

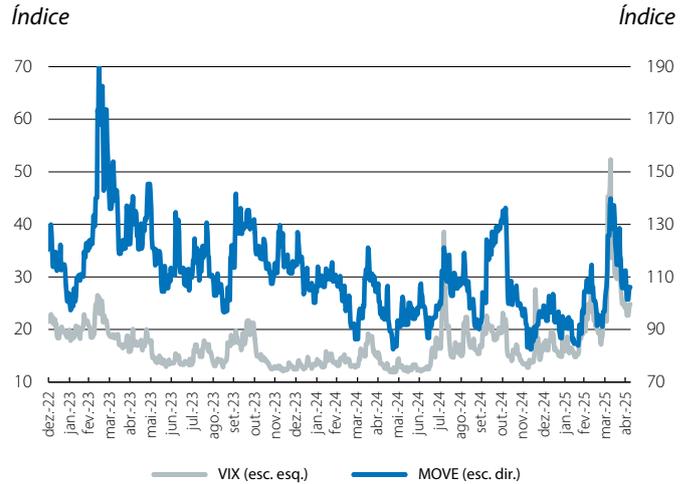
## Mercados financeiros aceitam pausa nas tarifas

Na sequência de um pico de volatilidade no início de abril, a apetência pelo risco recupera. Com o anúncio de tarifas «recíprocas» pelo Presidente Trump, a 2 de abril, desencadeou-se um episódio de elevada volatilidade em que a incerteza e as preocupações com o crescimento global, especialmente nos EUA, dominaram a narrativa do mercado. Os mercados bolsistas mundiais acumularam perdas superiores a 10% em poucas sessões, o dólar desvalorizou-se e até as *commodities*, em especial os produtos energéticos e os metais industriais, foram afetadas. Contudo, a pausa de 90 dias de Trump nas tarifas, juntamente com dados macroeconómicos que sugerem que a economia global não está a cair por agora, abrandou a volatilidade do mercado. Paralelamente, a apetência pelo risco recuperou e os mercados bolsistas recuperaram quase todo o terreno perdido. O dólar conseguiu estabilizar-se e as matérias-primas (exceto o petróleo) acumularam ganhos no mês. Em contrapartida, as rentabilidades soberanas, especialmente na extremidade curta da curva, prolongaram as descidas, uma vez que se continua a esperar que os bancos centrais avancem com a flexibilização monetária.

As estratégias dos bancos centrais divergem de forma mais acentuada. A Reserva Federal encontra-se numa posição vulnerável em que os seus dois mandatos (estabilidade dos preços e pleno emprego) estão sob pressão e, confrontada com um risco acrescido de estagflação devido às tarifas e à elevada incerteza no atual ambiente económico, decide fazer uma pausa até que haja maior clareza sobre o impacto das tarifas nos dados reais. Aquando da reunião do início de maio, manteve os *fed funds*, pela terceira vez consecutiva, no intervalo de 4,25%-4,50%. Pelo contrário, com os riscos claramente inclinados para um crescimento mais fraco, outros bancos centrais puderam continuar o processo de flexibilização monetária. Na sua reunião de abril, o BCE baixou as taxas de juro em 25 p. b. fixando a facilidade de depósito marginal em 2,25%, e preparou-se para responder com agilidade ao impacto das tarifas, deixando a porta aberta a futuras alterações sem qualquer compromisso. No início de maio, o Banco de Inglaterra também procedeu a uma redução de 25 p. b., levando a taxa diretora para 4,25%, e salientou os riscos das tarifas sobre a atividade. A médio prazo, as perspetivas do mercado apontam para que estes três bancos centrais reduzam as taxas pelo menos mais três vezes no resto do ano, mas a margem de manobra da Fed é muito menor e, cumulativamente, o BCE terá sido o que mais reduziu as taxas de juro neste ciclo.

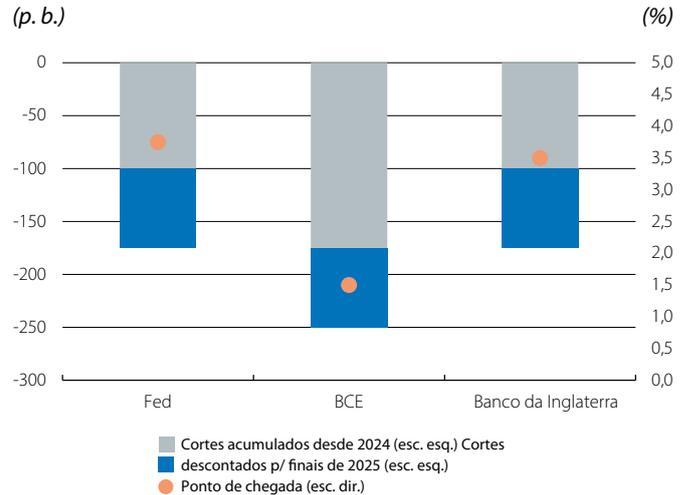
Taxas soberanas regressam aos níveis de março. Nos Estados Unidos, a reação inicial às tarifas foi uma recuperação generalizada das rentabilidades soberanas, que desde então se inverteu na extremidade curta da curva, devido às expetativas de que a Fed irá reduzir as taxas este ano. Em contrapartida, as tranches mais longas mantiveram-se mais elevadas, dadas as

### Índices de volatilidade



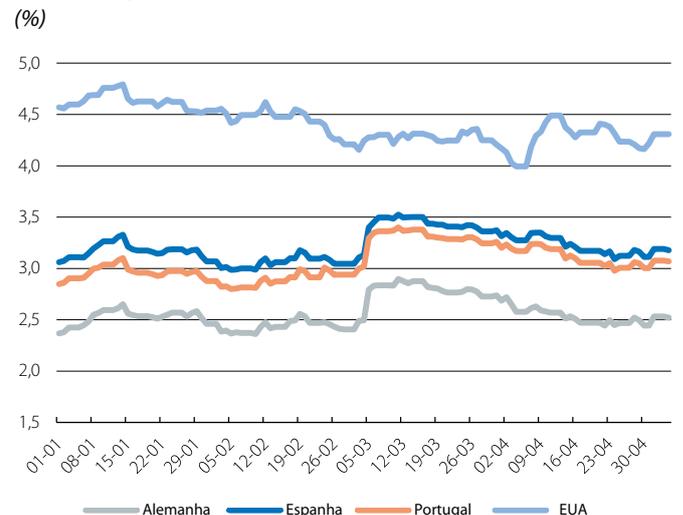
Nota: O índice VIX mede a volatilidade do S&P 500. O índice MOVE mede a volatilidade dos mercados obrigacionistas dos EUA.  
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

### Expetativas de taxas de juro



Nota: Cortes precificadas a partir das curvas de futuros do EFR, OIS STR e OIS GBP.  
Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Fed, do Banco de Inglaterra e da Bloomberg.

### Taxas de juro soberanas a 10 anos



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

dúvidas crescentes sobre a força da atividade dos EUA e a potencial recessão fiscal. De facto, as curvas soberanas da Zona Euro, em todas as maturidades, voltaram aos níveis do final de março, chegando mesmo a atingir níveis mais baixos, eliminando todos os aumentos acumulados com o anúncio da expansão orçamental e das despesas com a defesa. Nas últimas semanas, a expectativa de um BCE acomodaticio tem sido o principal catalisador da recuperação das obrigações soberanas europeias.

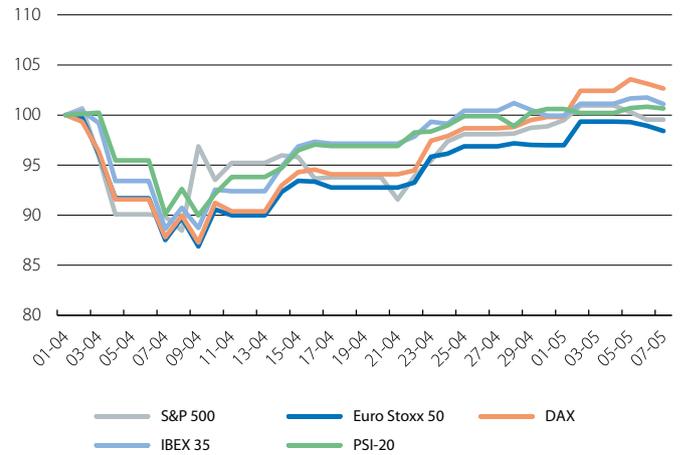
**Os mercados bolsistas recuperam terreno.** Em termos globais, os principais índices conseguiram apagar as perdas do início do mês e já estão ao nível ou muito perto do nível do dia anterior ao anúncio das tarifas. O S&P 500 acumulou nove sessões consecutivas de ganhos no final de abril, a mais longa série em duas décadas, impulsionado por fortes dados sobre o emprego e uma temporada de ganhos muito positiva para as empresas tecnológicas. Nos mercados bolsistas da Zona Euro, os mercados bolsistas alemão e espanhol lideraram os ganhos após dados de atividade melhores do que o esperado. O sentimento global também ganhou força com os anúncios da administração Trump sobre a vontade de negociar e o início de conversações com alguns parceiros.

**O dólar estabiliza, mas continua fraco.** Não obstante ser um tradicional refúgio de risco, o dólar desvalorizou-se fortemente (mais de 4%) em relação aos seus principais pares, na sequência da imposição das tarifas e de um pico de volatilidade nos mercados financeiros. E a fraqueza tem sido generalizada: tanto em relação aos pares desenvolvidos, como o euro, a libra esterlina e o iene, como em relação às moedas emergentes, como o peso mexicano. No entanto, o dólar parece ter atingido seu ponto mais baixo por agora. A cotação face ao iene estabilizou em torno de 142 e 143 dólares por iene, o euro em 1,13 e a libra esterlina em 1,33. Analogamente, em relação ao peso mexicano, o dólar tem sido negociado em torno de 19,6 dólares por peso nas últimas duas semanas.

**Os preços da energia são prejudicados pela incerteza mundial.** As *commodities* têm-se centrado sobretudo na energia. Os preços do petróleo bruto Brent sofreram uma queda acumulada de mais de 15% durante o mês de abril, atingindo níveis próximos dos 60 dólares/barril, um mínimo de quatro anos. Primeiramente, devido às expectativas de um crescimento mais lento da atividade mundial, o que constituiria um grande entrave à procura de crude. Depois, porque a OPEP e os seus aliados anunciaram um aumento da produção de 411.000 barris por dia a partir de junho. Seguiu-se um anúncio da Arábia Saudita que ameaçava os outros membros da organização de aumentar ainda mais a produção se não cumprissem as suas quotas. Em contrapartida, o desempenho do ouro, que, enquanto ativo de refúgio, acumulou ganhos superiores a 25% este ano, tem sido notável (ver Focus «O ouro: o ativo que mais brilha» neste mesmo Relatório mensal).

**Desempenho de índices bolsistas**

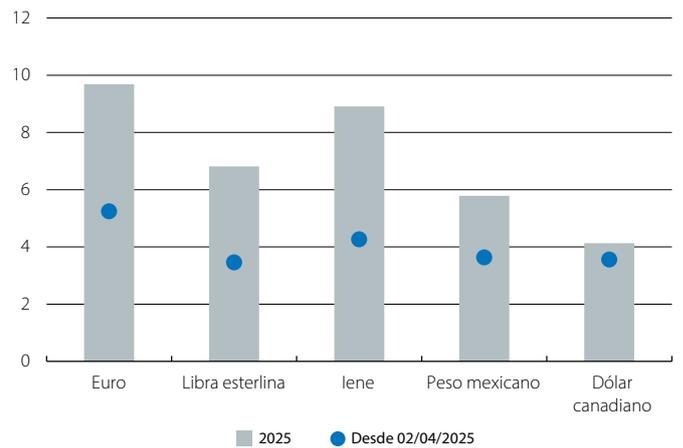
Índice (100 = 01/04/2025)



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

**Desempenho da moeda em relação ao dólar**

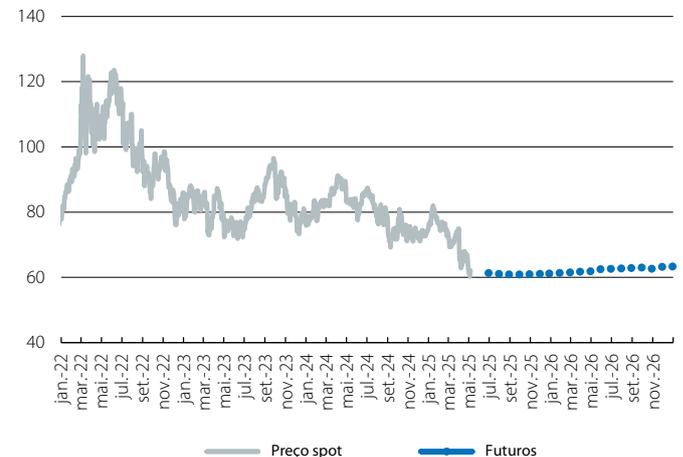
(%)



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

**Preços do petróleo Brent**

(Dólar/barril)



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

## O ouro: o ativo que mais brilha

O ano de 2024 foi um ano recorde para o ouro. As taxas de juro mais baixas dos EUA e as tensões geopolíticas encorajaram os bancos centrais, especialmente os das economias emergentes, e os investidores a intensificar a procura de ouro no segundo semestre do ano. Esta preferência pela segurança, ou menor risco, ajudou o preço do ouro a acumular um aumento de 27% no ano. Por enquanto, nos primeiros quatro meses de 2025, a maior parte da dinâmica que alimentou esse rali manteve-se, como as expectativas de novos cortes nas taxas por parte da Fed, ou intensificou-se, como os riscos geopolíticos associados à política tarifária de Donald Trump. Por conseguinte, a procura total de ouro continuou a crescer,<sup>1</sup> impulsionada em grande medida pelo aumento do investimento em ouro (em ETF,<sup>2</sup> metais preciosos e moedas), o que permitiu que o preço atingisse 3.500 USD por onça.<sup>3</sup>

### Quais são os fatores que estão na origem deste boom do ouro?

Mas antes de abordar as causas do atual aumento do preço do ouro, vale a pena identificar os fatores teóricos que determinam o preço do ouro. No que respeita à procura, a longo prazo, a riqueza e o rendimento disponível desempenham um papel fundamental: as instituições e os particulares investem em ouro e os consumidores gastam parte do seu rendimento e património em joias e tecnologias que incorporam ouro. Quanto à oferta, aspetos como a produção das minas e a reciclagem do ouro, a disponibilidade de reservas naturais e fatores ambientais também influenciam os preços.

Os aspetos de curto prazo são, no entanto, os mais importantes na determinação da rentabilidade, ou do preço, do ouro. Estes incluem fatores macrofinanceiros como as taxas de câmbio, os valores relativos dos ativos e o nível de aversão ao risco nos mercados financeiros, que introduzem maior volatilidade do que os seus determinantes a longo prazo. O primeiro é o chamado custo de oportunidade da moeda: o preço do ouro é expresso em dólares e, quando o dólar enfraquece, o ouro torna-se mais acessível para os detentores de outras moedas (ver o primeiro gráfico). O segundo fator é o custo de oportunidade das taxas de juro: a presença do ouro nas carteiras de investimento deve-se em parte à sua rentabilidade esperada em relação a outros ativos de refúgio, como as obrigações do Tesouro dos EUA. O rendimento das taxas de juro deste último, e em particular dos *treasuries* a 10 anos, está estreitamente e inversamente correlacionado com o preço do ouro. E o ter-ceiro elemento está ligado à consideração do ouro como um ativo de refúgio pelos investidores financeiros. Consequentemente, a sua procura aumenta acentuadamente

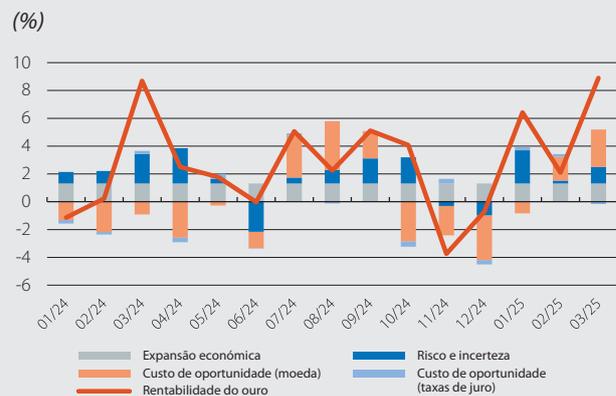
1. De acordo com os dados do World Gold Council (WGC), a procura total de ouro no 1T 2025 cresceu 40% em comparação com o 1T 2024.
2. Os ETF de ouro (*Exchange Traded Funds*) são fundos transacionados em bolsa que acompanham o preço do ouro e permitem aos investidores ganhar exposição ao ouro sem terem de comprar ou armazenar ouro físico.
3. Na sessão de 21 de abril de 2025.

### Preço do ouro e do dólar



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

### Principais fatores determinantes da rentabilidade do ouro



Nota: Dados em 31 de março de 2025. Modelo de regressão múltipla dos retornos do ouro, com base em quatro categorias de fatores de retorno do ouro. Os resultados baseiam-se na análise de dados entre junho de 2019 e outubro de 2024.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do World Gold Council.

em períodos de maior perceção de risco do mercado relativamente ao crescimento económico e à geopolítica.

Contextualizando estes aspetos, podemos constatar como estas alavancas apoiaram certamente o aumento da procura de ouro e, com isso, o preço. Com a chegada de Donald Trump à Casa Branca, com a imposição de tarifas e uma política económica errática e imprevisível, aumentaram os receios de uma possível recessão económica nos EUA, o que se refletiu num enfraquecimento do dólar, e alimentou os receios geopolíticos existentes, desencadeando uma agitação nos mercados financeiros. O aumento da volatilidade e da aversão ao risco num ambiente tão incerto levou muitos investidores institucionais e individuais a diversificarem as suas carteiras para um ativo de refúgio como o ouro, fazendo subir o seu preço e atraindo novos fluxos de investimento, tal como refletido no modelo de atribuição de rentabilidade do ouro do World Gold Council (WGC)<sup>4</sup> (ver segundo gráfico).

4. Ver Gold Return Attribution Model | World Gold Council.

### Investir em ouro, um clássico que está a ganhar popularidade

Durante séculos, o ouro foi considerado um ativo seguro em tempos de incerteza política e económica, oferecendo uma sensação de segurança ao seu detentor como um bem de elevado valor que pode ser facilmente transportado. No entanto, os investidores de hoje dão prioridade à liquidez e à estabilidade deste ativo em detrimento da sua utilidade intrínseca.

A procura de ouro como ativo de investimento atingiu 90.600 milhões de USD em 2024, o nível histórico mais elevado, apenas ultrapassado em 2020, quando a crise económica da COVID-19 desencadeou o investimento em ativos de refúgio, e o investimento atingiu 102.000 milhões de USD. Os dados relativos ao investimento em ouro para o 1T 2025 sugerem que a tendência se terá mantido em alta, não só em termos monetários mas também em termos físicos,<sup>5</sup> com o volume da procura no seu nível mais elevado desde o início da guerra na Ucrânia em 2022. Neste domínio, para além da força da procura física de ouro, sobretudo em lingotes, tem-se registado um aumento do investimento através de ETFs de ouro. Os fluxos de investimento em ETFs mantiveram-se positivos durante 10 meses no último ano e, de acordo com os dados do WGC, ascenderam a 20.800 milhões de dólares entre janeiro e março. Um aumento que teria sido alimentado pela própria atratividade dos preços do ouro em alta, bem como pelos receios de recessão nos EUA e pela volatilidade do mercado bolsista, e pela expectativa dos investidores de possíveis cortes nas taxas de juro por parte da Fed e do BCE.

### O papel dos bancos centrais

A importância do ouro nas reservas internacionais dos bancos centrais deve-se ao seu papel como reserva de valor a longo prazo, como alternativa às principais moedas, e que não implica risco de crédito. Por este motivo, desde 2010, os bancos centrais aumentaram as suas posições em ouro e são compradores líquidos. No entanto, o ritmo das aquisições duplicou desde a incursão da Rússia na Ucrânia, sobretudo por parte das economias emergentes. Durante os últimos trimestres, a maior procura de ouro terá vindo dos bancos centrais da Polónia, da China, do Cazaquistão, da República Checa e da Índia. Assim, o mercado está a acompanhar com alguma apreensão as compras do banco central chinês (PBoC). Estima-se que, no início de 2025, as reservas internacionais da autoridade monetária chinesa ascendiam a cerca de 3 biliões de dólares, dos quais 5,9% eram ouro. Se colocarmos esta percentagem em perspetiva, e para compreendermos a relevância das ações do PBoC, se o PBoC decidisse aumentar esta proporção para, digamos, o nível igual ao do banco central da Índia (9%), o montante adicional que teria de procurar seria de cerca de 15.000 toneladas de ouro, aproximadamente 30% da procura mundial de ouro em 2023.

Em suma, a atual incerteza que domina o cenário económico e político mundial parece ser um incentivo para que a procura de ouro se mantenha robusta. Não obstante, mudanças importantes na geopolítica internacional, como o fim da guerra entre a Rússia e a Ucrânia ou uma maior clareza na política comercial dos EUA, poderão levar a um abrandamento da pressão de compra dos investidores sobre o ouro.

5. No 1T 2025, a procura de ouro para investimento ascendeu a 552 toneladas, 170% mais elevada do que no 1T 2024.

## Anatomia de uma depreciação: o dólar em tempos de incerteza da política económica

A recente desvalorização do dólar, num contexto de aversão ao risco nos mercados financeiros, suscitou preocupações nos investidores por duas razões principais. A primeira assenta num artigo publicado após as eleições presidenciais de novembro por um dos principais conselheiros económicos de Trump, que defende a aplicação de medidas de desvalorização do dólar. A segunda foi o anúncio, a 2 de abril, das tarifas – incorretamente designadas – «recíprocas», que introduziram um grau de protecionismo comercial superior ao esperado, intensificando o escrutínio dos investidores sobre a agenda de reformas da nova administração. Por estas razões, o comportamento involgar da moeda em abril é visto como uma indicação de que o mercado está a avaliar o risco associado a políticas económicas pouco ortodoxas nos EUA, que podem afetar o papel do dólar como moeda de reserva. Esta visão é bem fundamentada? Aparentemente, pelo menos para já e apesar da desvalorização acumulada ao longo do ano, não se pode dizer que o dólar esteja a assistir a uma alteração significativa do seu papel central no sistema monetário internacional.

### Reflexões controversas sobre a política económica...

O atual presidente do Conselho de Acessores Económicos da Casa Branca, Stephen Miran, publicou um relatório no final de novembro (antes da sua nomeação) em que explorava as formas como os EUA poderiam alcançar vários objetivos de política económica da plataforma de campanha de Trump.<sup>1</sup> Miran propôs diferentes formas de o fazer em simultâneo: reduzir o custo do serviço da dívida e aumentar as receitas do Tesouro dos EUA, envolver os aliados do país nas despesas de defesa e melhorar a competitividade dos preços da indústria dos EUA para restaurar a capacidade produtiva e empregos.

Para atingir todos estes objetivos, propôs, entre outras medidas: tarifas mais elevadas, uma desvalorização do dólar, ou mesmo uma taxa sobre os rendimentos das obrigações do Tesouro detidas pelo setor público do resto do mundo. No decorrer do relatório, Miran delineou formas de implementar estas medidas simultaneamente ou em alternativa, tanto a nível multilateral (em concertação com países terceiros) como, em última análise, a nível unilateral por parte dos EUA.

O impacto potencial destas medidas colocou os investidores em alerta. Por conseguinte, a recente depreciação do dólar<sup>2</sup> num contexto de aversão ao risco do mercado,

1. A User's Guide to Restructuring the Global Trading System (novembro de 2024).

2. Em termos de taxa de câmbio efetiva nominal, desvalorizou-se em mais de 8% ao longo do ano e em mais de 4% desde o anúncio das tarifas «recíprocas» em 2 de abril.

### Taxa de câmbio efetiva nominal do dólar Índice



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

quando a moeda desempenha normalmente um papel de refúgio e tende a valorizar-se, suscitou dúvidas quanto ao facto de o mercado já estar a avaliar o risco das medidas menos ortodoxas - e mais abrangentes - que Miran explorou no seu relatório.

### ... e um dólar que regressa ao nível assinalado pelo diferencial de taxas de juro

A análise sugere, no entanto, que estes fatores, embora ainda no radar dos investidores, provaram ser transitórios e a moeda regressou a níveis que assinalam a sua relação histórica com outros ativos e variáveis financeiras. Tal parece ser sugerido pela correlação histórica entre a taxa de câmbio efetiva nominal do dólar e o diferencial entre as taxas de juro reais nos EUA<sup>3</sup> e as dos seus principais parceiros comerciais.<sup>4</sup> De facto, a taxa de câmbio efetiva nominal do dólar situa-se atualmente onde esta correlação prevê<sup>5</sup> (o nível observado quase não se afasta do esperado), um nível em que parece ter encontrado uma certa estabilidade (ver o primeiro gráfico).

O poder explicativo das taxas reais sobre a taxa de câmbio tem flutuado nos últimos meses. Concretamente, diminuiu entre outubro passado e janeiro deste ano. Quando a Reserva Federal iniciou o seu ciclo de redução das taxas de juro em setembro de 2024, a narrativa dominante no mer-

3. Medida como a diferença entre as taxas de swap intradiárias (OIS) e as taxas de swap de inflação.

4. Estes são, ponderados pelo índice DXY (a referência habitual para a taxa de câmbio efectiva nominal intradiária): o euro, o iene, a libra esterlina, o dólar canadiano e a coroa sueca.

5. Primeiramente, obtém-se o movimento conjunto das taxas reais nestas moedas menos as taxas reais em dólares (ou seja, os dois primeiros fatores de uma análise de componentes principais) e, em seguida, regrediu-se para o índice DXY.

cado era a de uma aterragem gradual da economia dos EUA, graças aos bons dados sobre o emprego e aos preços que pareciam estar a regressar aos 2%. Mais tarde, a vitória de Trump deu novo fôlego a esta narrativa de crescimento económico excepcional dos EUA.

Assim, o diferencial de taxas alargou-se, sinalizando um dólar mais apreciado e, embora a moeda tenha registado um movimento no mesmo sentido, este foi de maior intensidade. Esta dissociação deveu-se provavelmente ao facto de os investidores interpretarem o pacote político de Trump (tarifas, restrições à imigração, cortes fiscais) como sendo particularmente favorável ao dólar.

Só em janeiro, quando o sentimento dos investidores em relação às políticas de Trump se alterou e se iniciou a tendência de depreciação que conduziu o dólar aos níveis de hoje, é que o diferencial de taxa real entre o dólar e os seus principais pares recuperou o seu forte poder explicativo dos movimentos cambiais.

Portanto, de acordo com esta análise, o movimento de vai-e-vem do dólar nos últimos oito meses estaria mais relacionado com uma mudança na narrativa sobre o impacto de Trump no potencial de crescimento económico dos EUA nos próximos trimestres do que com as propostas do já referido Stephen Miran. O facto de a valorização do dólar ter começado em outubro, antes do relatório de Miran, e na direção oposta à que ele defendia, é mais uma prova de que o movimento de vaivém do dólar desde então (o índice DXY está menos de 1% abaixo do seu nível de 30 de setembro) tem sido impulsionado principalmente por outras forças e narrativas. Por outras palavras: o que teríamos visto desde setembro teria sido a ascensão e a queda de uma narrativa de mercado muito favorável aos ativos dos EUA (a que alguns chamaram *Trump Trade*).

Numa versão particular e simplificada desta análise, centrada apenas na evolução face ao euro, a conclusão é semelhante: a valorização do dólar desde outubro de 2024 separou-o do previsto pelo diferencial de taxas reais entre os EUA e a Zona Euro, um nível para o qual voltou desde então, embora com particular rapidez nos últimos dois meses, na sequência do anúncio de um aumento da despesa pública na Alemanha e do chamado *Liberation Day* de Trump, a 2 de abril (ver segundo gráfico).

**Os pontos fortes estruturais continuam a ser à prova de Trump**

Feitas as contas, parece claro que, embora a narrativa do mercado tenha mudado e a sensibilidade dos investidores a quaisquer novas políticas «pouco ortodoxas» da admi-

**Taxa de câmbio EURUSD**

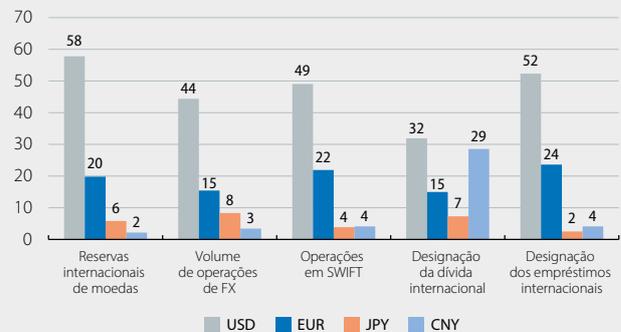
Dólares por euro



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

**Utilização de moedas por instrumento ou conceito**

(% do total em cada caso)



Nota: Reservas internacionais, dados do FMI (a partir do 4T 2024); Dados do BPI sobre as operações cambiais (2022); dados de operações SWIFT em SWIFT (março de 2025); e dados da Bloomberg sobre a denominação da dívida e os empréstimos (abril de 2025).  
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

nistração Trump tenha disparado na sequência das tarifas recíprocas, o dólar deveria ter sido negociado ainda mais alto se uma mudança estrutural no papel do dólar no sistema financeiro internacional a curto prazo fosse um cenário com uma probabilidade significativa.

De momento, as forças estruturais do dólar mantêm-se, embora a mera sugestão de alterar o valor do ativo central do sistema financeiro internacional tenha causado arrepios no mercado; o seu carácter nuclear permanece intacto, pelo menos enquanto essas sugestões não se concretizarem. Como se pode ver no terceiro gráfico, o dólar continua a ser a moeda de reserva internacional, a moeda mais transacionada nos mercados cambiais, a moeda em que são expressos a maioria dos pagamentos globais e a moeda em que é emitida a maior parte da dívida. Para alterar esta situação, serão necessárias mais do que algumas reflexões sobre possíveis reformas.

**Taxas de juro (%)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	2,40	2,65	-25	-75,0	-210,0
Euribor 3 meses	2,16	2,34	-18	-55,8	-163,2
Euribor 12 meses	2,05	2,31	-26	-41,1	-160,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,75	2,01	-26	-49,2	-156,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,69	2,05	-36	-39,6	-94,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,44	2,74	-29	7,7	12,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,11	3,37	-26	5,2	-12,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,00	3,26	-26	15,5	-12,5
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,27	4,29	-2	-3,9	-104,8
Dívida pública a 1 ano	3,85	4,02	-17	-29,3	-95,7
Dívida pública a 2 anos	3,60	3,88	-28	-63,9	-82,6
Dívida pública a 10 anos	4,16	4,21	-4	-40,7	4,1

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	68	64	4	10,7	8,5
Itraxx Financeiro Sénior	73	69	4	9,4	1,8
Itraxx Financeiro Subordinado	129	120	8	16,4	-3,2

**Taxas de câmbio**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,133	1,082	4,7	9,4	5,2
EUR/JPY (ienes por euro)	162,010	162,210	-0,1	-0,5	1,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,850	0,837	1,5	2,7	-0,4
USD/JPY (ienes por dólar)	143,070	149,960	-4,6	-9,0	-3,4

**Matérias-primas**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	547,6	547,1	0,1	2,1	5,9
Brent (\$/barril)	63,1	74,7	-15,5	-15,4	-20,3
Ouro (\$/onça)	3.288,7	3.123,6	5,3	25,3	61,6

**Mercado acionista**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.569,1	5.611,9	-0,8	-5,3	11,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.160,2	5.248,4	-1,7	5,4	10,3
Ibex 35 (Espanha)	13.287,8	13.135,4	1,2	14,6	34,4
PSI 20 (Portugal)	6.992,3	6.865,6	1,8	9,6	13,1
Nikkei 225 (Japão)	36.045,4	35.617,6	1,2	-9,6	-0,2
MSCI emergentes	1.112,8	1.101,4	1,0	3,5	11,0