

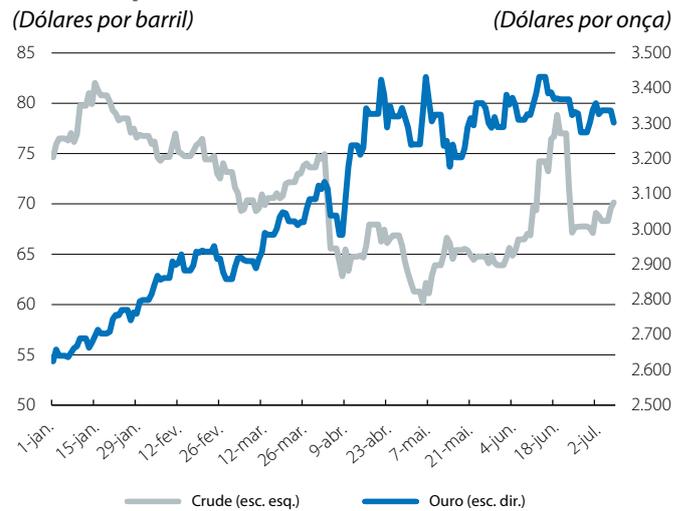
Nem o risco geopolítico nem as ameaças comerciais estão a travar os ativos de risco

Contenção do impacto do aumento do risco geopolítico. A escalada de tensões no Médio Oriente com os ataques entre Israel, os EUA e o Irão foi curta, intensa mas contida. O mesmo aconteceu com a reação dos mercados financeiros. Em apenas uma semana, o preço do crude Brent recuperou 20%, passando de 66 para 79 dólares, antes de cair 15% em cinco dias, após o anúncio de uma trégua. Entretanto, o preço do Brent consolidou-se em níveis em torno dos 67 e 68 dólares por barril, depois de os fundamentos terem voltado a orientar a dinâmica dos preços num contexto de excesso de oferta, em que a OPEP+ vai também avançar com a reversão do corte de 2,2 milhões de barris implementado em 2023. Em agosto, a produção aumentará em 548.000 bpd, acelerando a partir de aumentos consecutivos de 411.000 bpd em maio, junho e julho. Outros ativos financeiros reagiram de forma mais cautelosa. No dia dos bombardeamentos dos EUA, o S&P 500 caiu apenas 1,5%, o dólar valorizou-se 0,3% e o ouro, um ativo tradicional de refúgio, subiu 3%, regressando rapidamente aos níveis anteriores. Depois deste curto episódio, os mercados retomaram as tendências já observadas no mês anterior: taxas de juro soberanas mais estáveis na Zona Euro, sem choques ou surpresas por parte do BCE; taxas nos EUA a evoluir de acordo com as expectativas da política orçamental, sem impacto significativo dos riscos orçamentais do novo projeto de lei orçamental (o OBBBA) ou das ameaças de tarifas. E os mercados bolsistas estão a avançar de forma resiliente, apesar das tensões comerciais, o que pode refletir o otimismo dos investidores em relação à possibilidade de a Casa Branca conseguir finalmente chegar a acordos com os seus parceiros comerciais, ou simplesmente a descrença de que Trump volte a impor tarifas recíprocas.

O BCE baixa as taxas e chega ao «fim de um ciclo monetário». Tal como previsto, em junho, o BCE reduziu as taxas em 25 p. b. (depo em 2,00%). A atual situação foi caracterizada por Lagarde como «o fim do ciclo monetário», que atingiu a normalização da inflação após as perturbações causadas pela COVID-19 e pela guerra na Ucrânia. Antecipando a nova fase do ciclo, abre-se um leque de cenários num ambiente que o BCE descreveu como de incerteza «excecional», tendo o banco central reiterado a sua estratégia dependente dos dados para as próximas reuniões. No entanto, Lagarde avaliou que a atual orientação da política monetária está bem posicionada para responder à incerteza, sinalizando pouca vontade de voltar a aliviar a pressão em julho. A expectativa dos mercados financeiros é de que as taxas se mantenham inalteradas na próxima reunião e de que haja um novo corte de 25 p. b. na última parte do ano.

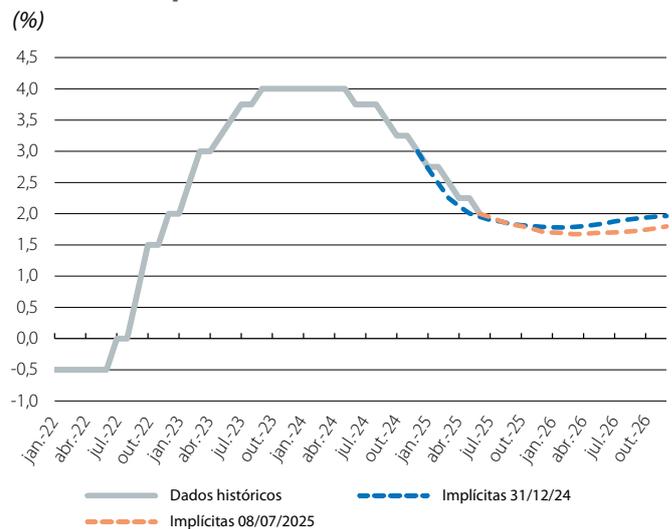
Fed em pausa e opiniões divididas. Também não foi surpreendente a Reserva Federal, que manteve a taxa dos *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%, prolongando pela quarta vez consecutiva a pausa iniciada este ano. Mais uma vez, justificou a decisão argumentando que precisa de mais clareza sobre o impacto das tarifas nos preços e na atividade antes de voltar a agir, e considera que a força da economia lhe permite fazer uma nova pausa. Com a atualização das previsões macroeconómicas, a Fed não alterou a sua avaliação qualitativa de um cenário de inflação mais elevada e

Matérias-primas



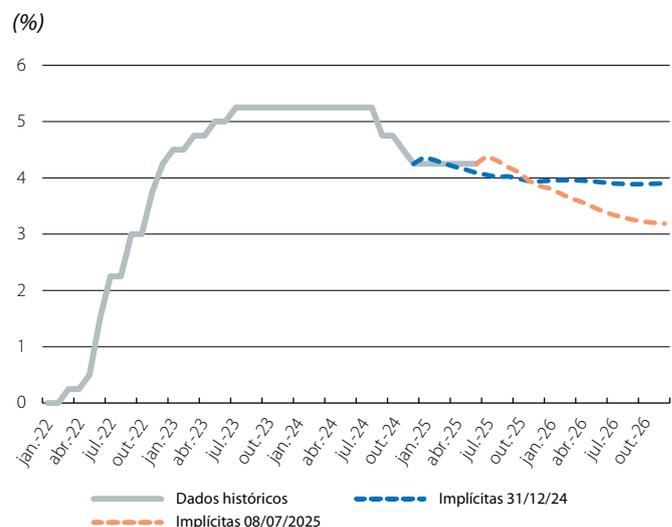
Nota: O crude refere-se ao barril de Brent.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

BCE: taxa depo



Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e da Bloomberg.

Reserva Federal: taxa fed funds



Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal e da Bloomberg.

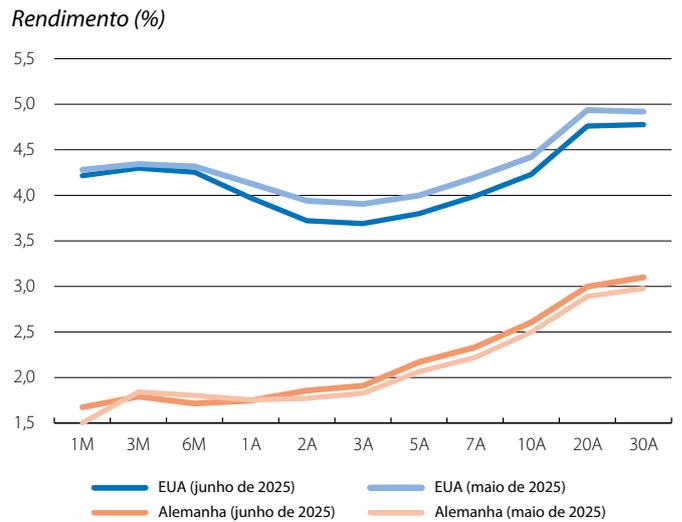
crescimento mais baixo, embora tenha aumentado a magnitude do impacto devido a tarifas mais elevadas do que as inicialmente estimadas. Mais relevantes foram as projeções das taxas de juro no *dot plot*. O gráfico apresentou dois blocos bem definidos e de dimensões semelhantes no seio do FOMC: por um lado, um grupo mais cauteloso que prevê apenas uma descida das taxas este ano ou mesmo nenhuma; por outro lado, uma ala mais flexível que continua a projetar pelo menos dois cortes. Tal dispersão de expectativas evidenciou a crescente incerteza quanto à trajetória da política monetária e reforça a estratégia de dependência dos dados. Os mercados financeiros preveem que a Fed retomará a flexibilização monetária após o verão, com dois cortes de 25 p. b. este ano.

As expetativas em matéria de política orçamental e monetária orientam as taxas soberanas. Não tendo havido surpresas por parte do BCE nem alterações nas tendências subjacentes da economia da Zona Euro, as taxas soberanas na região mantiveram-se relativamente estáveis durante a primeira metade do mês. Com a notícia da nova proposta de orçamento da Alemanha, que implica um aumento da despesa pública, as taxas soberanas recuperaram de forma generalizada, fechando o mês de junho até 10 p. b. acima do final do mês anterior. Nos EUA, porém, as taxas soberanas oscilaram com as descidas iniciais ao longo da curva impulsionadas pelas expetativas de uma Fed mais acomodatória (que poderá cortar as taxas até três vezes este ano) face ao aparente impacto limitado, por agora, que as tarifas estão a ter nos dados da inflação. Contudo, os bons dados sobre o emprego em junho invertiram a tendência e cimentaram a expetativa de que a Fed permanecerá em pausa até depois do verão, levando a uma recuperação das taxas dos *treasuries* desde o início de julho até ao fecho desta publicação.

As tensões geopolíticas não são suficientes para impulsionar o dólar. Não obstante o aumento das tensões geopolíticas e da incerteza comercial, a moeda norte-americana enfraqueceu quase 3% em junho face aos seus principais pares, atingindo o seu nível mais baixo desde 2021. A trégua entre os países envolvidos no conflito do Médio Oriente, que aumentou a apetência por ativos de risco, e as oscilações das taxas de juro soberanas dos EUA levaram à queda da moeda. Além disso, as perspetivas de deterioração orçamental nos EUA continuaram a pesar. A desvalorização do dólar foi particularmente acentuada em relação ao euro, que está atualmente a ser transacionado a cerca de 1,18 por dólar (quase 15% mais do que no início do ano).

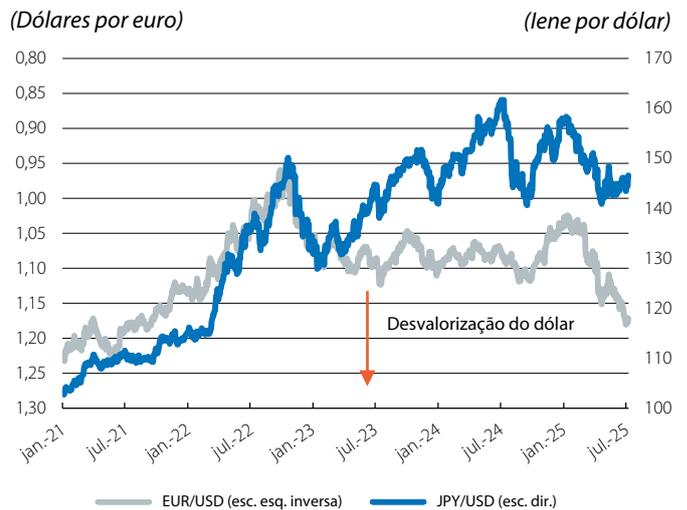
Mercados bolsistas: otimistas, incrédulos ou ambos? Num contexto de forte incerteza geopolítica, e com a aproximação da data de expiração da pausa nas tarifas recíprocas, os mercados bolsistas mundiais tiveram um mês positivo (o índice MSCI All Country World ganhou +4,3% em junho). Os índices norte-americanos lideraram os ganhos, impulsionados pela tecnologia, com o S&P 500 a atingir um novo máximo histórico. O mês terminou assim com os mercados bolsistas a reagirem menos às ameaças de Trump, naquilo a que alguns analistas chamaram *TACO trade* (Trump *Always Chickens Out* ou seja, «O Trump sempre recua»), refletindo a expetativa dos investidores de que o Presidente acabará por adiar ou renegar a sua ameaça. Por conseguinte, os mercados bolsistas encerraram o primeiro semestre do ano recuperando da turbulência de abril e exalando otimismo de que os acordos comerciais acabarão por ser alcançados e a economia global evitará uma guerra tarifária desordenada.

Curvas de rendimento soberano



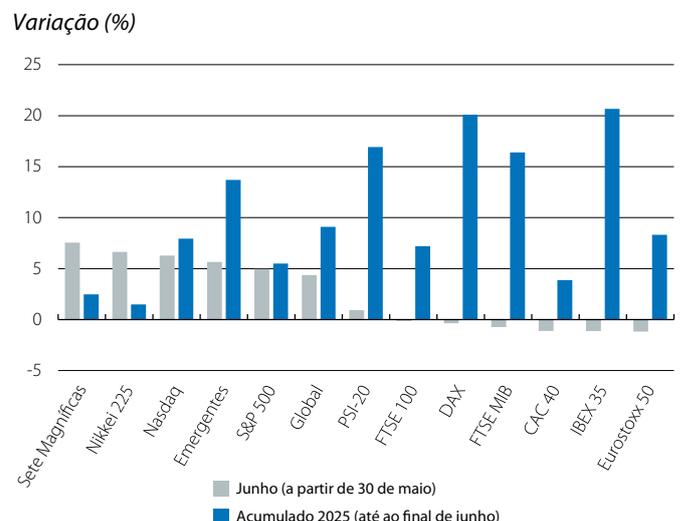
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Dólar face ao euro e ao iene



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Índices bolsistas



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,40	-25	-100,0	-210,0
Euribor 3 meses	1,94	2,00	-5	-77,0	-176,7
Euribor 12 meses	2,07	2,09	-2	-38,8	-150,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,76	1,77	-1	-48,5	-145,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,86	1,78	9	-22,1	-97,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,61	2,50	11	24,0	10,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,24	3,09	15	18,1	-17,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,06	2,98	8	20,7	-19,4
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,29	4,32	-3	-1,3	-103,2
Dívida pública a 1 ano	3,97	4,10	-13	-17,6	-114,3
Dívida pública a 2 anos	3,72	3,90	-18	-52,2	-103,4
Dívida pública a 10 anos	4,23	4,40	-17	-34,1	-16,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	58	-3	-3,1	-6,9
Itraxx Financeiro Sénior	59	62	-3	-5,0	-13,1
Itraxx Financeiro Subordinado	101	107	-6	-11,2	-27,4

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,18	1,13	3,9	13,8	10,0
EUR/JPY (ienes por euro)	169,8	163,5	3,9	4,3	-1,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,86	0,84	1,8	3,7	1,3
USD/JPY (ienes por dólar)	144,0	144,0	0,0	-8,4	-10,5

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	568,50	555,02	2,4	6,0	5,4
Brent (\$/barril)	67,61	63,90	5,8	-9,4	-21,8
Ouro (\$/onça)	3.303,14	3.289,25	0,4	25,9	42,0

Mercado acionista

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.205	5.912	5,0	5,5	13,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.303	5.367	-1,2	8,3	8,4
Ibex 35 (Espanha)	13.992	14.152	-1,1	20,7	27,9
PSI 20 (Portugal)	7.456	7.388	0,9	16,9	15,1
Nikkei 225 (Japão)	40.487	37.965	6,6	1,5	2,3
MSCI emergentes	1.223	1.157	5,7	13,7	12,6