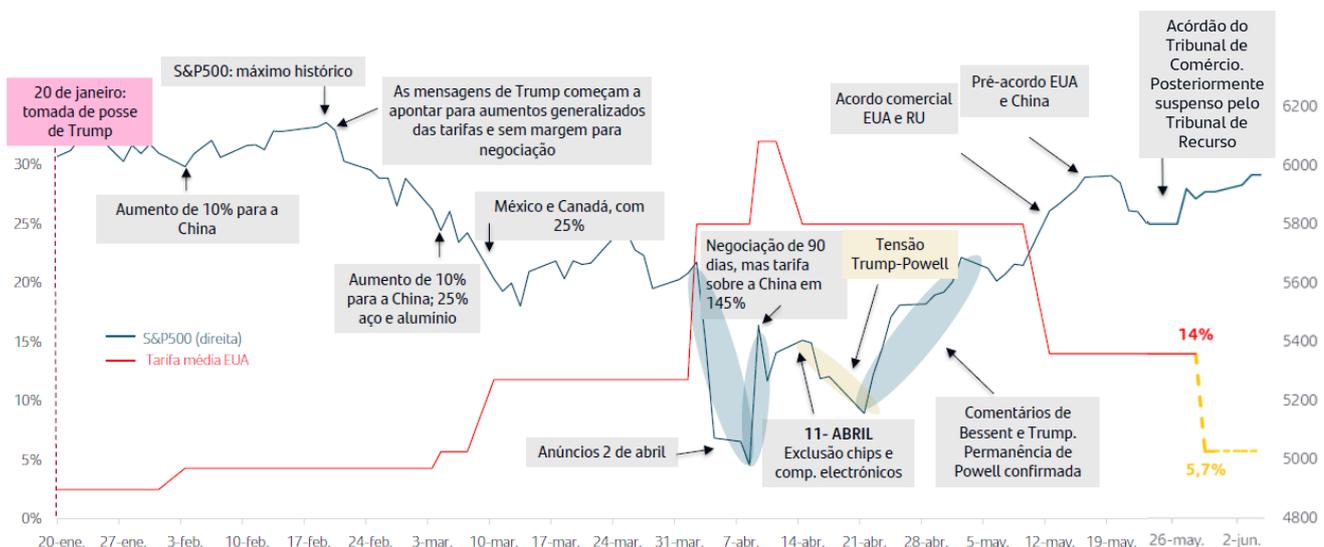
Para além das negociações em curso, há agora um novo foco de atenção: os processos judiciais iniciados, que são longos e complexos:

- a 28 de maio, o Tribunal do Comércio Internacional pronunciou-se contra os aumentos de tarifas para os países e, de acordo com esta decisão, apenas os aumentos de tarifas setoriais estarão em vigor: o que colocaria a tarifa média dos EUA em 5,7%;
- um dia depois, o Tribunal de Recurso do Circuito Federal aceitou a petição da Administração Trump e suspendeu a decisão do Tribunal de Comércio até analisar o recurso e decidir sobre a decisão. Por conseguinte, a tarifa média de 14% ainda está atualmente em vigor.

Embora pareça claro que os níveis máximos das tarifas já passaram, (que tem sido fortemente refletido pelo sentimento dos investidores), a redução aponta para uma tarifa média entre 10% e 15% (muito superior ao ponto de partida de 2,6%) e os processos judiciais acrescentam incerteza às negociações em curso. A incerteza afeta tanto o nível final das tarifas como a data em que esta questão pode ser encerrada, continuando a penalizar a confiança dos consumidores e das empresas.

Principais anúncios sobre tarifas: impacto na evolução do S&P500 vs impacto na tarifa média dos EUA.

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 04/06/2025



2. One Big Beautiful Bill Act (OBBB): principais medidas e impactos

O novo projeto de lei fiscal em discussão, *One Big Beautiful Bill*, engloba a maioria das medidas fiscais que Trump incluiu no seu programa eleitoral e, em particular, prevê a prorrogação permanente dos principais elementos da Lei dos Cortes Fiscais e do Emprego de 2017 (Lei de Cortes de Impostos e Empregos – TCJA), aprovada durante o seu primeiro mandato e que tinha uma duração limitada até ao final de 2025. A lei OBBB inclui outras medidas que também afetam a diminuição das receitas/aumento das despesas (isenção fiscal para gorjetas e pagamento de horas extraordinárias; aumento das deduções estatais e locais; aumento do apoio aos filhos menores; aumento das despesas com a Defesa, o Interior e a Justiça). De acordo com as estimativas do Gabinete do Orçamento do Congresso (CBO), tudo isto representa uma “diminuição das receitas/aumento das despesas” de 3,77 biliões de dólares ao longo de 10 anos.

Numa tentativa de atenuar esta situação, a lei inclui também “aumentos de impostos/cortes nas despesas” (estes últimos, principalmente em gastos com saúde, Medicaid e redução de isenções e incentivos sobre energia limpa incluídos no IRA de Biden). No total, de acordo com o CBO, representam uma redução de despesas de 1,46 biliões de dólares ao longo de 10 anos.

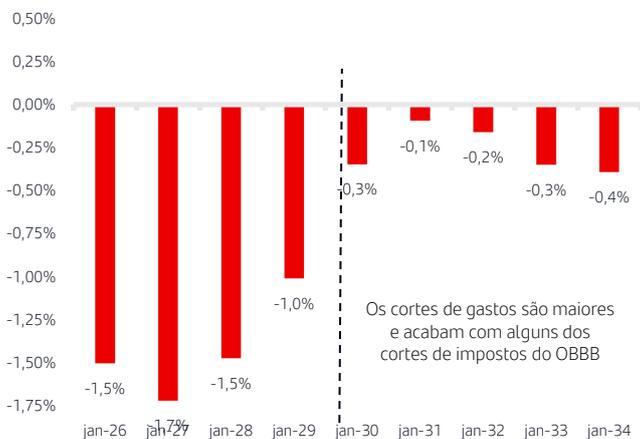
Uma vez que a “redução das receitas/aumento das despesas” supera de longe o “aumento dos impostos/redução das despesas”, será necessário aumentar a emissão de dívida pública e, conseqüentemente, aumentar os pagamentos de juros num montante que o CBO estima em 750 mil milhões de dólares.

Em resultado desta lei, o já elevado défice público nos Estados Unidos agravar-se-ia substancialmente. De acordo com os cálculos do CBO:

- o défice público dos EUA aumentará, ao longo de 10 anos, em 3,1\$ biliões (+1,46Bn-3,77Bn-0,75Bn);
- o défice público atingirá 7,1% do PIB em 2034, em comparação com 6,1% na ausência desta lei;
- em 2026, o projeto de lei eliminaria o impacto desfavorável no consumo privado que teria resultado dos aumentos automáticos de impostos decorrente do fim da TCJA 2017.

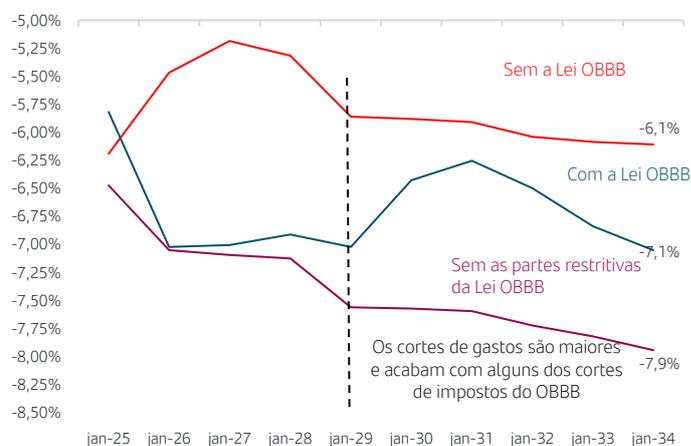
EUA: impacto anual da lei OBBB no défice (% do PIB)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



EUA: Cenários da evolução do défice (% do PIB)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



A aprovação da Lei OBBB na Câmara dos Representantes provocou uma elevada volatilidade na parte longa da curva dos EUA e a *yields* das obrigações do governo a 30 anos subiu rapidamente para os níveis mais elevados desde 2007. Apesar de a maior parte das medidas da lei constarem do programa eleitoral de Trump, os investidores estavam a descontar que a lei incluiria mais cortes na despesa e, por conseguinte, teria menos impacto no défice. Além disso, no cenário atual, em que as tarifas já são uma fonte muito importante de incerteza, os ativos dos EUA reagem com maior sensibilidade a qualquer nova alteração nas variáveis económicas internas. De qualquer forma, a lei mais uma vez coloca o foco no alto défice fiscal nos EUA e na ausência de medidas para redirecioná-lo. Esta situação exerce uma pressão ascendente sobre o prémio de risco das obrigações do governo dos EUA e torna-as mais sensíveis a potenciais episódios de volatilidade, ao mesmo tempo que enfraquece o seu papel de ativo de refúgio em períodos de incerteza do mercado, quando os investidores optam por reduzir o risco.

Relativamente aos próximos prazos legais, a Lei OBBB está agora no Senado, onde o partido Republicano também tem a maioria e não se esperam alterações relevantes, e a versão final terá de passar novamente pela Câmara para aprovação final. Tendo em conta os prazos, o mercado acredita que este objetivo pode ser alcançado antes de 27 de julho, data do início das férias de verão.

3. Zona Euro: os dados continuam a surpreender pela positiva e a taxa de depósito está nos 2%

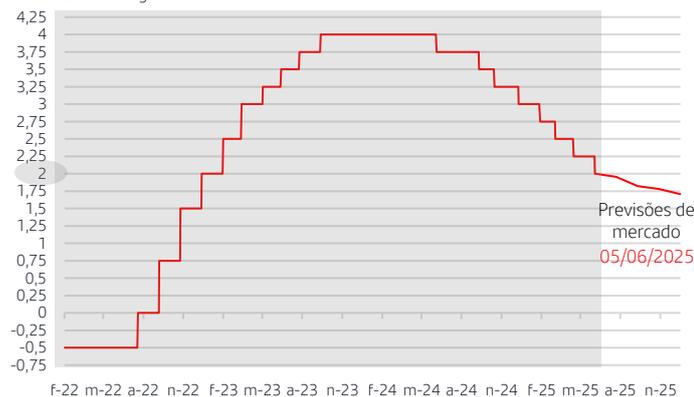
Do ponto de vista das narrativas de mercado, a situação na Zona Euro (alguma retoma do crescimento e estímulos orçamentais históricos na Alemanha: “menos para mais”) continua a ser mais favorável do que nos EUA (abrandamento mais acentuado do que o previsto e, por conseguinte, “mais para menos”).

De um modo geral, os indicadores divulgados na Zona Euro continuam a surpreender positivamente. O crescimento da Alemanha no 1T25 foi revisto em alta de 0,2% para 0,4% e a desagregação revelou um crescimento de 0,5% no consumo privado, o ritmo mais forte dos últimos dois anos. Na sua reunião de junho, o BCE publicou a sua análise trimestral do quadro macroeconómico e manteve a sua previsão do PIB para este ano em 0,9%: face ao impacto negativo das tarifas, a economia será apoiada pelo investimento público na defesa e nas infra-estruturas, enquanto o aumento dos rendimentos reais e um mercado de trabalho forte permitirão às famílias gastar mais, em conjugação com condições de financiamento mais favoráveis. A autoridade monetária reiterou também que a inflação se encontra atualmente em torno do seu objetivo de médio prazo de 2% e manteve a previsão da inflação core média para 2026 em 1,9%.

Neste contexto, o BCE optou novamente por reduzir as taxas em -25 pb, o que coloca a taxa de depósito em 2%, o nível mais baixo desde dezembro de 2022. Na conferência de imprensa, e após repetidas perguntas dos jornalistas sobre o nível final da taxa de depósito, Lagarde salientou que “o BCE está a aproximar-se do fim do ciclo de redução das taxas”. Esta declaração estaria em linha com a posição geral do mercado e também com a nossa estimativa: uma nova descida para 1,75% da taxa de depósito, que o mercado prevê para setembro-outubro. Os investidores que previam uma redução mais acentuada para 1,5% realizaram lucros, o que conduziu a uma recuperação das yields, nomeadamente, das obrigações do governo alemão a 2 anos.

BCE: Expectativas da taxa Depo com base nos Forwards €STRN

Fonte: Bloomberg



Alemanha: yields das obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 05/06/2025



Conclusões

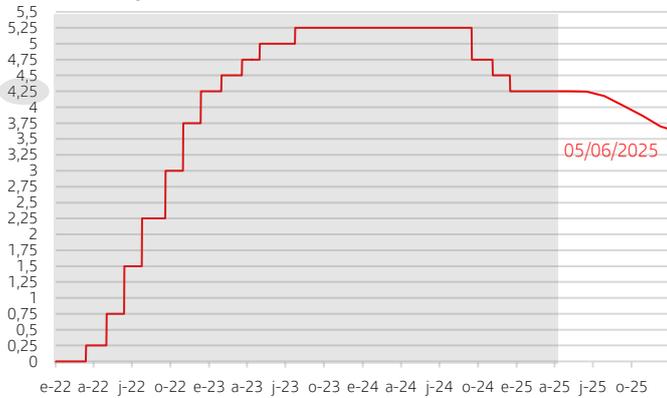
- A redução das tensões da guerra comercial continua, mas os agentes económicos continuam a enfrentar a incerteza de qual será o nível final das tarifas. Esta situação foi agravada pela abertura de processos judiciais, que são processos longos e complexos que aumentam a incerteza.
- Esta incerteza continua a penalizar a confiança das famílias e das empresas e a afetar as suas decisões de consumo e de investimento, para além do impacto direto que o aumento das tarifas terá no crescimento.
- À frente comercial somou-se a frente fiscal. A nova lei fiscal em discussão (One Big Beautiful Bill) conduzirá a um aumento significativo do défice orçamental na próxima década e reabre o debate sobre a sustentabilidade da dívida dos EUA.
- Esta situação exerce uma pressão ascendente sobre o prémio de risco das obrigações governamentais dos EUA e torna-os mais sensíveis a potenciais episódios de volatilidade ao mesmo tempo, enfraquece o seu papel de ativo de refúgio em períodos de incerteza do mercado, em que os investidores optam por reduzir o risco.
- Estas incertezas levam-nos a manter um tom cauteloso no apetite pelo risco. Por isso, mantemos uma posição defensiva nas carteiras e as recentes decisões judiciais reforçam a nossa visão de esperar níveis de entrada no mercado mais atrativos.
- Dentro da nossa visão cautelosa sobre as ações, continuamos a favorecer a Europa, onde os dados económicos continuam a mostrar melhorias e esperamos que as medidas fiscais na Alemanha impulsionem o crescimento; a isto junta-se um ambiente claro de inflação que permitiu ao BCE continuar a baixar taxas que já se encontram em território neutro, de acordo com a sua própria definição.

- Nas obrigações, mantemos a nossa preferência pelo crédito *investment grade*, de baixa duração e de elevada qualidade, uma vez que o sector empresarial continua a mostrar força e o *carry* é atrativo. Mantemos a nossa diversificação para as obrigações do governo da Zona Euro devido ao seu carácter de ativo de refúgio.
- Paralelamente, continuamos a favorecer o euro e o ouro, pois acreditamos que ambos estão mais bem alinhados com a atual conjuntura macroeconómica e com a incerteza persistente quanto à sustentabilidade das alterações da política comercial dos EUA.
- A importância da diversificação e da gestão ativa adequada ao perfil de risco continua a ser fundamental. Continuamos a aproveitar estes momentos para gerir ativamente estratégias de cobertura e opções sobre ativos financeiros.
- A manutenção do horizonte temporal dos investimentos é fundamental porque, em momentos de episódios de volatilidade que superam as médias recentes, os ativos tendem a apresentar movimentos extremos que não estão ligados aos fundamentos.

Gráficos de Mercados

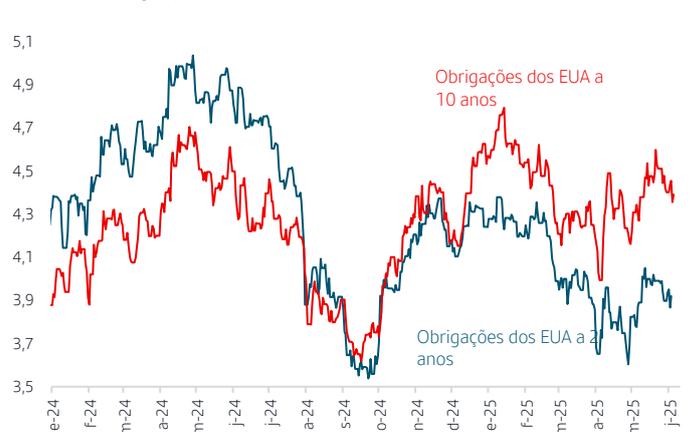
Fed: Futuros sobre a taxa dos Fed Funds (limite inferior)

Fonte: Bloomberg



EUA: yields das obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 05/06/2025



Evolução do mercado acionista desde 2025

Fonte: Bloomberg 05/06/2025



Dólar/euro e Dólar/Yen

Fonte: Bloomberg 05/06/2025



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.