

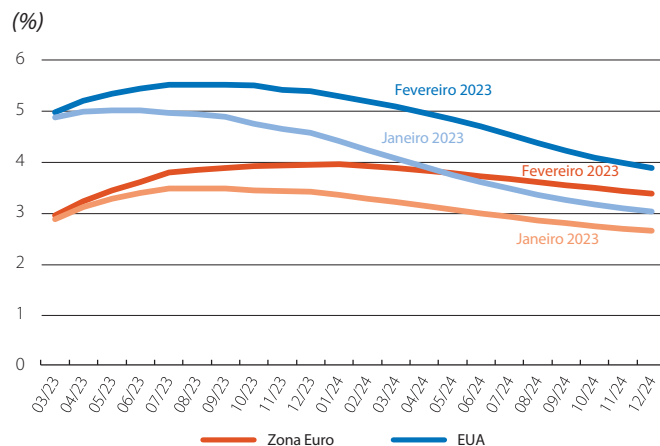
## Os mercados antecipam novas subidas das taxas de juro

A força dos dados económicos agita o debate sobre se teremos um *hard landing* ou um *soft landing*. Após um janeiro próspero e otimista, ao longo de fevereiro, os mercados financeiros retornaram a um tom de volatilidade e reduziram a apetência pelo risco, num contexto em que as surpresas positivas nos dados económicos não se refletiam em boas notícias para os ativos de risco. Assim, os investidores interpretaram a força dos indicadores macro como um estímulo para a inflação, o que, por sua vez, poderia justificar uma política monetária mais restritiva por parte dos bancos centrais. Deste modo, o debate sobre se a economia mundial enfrenta uma aterragem forçada (*hard landing*) ou suave (*soft landing*) foi comprometido pela possibilidade de um *no landing*, ou seja, uma situação em que, apesar dos ventos contrários, a atividade e a inflação mundial se revelam relutantes em moderar. Nos mercados financeiros, esta mudança de tom resultou numa revisão significativa das expetativas dos investidores relativamente à evolução das taxas oficiais, o que levou a um novo endurecimento das condições financeiras a nível mundial e reduziu os ganhos registados tanto em ativos de rendimento fixo como em ações e moedas emergentes.

**Taxas mais elevadas e durante mais tempo.** Em fevereiro, a publicação dos dados de atividade e do emprego acima do esperado na Zona Euro, mas sobretudo nos EUA, realçou a resiliência económica no início do ano, apesar do endurecimento das condições financeiras. No entanto, o otimismo, que afastava a ameaça de recessão económica, rapidamente desapareceu quando se verificou que esta força era acompanhada por persistentes pressões inflacionistas. Esta situação conduziu a um viés mais restritivo no discurso dos membros da FED e do BCE. A mudança foi mais pronunciada na autoridade monetária dos EUA, ao passar do comentário de Jerome Powell acerca do início do processo de desinflação no princípio do mês para terminar o mês de fevereiro, com a maioria dos membros a apontar para a necessidade de aumentar as taxas de referência de forma mais rápida e durante mais tempo para mitigar a escalada dos preços. Entretanto, o BCE manifestou a sua intenção em aumentar as taxas de juro em mais de 50 p.b. em março (até 3,00%), como antecipado na sua última reunião, deixando a porta aberta para novos aumentos nos próximos meses. Por sua vez, os investidores modificaram rapidamente, no sentido ascendente, as suas expetativas relativamente ao cenário monetário a curto e médio prazo, que, até ao momento, antecipava o fim do ciclo altista das taxas de juro perto do verão. Deste modo, os mercados monetários descontaram que as taxas da Fed atingiriam o pico de 5,50% antes do verão e, no outono, as do BCE a quase 4,00%, atrasando as probabilidades de ajustamentos em baixa nos dois casos até 2024.

**A rentabilidade da dívida soberana recupera.** Num novo período de volatilidade, o movimento dos mercados em direção

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

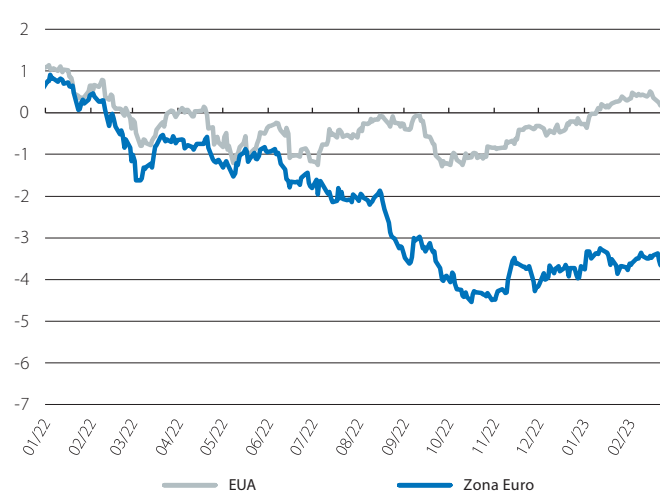


**Nota:** Forwards sobre o EFRR e a taxa OIS da Zona Euro derivados com o modelo de NSS a partir de curvas de juro de mercado.

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

### Condições financeiras

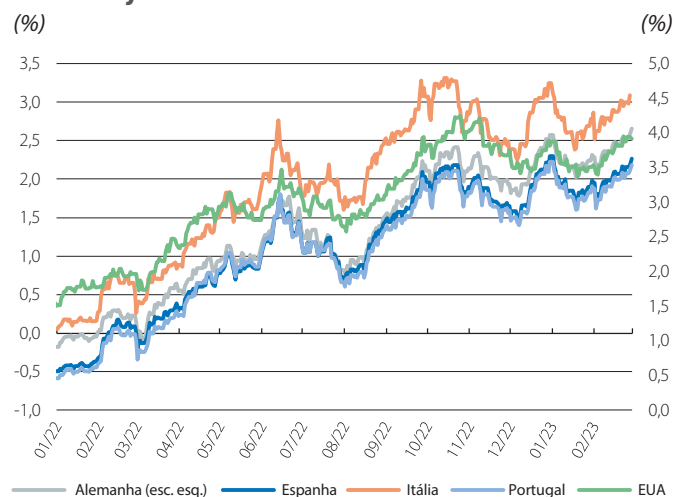
Índice (0 = média histórica)



**Nota:** Um valor positivo indica condições favoráveis, enquanto um valor negativo indica condições financeiras mais restritivas. A média histórica de referência corresponde ao período de 1994-2008.

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

### Taxas de juros da dívida soberana a 10 anos



**Nota:** EUA, Espanha, Itália e Portugal (esc. dir.).

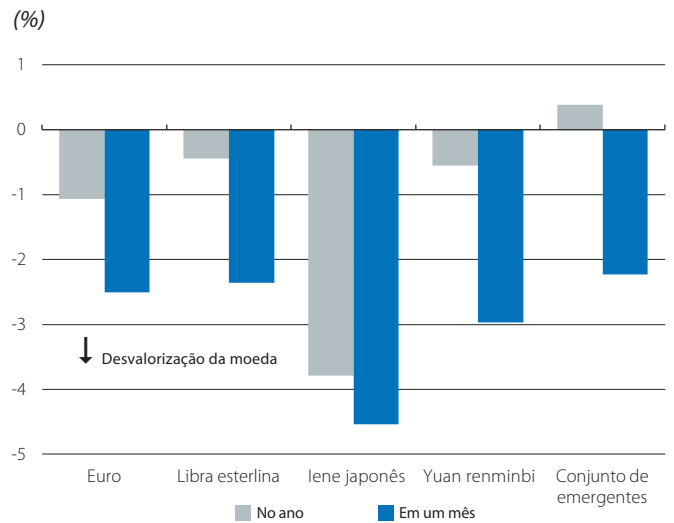
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

a um cenário em que as taxas de juro se mantêm em níveis restritivos durante um período mais longo refletiu-se no aumento das taxas de juro ao longo das curvas soberanas de ambos os lados do Atlântico. Nos EUA, a taxa a 2 anos atingiu os 4,8%, o nível mais alto em 15 anos, ao passo que a taxa dos *treasuries* a 10 anos terminou no limiar dos 4%. Na Zona Euro, o movimento das curvas foi semelhante, com a rentabilidade do *bund* a 10 anos a situar-se nos 2,65%, o mais alto desde 2011. Em ambos os casos, os movimentos na extremidade curta da curva foram mais acentuados do que na extremidade longa. Apesar do aumento das rentabilidades, os prémios de risco dos países periféricos continuaram a registar um desempenho relativamente favorável, com o diferencial português a manter-se abaixo dos 100 p. b. Por outro lado, o dólar capitalizou uma mudança ascendente na curva de taxas dos EUA, assim como o aumento da volatilidade nos mercados monetários, valorizando-se em relação às restantes moedas. Face ao euro, registou uma valorização de quase 3% no mês, embora esta tendência possa ser revertida nos próximos trimestres (ver o artigo «Sobre o movimento de vai e vem do *king* dólar» neste mesmo documento).

**Os produtos energéticos ficam mais baratos.** O preço do Brent encerrou o mês de fevereiro ligeiramente abaixo (-0,7% mensal), marcando, assim, o quarto mês de quedas. A sua cotação foi afetada pelo aumento dos inventários nos EUA e pelo receio de que o endurecimento da política monetária americana pudesse diminuir a procura a nível mundial. Contudo, a melhoria incipiente dos dados de atividade na China e as poucas perspetivas de um aumento da oferta da OPEP compensaram as pressões descendentes sobre o petróleo. Do mesmo modo, em fevereiro, o gás natural europeu (a referência TTF holandês) ficou mais barato 19% e acumulou uma queda de 86% face aos máximos de agosto passado (embora ainda 250% acima da sua média registada antes da crise). O preço foi inferior a 50 €/MWh graças ao elevado nível de reservas de gás da UE, ao aumento das importações de gás natural liquefeito e às condições meteorológicas favoráveis.

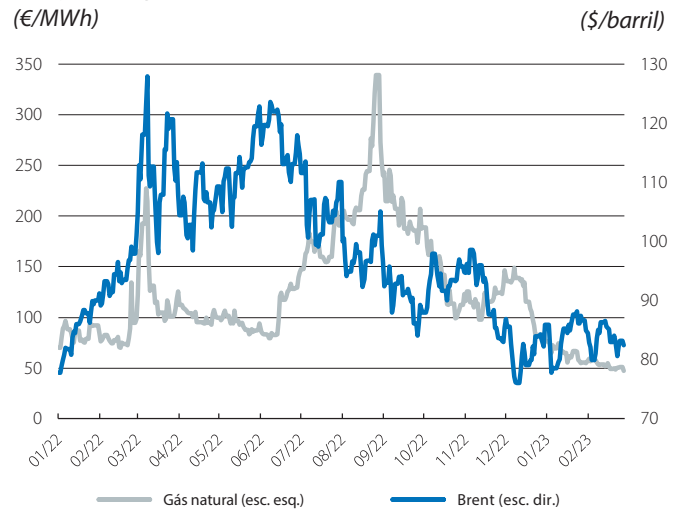
**A reviravolta nas expectativas das taxas de juro atenua os ganhos do mercado bolsista.** A perspetiva de um cenário caracterizado por taxas de juro mais elevadas por um período mais longo perturbou o ânimo dos investidores relativamente ao decurso do ciclo económico. Este aspeto foi particularmente visível no desempenho dos índices do mercado bolsista norte-americano, que encerrou o mês com quedas superiores a 2%. Os índices europeus registaram um melhor desempenho (Eurostoxx 50 +2%) e, em especial, o IBEX 35, que registou os maiores ganhos (+4%), favorecidos pela composição dos índices, em que os setores defensivos apresentam uma maior presença do que nos EUA. Por outro lado, nos mercados emergentes, os movimentos de mercado foram dominados pelo *profit-taking*, com quedas de cerca de 20% em termos homólogos anuais, face à permanência de uma conjuntura financeira restritiva a nível mundial.

**Moedas face ao dólar**



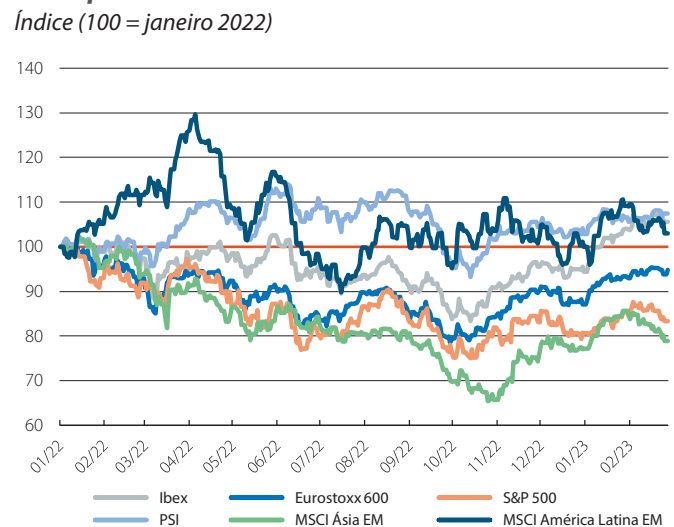
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Preços do gás natural e do petróleo**



Nota: O preço do gás natural corresponde ao TTF holandês. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Principais bolsas internacionais**



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

## Sobre o movimento de vai e vem do (king) dólar

Num ano caracterizado por perdas generalizadas nos mercados financeiros, se houve um ativo que se destacou em território positivo durante muitos meses de 2022, foi o dólar americano. A sua apreciação, em termos nominais efetivos, atingiu 16% nos primeiros nove meses do ano, o maior ganho desde 2015, ano em que a Reserva Federal cessou completamente as compras líquidas de títulos após o tempestuoso *taper tantrum*.

A força do dólar no ano passado foi particularmente acentuada em relação ao euro. O dólar fechou abaixo da paridade face à moeda comum europeia em 46 sessões do ano, atingindo um mínimo de 0,959 no final de setembro, o nível mais baixo desde a adoção do euro há duas décadas.

Contudo, mais do que este movimento para fora, talvez o que mais surpreendeu os analistas tenha sido a rapidez do movimento de retorno. Assim, entre o final de setembro e o final de fevereiro, o dólar desvalorizou-se 6% em termos nominais efetivos e 10% em relação ao euro, negociando perto de 1,07, um nível não verificado durante quase um ano.

Dada a acutilância deste movimento, neste Focus exploramos a razão pela qual a tendência está a mudar e até onde pode ter espaço para avançar.

### Abrigo verde no meio de uma tempestade financeira

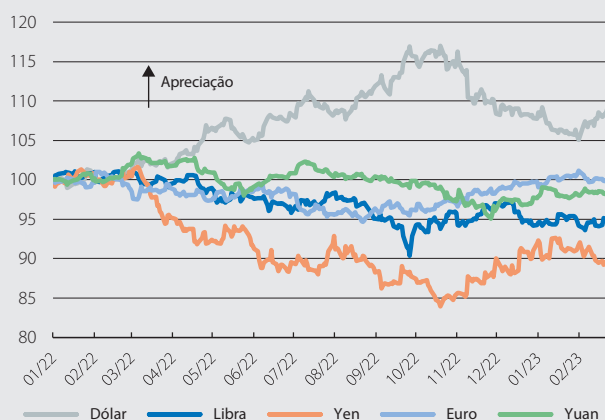
Para responder a estas questões, começamos com uma análise dos fatores por detrás do fortalecimento do dólar até outubro de 2022.

Em primeiro lugar, destacamos a procura do dólar como um ativo de refúgio seguro. Num ano ensombrado pela última vaga da pandemia e, sobretudo, pela invasão russa da Ucrânia, não é surpreendente que os investidores, seguindo um padrão típico em períodos de grande incerteza e volatilidade, tenham optado por cobrir parte do risco aumentando as suas posições «longas» em dólares (ou seja, comprando ativos denominados em dólares). Este fator é particularmente relevante no atual contexto de tensões inflacionistas, perturbações nos mercados de matérias-primas e, especialmente, incerteza sobre o fornecimento de energia.

Associado ao ponto anterior, os termos de troca no comércio externo melhoraram nos EUA, que é um exportador líquido de energia, em relação a outros grandes blocos económicos, especialmente a UE. Na Zona Euro, de facto, de acordo com dados da balança de pagamentos, 2022 fechou com um saldo negativo da balança corrente (-0,8% do PIB face a +2,3% em 2021), o primeiro ano com um défice externo desde 2011, no auge da crise da dívida

### Moedas: taxas de câmbio nominais efetivas

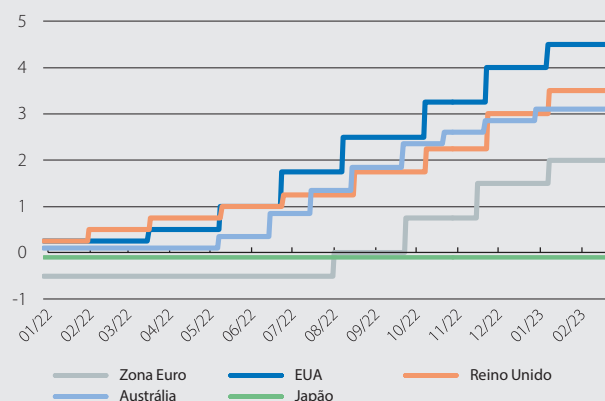
Índice (100 = janeiro 2022)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e do Bank for International Settlements.

### Taxas de juros oficiais dos principais bancos centrais

(%)



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

soberana. Estes fatores exerceram uma pressão descendente sobre a taxa de câmbio euro/dólar.

Por seu lado, a Reserva Federal dos EUA tem estado na vanguarda do aperto monetário no grupo das economias avançadas, com aumentos acumulados da taxa de política de 450 p.b. e com o início do *quantitative tightening*, mesmo antes do verão. Esta forte resposta alargou o diferencial de taxas de juros nos EUA face a outros blocos económicos, tanto no mercado monetário como no mercado da dívida soberana, o que favoreceu os fluxos de entrada no país (ver segundo gráfico).

Finalmente, o processo de recuperação económica dos EUA no período pós-pandémico tem sido mais rápido e mais forte do que em outros países desenvolvidos, ajudado pelas grandes rondas de estímulos fiscais decreta-

das nos últimos anos. Na Zona Euro, pelo contrário, o forte crescimento em 2022 no seu conjunto reflete, por um lado, a recuperação associada ao processo de reabertura no primeiro semestre do ano, mas, por outro lado, um crescimento de «mais a menos» e praticamente estagnado num segundo semestre do ano dominado pela crise energética.

### Taxa de câmbio euro/dólar: de volta ao equilíbrio?

Globalmente, muitos destes fatores, embora ainda tangivelmente sobre a mesa, perderam lastro desde novembro. Apesar do prolongamento da guerra na Ucrânia, os mercados energéticos estabilizaram e, com ela, a melhoria dos termos de troca nos EUA desvaneceu. Simetricamente, os termos de troca e as previsões económicas para a Europa melhoraram. Por seu lado, a Fed parece estar a dar sinais de que o fim do aperto monetário está próximo, algo que parece mais distante para o BCE.

No seu conjunto, estes elementos ajudam a compreender o movimento de regresso do dólar desde o outono, particularmente em relação ao euro, que, apesar da instabilidade das últimas semanas, recuperou quase tudo o que perdeu desde maio do ano passado. No entanto, a moeda comum fechou o mês de fevereiro em níveis historicamente baixos em relação ao dólar, 6% abaixo da média dos cinco anos anteriores e 12% abaixo da média das duas últimas décadas, sugerindo que, pelo menos *a priori*, a tendência dos últimos meses pode ter um caminho a percorrer.

De facto, de acordo com modelos econométricos convencionais, a taxa de câmbio euro/dólar (EUR/USD) está ainda abaixo da maioria das estimativas da chamada taxa de câmbio de «equilíbrio». Estas consistem em estimar a taxa de câmbio de duas economias de acordo com os fundamentos macroeconómicos, os que medem tanto os desequilíbrios internos (relacionados com o crescimento potencial, as suas componentes e a sua relação com o ciclo económico) como os externos (tais como o défice da balança corrente ou a posição de investimento internacional), bem como as variáveis que medem o diferencial nas taxas de juros de referência.<sup>1</sup>

De acordo com algumas estimativas, por exemplo, a taxa de câmbio de equilíbrio EUR/USD poderia ser cerca de 1,20, ou seja, cerca de 10% superior à do final de fevereiro.<sup>2</sup> As estimativas baseadas na teoria da paridade do

1. A literatura económica agrupa os modelos de equilíbrio da taxa de câmbio real em dois grupos principais: (i) estimativas baseadas em equilíbrios internos e externos (*fundamental equilibrium exchange rates*, FEER) e (ii) estimativas baseadas num conjunto de equações de equilíbrio geral reduzido (*behavioural equilibrium exchange rates*, BEER). A abordagem mais tradicional da paridade do poder de compra baseia-se na noção de que, a longo prazo, uma moeda deve poder comprar o mesmo cabaz de bens e serviços em locais diferentes.

2. Ver Cline, William (2017, 2018). «Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates». Peterson Institute for International Economics.

poder de compra (PPC) resultam numa taxa de câmbio de cerca de 1,20 (utilizando o índice BigMac) ou 1,30 (utilizando o IPC).<sup>3</sup>

Apesar da diferença com a atual taxa EUR/USD, o facto é que o retorno hipotético a estes níveis de equilíbrio é improvável de ocorrer sem volatilidade ou períodos com novos altos e baixos, flutuações ligadas a um conjunto de fatores cíclicos, conjunturais e estruturais. No BPI Research, o nosso cenário central projeta que o euro tenderá a apreciar-se em relação ao dólar, embora muito moderadamente, nos próximos trimestres, para 1,10 até ao final do ano. A médio prazo, projetamos que poderá regressar a um nível próximo de 1,25. O caminho para os próximos dois anos está bastante em linha com as expectativas de consenso dos analistas (1,11 no 4T 2023 e 1,14 no 4T 2024, de acordo com a Bloomberg).

### Balanço dos riscos

O nosso cenário de que o dólar pode manter uma tendência moderada de depreciação a médio prazo baseia-se numa visão de estabilidade económica relativa, com pressupostos de que (i) é evitada uma recessão na economia global (tanto na Zona Euro como nos EUA) (ii) a inflação regressa gradualmente ao objetivo de 2%, e (iii) os bancos centrais podem terminar o ciclo de subida das taxas nos próximos meses e iniciar uma descida das taxas para território neutro durante o próximo ano. Em última análise, o cenário depende do sucesso dos bancos centrais de ambos os lados do Atlântico na sua luta contra a inflação. Escusado será dizer que a probabilidade da ocorrência destes pressupostos está estreitamente ligada a um conjunto de fatores imponderáveis ligados ao impacto de *shocks* existentes (por exemplo, pressões inflacionistas mais persistentes ou um maior efeito de aperto monetário), bem como a possíveis novos acontecimentos inesperados (por exemplo, conflitos geopolíticos, catástrofes naturais ou sanitárias, entre outros fatores externos, tais como uma possível mudança na direção da política monetária no Japão).

3. De acordo com o FMI, a taxa de câmbio implícita sob a teoria da PPC é de cerca de 1,30 para os principais países da Zona Euro.

## A valorização do dólar e das taxas de juros americanas e europeias

Desde o início da guerra na Ucrânia e a intensificação das pressões inflacionistas, as taxas de juro americanas subiram de forma constante e significativa, alimentadas por um rápido e agressivo aperto monetário por parte da Reserva Federal. No entanto, isto não implica necessariamente que as obrigações americanas sejam mais atrativas do que as suas congéneres europeias.

Um fator-chave na comparação é a taxa de câmbio. Em particular, os movimentos cambiais entre o ponto em que um investidor envia capital para o estrangeiro e o ponto em que repatria esse capital e/ou os pagamentos de juros associados, são mais um fator determinante do retorno do investimento e uma fonte de incerteza. A fim de cancelar ou «esterilizar» o risco de flutuações da taxa de câmbio, uma possibilidade é fixar uma taxa de câmbio a prazo, ao mesmo tempo que o câmbio estrangeiro é trocado no mercado *spot*.

Na sequência do aumento das taxas de juros nos EUA em 2022, o dólar valorizou-se acentuadamente. No entanto, a apreciação foi mais forte no mercado *spot* do que nos futuros. O fosso que se abriu entre os dois gerou implicitamente uma apreciação do euro. Por exemplo, enquanto no início de 2022 a taxa *spot* era de 1,13 dólares por euro e o futuro de três meses de 1,14, com uma apreciação implícita do euro de 0,7%, no Outono, com o euro-dólar abaixo de 1 no mercado *spot* e acima da paridade nos futuros, a apreciação implícita do euro atingiu mais de 3%.

A abertura desta lacuna e a implicação de uma maior apreciação do euro tenderam a reduzir os juros efetivos recebidos por um investidor europeu detentor de obrigações americanas: por exemplo, quando a taxa de câmbio *spot* era praticamente 1 USD para o euro, um investidor europeu poderia obter 100 dólares em troca de 100 euros; mas como a taxa de câmbio a prazo era superior a 1, quando repatriados, estes 100 dólares tornar-se-iam inferiores a 100 euros.

Globalmente, somos confrontados com duas forças. Por um lado, a subida das taxas de juro americanas aumentou a sua atratividade. Por outro lado, os movimentos da taxa de câmbio em 2022 tenderam a arrefecê-la.<sup>1</sup> Para ver qual a força dominante, no segundo gráfico comparamos a taxa soberana alemã com a sua homóloga americana

1. No pressuposto de que os investimentos são «esterilizados» por risco cambial. Um investidor que assumisse este risco e, em vez de se fechar numa taxa a prazo, optasse por repatriar os juros à taxa *spot*, teria beneficiado *ex-post* do facto de o dólar continuar de facto a valorizar-se de forma constante entre janeiro e outubro de 2022.

2. A relação entre a taxa de juro doméstica e uma taxa de juro estrangeira ajustada ao risco cambial entre a moeda estrangeira e a moeda nacional, é chamada de paridade da taxa de juro coberta (CIP, em inglês). Ver Focus «Porque é que as taxas de juro sobre ativos semelhantes diferem?» em IM03/2019.

### Taxa de câmbio euro - dólar

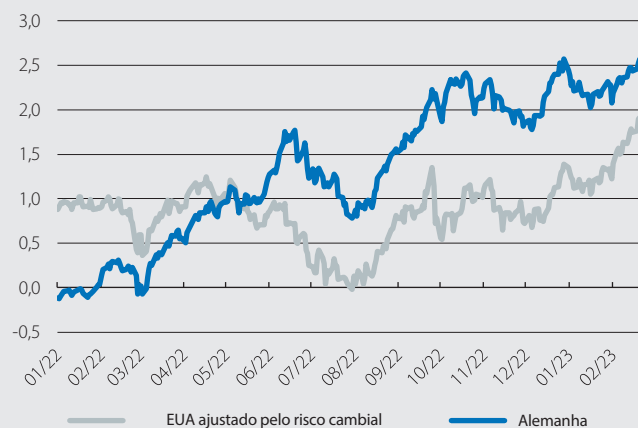
(Dólares por euros)



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

### Taxas de juro soberana a 10 anos

(%)



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

«esterilizada» pelo risco cambial.<sup>2</sup> Verificamos como, aparentemente, apesar das taxas de juro mais baixas, as taxas alemãs acabaram por ser mais elevadas do ponto de vista de um investidor europeu, uma vez tido em conta o risco cambial.

Em suma, o aumento das taxas de juro americanas é uma fonte de valorização do dólar. Mas a valorização do dólar em 2022 foi muito mais longe, reforçando a opinião, detalhada neste relatório,<sup>3</sup> de que a valorização do dólar foi impulsionada por outras forças, tais como o seu valor como um ativo refúgio num ambiente altamente incerto.

3. Ver Focus «Sobre o movimento de vai e vem do (king) dólar» no mesmo *Informação Mensal*.

**Taxas de juro (%)**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	3,00	2,50	50	50,0	300,0
Euribor 3 meses	2,74	2,51	23	61,2	327,8
Euribor 12 meses	3,73	3,41	31	43,4	408,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,21	2,78	43	61,0	390,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,14	2,65	49	37,3	387,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,65	2,29	37	8,0	272,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,60	3,28	32	-6,2	274,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,51	3,19	32	-7,3	278,3
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	4,75	4,50	25	25,0	450,0
Libor 3 meses	4,96	4,81	15	19,5	445,2
Libor 12 meses	5,69	5,34	35	20,9	451,5
Dívida pública a 1 ano	4,98	4,65	32	29,1	410,0
Dívida pública a 2 anos	4,82	4,20	61	39,0	347,5
Dívida pública a 10 anos	3,92	3,51	41	4,5	219,3

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

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	79	79	0	-11,1	3,2
Itraxx Financeiro Sénior	88	88	0	-10,8	0,1
Itraxx Financeiro Subordinado	154	156	-2	-17,8	-9,5

**Taxas de câmbio**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,058	1,086	-2,6	-1,2	-4,9
EUR/JPY (ienes por euro)	143,990	141,320	1,9	2,5	12,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,880	0,882	-0,2	-0,6	5,4
USD/JPY (ienes por dólar)	136,170	130,090	4,7	3,9	18,5

**Matérias-primas**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	548,5	557,0	-1,5	-1,1	-10,8
Brent (\$/barril)	83,9	84,5	-0,7	-2,4	-20,1
Ouro (\$/onça)	1.826,9	1.928,4	-5,3	0,2	-6,1

**Rendimento variável**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.970,2	4.076,6	-2,6	3,4	-7,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.238,4	4.163,5	1,8	11,7	12,5
Ibex 35 (Espanha)	9.394,6	9.034,0	4,0	14,2	14,7
PSI 20 (Portugal)	6.057,2	5.886,3	2,9	5,8	10,2
Nikkei 225 (Japão)	27.445,6	27.327,1	0,4	5,2	2,2
MSCI emergentes	964,0	1.031,5	-6,5	0,8	-18,1