

Nota de Mercados

Global Investments | 17 de julho 2025

1. Início da temporada de resultados empresarias
2. Dados de atividade e preços
3. Cenário atual das tarifas
4. Conclusões

Lucros das empresas, dados económicos e tarifas

- Com a época de resultados das empresas em curso, os números divulgados nos últimos dias excederam, em geral, as previsões do consenso. No entanto, o foco está nas orientações futuras das empresas.
- Os dados mostram que a China continua a crescer cerca de 5%, apesar da guerra comercial, que a Zona Euro teria tido um segundo trimestre melhor do que o esperado e que as tarifas começam a ter impacto na inflação dos EUA.
- As novas tarifas que Trump tem vindo a anunciar desde o início do mês colocariam a tarifa média em 20,1% a partir de 1º de agosto.

1. Início da temporada de resultados do 2ºT25: previsões conservadoras, exigências elevadas

Esta semana teve início a época de resultados das empresas para o segundo trimestre de 2025, num contexto marcado pela forte revisão em baixa das previsões de resultados do segundo trimestre nos meses anteriores.

Nos Estados Unidos, as estimativas de consenso foram reduzidas em relação às médias históricas de 5, 10 e 20 anos, o que reflete uma atitude particularmente conservadora do mercado. A razão para esta revisão em baixa foi o claro aumento da incerteza, com destaque para os riscos geopolíticos e o endurecimento da política comercial da Administração Trump.

Prevê-se que os ganhos agregados do S&P 500 cresçam cerca de +4% e que o StoxxEurope600 registre uma queda de -2,3%. No entanto, a fasquia reduziu tanto que o mercado está a dar por garantidas as surpresas positivas.

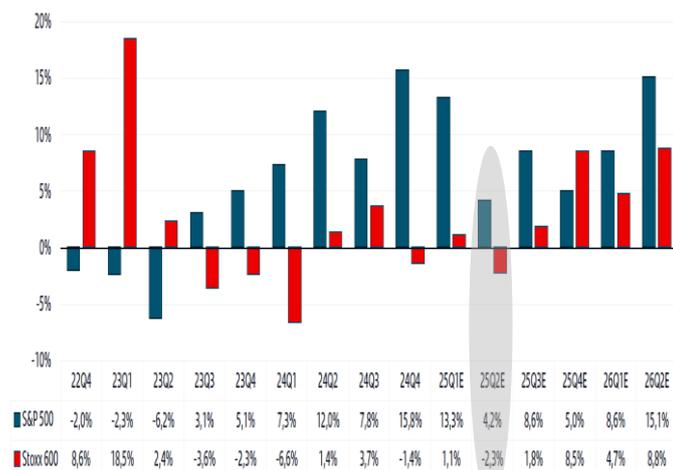
Neste contexto, a verdadeira surpresa seria se as empresas não conseguissem superar, mesmo que por uma larga margem, as previsões já de si fracas. De facto, a atenção dos investidores está mais centrada nas orientações futuras das empresas do que nos números trimestrais. Relativamente aos próximos 12 meses, as previsões de resultados não foram praticamente revistas, o que implica um elevado nível de rigor e é surpreendente, tendo em conta a alteração do cenário macroeconómico.

Embora os cenários mais adversos da escalada comercial tenham perdido força, a visibilidade continua a ser limitada e o ambiente é de maior abrandamento económico do que o previsto no início do ano.

Para os EUA, o consenso continua a prever um crescimento dos lucros a 12 meses de cerca de 11%, claramente acima das médias recentes, o que eleva a fasquia para a segunda metade do ano e para o início de 2026, e mantém a pressão sobre as valorizações já exigentes.

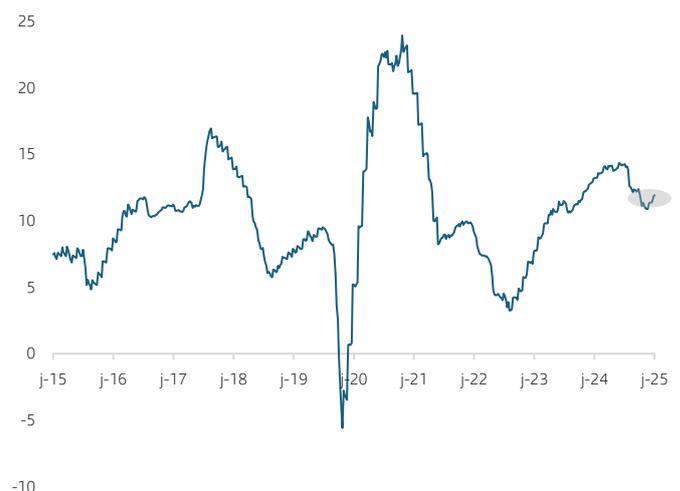
Resultados empresarias (YoY): evolução e estimativas

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 17/07/2025



S&P500: Estimativa a 12 meses do crescimento do lucro por ação

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 17/07/2025



2. Dados mistos sobre a atividade e primeiros sinais do impacto das tarifas na inflação dos EUA

Nos últimos dias, foram publicados dados económicos relevantes para continuar a avaliar o ritmo de crescimento e a trajetória da inflação em diferentes áreas geográficas. Na China, o PIB do 2ºT25 cresceu 1,1%, superando as previsões e situando o ritmo de crescimento trimestral anualizado em 4,4%, em linha com as nossas estimativas de 4,5%-5%. Com os dados mensais de junho sobre as vendas a retalho e a produção industrial também divulgados, todos os números em conjunto indicam que, apesar dos sinais de moderação da confiança das empresas e da guerra comercial, a China continua a crescer a um ritmo sólido.

Na Zona Euro, a surpresa positiva foram os bons dados da produção industrial de maio, que ficou muito acima das previsões (1,7% MoM vs. 1% previsto) e a evolução da balança comercial, sem deterioração das exportações. Estes números reforçam a visão de recuperação económica e apontam para um 2ºT25 melhor do que o esperado, uma vez que grande parte do consenso esperava uma forte moderação, e mesmo uma queda do PIB, após os +0,6% registados no Q125.

Nos EUA, o foco esteve nos dados relativos aos preços de junho e embora, em termos agregados, tanto o IPC como os preços na produção tenham tido um bom desempenho a análise dos preços no consumidor em função das componentes mostra que, do lado dos bens, o impacto da subida das tarifas começa a fazer-se sentir. De facto, o bom desempenho resultou da moderação dos preços dos serviços, comportamento que, na nossa opinião, seria indicativo de uma moderação dessa parte do consumo. Neste sentido, embora as vendas a retalho em junho tenham surpreendido fortemente pela positiva (0,6% MoM vs 0,1% prev), não podemos esquecer a queda acentuada que registaram em maio (-0,9%). Enquanto se aguardam os dados do PIB para o 2ºT25, as nossas estimativas sugerem que a economia dos EUA cresceu a uma taxa anualizada de 1% no primeiro semestre do ano, registando uma clara moderação em relação ao ano anterior.

3. Tarifa média de 20%? De acordo com os dados alfandegários, já é de pelo menos 9%.

Os anúncios sobre as tarifas que o presidente Trump tem feito desde 2 de julho implicam que:

- As negociações em curso com os diferentes países prolongam-se até 1 de agosto;
- A partir dessa data, os países que não tiverem chegado a acordo terão uma tarifa recíproca superior aos atuais 10% (que foi fixado em abril);
- Trump tem notificado a maior parte dos países sobre os níveis específicos de tarifas que os afetarão (em todos os casos, independentemente das tarifas setoriais). Os mais relevantes devido ao seu peso na balança comercial dos EUA são:
 - Japão e Coreia do Sul: 25%
 - Doze outros países da Ásia-Pacífico: entre 25%-40%
 - União Europeia: 30%
 - Brasil: 50%.
 - Canadá: 35% (para produtos não abrangidos pelo acordo comercial USMCA)
 - México: 30% (para produtos não abrangidos pelo acordo comercial USMCA)
- Além disso, anunciou uma nova tarifa setorial: aplicar-se-á ao cobre e será de 50% para todas as origens.

No caso da China, não houve qualquer anúncio e, por isso, estão em curso negociações, que têm como prazo 31 de agosto, e continua a ser aplicada uma tarifa de 40%.

Todos estes anúncios, somados às tarifas existentes, significam que, a partir de 1 de agosto, a tarifa média dos EUA aumentará dos atuais 15% para 20,1%. Este valor, de acordo com as nossas estimativas, teria um impacto de cerca de -1,9% no crescimento e de +1,9% na inflação nos EUA. Em relação à realidade de como a tarifa aplicada às importações está a evoluir, os últimos dados alfandegários são do final de maio e refletem que a tarifa efetiva média foi de praticamente 9% (de 2,6% no início do ano).

Evolução na estimativa da tarifa final dos EUA com base nos principais anúncios de Trump

Fonte: The White House



Evolução da tarifa média efetiva dos EUA de acordo com os dados alfandegários

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



Conclusões

- Os primeiros dias de divulgação de resultados das empresas excederam, em geral, as previsões, embora (com algumas exceções) as empresas que superaram as expectativas não se tenham destacado particularmente pelas fortes subidas. Não devemos esquecer a forte revisão em baixa das previsões de lucros do 2ºT25 nos últimos meses e, com estimativas tão conservadoras, o mercado está a dar por garantidas as surpresas positivas. A atenção dos investidores centra-se na orientação futura oferecida pelas empresas.
- Nos últimos dias, foram divulgados dados económicos relevantes para avaliar o ritmo de crescimento e a trajetória da inflação em diferentes áreas geográficas. A análise mostra que a China continua a crescer a uma taxa de cerca de 5%, apesar da guerra comercial, que a Zona Euro deverá ter um segundo trimestre melhor do que o previsto e que a inflação nos EUA está a começar a ser afetada pelas tarifas.
- O conjunto de anúncios que Trump fez desde o início do mês significa que, a partir de 1 de agosto, a tarifa média dos EUA passaria dos atuais 15% teóricos para níveis de 20,1%. Este valor, de acordo com as nossas estimativas, teria um impacto próximo de -1,9% no crescimento e de +1,9% na inflação nos EUA. No que diz respeito à realidade da evolução das tarifas aplicadas às importações, os últimos dados alfandegários referem-se ao final de maio e refletem que a tarifa média efetiva era praticamente de 9% (contra os 2,6% no início do ano).
- Para a próxima semana, a atenção dos mercados acionistas continuará a centrar-se nos números que as empresas irão publicar depois de o S&P500 e o Nasdaq terem atingido novos máximos históricos na quinta-feira, e com os índices da Zona Euro, como o IBEX35 e o DAX alemão, a registarem uma evolução de cerca de +20% no ano.
- Nos mercados obrigacionistas, o foco está na reunião do BCE. Embora o mercado esteja a descontar totalmente que não haverá qualquer corte nas taxas, o discurso e a conferência de imprensa de Lagarde serão relevantes para avaliar a forma como continuam a avaliar a trajetória de crescimento e o impacto que as tarifas poderão ter. Para os EUA, e tendo em conta o facto de a moderação do crescimento ser, até agora, gradual, os investidores continuam a não dar total probabilidade de dois cortes nas taxas este ano e colocam o primeiro corte em outubro.

Gráficos de Mercados

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

Fonte: Bloomberg 17/07/2025



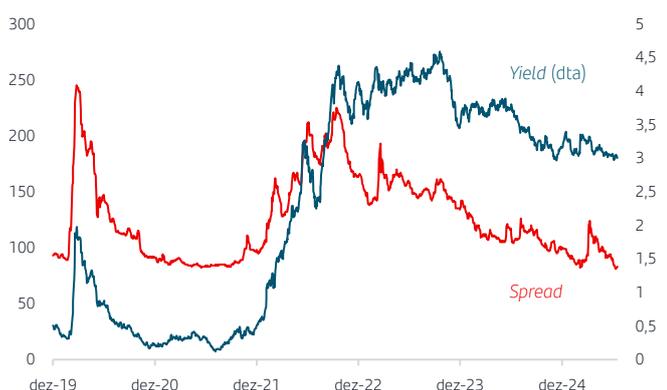
EUA: yields das obrigações do governo a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 17/07/2025



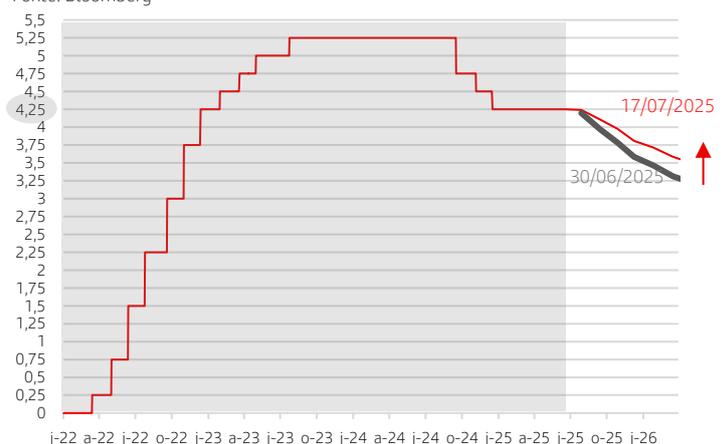
Crédito IG Euro: yield e spread

Fonte: Bloomberg 17/07/2025



Futuros sobre a taxa dos Fed Funds (limite inferior)

Fonte: Bloomberg



Evolução do mercado acionista em 2025

Fonte: Bloomberg 17/06/2025



Dólar/Euro e Dólar/Iene

Fonte: Bloomberg 17/06/2025



Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, whitehouse.com, LSE I/B/E/S 17/07/2025

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.