

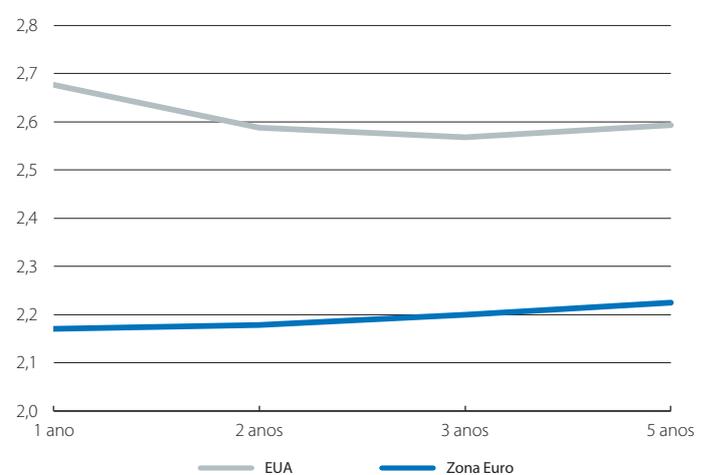
Os mercados assumem taxas mais elevadas durante mais tempo

A volatilidade ganha destaque. O ritmo dos mercados financeiros foi dominado, durante grande parte do mês de abril, pelos riscos geopolíticos e pela especulação dos investidores sobre o futuro próximo da política monetária nas principais economias desenvolvidas. A intensificação das hostilidades no Médio Oriente e na guerra entre a Rússia e a Ucrânia, juntamente com o recrudescimento das tensões comerciais entre os EUA e a China sobre os direitos aduaneiros aplicáveis a vários metais, conduziram a um aumento da incerteza entre os investidores. Adicionalmente, os sinais de resistência à descida da inflação nos EUA, num cenário de uma economia forte, levaram os investidores a adiar as suas expectativas de cortes nas taxas da Fed, com repercussões em grande parte do universo das taxas de juro, nos diferenciais de rendimento entre regiões e nos movimentos cambiais.

A Fed desconfia de um regresso aos 2%. Como os investidores tinham previsto, em abril a Fed manteve as taxas de juro no intervalo 5,25%-5,50% e, em resposta às preocupações dos investidores, observou que os dados recentes não tinham ajudado a criar a confiança necessária para preparar uma primeira redução das taxas. No entanto, o presidente Jerome Powell atenuou este sinal *hawkish*, com algumas mensagens *dovish*, como a rejeição da possibilidade de uma subida das taxas de juro. Nomeadamente, a Fed pretendia adotar uma posição mais ponderada, centrando o debate no tempo que as taxas de juro deveriam ser mantidas elevadas e no tempo que deveriam esperar antes de um primeiro corte. Desta forma, a Fed recusou-se a abrir a porta a uma possível subida das taxas, salientando que o atual ambiente restritivo deverá ser suficiente para trazer a inflação para 2%, embora demore mais tempo do que o previsto. Na sua reunião de abril, a Fed anunciou também que irá abrandar a redução do seu balanço (*quantitative tightening*) a partir de junho. Mais especificamente, deixarão que os *treasuries* vençam a um ritmo de 25.000 milhões de dólares por mês (60.000 milhões de dólares anteriormente) e os MBS continuarão a vencer a um ritmo de 35.000 milhões de dólares por mês. Como resultado, os mercados terminaram o mês apostando numa primeira redução das taxas da Fed em novembro e dando uma probabilidade de quase 50% de uma segunda redução até ao final de 2024.

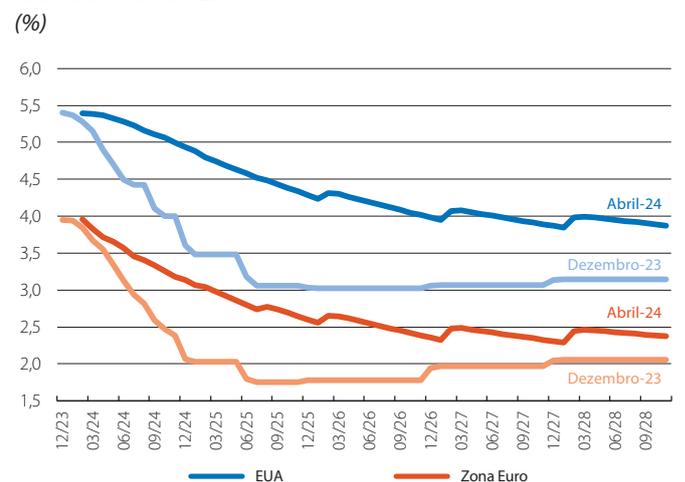
O BCE sinaliza corte de taxas em junho. O banco central da Zona Euro também deixou a sua política monetária inalterada em abril (com a taxa *depo* em 4,00% e a taxa *refi* em 4,50%), mas reforçou a expectativa de que efetuará uma primeira redução da sua taxa de referência em junho. Esta indicação do BCE foi apoiada, por um lado, pela desaceleração sustentada observada na maioria dos indicadores de preços, apesar de algumas rubricas apresentarem um pouco mais de inércia (por exemplo, os serviços). No entanto, a intenção de reduzir as taxas foi também apoiada pela atividade da Zona Euro, que continua a mostrar debilidade, apesar de alguns sinais de melhoria nos indicadores recentes. Contudo, Christine Lagarde salientou que não se deve antecipar uma trajetória de cortes sustentados das

Swaps de inflação com diferentes prazos de vencimento



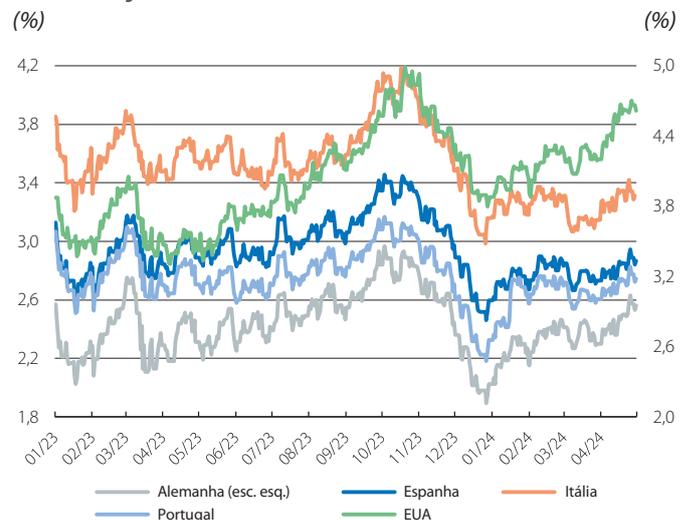
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

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



Nota: Forwards sobre a EFR e a taxa OIS da Zona Euro a partir das curvas de rendimento do mercado. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Nota: EUA Espanha, Itália e Portugal, esc. dir. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

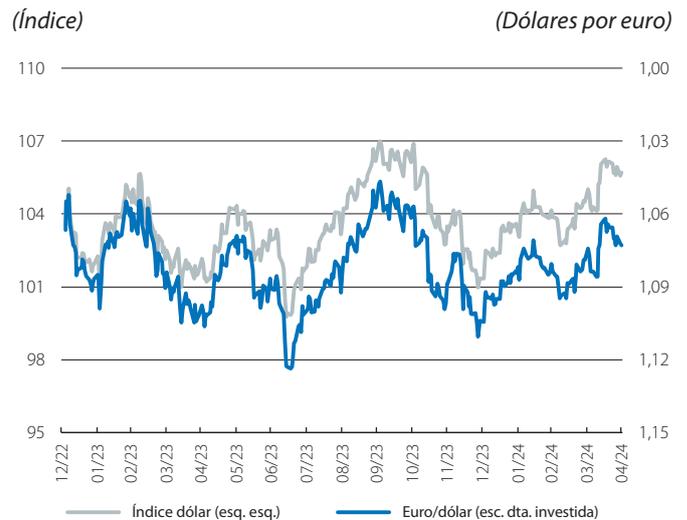
taxas de juro para além de junho, mas que as decisões serão tomadas “reunião a reunião” e em função dos dados. Por último, e perante a maior prudência demonstrada pela Fed antes de baixar as taxas, Lagarde quis marcar distâncias e reiterou que o BCE se rege pelas necessidades do cenário económico da Zona Euro, recordando que este é significativamente diferente do dos EUA, e minimizou as consequências de uma divergência monetária entre a Fed e o BCE. Em consequência, os mercados fecharam o mês de abril com 90% de probabilidade de um corte de 25 p.b. nas taxas do BCE em junho, e apostando num total de 75 p.b. de reduções no conjunto de 2024 (com as quais a taxa *depo* terminaria o ano em 3,25%).

Taxas de juro soberanas em máximos de cinco meses. Os mercados obrigacionistas foram dominados, em abril, por uma combinação de riscos geopolíticos e ajustamentos nas expectativas de política monetária, tendo-se assistido, no conjunto do mês, a uma subida generalizada das *yields* das obrigações soberanas dos EUA e da Zona Euro. No caso dos *treasuries*, toda a curva se deslocou para cima, com a *yield* da obrigação a 2 anos a atingir a marca dos 5% pela primeira vez desde novembro, enquanto a rentabilidade a 10 anos recuperou quase 50 p.b. As curvas soberanas da Zona Euro evoluíram no mesmo sentido, embora com magnitudes mais contidas, respondendo à divergência monetária entre a Fed e o BCE e à perspetiva de flexibilização da política monetária mais cedo na Zona Euro do que nos EUA. Esta diferença entre a subida das *yields* em ambos os lados do Atlântico e o papel de porto seguro da moeda dos EUA suportou a valorização do dólar face ao euro para \$1,067, num movimento generalizado de fortalecimento do dólar face às principais moedas dos mercados avançados e emergentes (por exemplo, o dólar fortaleceu-se para um máximo de três décadas face ao iene).

As matérias-primas recuperam com o aumento das hostilidades no Médio Oriente e a atividade global. Os ataques entre o Irão e Israel, com as suas potenciais repercussões no abastecimento de petróleo (o Irão é o terceiro maior produtor da OPEP), e o prolongamento dos cortes de produção pela OPEP e seus aliados fizeram com que o preço do barril de Brent fosse negociado em torno dos 90 dólares durante grande parte do mês de abril. No entanto, os preços dos metais industriais também subiram, com o cobre a liderar, devido à melhoria das expectativas de crescimento da atividade global, especialmente na China.

Os mercados bolsistas recuam. Perante este cenário, e receando que as condições monetárias restritivas continuem a comprimir as margens das empresas, os principais índices bolsistas sofreram perdas generalizadas em abril. Os índices norte-americanos registaram as maiores descidas (S&P 500 -4,2%, Nasdaq -4,5%), afetados pela forte subida das *yields* do *treasury* e antes do início da época de resultados empresariais do primeiro trimestre, com lucros inferiores aos esperados em algumas das principais empresas financeiras e tecnológicas. Na Zona Euro (Eurostoxx 50 -3,2%), as descidas foram mais moderadas, graças à próxima descida das taxas do BCE, e com um desempenho algo diferenciado entre as principais bolsas (DAX -3,0%, CAC 40 -2,7%) e a periferia (IBEX 35 -2,0%, PSI-20 +5,3%).

Moedas: índice dólar e euro



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

Matérias-primas: preços

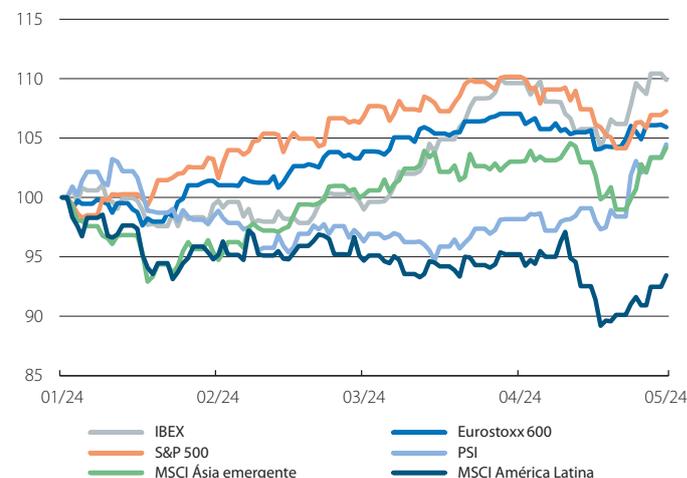
	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2022	2023
Commodities	Índice	101,7	2,2	3,1	13,8	-12,6
Energia	Índice	31,6	-0,4	3,0	33,5	-25,6
Brent	\$/barril	87,9	0,4	14,0	10,5	-10,3
Gás natural (Europa)	€/MWh	29,2	6,8	-9,7	8,5	-57,6
Metais preciosos	Índice	244,5	3,9	9,3	-1,9	4,1
Ouro	\$/onça	2.286,3	2,5	10,8	-0,3	13,1
Metais industriais	Índice	157,4	12,6	10,3	-4,4	-13,7
Alumínio	\$/Tm	2.590,0	10,8	8,6	-15,3	0,3
Cobre	\$/Tm	10.135,5	14,3	18,4	-13,9	2,2
Agrícola	Índice	59,3	-0,9	-5,1	13,2	-9,3
Trigo	\$/bushel	581,3	3,7	-7,4	2,8	-20,7

Nota: Dados em 30 de abril de 2024.

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

Bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2024)



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

Alterações de ciclo na política monetária

Neste momento, a política monetária encontra-se num ponto involgarmente apertado, resultado das sequelas inflacionistas da COVID-19 e da guerra na Ucrânia, que elevaram as nossas estimativas para as taxas de juro mundiais acima do pico atingido em 2007. No entanto, a evolução económica aponta para uma mudança de ciclo: o início de uma flexibilização da política monetária mundial.

Esta alteração é bem evidente no primeiro gráfico e nos primeiros cortes de taxas entre o final de 2023 e o início de 2024 na Suíça, Hungria, República Checa, México, Brasil, Colômbia, Peru e Chile (a maioria dos quais também liderou o ciclo de subida de taxas em 2021). Uma característica comum a estas primeiras descidas é a descida global da inflação, que tem sido significativa desde os picos atingidos em 2022, mas ainda não definitiva.

Idiosincrasias e divergências

Mas a desinflação global e a mudança do ciclo monetário escondem disparidades entre os países. A dinâmica do conjunto das economias emergentes é, por exemplo, afetada pela aceleração da inflação na Turquia (para cerca de 70% no início de 2024, em comparação com cerca de 40% em meados de 2023) e, em menor medida, na Rússia (quase 8% nos últimos meses),¹ enquanto, no outro extremo do espetro, a China apresenta taxas de inflação próximas de 0% ou mesmo ligeiramente negativas.

O Japão é a exceção mais notável entre as economias avançadas. Também a inflação japonesa está a abrandar, mas com dois anos de inflação acima dos 2%, permitiu ao banco central seguir um caminho diferente e começar a aumentar as taxas de juro. Subtil, mas um pouco mais saliente, é a divergência entre os EUA e a Zona Euro. Tanto do lado de cá do Atlântico como do lado de lá, a Fed e o BCE deram sinais de que se aproxima o fim gradual da restritividade da política monetária. E, em ambos os casos, esta orientação responde a uma queda notável da inflação. No entanto, a dinâmica recente está a alterar os ritmos com que a Fed e o BCE planeiam executar a flexibilização da política monetária. Conforme se pode ver no terceiro gráfico, as pressões sobre a componente subjacente dos preços na Zona Euro continuam a diminuir a bom ritmo, graças ao desvanecimento dos choques diretos e indiretos nos sectores energético e alimentar e à ausência de efeitos de segunda ordem significativos entre os preços, os salários e as margens das empresas. Em contrapartida, nos EUA as pressões inflacionistas subjacentes têm sido mais resilientes nos últimos meses, impulsionadas pelas rendas observadas e imputadas (uma rubrica que ainda não registou a desaceleração acentuada para a qual a maioria dos

1. Para além de casos extremos como a Argentina, com uma inflação de três dígitos.

Mundo: taxas de juros dos bancos centrais



Notas: Agregado de 14 bancos centrais de economias avançadas e 11 emergentes, representando 39% e 38% do PIB mundial, respetivamente. Para a China, é utilizada a Household Savings Deposits Rate.
Fonte: BPI Research, cálculos próprios baseados em dados do FMI e da Bloomberg.

Mundo: IPC

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, cálculos próprios com base em dados do FMI e dos organismos nacionais de estatística.

Economias avançadas: IPC subjacente *

Variação homóloga (%)



Nota: * Exclui a energia e todos os alimentos.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.

indicadores avançados sugere que deveria estar a caminhar) e, mais recentemente, uma certa aceleração dos preços de outros serviços. A Fed mantém a indicação de que a sua próxima medida será uma redução da taxa de juros, mas a incerteza sobre se estas tensões refletem fatores idiossincráticos temporários ou se, num contexto de atividade económica robusta, são sinais de resistência subjacente dos preços, torna a Fed mais cautelosa antes de tomar uma medida. Na Europa, pelo contrário, os dados estão a dar confiança ao BCE e as comunicações que apontam para uma descida das taxas a 6 de junho são cada vez mais explícitas.

É por isso que os mercados financeiros reajustaram as suas expectativas nos últimos meses. Já na Europa, atribuem uma probabilidade de 90% a uma primeira descida das taxas em junho e esperam que estas sejam reduzidas num total de 75 p.b. no conjunto de 2024, os investidores não descontam o primeiro corte de taxas da Fed até novembro e duvidam que haja um novo corte no final do ano. No entanto, a distinção que os mercados fazem entre as diferentes realidades de cada economia não é total. Com efeito, a alteração das expectativas dos mercados financeiros foi bastante generalizada entre as principais economias avançadas. Os investidores esperavam, no final de 2023, cortes agressivos e generalizados das taxas de juro, mas esta opinião foi corrigida a favor de uma flexibilização mais gradual.

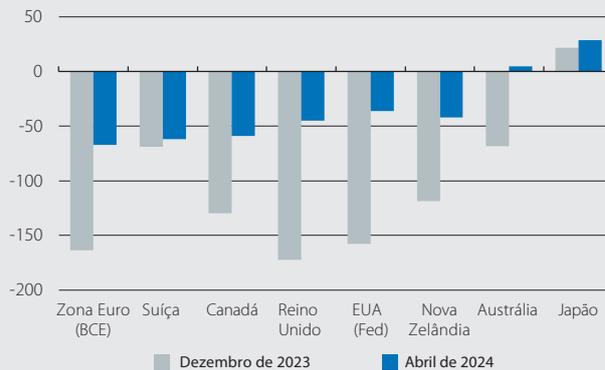
BCE: dependência de dados ou da Fed?

Existem várias explicações para a sincronização das expectativas dos investidores, desde a possibilidade de uma inflação norte-americana e a Fed anteciparem a dinâmica de outras economias até uma certa tendência dos mercados para não discriminarem as nuances de cada região. Não obstante, é razoável perguntar até que ponto uma Fed mais cautelosa pode condicionar o resto. Relativamente ao BCE, existem três canais principais de impacto: condições financeiras, procura global e taxas de câmbio. Primeiramente, a existência de condições restritivas nos EUA tenderá a tornar as condições mais restritivas na Zona Euro. Caso este contágio não seja desejado, poderá reforçar a determinação do BCE em flexibilizar a política monetária e ancorar melhor as condições financeiras europeias. Os outros dois canais, pelo contrário, podem favorecer um BCE mais cauteloso. Por um lado, a solidez dos EUA pode reforçar a procura mundial, exercer pressão sobre os preços das matérias-primas e valorizar o dólar. Em contrapartida, existe a ameaça da taxa de câmbio sobre a inflação da Zona Euro, embora as estimativas sugiram uma repercussão limitada: uma desvalorização de 1% da taxa de câmbio efetiva nominal do euro aumentaria a inflação em menos de 0,1 p.p.² Dado que o euro tem resis-

2. Ortega, E. e Osbat, C. (2020). «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries». Banco de Espanha Occasional Paper (2016).
 3. O dólar tem um peso de 16% no cabaz da taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às 41 moedas principais.

Expetativas do mercado para a política monetária em 2024

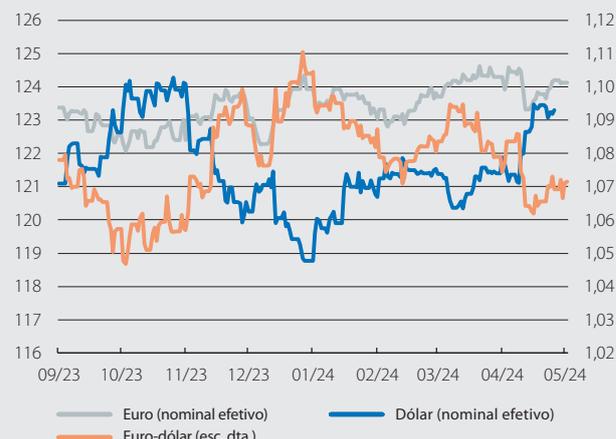
Variação da taxa oficial de cada banco central (p. b.)



Notas: Variação entre dezembro de 2023 e dezembro de 2024, com base em expectativas inferidas a partir de cotações de mercado. Na Suíça e no Japão, a previsão de abril de 2024 já incorpora os ajustamentos efetivamente realizados.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio

Índice (Dólares por euro)



Notas: As taxas efetivas indicam a taxa de câmbio da moeda em relação a um vasto cabaz de moedas (ponderadas pela importância comercial de cada país). Um valor mais elevado indica uma apreciação da moeda em relação a este cabaz.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg, da Fed e do BCE.

tido face a outras moedas que não o dólar, apesar da força deste último,³ seria de esperar que as pressões inflacionistas fossem contidas, mesmo que a taxa de câmbio euro-dólar enfraquecesse até à paridade (e, em qualquer caso, abaixo da desinflação que ainda está para vir através de outros canais).

Durante o reajustamento das expectativas do mercado, o BCE reiterou a sua independência em relação à Reserva Federal e sublinhou a natureza diferente dos cenários económicos dos EUA e da Zona Euro. Em junho, e com a premissa de um mapa de risco exigente, o BCE terá a primeira oportunidade de traduzir estas palavras em cortes nas taxas.

Taxas de juro (%)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	100,0
Euribor 3 meses	3,83	3,89	-7	-8,4	56,0
Euribor 12 meses	3,70	3,67	3	18,3	-18,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,44	3,34	10	17,7	34,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,03	2,85	19	63,0	34,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,58	2,30	29	56,0	27,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,35	3,16	19	36,1	-0,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,21	3,01	20	55,2	7,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	50,0
SOFR 3 meses	5,33	5,30	3	-0,3	23,9
Dívida pública a 1 ano	5,24	5,02	21	47,3	38,4
Dívida pública a 2 anos	5,04	4,62	42	78,5	89,4
Dívida pública a 10 anos	4,68	4,20	48	80,1	111,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	56	54	2	-2,9	-27,4
Itraxx Financeiro Sénior	63	63	0	-3,5	-34,6
Itraxx Financeiro Subordinado	116	114	2	-6,6	-71,3

Taxas de câmbio

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,067	1,079	-1,1	-3,4	-2,8
EUR/JPY (ienes por euro)	168,220	163,300	3,0	8,0	11,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,854	0,855	-0,1	-1,5	-2,8
USD/JPY (ienes por dólar)	157,800	151,350	4,3	11,9	14,8

Matérias-primas

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	546,2	536,4	1,8	7,0	0,2
Brent (\$/barril)	87,9	87,5	0,4	14,0	10,8
Ouro (\$/onça)	2.286,3	2.229,9	2,5	10,8	15,3

Rendimento variável

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.035,7	5.254,4	-4,2	5,6	20,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.921,2	5.083,4	-3,2	8,8	12,9
Ibex 35 (Espanha)	10.854,4	11.074,6	-2,0	7,4	17,5
PSI 20 (Portugal)	6.615,6	6.280,5	5,3	3,4	6,5
Nikkei 225 (Japão)	38.405,7	40.369,4	-4,9	14,8	31,9
MSCI emergentes	1.046,0	1.043,2	0,3	2,2	7,1