

# Nota de Mercados

Global Investments | 14 de fevereiro 2025

1. Tarifas dos EUA: Anúncios e cenários
2. Inflação de janeiro nos EUA e o impacto nas obrigações
3. Resultados empresariais e máximos do EuroStoxx50
4. Conclusões

## Tarifas, inflação nos EUA em janeiro e máximos nos mercados acionistas europeus

- As primeiras semanas da presidência de Trump marcam diferenças claras em relação ao seu anterior mandato: objetivos identificados e definidos, equipas tecnicamente sólidas e um conhecimento muito mais profundo do funcionamento institucional.
- Deceção com os dados de inflação de janeiro nos EUA: a pausa da Fed prolonga-se e as yields das obrigações voltam a subir.
- Resultados empresariais do 4T24 surpreendem pela positiva nos EUA e na Europa. Os ganhos, as avaliações, as previsões do BCE e as notícias de possíveis progressos no sentido de um cessar-fogo na Ucrânia têm vindo a fazer subir os mercados acionistas europeus.

### 1. Tarifas dos EUA: anúncios e cenários

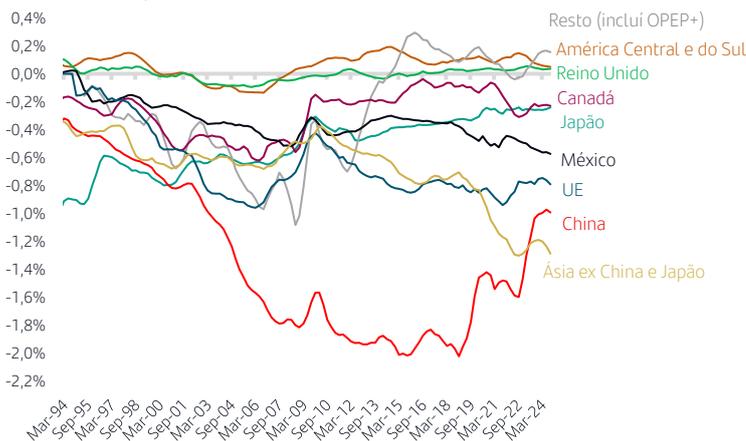
As primeiras semanas da presidência de Trump marcam diferenças claras em relação ao seu anterior mandato: objetivos identificados e definidos, equipas tecnicamente sólidas e um conhecimento muito mais profundo do funcionamento institucional. Tudo isto se reflete numa melhoria do sentimento dos investidores a nível internacional, que favorece os ativos de risco e, em particular, os que eram considerados mais expostos a possíveis mudanças drásticas nas políticas dos EUA.

Assim, ao contrário do que foi sugerido na campanha eleitoral, os primeiros anúncios sobre tarifas não significaram uma implementação unilateral e uma entrada em vigor imediata e efetiva, mas estiveram ligados a outros fatores (imigração e outros aspetos), incluíram isenções e têm implícitos "períodos de carência" que atrasam a aplicação e conduzem a negociações, como já aconteceu com o México e o Canadá. Tudo isto levou o mercado a descartar o cenário mais negativo e perturbador e a orientar-se para um cenário central em que não haverá uma mudança dramática na política comercial dos EUA, em que as alterações/aumentos das tarifas serão muito concentrados em aspetos/produtos/indústrias muito específicos e com períodos de negociação muito específicos. O que nos permite antecipar que os anúncios iniciais que estão a ser feitos são de natureza "máxima" e que o resultado final será um menor aumento tarifário e afetará um menor número de produtos (até, substancialmente mais baixo em alguns dos casos que estiveram mais em destaque).

A este respeito, as negociações dos EUA com o México e o Canadá sobre o aumento de 25% das tarifas ligadas ao progresso nos objetivos de controlar a imigração e o tráfico de fentanil e outras drogas para os Estados Unidos, estão em curso e, até agora, as notícias são de que estão a avançar na direção certa. Ao mesmo tempo, a "investigação comercial" ordenada por Trump para limitar seu déficit comercial com os seus principais parceiros está em andamento e deve ser concluída até o final de abril. Prevê-se que conduza à renegociação de aspetos muito específicos do Acordo entre o México, os EUA e o Canadá (TMEC/USMCA), sem grandes alterações, e é este o cenário que já está a ser incorporado pelo mercado.

#### Balança comercial de bens dos EUA por país em % do PIB

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/02/2025



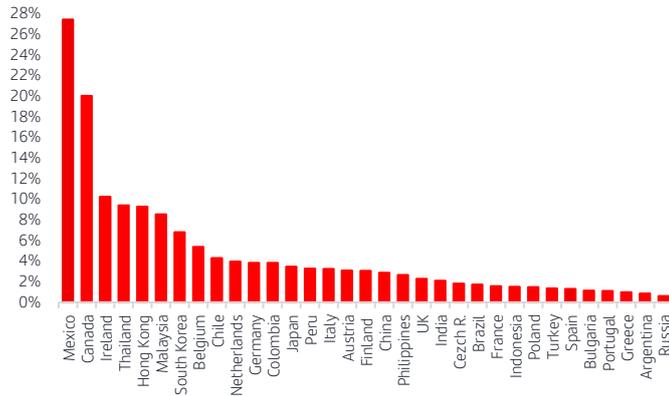
#### Abertura da economia dos EUA (importação + exportação) vs tarifa média

Fonte: Bloomberg 13/02/2025



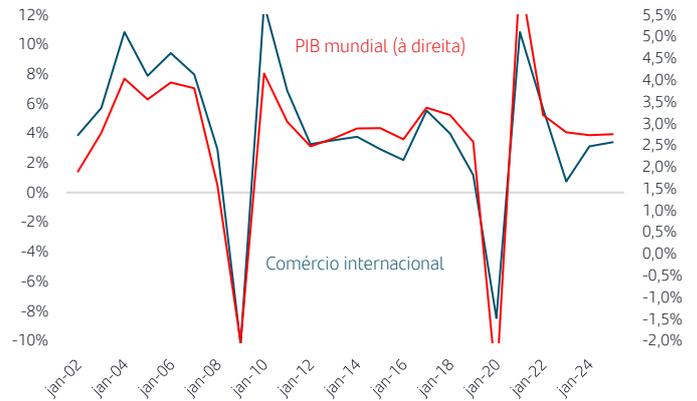
## Exportações de bens para os Estados Unidos por países em 2023 em percentagem do PIB

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/02/2025



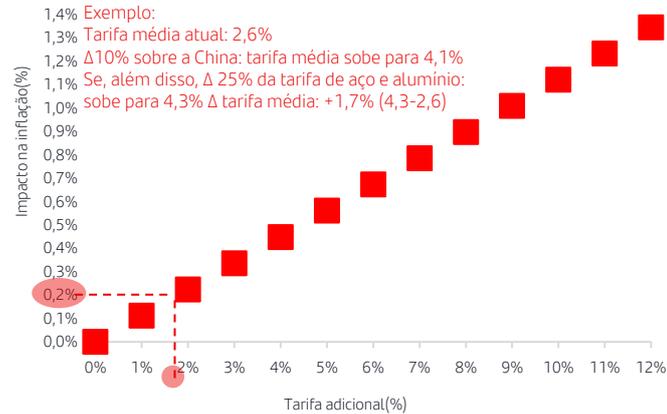
## Comércio Internacional e PIB Mundial

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/02/2025



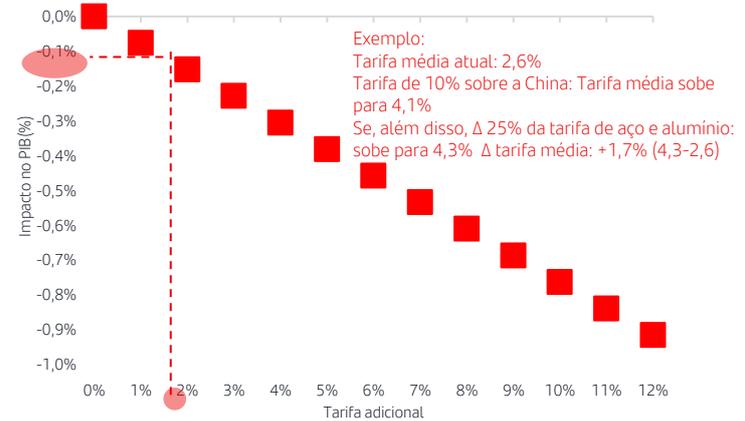
## Inflação nos EUA: Impacto dos aumentos tarifários (Importações = 11% PIB)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/02/2025



## PIB EUA: Impacto dos aumentos tarifários (consumo privado = 68% PIB)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/02/2025



No caso da China, onde o início das negociações ainda não foi explícito, é certo que o anúncio do aumento de 10% das tarifas só entrará em vigor em março. Uma análise inicial do seu impacto no crescimento e na inflação dos EUA mostra que seria muito limitado. Se acrescentarmos ainda o anúncio posterior de uma tarifa de 25% sobre as importações de alumínio e aço, a diferença também não é relevante, uma vez que estes produtos representam apenas 1,5% das importações dos EUA.

Tudo isto explica a melhoria do sentimento dos investidores nos mercados. Entre os múltiplos efeitos de uma mudança na política tarifária dos EUA, os investidores estavam particularmente atentos aos impactos sobre:

- crescimento e inflação dos EUA, devido à importância da sua economia a nível global e ao contexto da pausa nas taxas de juro iniciada pela Fed, enquanto espera que a inflação core regresse a uma trajetória consistente de moderação; a redução dos fatores de risco suscetíveis de agravar a inflação nos EUA é atualmente muito favorável;
- confiança empresarial, comércio internacional e crescimento do PIB mundial: o ritmo e o desenvolvimento do comércio internacional (que também funciona como um claro motor do crescimento internacional) não são apenas afetados pelas alterações tarifárias. Como em qualquer outra decisão empresarial, a certeza quanto ao seu nível e estabilidade é claramente decisiva para evitar perturbações e interrupções imprevistas, que também se prolongam no tempo. Na anterior administração Trump, estes segundos efeitos tiveram um grande impacto e penalizaram o comércio internacional (e, por conseguinte o crescimento mundial e também os EUA) do que os aumentos finais das tarifas que foram implementados e que acabaram por (com poucas exceções) permanecer válidos atualmente, com o comércio internacional a crescer a uma taxa média semelhante à de 2012-2016. Os investidores, tendo já descontado que haveria mudanças nas tarifas dos EUA, estão a ter uma visão positiva da forma como a transição está a ser gerida.

## 2. Os dados de preços de janeiro nos EUA surpreenderam negativamente e a Fed irá permanecer, por enquanto, em pausa

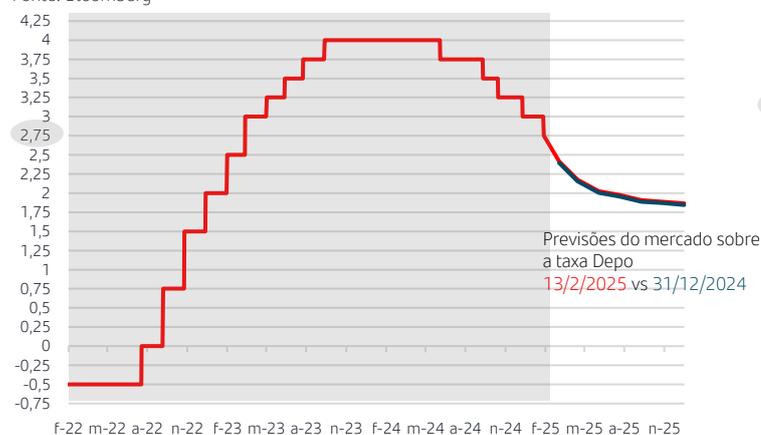
Após os bons dados de dezembro (quando a inflação core moderou para 0,2% numa base mensal), janeiro voltou a ser uma fonte de surpresas negativas, como aconteceu entre agosto e novembro de 2024. No mês, a inflação global aumentou +0,5% e a inflação core +0,4%. Em ambos os casos, excederam as previsões do consenso e, no caso da core, afastaram-se do ritmo mensal de +0,2% necessário para atingir o objetivo de 2% da Fed. Ao analisar a inflação core, importa notar que a subida mensal foi provocada pelas componentes mais voláteis. Mais especificamente, devido ao aumento dos preços dos serviços de transporte (+0,85%) e dos preços dos veículos usados (+2,2%). Excluindo estas componentes, os restantes preços de bens e serviços core comportaram-se em linha com as expectativas e, em termos agregados, teriam aumentado 0,2% numa base mensal, em linha com o objetivo da FED. É por isso que, de acordo com as nossas previsões, o comportamento de janeiro não será a tendência e esperamos que a inflação regresse a uma trajetória mais moderada nos próximos meses.

No entanto, e enquanto se aguarda a confirmação desta moderação, a previsão é que a Fed permaneça em pausa e não se esperam cortes de taxas no horizonte próximo. Powell chamou a atenção para este facto no primeiro dia da sua audição semestral perante o Congresso e o Senado e reafirmou-o claramente no segundo dia, quando já era conhecido o valor da inflação de janeiro. Tudo isto, tendo em contexto a necessidade de obter mais provas de que a inflação está a evoluir de forma sustentável para o objetivo de 2% enquanto o crescimento permanece sólido e o mercado de trabalho continua a criar emprego a um bom ritmo (+237 000, em média, nos últimos três meses, o valor mais elevado desde 2023).

O mercado reagiu pondo em suspenso a possibilidade de uma segunda redução da Fed este ano, descontando atualmente apenas +25pb e adiando-a para a segunda parte de 2025. Este movimento refletiu-se em todas as maturidades, especialmente nas obrigações do governo a 10 anos, que voltaram a ultrapassar os 4,5%. A subida das yields alargou-se à Zona Euro, mas ligeiramente, uma vez que o cenário difere substancialmente do dos EUA. Neste caso, os investidores mantêm intactas as suas expectativas de que o BCE continuará com a trajetória de flexibilização de -25bp nas próximas reuniões, uma previsão também declarada abertamente por Lagarde na última reunião do BCE, e tudo isto num cenário de crescimento mais fraco, tal como refletido no PIB do 4T24, com a Zona Euro a marcar +0%.

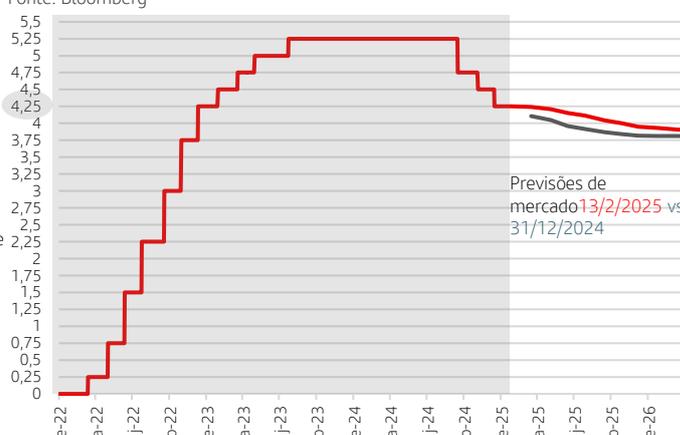
### BCE: Expectativas da Depo com base nos Forwards €STRN

Fonte: Bloomberg



### FED: implícito na taxa dos Fed Funds (intervalo inferior)

Fonte: Bloomberg



### Yields: Obrigações do governo dos EUA e da Alemanha a 2 anos

Fonte: Bloomberg 13/02/2025



### Yields: Obrigações do governo dos EUA e da Alemanha a 10 anos

Fonte: Bloomberg 13/02/2025



### 3. Os resultados das empresas continuam a surpreender pela positiva e os mercados acionistas europeus continuam a ter um desempenho superior e a estabelecer máximos históricos.

O tom claramente positivo que iniciou a época de resultados do 4º trimestre de 2024 nos EUA alargou-se à Europa, e especialmente à Zona Euro, à medida que cada vez mais empresas publicaram os seus resultados do 4º trimestre de 2024. De acordo com os dados mais recentes, nos Estados Unidos, 71% das empresas publicaram os seus resultados e 75% surpreenderam pela positiva em termos de lucros e 62% em termos de vendas.

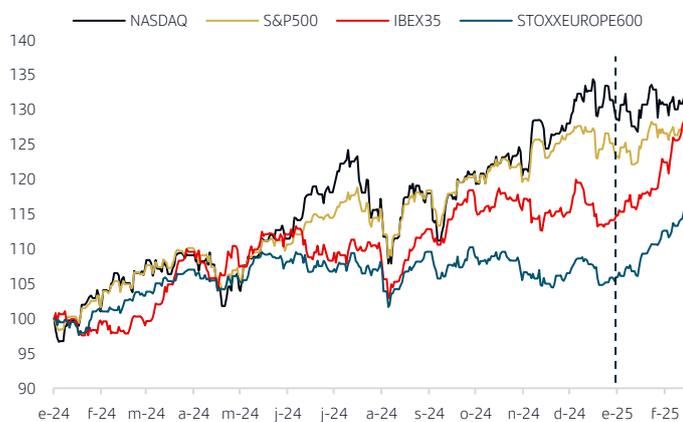
Na Europa, 45% das empresas do índice alargado StoxxEurope 600 já publicaram os seus resultados, 60% surpreenderam pela positiva nos lucros e 78% nas vendas. É de notar que, na Europa, as surpresas são tradicionalmente muito menores e que é ainda mais raro que as surpresas nas vendas excedam as surpresas nos lucros, o que coloca os valores do 4T24 em níveis muito acima da média histórica. No caso dos exportadores, a desvalorização do euro face ao dólar contribuiu significativamente para este bom desempenho, o que favorece as previsões dos analistas para os próximos trimestres, uma vez que o dólar mantém a sua força subjacente face ao euro. Em termos de números setoriais, os setores que lideram as surpresas positivas foram Saúde, Tecnologia, Indústria e Bancos.

Neste contexto, as bolsas europeias, que geralmente tiveram um desempenho inferior ao S&P 500 em 2024, continuam a destacar-se pelos ganhos acumulados até agora este ano. Além da sucessão de máximos históricos que o alemão DAX e o StoxxEurope 600 têm vindo a registar desde a segunda quinzena de janeiro, o EuroStoxx50 recuperou na quinta-feira, os níveis de março de 2000.

A atratividade da valorização que tem caracterizado os mercados acionistas europeus tem sido um claro catalisador da subida desde o início de 2025; ao que se juntou o facto de o BCE ter reduzido as taxas em janeiro (em comparação com a pausa da Fed) e dado sinais claros de que irá continuar a reduzir, os bons resultados trimestrais e, mais recentemente, as notícias de que poderá haver progressos no sentido de um cessar-fogo na guerra na Ucrânia. Nesse sentido, as atenções dos investidores estão voltadas para a Conferência de Segurança de Munique, que está a ser realizada neste fim de semana enquanto se aguardam notícias concretas sobre o assunto.

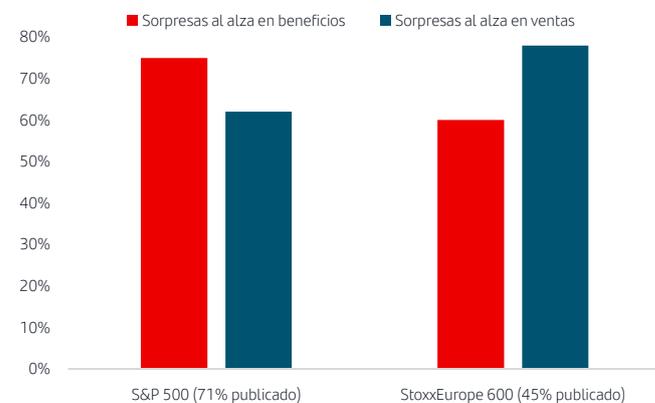
#### Evolução do mercado acionista desde 2024

Fonte: Bloomberg 13/02/2025



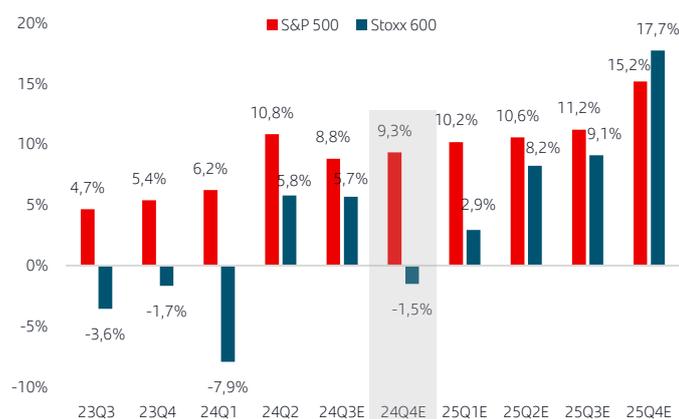
#### Temporada de resultados empresariais 4T24

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/02/2025



#### Lucros Empresariais e Estimativas: EUA e Europa

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 13/02/2025



#### Dólar/euro

Fonte: Bloomberg 13/02/2025



## Conclusões

- As primeiras semanas da **presidência de Trump** marcam **diferenças claras em relação ao seu mandato anterior**: objetivos identificados e definidos, equipas tecnicamente sólidas e um conhecimento muito mais profundo do funcionamento institucional. Tudo isto se reflete numa melhoria do sentimento dos investidores a nível internacional, que favorece os ativos de risco e, em particular, os que eram considerados mais expostos a possíveis mudanças drásticas nas políticas dos EUA.
- Em particular, no que respeita às **tarifas**, a gestão que está a ser levada a cabo pela Administração Trump através de **anúncios que dão lugar à abertura de negociações está a ser valorizada positivamente** uma vez que reduz o risco de fortes impactos na inflação nos EUA e no crescimento internacional através da confiança empresarial e do ritmo do comércio internacional.
- A inflação de janeiro nos EUA surpreendeu negativamente numa semana em que Powell reiterou no Congresso e no Senado que não tem pressa em retomar os cortes nas taxas, uma vez que precisa de mais provas de que a inflação está a evoluir de forma sustentável para o objetivo de 2%.
- **O mercado adia o primeiro corte da Fed deste ano para o segundo semestre e mais uma vez coloca em espera que pode ocorrer um segundo.** A *yield* das obrigações do governo dos EUA a 10 anos regressou à zona dos 4,5%, embora longe dos máximos de janeiro. O movimento foi sentido na Zona Euro, mas apenas ligeiramente, uma vez que o consenso continua a esperar que o BCE baixe as taxas para a zona dos 2%.
- **Os resultados do 4ºT24 das empresas europeias são surpreendentemente positivos, especialmente no que respeita às receitas.** Os mercados acionistas continuam a somar ganhos na semana e **o EuroStoxx50 atinge o seu primeiro máximo histórico após quase 25 anos.** Para além da sua avaliação atrativa no final de 2024, dos bons resultados das empresas e da expectativa de que o BCE continue a reduzir as taxas, as notícias sobre os progressos no sentido de um cessar-fogo na Ucrânia impulsionaram recentemente o sentimento dos investidores nos mercados europeus. As atenções estão agora voltadas para os anúncios concretos que poderão sair da Conferência de Segurança de Munique deste fim de semana.
- Estes fatores confirmam o nosso cenário central de investimento, que, numa perspetiva de médio prazo, é favorável aos ativos de risco, nomeadamente ações e obrigações de empresas. Mantemos esta visão e o excelente desempenho da bolsa europeia até agora este ano, depois de uma trajetória mais modesta em 2024, **sublinha mais uma vez a importância da diversificação e da manutenção do horizonte temporal dos investimentos para permitir que o seu potencial de rentabilidade se manifeste.**
- Enquanto aguardamos novos desenvolvimentos e anúncios, **não podemos excluir a possibilidade de alguma volatilidade, e como tal, a diversificação, a gestão ativa dos investimentos, a sua adequação ao perfil de risco e o respeito do horizonte de investimento continuam a ser fundamentais.**

Fuente: SAM, Bloomberg, Reuters, LSE I/B/E/S 13/2/2025

### 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.