

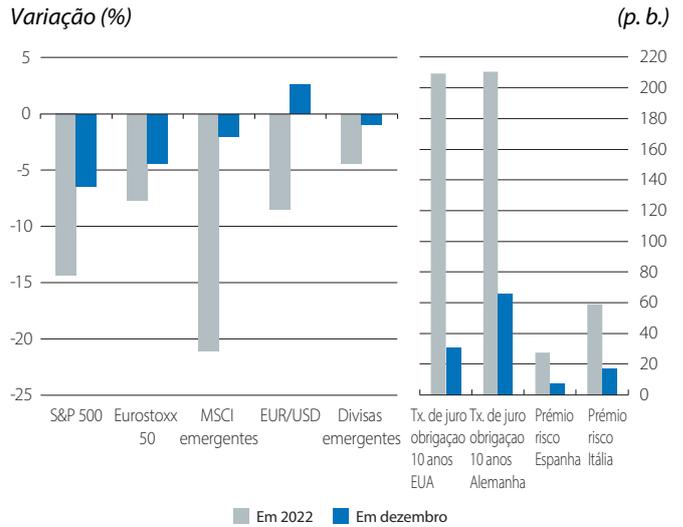
## Os mercados financeiros fecham o ano no vermelho

Em dezembro, o foco do investidor passa do «pivot» ao *hard landing*. Os últimos meses de 2022 foram marcados pela redução da apetência pelo risco e pela queda dos principais ativos financeiros, reduzindo os lucros que tinham sido registados durante uma boa parte do outono. O principal factor foi o endurecimento da retórica «hawkish» dos bancos centrais, que reiteraram a sua intenção de continuar a aumentar as taxas oficiais nos próximos meses e reduziram as expectativas de um eventual fim do endurecimento monetário. Enquanto isso, as expectativas de taxas mais elevadas, em conjunto com os sinais de arrefecimento na maioria dos dados económicos, reacenderam os receios entre os investidores de uma possível recessão mundial, ou *hard landing*, o que agravou as perdas nas bolsas internacionais, nas obrigações de dívida pública e outros ativos de renda fixa. Do lado positivo, os mercados de matérias-primas fecharam o ano com alguma estabilização no preço das principais referências, embora sob a volatilidade e a incerteza associadas ao prolongamento da guerra na Ucrânia.

**BCE, líder dos falcões.** Entre os principais bancos centrais, o BCE destacou-se com um acentuado endurecimento no discurso «hawkish» durante a sua última reunião em meados de dezembro. Apesar de moderar o ritmo de subida das taxas oficiais de 75 p.b. para 50 p.b. (*depo* a 2,00% e *refi* a 2,50%), a instituição surpreendeu ao salientar que serão necessários novos aumentos, em grandezas significativas e a um ritmo acelerado, o que, segundo a própria presidente, Christine Lagarde, seria coerente com um nível terminal da taxa depo acima dos 3,0%. Além disso, o BCE anunciou as linhas de orientação para a redução da carteira de obrigações no seu programa de ativos APP a partir de março (a um ritmo inicial de 15 mil milhões por mês), o que, em conjunto com os vencimentos e pré-pagamentos dos empréstimos TLTRO, implicará uma redução significativa na dimensão do balanço (ver o Focus «A redução do balanço do BCE em 2023» neste relatório). Os anúncios refletiram-se numa revisão ascendente das expectativas das taxas implícitas nos mercados monetários e num aumento do rendimento das obrigações, mais acentuado na dívida periférica. Por outro lado, outros bancos centrais europeus, como o Banco de Inglaterra, o banco sueco Riksbank e o norueguês Norges Bank, também anunciaram subidas das taxas mais moderadas em dezembro, insinuando, no entanto, outros ajustes nos próximos meses.

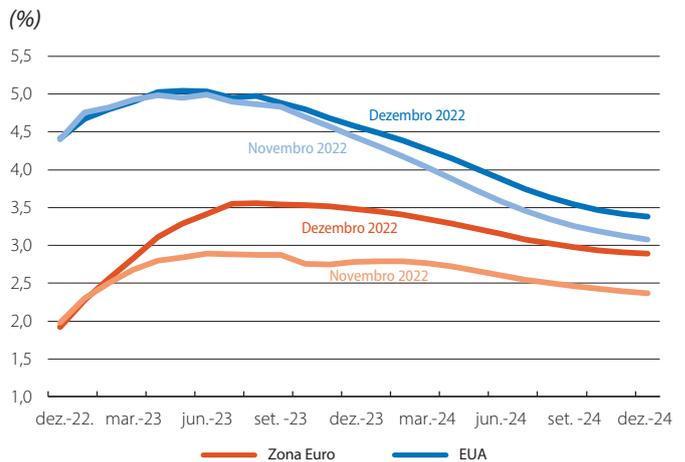
**A Fed também aponta para mais aumentos, embora os investidores duvidem.** Na mesma linha, a Reserva Federal aumentou as taxas de juro oficiais também em 50 p.b. para o intervalo de 4,25%-4,50% e anunciou novas subidas durante 2023. Em particular, de acordo com o publicado no gráfico de previsões (*dot plot*) a maioria dos membros do FOMC estima que será necessário aumentar as taxas oficiais em 75 p.b. para o intervalo de 5,00%-5,25%, ligeiramente superior ao esperado em setembro e muito acima do previsto há um ano. O anúncio

### Variáveis financeiras selecionadas



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

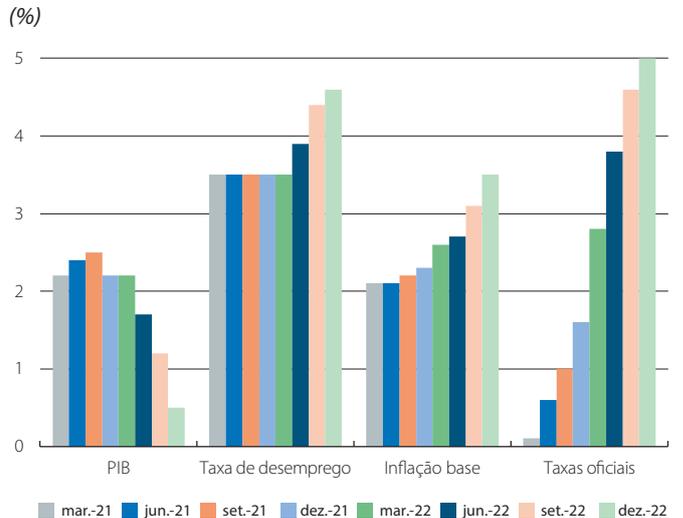
### Expectativas sobre as taxas de juro de referência da Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre o EFR e a taxa OIS da zona euro derivados a partir de curvas de juro de mercado.

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

### Fed: previsões macroeconómicas para 2023



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Reserva Federal.

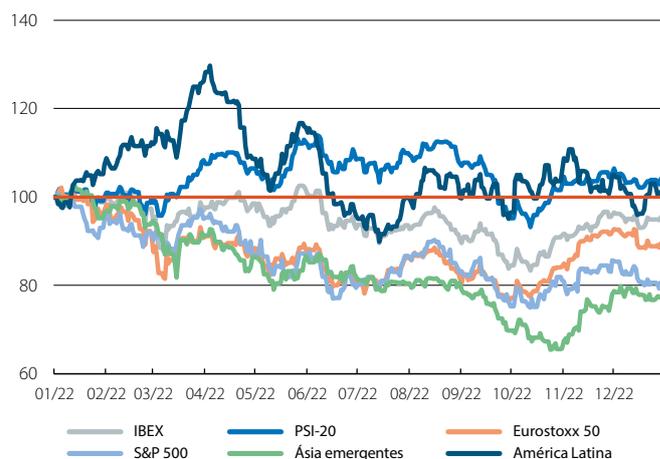
esteve em conformidade com o que já tinha sido anunciado nas mensagens dos membros do FOMC e, portanto, não alterou significativamente as expectativas dos investidores relativamente à evolução das taxas oficiais. De facto, os mercados monetários continuam a cotar que o ciclo de redução de taxas começará, provavelmente, na segunda metade do ano. Por seu turno, e apesar da menor apetência pelo risco, o dólar manteve-se praticamente estável em dezembro; face ao euro mantém-se em cerca de 1,06, o nível mais alto desde o verão e afastado da paridade que caracterizou os últimos meses. Entretanto, o iene japonês apresentou uma valorização acentuada no mês após a inesperada decisão do Banco do Japão em flexibilizar alguns dos parâmetros da sua política de controlo da curva de taxas soberanas (*yield curve control*) com um aumento do limite superior aplicado ao rendimento dos títulos públicos a 10 anos de 0,25% para 0,50%.

**Perdas avultadas na bolsa.** Neste contexto, o rali outonal sofrido pelo rendimento variável desvaneceu e os principais índices bolsistas encerraram o ano em negativo. Nas economias avançadas, os índices americanos lideraram as descidas (S&P 500 -6% em dezembro e -20% no ano), seguindo-se os europeus (EuroStoxx50 -4% e -12%, respetivamente), onde a composição setorial dos índices mais defensiva do que nos EUA (ou seja, menos sensível ao ciclo económico), amorteceu as quedas do agregado anual. Nas economias emergentes, as perdas também foram elevadas, com as bolsas chinesas a cair cerca de 20%, num contexto de menor crescimento económico e de deterioração dos fluxos de investimento das carteiras estrangeiras. Relativamente ao novo ano, o consenso dos analistas prevê um menor crescimento dos lucros empresariais nos EUA e na Europa, como resultado do enfraquecimento da procura agregada e da extensão das taxas de juro restritivas, o que pode diminuir o efeito positivo da reabertura da China.

**Os preços da energia estabilizam.** Ao contrário do que aconteceu durante uma boa parte do ano, os preços da energia estabilizaram em dezembro e durante as primeiras sessões de janeiro. O preço do gás natural europeu caiu para valores de 2021 devido a temperaturas mais amenas do que o esperado no hemisfério norte e ao elevado nível de reservas de gás na Europa, o que atenuou os riscos de racionamento dos fornecimentos. Além disso, em dezembro, a UE acordou a fixação de um preço máximo para o gás, que será ativado se, durante pelo menos três sessões consecutivas, o preço do gás (TTF holandês) exceder os 180 euros por MWh e se o diferencial relativo aos preços do gás natural liquefeito exceder os 35 euros. Por sua vez, o preço do petróleo de Brent caiu no início de janeiro para 80 dólares por barril com a combinação do aumento da produção nos EUA e na Nigéria e as dúvidas sobre o possível enfraquecimento da procura face ao aumento das infeções por COVID na China. O anúncio da Rússia sobre a redução do bombeamento de petróleo em 6% durante 2023 e a proibição das exportações para os países que impuseram o limite de preços ao seu crude quase não teve impacto no preço.

### Principais bolsas internacionais

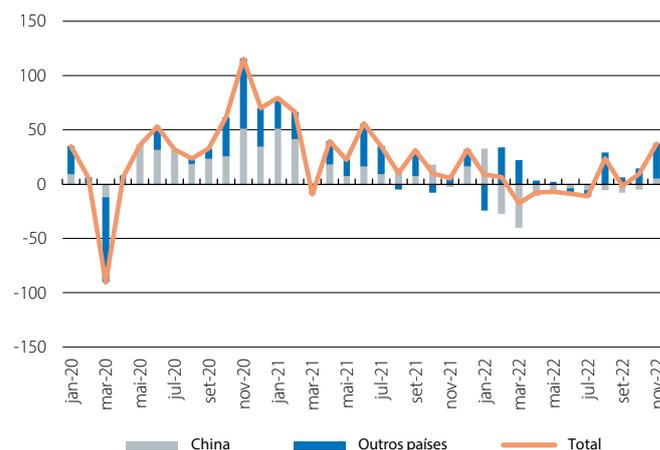
Índice (100 = janeiro 2022)



Nota: Dados a 31 de dezembro.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Fluxos líquidos de capital para economias emergentes

(Milhares de milhões de dólares)

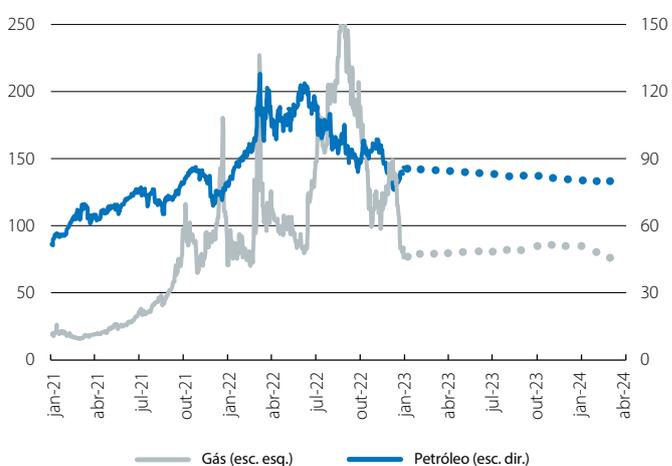


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Preços do gás e do petróleo

(€/MWh)

(\$/barril)



Notas: Gás Natural TTF e petróleo Brent. Os pontos destacam os preços dos contratos futuros de gás e petróleo para os meses de janeiro de 2023 até abril de 2024 no fecho a 30 de dezembro de 2022.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

## A redução do balanço do BCE em 2023

O balanço do BCE atingiu quase 70% do PIB da Zona Euro em meados de 2022, um aumento muito substancial em relação ao que era a sua dimensão habitual antes do início da compra de ativos em grande escala e a concessão de empréstimos a longo prazo (por exemplo, 20% no final de 2014). Com estas medidas não convencionais, a Zona Euro tem vivido durante anos num ambiente de taxas de juros muito baixas. Até que, em 2022, o BCE aumentou os seus juros oficiais em 250 p. b. entre julho e dezembro. Em 2023, não só estes aumentos de juros continuarão, como também o BCE reduzirá a dimensão do balanço. Como funcionará esta redução e que consequências poderá ter sobre a dívida soberana?

### Duas alavancas para reduzir o balanço: TLTRO-III e APP

No final de 2022, o balanço do BCE já tinha sido reduzido em cerca de 10% devido a uma série de reembolsos antecipados de empréstimos TLTRO-III,<sup>1</sup> após as suas condições terem sido reajustadas em outubro de 2022. O TLTRO-III continuará a cair em 2023, tanto devido a novos reembolsos antecipados como, de forma mecânica, devido ao vencimento dos próprios empréstimos. Isto será adicionado à redução da carteira de obrigações adquiridos, desde 2015, ao abrigo do programa APP. O APP representa quase 40% do balanço do BCE<sup>2</sup> e consiste, na sua maioria (80%), em títulos da dívida soberana de países da Zona Euro. Embora o BCE já não faça compras líquidas desde julho de 2022, a dimensão dos ativos no balanço manteve-se até agora estável devido a reinvestimentos: quando um título detido pelo banco central vence, o mesmo utiliza os pagamentos recebidos para comprar novos títulos a fim de manter a carteira constante. No entanto, a 15 de dezembro do ano passado, foi anunciado que estes reinvestimentos estavam a chegar ao fim: entre março e junho de 2023, o BCE deixará vencer 15 mil milhões de euros (em média por mês) sem o reinvestir, ou seja, reduzirá os reinvestimentos em quase 50% (ver primeiro gráfico).

A partir de junho de 2023, o BCE ajustará gradualmente este marco de referência de 15 mil milhões e, num contexto de aperto monetário, pode esperar-se que o limiar seja aumentado até que os reinvestimentos sejam reduzidos a zero. Isto, juntamente com outros reembolsos TLTRO-III, poderia reduzir o balanço do BCE em 15% em 2023 ou, por outras palavras, reduzi-lo para 50% do PIB da Zona Euro, ainda acima dos níveis pré-pandémicos (ver segundo gráfico).<sup>3</sup>

1. Os TLTROs são empréstimos a longo prazo concedidos pelo BCE ao sector bancário.

2. O outro grande programa de aquisições, o PEPP, lançado na pandemia, é responsável por 20%. No total, sob o PEPP e APP, os títulos soberanos detidos pelo Eurosistema aumentariam para 4,2 biliões de euros até ao final de 2022.

3. Esta projeção assume que o BCE reduzirá os reinvestimentos do APP para 30% no 3T 2023 e 0% no 4T 2023. Isto explica 20% do decréscimo previsto no balanço. Quanto aos TLTRO-III, responsáveis pelos restantes 80%, a redução calculada apenas prevê o reembolso de todos os empréstimos com vencimento em 2023 (que são a maioria).

### BCE: vencimentos e reinvestimentos do APP (Milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

### BCE: dimensão do balanço (% do PIB da Zona Euro)



Nota: Para 2023, são apresentadas estimativas baseadas em previsões do próprio PIB, fin de reinvestimentos da APP e reembolsos das TLTRO-III.

Fonte: BPI Research, estimativas próprias baseadas em dados do BCE.

### Consequências: necessidades de financiamento e taxas de juro

A expansão do balanço fez do BCE um interveniente importante no mercado de obrigações e, além disso, foi acompanhada por taxas de juros mais baixas. Assim, a sua redução em 2023 levanta a questão do impacto que pode ter nas necessidades de financiamento do tesouro e nas taxas de juro.

Com base na projeção do balanço acima, podemos comparar as necessidades de financiamento dos tesouros nacionais entre 2022 e 2023. A principal diferença entre os dois anos é que, em 2022, o BCE ainda efetuava aquisições líquidas ao abrigo dos programas APP e PEPP, absorvendo assim tanto as necessidades brutas (com reinvestimentos) como as necessidades líquidas de financiamento. Pelo contrário, em 2023, o BCE não só não fará aquisições líquidas, como, ao reduzir os reinvestimentos, deixará de cobrir parte das emissões que têm lugar para efeitos de

amortização. Como mostra o terceiro gráfico, face à retirada do BCE, os tesouros terão de aumentar as suas emissões colocando-as em outros agentes.<sup>4</sup> O impacto não é negligenciável, mas permite números controláveis. Por exemplo, as necessidades líquidas de financiamento no mercado espanhol mantêm-se em 5% do PIB, acima da média de 2015-2019 (-1,3%, com um BCE muito ativo na compra de dívida e um défice não tão elevado), mas abaixo das necessidades médias em 2008-2014 (6,9%). Além disso, deve ter-se em conta que em 2023 o BCE ainda estará muito presente nos mercados através de reinvestimentos PEPP, bem como o bom historial de colocações de emissões que os tesouros têm mantido nos últimos anos, que não têm estado propriamente livres de volatilidade.

Por sua vez, o aumento das necessidades de colocação de dívida pode exercer alguma pressão sobre as taxas de juros do mercado. Para avaliar esta pressão, usamos o nosso modelo de taxa de juros macro ou de *Fair Value*.<sup>5</sup> O conceito por trás destes modelos é que a taxa de juros da dívida pública dependa dos fundamentos macroeconómicos do país em questão e do contexto global. Por exemplo, a capacidade de pagar depende do nível de endividamento, das expectativas sobre o excedente ou défice público e do crescimento futuro da economia. A situação da economia europeia como um todo também determina a política monetária definida pelo BCE, que influencia todo o conjunto de taxas de juros. Com estes componentes, e a partir das relações históricas entre eles, podemos estimar a taxa de juro soberano consistente com os fundamentos macroeconómicos.<sup>6,7</sup> Esta «taxa macro» permite-nos estudar a sensibilidade das taxas de juros a alterações no cenário, tais como uma deterioração das perspetivas de crescimento ou, como no caso presente, uma redução da dívida soberana detida pelo Eurosistema. De acordo com este exercício, o fim dos reinvestimentos da APP deveria pressionar as taxas de juros soberanos em 2023, tanto nas economias centrais como periféricas da Zona Euro.

Em geral, a análise sugere que, em 2023, a redução do balanço do BCE acompanhará, em vez de intensificar, o

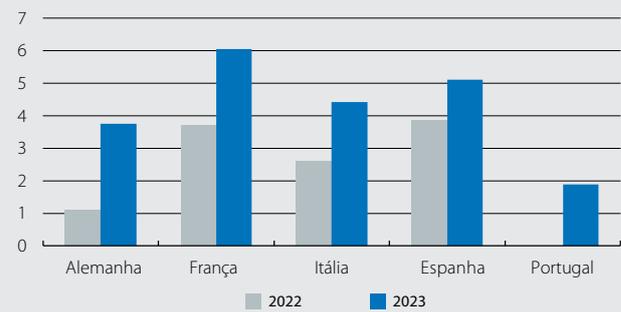
4. Em contraste com os outros países, a tensão na Alemanha e França é acentuada pelo aumento dos défices públicos.

5. Ver Focus «A fragilidade macroeconómica das taxas de juros» no IM10/2020.

6. Estimamos regressões individuais para as taxas soberanas a 10 anos da Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália, Holanda e Portugal com as seguintes variáveis explicativas: expectativas para a Euribor a 3 meses, o crescimento real do PIB e a inflação, o rácio da dívida pública em relação ao PIB, um indicador de volatilidade da bolsa, a taxa soberana dos EUA a 10 anos, as compras de ativos que o BCE acumulou no seu balanço desde 2015 e um indicador de tensão na Zona Euro (uma variável binária que equivale a 1 se um prémio de risco soberano se tornar significativamente tenso).

7. O impacto estimado é parcial. Por outras palavras, considera o efeito direto de uma redução dos títulos detidos pelo BCE, mas não o efeito indireto que isto pode ter nas condições financeiras globais ou nas perspetivas do PIB e da inflação. Também não prevê efeitos de repercussão de reembolsos do TLTRO-III.

### Tesouros da UE: emissão de títulos líquidos ± BCE\* (% do PIB)

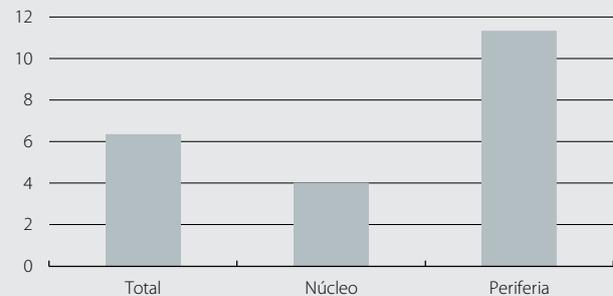


**Notas:** \* Emissão líquida de amortizações. Em 2022, as compras líquidas do BCE são descontadas (QE de PEPP + APP) e em 2023 os prazos de vencimento dos títulos da carteira do BCE que não serão reinvestidas são adicionados (QT de APP). O BCE começa a reduzir a carteira da APP em março de 2023 e reduz os reinvestimentos para 55% até junho (como anunciado), supondo-se que caíam para 30% nos próximos três meses e depois para 0%.

**Fonte:** BPI Research, com base em estimativas e dados próprios do Tesouro nacional, Bloomberg e AMECO.

### Zona Euro: impacto do QT sobre os juros soberanos a 10 anos

(p. b.)



**Notas:** O total corresponde à média avaliada da Alemanha, Áustria, Bélgica, França, Holanda (núcleo), e Espanha, Irlanda, Itália e Portugal (periferia). Estimativas baseadas em modelos da taxa de juros a 10 anos Fair Value para cada país, de acordo com as condições financeiras mundiais, a política monetária convencional e não convencional do BCE, os rácios da dívida pública, e as expectativas de crescimento e inflação. O impacto é estimado como a diferença entre o Fair Value com QT e sem QT.

**Fonte:** BPI Research, estimativas próprias baseadas em dados da Refinitiv, BCE, Eurostat e Consensus Economics.

aperto das condições monetárias desencadeado pelos aumentos dos juros oficiais. E, enquanto a experiência de outras instituições, tais como o Fed dos EUA, mostra que episódios de volatilidade do mercado podem ocorrer com a retirada dos bancos centrais,<sup>8</sup> também torna claro que as autoridades monetárias dispõem dos instrumentos necessários para restabelecer o bom funcionamento dos mercados, se necessário.

8. Ver o caso do mercado *repo* dos EUA em setembro de 2019. Anbil, Sriya, Alyssa Anderson, e Zeynep Senyuz (2020). «What Happened in Money Markets in September 2019?». FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

## Sobre a incerteza da taxa de juro neutra

A intensificação das pressões inflacionistas no contexto da COVID-19 e da invasão da Rússia à Ucrânia, deu lugar ao ajustamento mais restritivo da política monetária dos países desenvolvidos desde a década de 1980, com subidas das taxas oficiais de aproximadamente 300 p.b. e a cessação dos programas de compras líquidas de ativos.

Apesar do que já foi anunciado, a verdade é que ainda há muita incerteza quanto ao nível das taxas oficiais, tanto no ciclo de subida de taxas atual, como a longo prazo. Na Zona Euro, o BCE antecipou que subirá as taxas oficiais até à «zona restritiva», ou seja, acima do nível que não estimularia, nem contrairia a economia, ou taxa neutra, como é habitualmente denominada. Por sua vez, nos EUA estima-se que as taxas oficiais já se encontrem nestes níveis restritivos e espera-se que a Fed as continue a subir nos próximos meses, ainda que a um ritmo mais lento.

Considerando o seu papel de referência nos mercados financeiros e na economia em geral, perguntamos neste Focus, o que é e em que nível se situa a tão mencionada taxa neutra?

### Estimativa da taxa neutra

De acordo com a teoria económica, a taxa de juro neutra é a taxa que equilibra a procura agregada de uma economia com a sua oferta agregada ou, por outras palavras, a taxa de juro fixada pelo banco central que permitiria à economia operar em pleno emprego e com estabilidade de preços.

Aprofundando esta definição, é oportuno sublinhar que a estabilidade de preços é habitualmente associada, de acordo com os estatutos dos bancos centrais dos países desenvolvidos, a uma inflação que flutua em torno de 2,0% em termos homólogos anuais. Além disso, alcançar o pleno emprego exigiria utilizar todos os recursos disponíveis na economia, ou seja, que o PIB cresça de acordo com o seu potencial de longo prazo e que o diferencial de produção (*output gap*) seja inexistente.

Deste modo, a definição de taxa de juro neutra está estreitamente ligada à capacidade produtiva de cada economia e, conseqüentemente, à evolução dos fatores de produção (como a mão de obra, o capital ou o progresso tecnológico) que determinam o crescimento potencial.<sup>1</sup> Assim, é de esperar que os países com um crescimento potencial mais elevado (por exemplo, devido a uma maior inovação tecnológica ou a dinâmica demográfica mais favoráveis) tenham uma taxa neutra mais alta.

1. Para mais informações sobre o PIB potencial e os seus determinantes, ver o artigo «PIB potencial e diferencial de produção: o que medem e de que dependem?» no Dossier do IM05 /2013.

### Taxa de juro real neutra \*



**Nota:** \* Devido à extraordinária volatilidade do PIB real durante a COVID-19, não são apresentadas estimativas entre o 1T 2020 e o 4T 2020 para os EUA e entre o 1T 2020 e o 2T 2021 para a Zona Euro.

**Fonte:** BPI Research, a partir de Holston, K. et al. (2017).

Contudo, ao contrário de outras variáveis macroeconómicas, o PIB potencial e, por conseguinte, a taxa de juros neutra, não são observáveis, pelo que têm de ser estimados. Para os EUA, o votante médio do FOMC coloca a taxa neutra (nominal) em cerca de 2,5%, ainda que com um intervalo de estimativa entre 2,3% e 3,3%, de acordo com as previsões mais recentes (*dot plot*).<sup>2</sup> Por sua vez, as taxas implícitas do mercado monetário são cotadas a uma taxa (nominal) que converge para 3,0% no longo prazo. Não obstante, estas estimativas são ligeiramente inferiores às sugeridas por um modelo utilizado pela Fed de Nova Iorque, conhecido como Holston-Laubach-Williams (HLW), um modelo que permite captar as flutuações de curto prazo na taxa neutra real.<sup>3</sup> Utilizando a fonte aberta deste modelo,<sup>4</sup> estimamos que a taxa neutra real nos EUA tenha fechado o 3T 2022 em 1,4%, o que seria compatível com uma taxa nominal de equilíbrio de cerca de 3,5% (ver o primeiro gráfico).

Para a Zona Euro, por outro lado, os membros do BCE consideraram estimativas de uma taxa neutra (nominal) de, aproximadamente, 2,0%, ainda que a própria presidente Christine Lagarde tenha alertado para o elevado nível de incerteza desta estimativa. De facto, algumas vozes do Conselho de Governadores salientaram que é provável

2. Ver «Summary of Economic Projections» de dezembro de 2022.

3. Este modelo utiliza um filtro de Kalman a partir de estimativas do crescimento potencial e do diferencial de produção. O modelo utiliza séries trimestrais do PIB real, a inflação subjacente e as taxas de juro monetárias como ponto de partida. Para informações mais detalhadas, ver Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. (2017). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants». *Journal of International Economics*.

4. Ver <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>.

que a taxa neutra tenha aumentado este ano, o que reflete um diferencial de produção positivo face ao desequilíbrio entre a procura e a oferta no contexto da guerra na Ucrânia. Nesta linha, as taxas implícitas dos mercados monetários são cotadas a uma taxa nominal de longo prazo que converge em torno dos 2,5%.

Para comprovar esta hipótese, replicamos o modelo HLW para a Zona Euro, com base no algoritmo publicado pela Fed. O modelo sugere que a taxa neutra real da Zona Euro subiu desde, aproximadamente, 0,0% no período anterior à pandemia até 1,0% no 3T 2022 (ver o primeiro gráfico), consistente com uma taxa nominal de equilíbrio de 3,0%. De acordo com este modelo, o *output gap* na economia do euro tem vindo a aumentar, situando-se em cerca de 3,0% do PIB potencial no 3T 2022, o mais alto desde o início da série (1972).

### Mas: equilíbrio de curto ou longo prazo?

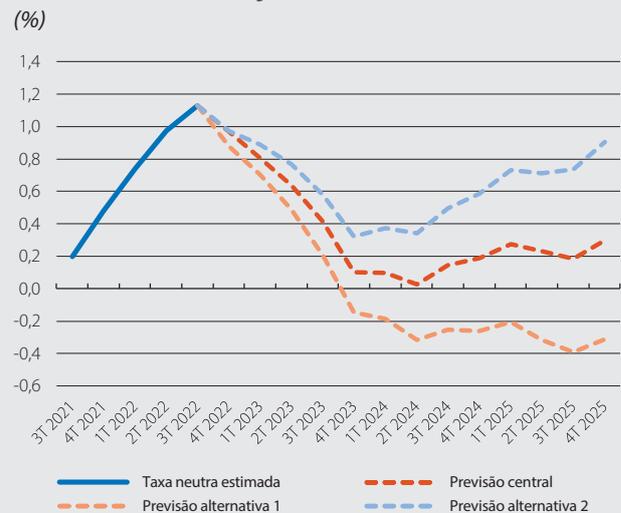
Tal como os próprios autores salientam, a utilidade do modelo HLW baseia-se na sua capacidade de fazer estimativas para cada período do nível da taxa neutra real que seria necessária para equilibrar a procura e a oferta agregadas. Ou seja, a taxa de juro real onde, em teoria, o PIB operaria no seu potencial (*output gap* = 0) e com estabilidade de preços.

Porém, mais do que operar de acordo com o seu potencial, as economias tendem a flutuar ao compasso do ciclo económico, com períodos onde se absorve a capacidade inutilizada e se cresce acima do potencial e outros onde sucede o oposto. Neste sentido, a estimativa de uma taxa neutra relativamente elevada este ano para os EUA e a zona euro indicaria a taxa de juro necessária para suprimir o desequilíbrio entre a oferta e a procura e, assim, reduzir as pressões em alta sobre os preços. Não deveria surpreender-nos que, neste contexto, os bancos centrais tenham decidido aumentar as taxas de forma tão contundente.

Ora, embora estas estimativas sejam particularmente úteis para entender as medidas de política monetária no contexto atual, o certo é que em tempos tão voláteis como estes não são indicativas da taxa de juro de equilíbrio a longo prazo, quando o crescimento económico converge para o seu potencial. De facto, ao alargar as estimativas utilizando as nossas previsões para a Zona Euro (crescimento, inflação e taxas de juro), o modelo iria sugerir que a taxa real de equilíbrio convergiria para o intervalo 0,0%-0,5%, ou seja, entre 2,0% e 2,5% em termos nominais.

O fator essencial nestas estimativas é o que se assume sobre a evolução do crescimento potencial, e este, por sua vez, inclui pressupostos sobre a força de trabalho (demografia e participação no mercado de trabalho), o *stock* de capital (e, conseqüentemente, o investimento) e a inovação tecnológica, entre outros fatores. Assim, num cenário alternativo em que o crescimento potencial correspon-

### Zona Euro: taxa de juro real neutra \*



**Notas:** \* O cenário de previsão central é consistente com as nossas previsões de crescimento, inflação e taxas de juro para a Zona Euro. Os cenários alternativos 1 e 2 assumem que o crescimento potencial é metade (0,6%) e 1,5 vezes mais elevado (1,8%), respetivamente, do que o consistente com a nossa previsão (1,2%).

**Fonte:** BPI Research, a partir de Holston, K. et al. (2017) e previsões próprias para a Zona Euro.

de a metade da nossa previsão central (0,6% versus 1,2%), devido, por exemplo, a uma destruição permanente do capital físico ou a uma taxa de participação no mercado de trabalho estruturalmente mais baixa, a taxa real neutra situar-se-ia em cerca de -0,3%, ou seja, 1,7% em termos nominais. Em contraste, um crescimento potencial 1,5 vezes superior (1,8% versus 1,2%), produto, por exemplo, de um desenvolvimento tecnológico mais intenso ou de reformas estruturais de maior envergadura, resultaria numa taxa neutra mais elevada (ver o segundo gráfico).

Em suma, a taxa de juro neutra é um indicador de referência na orientação da política monetária, na evolução dos mercados financeiros e, em geral, na formação das expectativas dos agentes económicos. Esta estimativa, contudo, está envolta numa enorme incerteza, associada, entre muitos outros fatores, a pressupostos sobre a evolução da capacidade produtiva de cada economia. Atualmente, o contexto económico levou a taxa neutra para níveis mais elevados do que os observados nos últimos anos. Mais para a frente, contudo, o nível de convergência dependerá do otimismo de cada um no que respeita às perspetivas e à estrutura de crescimento a longo prazo.

**Taxas de juro (%)**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	2,50	2,00	50	250,0	250,0
Euribor 3 meses	2,13	1,97	16	270,4	270,2
Euribor 12 meses	3,29	2,83	46	379,2	379,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,60	2,18	42	324,0	322,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,76	2,13	64	338,4	336,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,57	1,93	64	274,8	268,9
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,66	2,95	72	309,8	306,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,59	2,88	71	312,1	307,5
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	4,50	4,00	50	425,0	425,0
Libor 3 meses	4,77	4,78	-1	455,8	455,8
Libor 12 meses	5,48	5,57	-9	489,9	489,9
Dívida pública a 1 ano	4,69	4,69	0	431,1	430,3
Dívida pública a 2 anos	4,43	4,31	12	369,4	365,8
Dívida pública a 10 anos	3,87	3,61	27	236,5	224,7

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

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	91	92	-1	42,7	43,0
Itraxx Financeiro Sénior	99	103	-4	44,4	44,4
Itraxx Financeiro Subordinado	172	185	-12	64,1	64,1

**Taxas de câmbio**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,071	1,041	2,9	-5,8	-5,2
EUR/JPY (ienes por euro)	140,410	143,680	-2,3	7,3	7,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,885	0,863	2,6	5,2	5,6
USD/JPY (ienes por dólar)	131,120	138,070	-5,0	13,9	13,7

**Matérias-primas**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	554,8	564,3	-1,7	-4,1	-4,1
Brent (\$/barril)	85,9	85,4	0,6	10,5	8,8
Ouro (\$/onça)	1.824,0	1.768,5	3,1	-0,3	1,3

**Rendimento variável**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.839,5	4.080,1	-5,9	-19,4	-20,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.793,6	3.964,7	-4,3	-11,7	-12,4
Ibex 35 (Espanha)	8.229,1	8.363,2	-1,6	-5,6	-6,1
PSI 20 (Portugal)	5.726,1	5.862,7	-2,3	2,8	1,6
Nikkei 225 (Japão)	26.094,5	27.969,0	-6,7	-9,4	-9,4
MSCI emergentes	956,4	972,3	-1,6	-22,4	-22,5