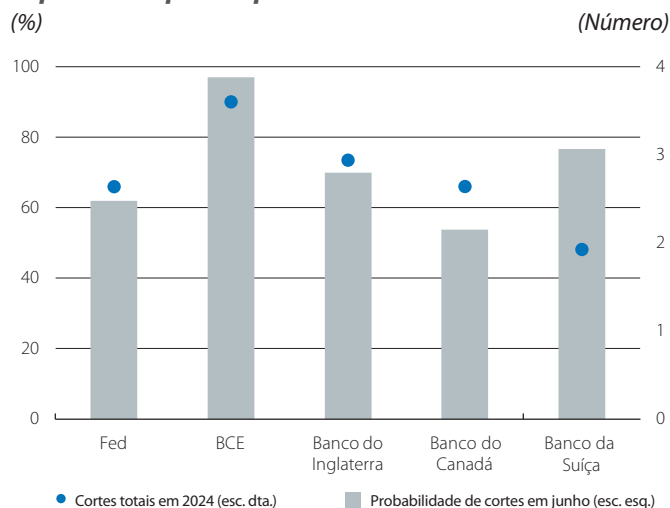


Os mercados estão de olhos postos no verão

Continuidade na narrativa dos mercados financeiros. O adiamento das expectativas de descida das taxas de juro, que teve início em fevereiro, estendeu-se a março, com os investidores a consolidarem a ideia de que os bancos centrais não têm tanta pressa em aliviar as condições financeiras tão cedo. O grande diferencial deste mês foi que, em março, os mercados mostraram uma maior capacidade de discriminação entre regiões em função da diferença de ritmo de abrandamento da desinflação, bem como da divergência de dinamismo económico entre as principais economias desenvolvidas. No que respeita à Zona Euro, onde a evolução da inflação tem sido mais favorável e a atividade permanece mais moderada, os investidores aumentaram a sua confiança na expectativa de que o primeiro corte de 25 pontos base ocorra em junho e de que o BCE proceda a um total de três ou quatro cortes este ano. Por outro lado, para os EUA, onde a inflação está a revelar-se mais persistente e a atividade mais dinâmica, os mercados tornaram-se mais céticos e transferiram gradualmente o primeiro corte de junho para julho, reduzindo a expectativa de quatro cortes no conjunto de 2024 para apenas três. A continuidade da narrativa deixou um mês de março com poucas alterações nas *yields* dos EUA, que já tinham recuperado acentuadamente no mês passado, e com descidas modestas na curva alemã, à medida que as expectativas de uma descida em junho se instalavam. Simultaneamente, os ativos de risco não foram afetados pela subida das taxas e consolidaram mais um mês de ganhos.

Ponto de viragem para a flexibilização da política monetária. Na sequência das reuniões dos principais bancos centrais, reforçou-se a expectativa de que o ciclo monetário mundial dará uma nova volta em 2024. A prova mais evidente disso foi o facto de o Banco Suíço ter sido o primeiro entre as economias do G10 a reduzir as taxas de juro, no seu caso em 25 pontos base, de 1,75% para 1,50%. Os outros bancos centrais das principais economias desenvolvidas também o fizeram, de forma mais indireta, que, embora não tenham anunciado alterações nas suas taxas de referência, orquestraram as suas mensagens num tom claramente mais *dovish*. No caso do Banco de Inglaterra, que manteve as taxas em 5,25%, o facto de esta ter sido a primeira reunião em que nenhum dos nove membros votou a favor de um novo aumento foi considerado um sinal de uma mudança para uma posição mais acomodatória. Por seu lado, o BCE (que deixou a taxa *depo* em 4,00% e a taxa *refi* em 4,50%), apesar de reforçar a prudência e a dependência dos dados antes de tomar decisões, a mensagem foi articulada em torno de junho como um mês-chave para considerar a descida. Do outro lado do Atlântico, a Fed, que também manteve as taxas no intervalo 5,25%-5,50%, mostrou-se confiante com a boa evolução da inflação e com o seu *dot plot*, foi explícita ao antecipar três reduções de taxas em 2024, a partir de junho. Houve também um ponto de viragem com o Banco do Japão (BoJ), que pôs fim ao regime de taxas de juro negativas ao anunciar uma subida da taxa de referência de curto prazo de -0,1% para o intervalo 0,0%-0,1%, bem como ao anunciar a cessação dos programas não convencionais de política monetária, incluindo a compra de ETFs e REITs japoneses, e do controlo da curva de taxas de juro. Muito embora haja um longo caminho a

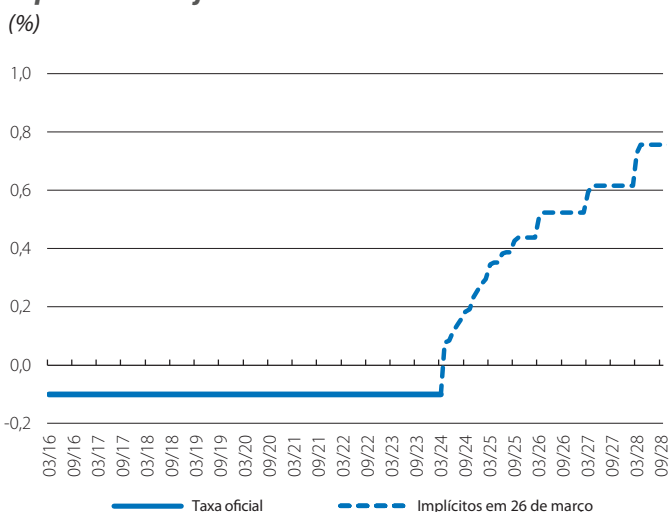
Expetativas para a política monetária



Nota: Forwards sobre as curvas OIS em 01/04/2024.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

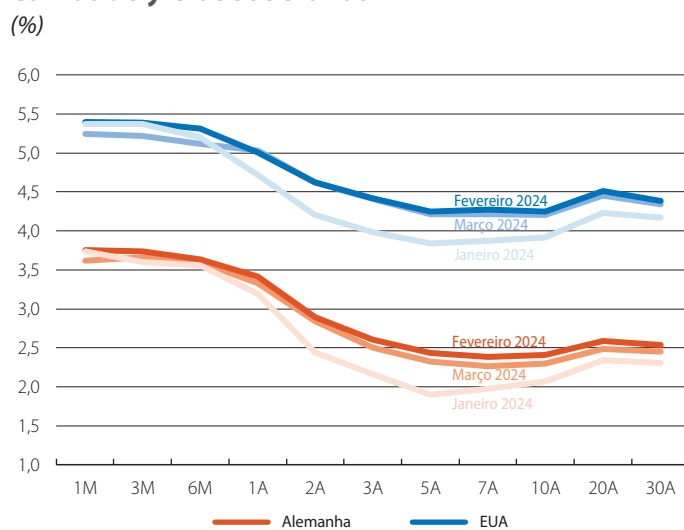
Japão: taxa de juro oficial



Nota: As linhas tracejadas correspondem aos implícitos de mercado na curva de forward OIS.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Curvas de yields soberanas



Nota: Curvas no final de cada mês.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

percorrer para alcançar outros bancos centrais e o BoJ tenha assinalado a sua vontade de atuar com muita cautela para mitigar os riscos colocados por uma retirada dos estímulos, as medidas tomadas marcaram um ponto de viragem no sentido de um regresso a uma política monetária mais convencional.

Os rendimentos soberanos mantêm-se elevados. Os mercados obrigacionistas enfrentaram em março uma situação semelhante à do mês passado, sem grandes alterações nas mensagens de dependência de dados do BCE, sem alterações substanciais no *dot plot* da Fed e com uma maior confiança de que o verão será a altura para os primeiros cortes nas taxas. As taxas de juro soberanas, depois de terem passado o mês à procura de uma direção clara, terminaram praticamente nos mesmos níveis que no final de fevereiro. Em contrapartida, as curvas soberanas das economias periféricas voltaram a captar o apetite pelo risco dos investidores e reduziram moderadamente os seus prémios de risco, com a Espanha a beneficiar da revisão da perspetiva da agência de *rating* Moody's de «estável» para «positiva». O mesmo não aconteceu com os prémios de risco franceses e italianos, que registaram uma ligeira recuperação (+11 p.b. em Itália e +6 p.b. em França) a partir de meados de março, depois de se saber que os seus défices em 2023 excediam os objetivos fixados pelos governos.

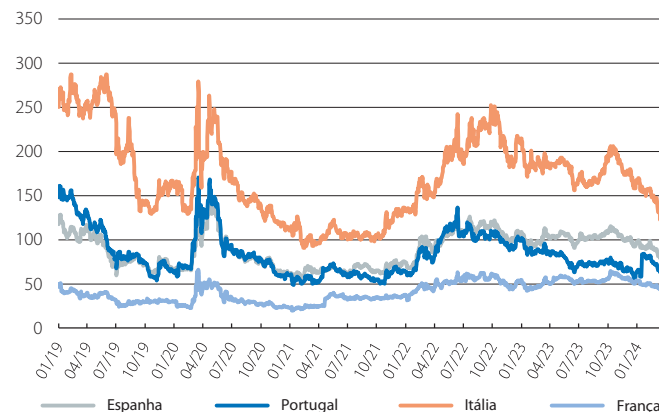
As ações continuam a atingir máximos históricos. As principais bolsas capitalizaram o tom *dovish* dos bancos centrais e, aparentemente alheios às elevadas taxas de juro, aos riscos geopolíticos e até às vulnerabilidades do imobiliário comercial, prolongaram mais um mês de ganhos. Até o S&P 500 nos EUA e o Eurostoxx 600 na Europa fecharam o mês de março em novos máximos históricos. Na Zona Euro, a bolsa espanhola destacou-se, com o IBEX 35 a valorizar quase 11%, impulsionado pelo sector financeiro, depois de a Moody's ter melhorado o *rating* de 15 bancos nacionais, após ter melhorado as perspetivas para Espanha. No continente asiático, as ações japonesas também atingiram um máximo histórico, apesar da subida das taxas do banco central, aproveitando a mensagem de cautela do BoJ ao sair das condições ultra-acomodatícias, e as ações chinesas registaram ganhos modestos, à medida que os fluxos começam a regressar ao país, num esforço do governo para apoiar os mercados locais.

O iene fraco destaca-se entre as principais moedas. Na sequência do anúncio do BoJ, o iene, que já estava a enfraquecer, desvalorizou-se até mais 1% face ao euro e ao dólar, dado que os investidores interpretaram as mensagens do BoJ como sendo ainda muito *dovish*. Em resposta, as autoridades monetárias do Japão afirmaram estar preparadas para tomar as medidas necessárias, uma vez que não consideram que os movimentos se devam a fatores fundamentais. O dólar, entretanto, continuou a manter-se forte face às principais moedas, apoiado pelas expectativas de que a Reserva Federal poderá demorar mais tempo a reduzir as taxas. Tem vindo a ser notável a força do dólar face a outras moedas de economias emergentes, que acumulam uma depreciação de até 3% face ao dólar já no decurso deste ano.

Risco geopolítico impulsiona as matérias-primas. As tensões geopolíticas, tanto no Médio Oriente, com novos ataques a Gaza e a algumas embaixadas, como na Ucrânia e na Rússia, com novos bombardeamentos a refinarias de petróleo, impulsionaram os preços do petróleo (o petróleo Brent atingiu perto de 90 dólares/barril) e do ouro como ativo de refúgio, que atingiu um novo máximo de perto de 2.200 dólares/onça.

Zona Euro: evolução dos prémios de risco nas economias periféricas

(p. b.)

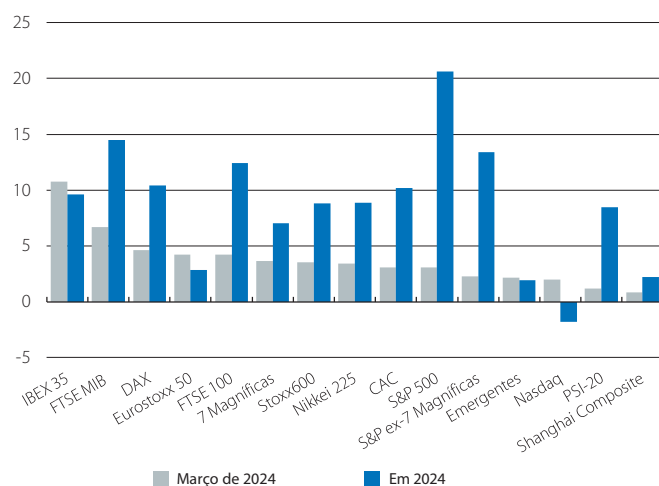


Nota: A partir de 16/01/24, o aumento do prémio português deve-se a uma alteração da obrigação de referência.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Desempenho dos principais índices bolsistas

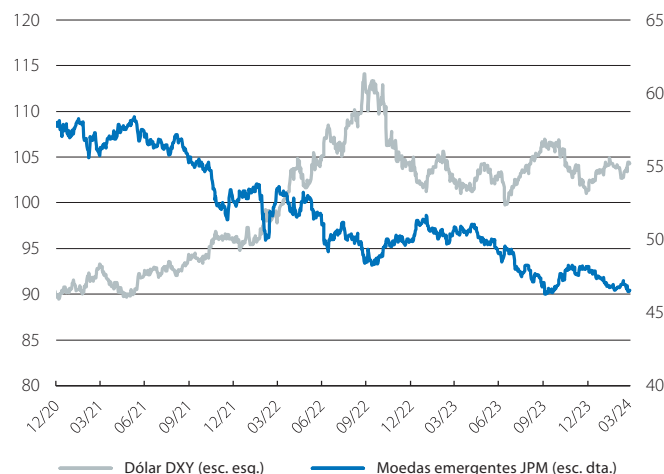
(%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas

Índice



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

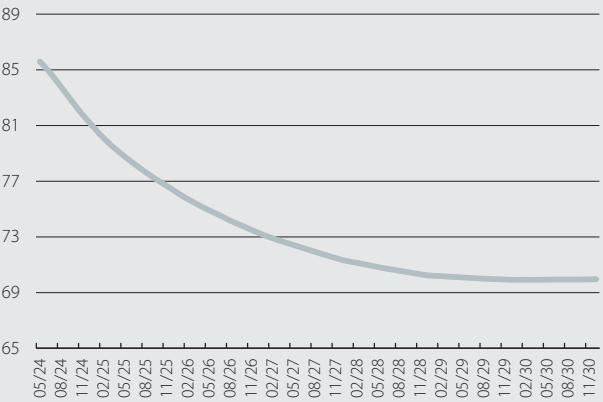
O petróleo na «era» da descarbonização

Ao longo dos últimos quatro anos, os mercados da energia estiveram sob forte tensão, o que resultou num dos episódios mais voláteis das últimas décadas.¹ Parte do legado dos acontecimentos deste período é a aceleração dos compromissos políticos e sociais para descarbonizar o sistema energético. Após o primeiro grande pacto entre países desenvolvidos e emergentes, assinado em Paris² em 2015, realizaram-se uma série de reuniões e acordos globais em que foram estabelecidas várias metas para reduzir a utilização de fontes de energia fóssil e as consequentes emissões de CO₂, tendo sido promovida a transição para energias mais limpas e amigas do ambiente. O desafio apresenta vários objetivos calendarizados, principalmente para 2030 e 2050, mas não é isento de dificuldades dada a complexidade do atual cenário energético em que, apesar dos esforços já realizados, em 2022 o petróleo e o gás natural representavam quase 60% do total da energia primária consumida no mundo.

Haverá um futuro para o petróleo?

Relativamente ao petróleo, para estabelecer uma banda de preços a longo prazo para o petróleo bruto Brent, e tendo em conta a incerteza que prevalece na atual con-

Brent: curva de preços futuros
(Dólares por barril)



Nota: Preços a 25/03/2024.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

juntura energética, a tarefa é complexa. A Agência Internacional da Energia (AIE) procede a uma análise até 2050 no seu último *World Energy Outlook*.³ Através do desenvolvimento de três cenários⁴, avalia os possíveis futuros associados à transição energética e chega a várias conclusões.

Procura e oferta de petróleo
(Milhões de barris/dia)

	2010	2022	STEPS		APS		NZE	
			2030	2050	2030	2050	2030	2050
Transporte rodoviário	36,5	41,3	41,1	35,5	37,6	15,9	29,1	1,6
Aviação e transporte marítimo	9,9	10,6	13,5	17,2	12,5	9	10,5	2,1
Indústria	17,2	20,6	23,3	25,5	21,4	17,8	20,3	14,3
Construção	12,4	11,4	9,5	6,7	8,6	4,1	6,1	0,5
Outros sectores	11,1	12,6	14	12,5	12,4	7,9	11,4	5,7
Procura mundial de petróleo	87,1	96,5	101,5	97,4	92,5	54,8	77,5	24,3
Crude convencional	67,4	62,8	61,3	58,2	54,9	29,8	48	15,8
Tight oil	0,7	8,3	11,1	10,2	10,3	6,9	7,6	1,8
Gás natural	12,7	19	21,2	19,4	20,1	13,6	16,2	4,4
Crude pesado e betume	2	3,7	4,4	5,5	3,9	2,5	3	1,5
Outra produção	0,5	0,9	1	1,2	0,9	0,3	0,3	0
Produção mundial de petróleo	85,3	97,1	101,5	97,4	90,2	53,1	75,1	23,5
OPEP (quota; %)	40	36	35	43	35	45	37	53
Aprovisionamento mundial de petróleo	85,3	97,1	101,5	97,4	92,5	54,8	77,5	24,3
Preço do barril de crude (\$/barril)	103	98	82	80	74	60	42	25

Notas: Todas as variáveis referem-se a milhões de barris por dia, salvo indicação em contrário. STEPS (Stated Policies Scenario), cenário das políticas já adotadas; APS (Announced Pledged Scenario), cenário de promessas anunciadas; NZE (Net Zero Emissions Scenario), cenário de emissões líquidas nulas e estabilização da temperatura média global em 1,5 °C.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Agência Internacional de Energia.

1. Em 2020, a pandemia, que afetou significativamente a procura mundial de energia, as sanções contra as exportações de energia da Rússia desde 2022 e, desde o outono passado, o conflito armado em Gaza e a crise no Mar Vermelho, que até agora não prejudicaram o aprovisionamento de petróleo do Médio Oriente, mas aumentaram os riscos de um eventual contágio entre países vizinhos.
2. Acordo de Paris (dezembro de 2015).
3. IEA, World Energy Outlook 2023 (outubro de 2023).

Prevê, por um lado, que a procura de petróleo se mantenha dinâmica nos próximos anos, impulsionada pelos aumentos contínuos da produção petroquímica e das viagens aéreas, mas que atinja o seu pico antes de 2030 (estima que a procura mundial seja de 105,7 milhões de barris por dia em 2028). Espera-se que fatores como o aumento das vendas de veículos elétricos (em 2023 tinham uma quota de mercado de cerca de 20%) e, mais importante ainda, o abrandamento da taxa de crescimento da China⁵ contrabalancem esta procura de crude durante o período analisado. De notar que nos cenários de descarbonização mais exigentes (APS e NZE), a redução da procura seria acentuada no longo prazo, face à estabilidade que se observaria no cenário mais favorável à descarbonização.

Em contrapartida, se é verdade que estes cenários se centram na análise da evolução da procura, em termos de oferta de petróleo consideram que a produção dos países não-OPEP crescerá mais do que a da OPEP e aliados até 2030, embora em 2050 se verifique uma repartição de cerca de 50% entre os dois blocos. Além disso, nos dois primeiros cenários, partindo do pressuposto de que a produção se ajusta à procura, sugere que seriam necessários novos investimentos no sector, centrados na redução do impacto ambiental dos processos de produção, para evitar a redução da eficácia dos programas de transição energética.

Atendendo a que, tal como prevê a AIE, as políticas já adotadas pelos governos não serão suficientes para atingir os objetivos de descarbonização para 2030, e dado que cerca de 90% das emissões globais estão sujeitas a compromissos de emissões nulas, é muito provável que se registem novos progressos em matéria de políticas ambientais que aproximem a realidade dos dois primeiros cenários. A AIE estima, neste caso, que o intervalo de preços do barril de Brent se situaria entre 74 e 82 dólares em 2030, um intervalo superior ao que, no momento da redação deste artigo, seria atribuído pela curva de futuros do Brent (70 dólares por barril em 2030).

Outras implicações

O petróleo continuará a ser uma das principais fontes de energia nas próximas duas décadas, embora o empenho dos países na substituição dos combustíveis fósseis venha a reduzir o seu consumo. Neste processo, o mercado petrolífero será transformado num mercado mais coerente com os objetivos climáticos. No entanto, ao mesmo tempo, esta transformação representa a ameaça de um

ajustamento desordenado para as economias mais dependentes da produção petrolífera, que terão de enfrentar o desafio de continuar a obter rentabilidade da atividade petrolífera, procurando simultaneamente alternativas de crescimento ao sector petrolífero. Neste domínio, de acordo com o FMI,⁶ os riscos são duplos. Com efeito, por um lado, o valor das reservas petrolíferas destes países e os investimentos que elas atraem sofreriam uma redução substancial que poderia provocar graves problemas económicos, incluindo falências e crises nas regiões atualmente mais dependentes do sector petrolífero. Inversamente, os países com custos de extração mais baixos podem adiar o ritmo de adoção de estratégias mais competitivas até terem realizado progressos significativos na reforma das suas economias. Esta situação agravaria as fragilidades dos países com elevados défices orçamentais e teria um impacto negativo nas rubricas ligadas ao financiamento das receitas petrolíferas, como os cuidados de saúde e o emprego público.

4. Os três cenários são: *Stated Policies Scenario* (STEPS), cenário das políticas já adotadas; *Announced Pledged Scenario* (APS) e *Net Zero Emissions Scenario* (NZE), que estabelece um roteiro para alcançar emissões líquidas zero até 2050 e estabilizar o aumento da temperatura média global em 1,5 °C.

5. Em conformidade com a AIE, na última década, a China foi responsável por 50% do crescimento da procura mundial de energia e por 85% do aumento das emissões de CO₂.

6. FMI, *The Future of Oil* – IMF F&D (2021).

Taxas de juro (%)

	31-março	29-fevereiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2024 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	100,0
Euribor 3 meses	3,89	3,94	-4	-1,7	83,9
Euribor 12 meses	3,67	3,75	-8	15,6	1,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,34	3,43	-9	8,1	30,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,85	2,90	-5	44,5	17,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,30	2,41	-11	27,4	4,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,16	3,29	-13	16,9	-11,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,01	3,12	-12	35,1	-7,1
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	50,0
SOFR 3 meses	5,30	5,33	-4	-3,3	37,8
Dívida pública a 1 ano	5,02	5,00	3	26,2	46,9
Dívida pública a 2 anos	4,62	4,62	0	37,0	65,7
Dívida pública a 10 anos	4,20	4,25	-5	32,1	78,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	29-fevereiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2024 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	54	55	-1	-4,4	-31,0
Itraxx Financeiro Sénior	63	64	-1	-3,7	-35,6
Itraxx Financeiro Subordinado	114	117	-3	-8,5	-68,9

Taxas de câmbio

	31-março	29-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2024 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,079	1,081	-0,1	-2,3	-1,0
EUR/JPY (ienes por euro)	163,300	162,060	0,8	4,9	13,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,855	0,856	-0,1	-1,4	-2,6
USD/JPY (ienes por dólar)	151,350	149,980	0,9	7,3	14,3

Matérias-primas

	31-março	29-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2024 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	536,4	524,4	2,3	5,1	-2,4
Brent (\$/barril)	87,5	83,6	4,6	13,6	3,0
Ouro (\$/onça)	2.229,9	2.044,3	9,1	8,1	12,4

Rendimento variável

	31-março	29-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2024 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.254,4	5.096,3	3,1	10,2	27,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.083,4	4.877,8	4,2	12,4	17,9
Ibex 35 (Espanha)	11.074,6	10.001,3	10,7	9,6	20,9
PSI 20 (Portugal)	6.280,5	6.158,0	2,0	-1,8	3,3
Nikkei 225 (Japão)	40.369,4	39.166,2	3,1	20,6	43,2
MSCI emergentes	1.043,2	1.020,9	2,2	1,9	5,5