

Nota de Mercados

Global Investments | 17 de junho 2025

1. Conflito Israel-Irão: análise, impacto e diferenças em relação à invasão da Ucrânia
2. EUA: inflação, tarifas e reunião da Fed
3. Conclusões

A geopolítica continua no centro das atenções

- Os ataques de Israel ao Irão tiveram um impacto no preço do petróleo e aumentaram o seu prêmio de risco. No entanto, a situação difere substancialmente da que se verificou após a invasão da Ucrânia e, no nosso cenário central, não prevemos que conduza a uma espiral inflacionista que altere a trajetória da inflação core na Zona Euro ou nos EUA.
- A tarifa média nos EUA manter-se-á em 14% até, pelo menos, 31 de julho e os aumentos já se refletem nas receitas das tarifas. Continuamos a esperar picos ocasionais de inflação nos próximos meses.
- Mantemos uma posição cautelosa em ativos de risco, especialmente em ações.

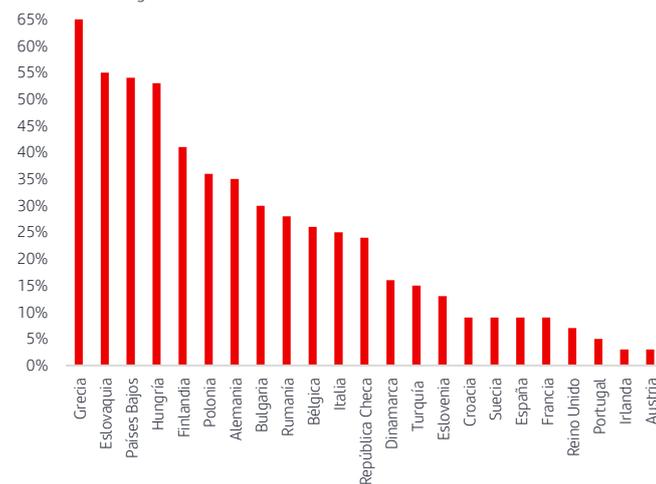
1. Conflito Israel-Irão: principais diferenças em relação à invasão da Ucrânia

Na sequência dos ataques de Israel ao Irão, a reação mais direta dos mercados foi a subida de +7% dos preços do petróleo. Isto poderia ter as mesmas consequências que a invasão da Ucrânia teve sobre os preços da energia e a trajetória da inflação na Europa e nos EUA. Contudo, de acordo com a nossa análise, existem diferenças fundamentais entre as duas situações e não esperamos que o contexto atual conduza a uma ronda de pressões inflacionistas significativas e duradouras ao longo do tempo. Os motivos são:

- em 2021, a Rússia produzia 40% do gás natural consumido na Europa e a sua produção de petróleo representava 7% da oferta mundial; a invasão da Ucrânia desencadeou rapidamente sanções históricas sobre a produção de energia russa, o que levou a uma interrupção extrema no fornecimento global e, portanto, nos preços dessas matérias-primas. Os países europeus demoraram meses a restabelecer as suas fontes de energia e a UE chegou mesmo a impor um encerramento temporário de parte da produção industrial para evitar a escassez; tudo isto num período em que ainda existiam pressões inflacionistas devido às perturbações que a Covid-19 tinha causado nas cadeias de abastecimento;

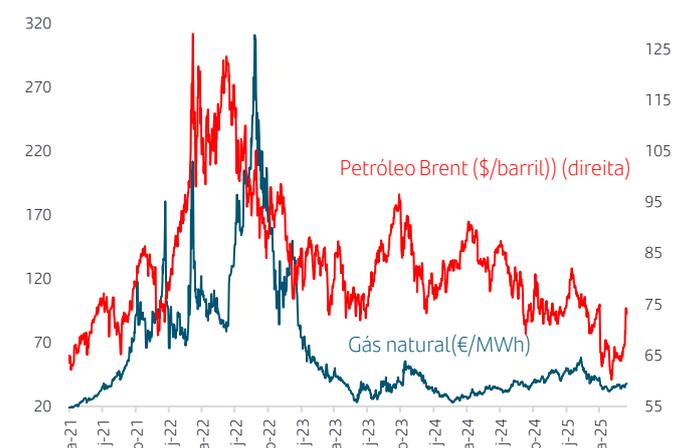
Pré-invasão da Ucrânia: % de gás natural, petróleo e carvão russos em relação às necessidades energéticas de cada país

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



Preço do petróleo bruto Brent e do gás natural europeu

Fonte: Bloomberg 16/06/2025



- no caso do Irão, as sanções contra a sua produção de energia começaram logo em 2010, o que levou à sua progressiva perda de peso na oferta mundial; atualmente, no mercado do petróleo bruto, representa apenas 1% da oferta mundial e o seu principal comprador é a China; no mercado do gás, representa apenas 0,4% da oferta mundial e os seus clientes são a Turquia e o Iraque;
- por outro lado, até ao momento não há provas de que os ataques ao Irão tenham afetado as instalações energéticas, pelo que não haveria qualquer interrupção no fornecimento de energia aos seus principais clientes..

O peso mínimo do Irão no abastecimento energético mundial contrasta com o papel desempenhado pela Rússia antes da invasão da Ucrânia, pelo que este conflito não altera o mercado mundial em termos de oferta e procura. O aumento do preço do petróleo bruto reflete a reação do mercado, que acrescenta um prêmio de risco ao preço pelos impactos adicionais que podem surgir desta situação, como a interrupção do tráfego de petróleo bruto através do Estreito de Ormuz.

Nos nossos cenários de investimento, estas possibilidades são cenários extremos (tal como uma rápida redução da tensão na zona), ou seja, têm uma probabilidade reduzida. O nosso cenário central prevê picos ocasionais no preço do petróleo bruto enquanto durarem estas tensões, mas que não irão gerar uma espiral inflacionista nos restantes preços da economia, ou seja, na inflação core, que é a que é controlada pelos Bancos Centrais, em particular pela Fed e o BCE. A este respeito, ao referido anteriormente devemos acrescentar:

- a inflação core na Zona Euro tem estado há meses numa trajetória consistente de moderação, o que é confirmado pelos cortes progressivos do BCE, que praticamente completou o ciclo de descida das taxas de juro;
- nos EUA, a inflação core retomou a sua trajetória de moderação nos últimos meses e os picos ocasionais que prevemos seriam provocados pelo aumento das tarifas, como desenvolvido na secção seguinte.

2. EUA: surpresa positiva na inflação de maio, situação atual da política tarifária e reunião da Fed

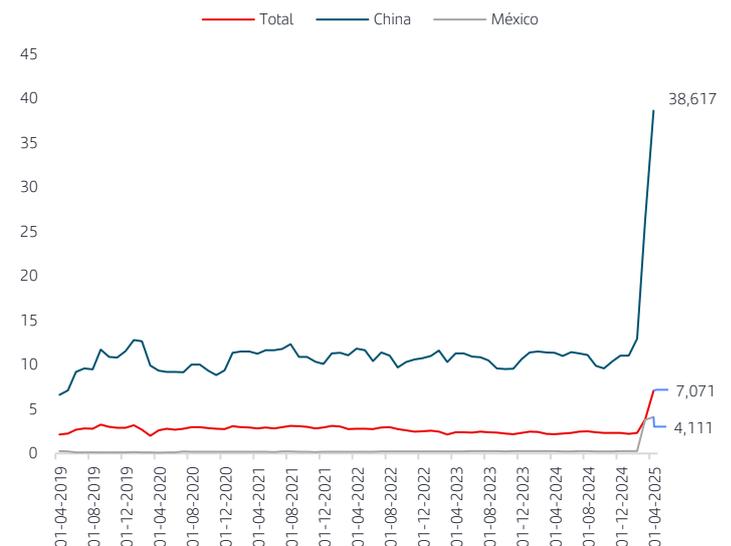
De facto, a inflação core dos EUA de maio surpreendeu positivamente com um aumento mensal de apenas 0,13%, em comparação com os 0,3% previstos. Adicionalmente, este bom desempenho veio tanto dos serviços (+0,17%) quanto dos bens (-0,04%). Assim, pelo quarto mês consecutivo, a evolução mensal situa-se em torno ou abaixo de +0,2%, o que permite estabelecer que as pressões inflacionistas subjacentes dos meses anteriores, que levaram a Reserva Federal, em dezembro passado, a iniciar uma pausa na redução das taxas, se atenuaram.

O comportamento da inflação de maio mostra que, até à data, não se verificou qualquer repercussão dos aumentos das tarifas nos preços no consumidor. No entanto, os dados relativos à receita tarifária confirmam que as tarifas em vigor são cada vez mais elevadas. Como se pode ver no gráfico, e com base nas receitas tarifárias, a tarifa média dos EUA aumentou de 2,3% para 7% e, em particular, as tarifas sobre a China aumentaram da zona dos 10% para mais de 38%. Estes aumentos são coerentes com as ordens executivas assinadas pelo Presidente Trump e ainda têm potencial de crescimento, uma vez que muitas das encomendas que ainda estão a chegar às alfândegas foram efetuadas antes de as ordens executivas entrarem em vigor.

A este respeito, e dado que o Tribunal de Recurso suspendeu, pelo menos até 31 de julho, a anulação das tarifas impostas aos países, o certo é que a tarifa média dos EUA é atualmente de cerca de 14%, assim, à medida que os bens encomendados com as novas tarifas já em vigor entrarem, sofrerão o aumento do referido imposto.

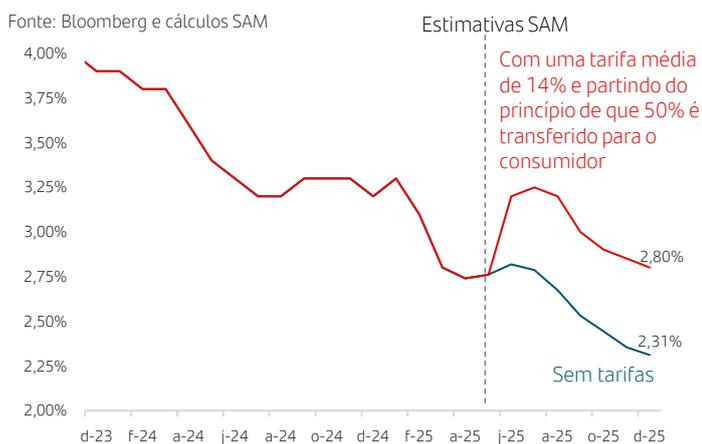
Tarifa efectiva dos EUA: total, China e México

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



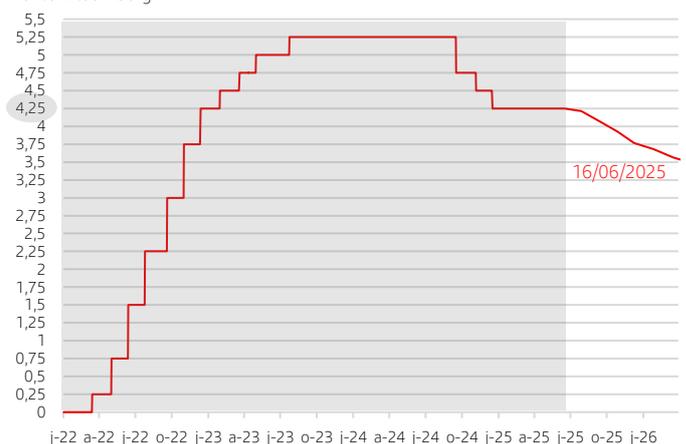
EUA: inflação core e estimativas (dados mais recentes: maio)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



Futuros sobre a taxa dos Fed Funds (limite inferior)

Fonte: Bloomberg



É por isso que, nas nossas estimativas, continuamos a assistir a aumentos pontuais da inflação *core* nos EUA, à medida que parte da tarifa é repercutida nos preços finais. Neste sentido, uma repercussão de 50% deste aumento faria com que a inflação *core* aumentasse nos primeiros meses para a zona dos 3,25%, antes de abrandar para cerca de 2,8%.

Neste contexto, realiza-se nesta quarta-feira a reunião da Fed. Tal como esperado pelo mercado, as nossas previsões também não apontam para qualquer alteração das taxas de juro. As atenções centram-se na atualização das previsões macroeconómicas e nas suas previsões de taxas de juro para este ano e para o próximo (**dots map**). As palavras e indicações de Powell sobre como a Fed está a avaliar os riscos no seu duplo objetivo, inflação e crescimento, ajudarão os investidores a avaliar a trajetória futura das taxas. As nossas previsões continuam a apontar para cortes nas taxas a partir da última parte do ano, quando os sinais de moderação do crescimento se tornarem mais claros e os impactos nos preços das tarifas mais elevadas já se tiverem feito sentir. De acordo com a nossa previsão, as taxas devem baixar cerca de -75pb e o terceiro corte poderá ocorrer já em 2026.

Conclusões

- Os ataques de Israel ao Irão tiveram um impacto nos preços do petróleo, aumentando o prémio de risco que poderá manter-se durante algum tempo. No entanto, a situação difere substancialmente da que se verificou após a invasão da Ucrânia e, no nosso cenário central, não prevemos que conduza a uma espiral inflacionista que altere a trajetória da inflação *core* na Zona Euro ou nos EUA.
- A inflação de maio nos EUA surpreendeu positivamente. No entanto, os dados das receitas tarifárias confirmam que os aumentos das tarifas aprovados em sucessivas ordens executivas estão a ser progressivamente implementados. As nossas estimativas continuam a prever aumentos pontuais da inflação nos EUA nos próximos meses, à medida que alguns destes aumentos são repercutidos nos preços finais.
- A Fed reúne-se nesta quarta-feira e, em linha com o mercado, não esperamos alterações nas taxas. A atenção estará na atualização das previsões macroeconómicas e das taxas de juro oficiais (**dots map**). No nosso cenário central, esperamos que a Fed comece a reduzir as taxas na parte final do ano, quando os sinais de abrandamento económico se tornarem mais consistentes e a maior parte do impacto do aumento das tarifas sobre a inflação já tiver ocorrido.
- Neste contexto, as incertezas persistem e observa-se também que o aumento das tarifas nos EUA ainda está em curso. A atual tarifa média de 14% implica uma contração fiscal de cerca de 1,4% do PIB, o que acentuará a moderação do crescimento. Assim, mantemos um tom cauteloso no apetite ao risco e uma posição defensiva nas carteiras enquanto se aguardam níveis de entrada no mercado mais atrativos.
- Como parte da nossa visão cautelosa sobre as ações, continuamos a favorecer a Europa, enquanto nas obrigações a nossa preferência é pelo crédito *investment grade* de baixa *duration* e elevada qualidade de crédito, uma vez que o sector empresarial continua a mostrar força e o *carry* é atrativo. Mantemos a nossa diversificação em obrigações governamentais da Zona Euro como um ativo de refúgio.
- Paralelamente, continuamos a favorecer o euro e o ouro, pois acreditamos que ambos estão melhor alinhados com o atual ambiente macroeconómico e com a incerteza persistente quanto à sustentabilidade das mudanças na política comercial dos EUA. Neste sentido, é de salientar que o aumento da tensão no Médio Oriente não beneficiou o dólar, sendo que é o euro que continua a valorizar, tendo ultrapassado os 1,16\$/€.
- 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.
- Manter o horizonte temporal dos investimentos é essencial, pois em momentos marcados por episódios de volatilidade que excedem as médias recentes, os ativos tendem a apresentar movimentos extremos que não estão ligados aos fundamentais.

Gráficos de Mercados

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

Fonte: Bloomberg 16/06/2025



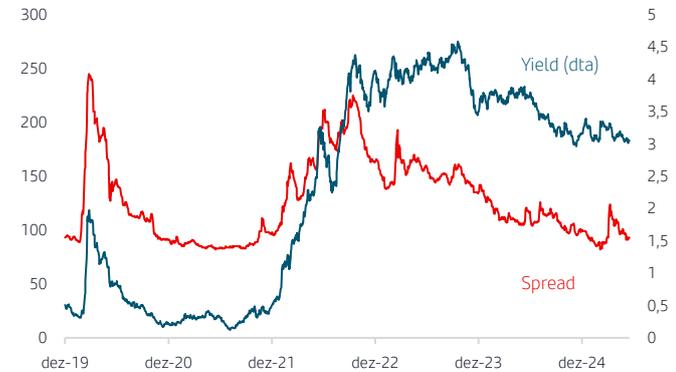
EUA: yields das obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 16/06/2025



Crédito IG Euro: Yield e Spread

Fonte: Bloomberg 16/06/2025



Dólar/euro e Dólar/iene

Fonte: Bloomberg 16/06/2025



Evolução do mercado acionista desde 2025

Fonte: Bloomberg 16/06/2025



Ouro (\$/oz)

Fonte: Bloomberg 16/06/2025



Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, whitehouse.com, LSE I/B/E/S 16/06/2025

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 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.