

Incerteza nas perspetivas das taxas de juro

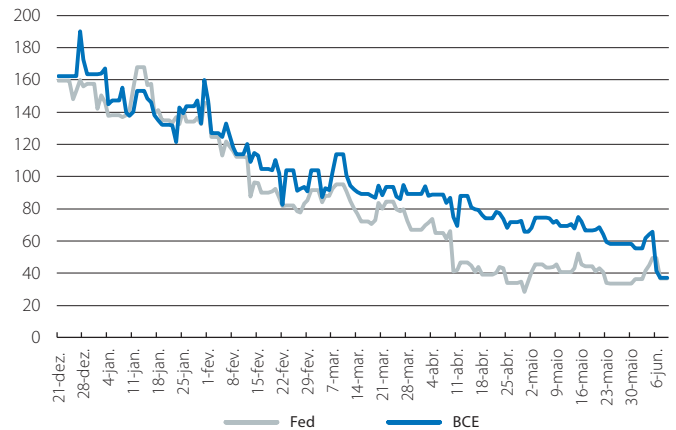
Em que altura é que o BCE e a Fed vão reduzir as taxas de juro e quantas vezes em 2024? Trata-se de duas questões fundamentais que preocupam os investidores e que são o fio condutor dos mercados financeiros durante grande parte do ano e, muito claramente, no último mês. Os investidores procuram respostas para estas duas questões no meio de dados macroeconómicos e de comentários dos responsáveis dos bancos centrais que possam clarificar o caminho a seguir. Por conseguinte, ao longo das últimas semanas, a direção dos mercados tem vindo a mudar de acordo com o que os dados sugerem. No início, à medida que os indicadores mostravam um abrandamento da inflação e um arrefecimento da atividade, as taxas de juro soberanas caíam e os mercados bolsistas recuperavam, mas rapidamente voltaram atrás perante dados que suscitavam dúvidas sobre um regresso rápido da inflação aos 2% ou comentários de tom mais *hawkish*, pelos bancos centrais. Em termos globais, verificou-se em maio e no início de junho um movimento de vaivém nos preços dos ativos financeiros, com os investidores a procurarem clarificar as futuras decisões do BCE e da Fed.

A Europa lidera o ciclo descendente. O banco central sueco Riksbank anunciou, em maio, uma redução de 25 pontos percentuais na taxa de juro para 3,75%, tornando-se o segundo banco central entre as economias desenvolvidas a reduzir as taxas, depois do banco central suíço, que iniciou o ciclo de cortes nas taxas em março. O mesmo aconteceu com o BCE, que anunciou um corte de 25 p. b. na sua reunião de junho, levando a taxa *depo* para 3,75% e a *refi* para 4,25%, como já era amplamente descontado pelos mercados. As dúvidas centram-se agora no ritmo das descidas durante o resto do ano. A Presidente Lagarde foi muito categórica na sua mensagem de dependência dos dados antes de tomar novas decisões e sublinhou que a redução das taxas em junho não implica um compromisso de cortes futuros. Os mercados interpretaram esta posição como uma atitude *hawkish*, e, enquanto no início de maio os mercados monetários previam três reduções, no momento da publicação deste relatório apenas mais uma (elevando o número total de cortes em 2024 para dois). Para além dos comentários de Lagarde, o crescimento do PIB no 1T foi melhor do que o esperado e a inflação está a cair mais lentamente, levantando dúvidas entre os mercados sobre se o BCE fará tantos cortes como previsto no início de maio.

Entretanto, outros esperam pelo outono. Ainda na Europa, o Banco de Inglaterra, embora não tenha baixado as taxas na sua reunião de maio, mostrou-se mais *dovish* e dois membros votaram mesmo a favor de uma redução das taxas. No entanto, na sequência de uma subida da inflação em abril e do anúncio de eleições legislativas antecipadas no início de julho, é provável que os cortes nas taxas de juro comecem após o verão. Prevê-se também que a Fed corte as taxas pela primeira vez em 25 pontos base, com incertezas quanto ao mês exato e ao número de vezes. A Fed tem-se preocupado, nas últimas semanas, com o facto de a inflação se manter acima dos 2% e de as perspetivas estarem rodeadas de incerteza. No fecho deste relatório, os mercados previam apenas um corte nas taxas até ao final do

Redução prevista das taxas de juro até dezembro de 2024

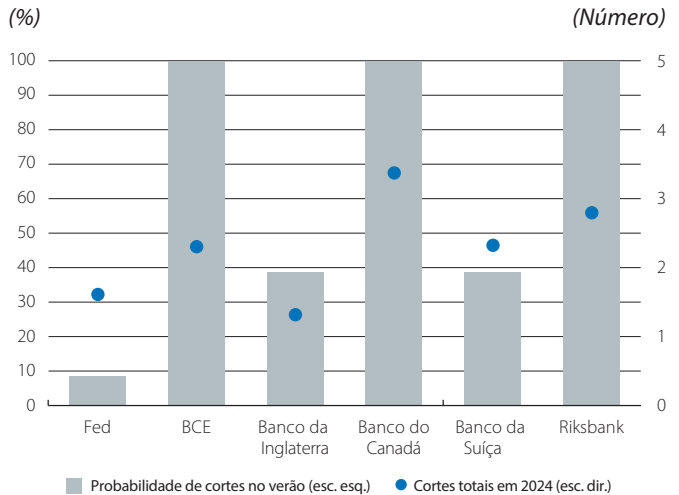
(p. b.)



Nota: Forwards sobre as curvas OIS em 10 de junho de 2024.

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

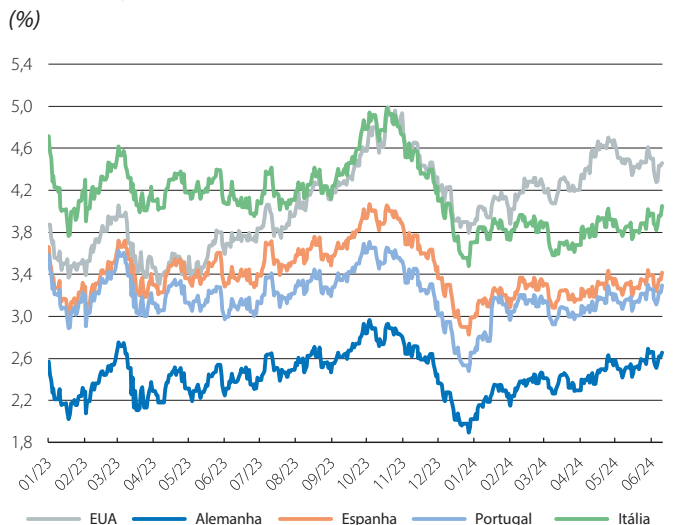
Expetativas para a política monetária



Nota: Forwards sobre as curvas OIS em 10 de junho de 2024.

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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

ano, antecipando que a Fed manterá as taxas mais elevadas durante mais tempo e até ter a confiança necessária de que a inflação está a cair de forma sustentada.

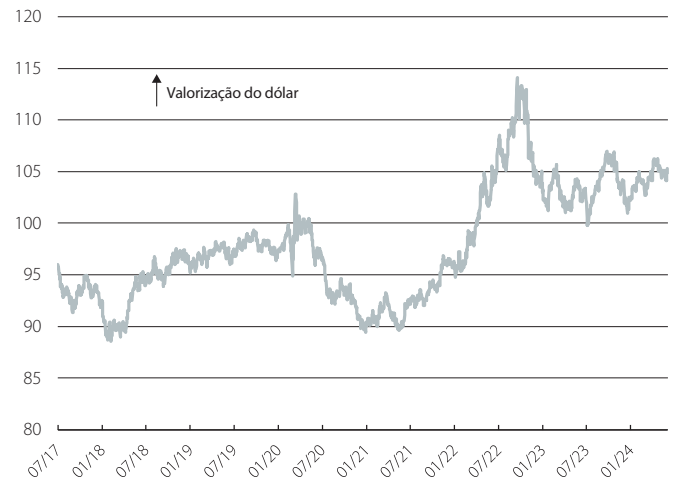
Os movimentos oscilantes das taxas de juro soberanas. A mesma incerteza que preocupa a Fed está a ser sentida pelos mercados financeiros. Nas obrigações soberanas, as taxas de rentabilidade começaram o mês em baixa, depois de os dados terem revelado um certo arrefecimento da atividade nos EUA (um ligeiro aumento da taxa de desemprego e uma queda do índice ISM da indústria transformadora) e, sobretudo, depois de os dados terem confirmado que a inflação caiu em abril. Os índices de referência a 10 anos acumularam descidas de até 35 pontos base nos EUA e de 15 p. b. na Zona Euro. No entanto, mais alguns comentários *hawkish*, realizados por membros do BCE e da Fed, bem como a divulgação de PMIs que revelam uma retoma da atividade, foram suficientes para mudar o sentimento do mercado e, desde então, as taxas de rentabilidade das obrigações soberanas subiram de forma constante, chegando mesmo a empurrar o *benchmark* alemão a 10 anos para um máximo de seis meses de 2,70%. Esta ascensão foi ainda impulsionada pela mensagem de maior rigor do BCE na sua reunião de junho relativamente às suas decisões futuras e, nos EUA, pelos dados do mercado de trabalho de maio, que alimentaram a expectativa *higher for longer*. O dólar, que foi negociado durante a maior parte do mês num intervalo restrito, fortaleceu-se nas últimas sessões contra os seus principais pares, empurrando o euro para 1,07.

Os mercados bolsistas vão da força à fraqueza. A queda acentuada das taxas de rentabilidade soberanas no início do mês, juntamente com a conclusão de uma época de resultados que revelou um crescimento dos lucros melhor do que o esperado no 1T, alimentou um novo rali nos mercados acionistas, depois de terem recuado no mês anterior. Com efeito, o S&P 500, o Nasdaq e os índices francês e alemão atingiram todos novos máximos históricos. Contudo, com a viragem das taxas soberanas, as bolsas perderam *momentum*, e na segunda quinzena de maio registaram perdas que, no entanto, não foram suficientes para que as principais bolsas fechassem o mês no vermelho. Entre os sectores, destacam-se o sector tecnológico norte-americano, que ganhou +10% em maio, e o sector bancário da Zona Euro, que depois de ganhar quase 4% no mês passado, acumulou perto de 20% em 2024.

Os preços das matérias-primas não energéticas sobem. O preço do petróleo bruto Brent caiu pela primeira vez este ano (-7,7% mês a mês em maio) para mais de 81 dólares, principalmente devido ao enfraquecimento das perspetivas económicas na China. Isto tudo na véspera da reunião de 2 de junho da OPEP e dos seus aliados, na qual concordaram em prolongar os cortes voluntários de produção de alguns países (2,2 milhões de bpd) até ao 3T 2024 e eliminá-los gradualmente até ao final de 2025, bem como prolongar os cortes globais de 3,66 milhões de bpd até dezembro de 2025. No reverso da medalha, os preços dos metais, preciosos e industriais, registaram novos ganhos (crescimento acumulado de mais de 12% desde o início do ano), impulsionados, por um lado, pelas tensões entre a oferta e a procura em muitos destes ativos e, por outro lado, pela atratividade do retorno financeiro destes ativos em relação a outros, como as rendas variáveis ou as moedas.

Moeda fixada em relação ao dólar

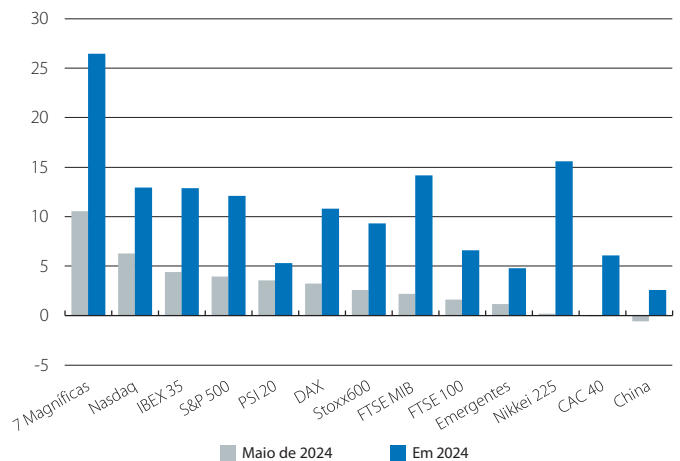
Índice



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

Desempenho dos principais índices bolsistas

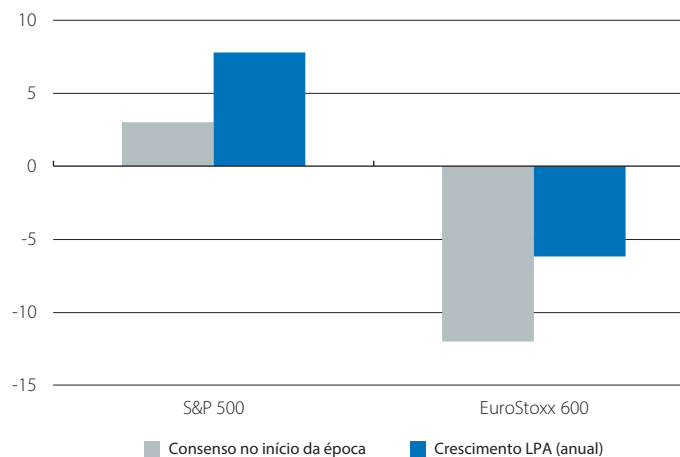
(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg a 7 de junho de 2024.

Época de resultados do 1T de 2024

(%)



Nota: Estimativa de crescimento do LPA com as empresas que apresentaram relatórios até à data: 98% do S&P 500 e 81% do EuroStoxx 600.

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

A palavra de ordem no novo cenário internacional: divergência

Já estamos quase a meio do ano e é altura de fazer um balanço e atualizar os cenários económicos. Os indicadores publicados parecem, assim, mostrar que a economia dos EUA já iniciou a fase de *soft landing* há muito anunciada, enquanto a Zona Euro e o Reino Unido surpreenderam com um início de ano mais dinâmico do que o previsto. Simultaneamente, a inflação revela-se mais persistente do que o esperado nos EUA, enquanto na Europa a sua descida está mais de acordo com o «guião» que temos vindo a antecipar. Esta divergência no comportamento da inflação é precisamente a chave para explicar o reajustamento previsto das taxas de juro que estamos a apresentar.

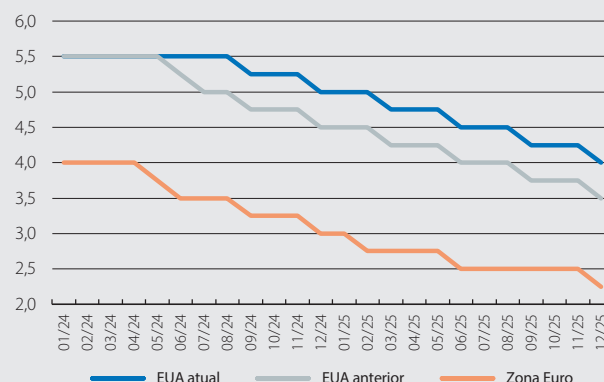
Preços das matérias-primas em alta, crude volátil e gás estabilizado

Embora a inflação esteja a ser mais persistente nos EUA do que noutras regiões, o que é comum em todos os casos é o facto de o seu ritmo de descida ter abrandado substancialmente. Este abrandamento é, em parte, natural, uma vez que as forças mais abruptas da crise inflacionista se desvanecem e a composição da desinflação se altera. Porém, responde também a uma pressão da procura superior à prevista há alguns meses, bem como ao impacto da subida do preço das principais matérias-primas, algumas das quais se encontram em máximos históricos (cacau, cobre, café, etc.). Por outro lado, no caso específico dos metais industriais, uma parte da sua subida de preços deve-se ao impacto das novas sanções contra a Rússia, que proibiram os metais russos de serem cotados nas bolsas internacionais desde 13 de abril, introduzindo um risco de subida mais persistente ao longo do tempo.

Entretanto, os preços do crude têm estado voláteis, refletindo os altos e baixos do conflito no Médio Oriente. Durante o tempo em que esta frente se mantiver aberta, os riscos para os preços do crude continuarão a aumentar, num contexto em que as condições de fornecimento estão também a exercer pressão no sentido da subida: a produção dos EUA está a atingir o seu limite, as existências mundiais estão em mínimos de oito anos e a OPEP prolongou os atuais cortes até outubro. Prevemos, por conseguinte, um preço médio do petróleo bruto Brent em 2024 de cerca de 87 dólares, oito dólares acima da previsão anterior, e de 82 dólares em média em 2025, cinco dólares acima da previsão anterior.

Relativamente aos preços do gás na Europa, estes mantiveram-se relativamente estáveis e não se preveem aumentos significativos no horizonte, graças às reservas de gás em níveis recorde. Esta acumulação notável foi possível graças a um abastecimento ininterrupto de gás, num contexto em que um inverno mais ameno do que o habitual

Expetativas de taxas de juro de referência (%)



Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias.

manteve a procura sob controlo. Logo, dificilmente alteramos a previsão do preço do gás TTF, que se manteria na ordem dos 30 euros/Mwh até ao final de 2025.

Os EUA iniciam um *soft landing* com a inflação que se está a revelar mais persistente

A extraordinária resiliência demonstrada pela economia dos EUA em 2023 parece estar a começar a esgotar-se, embora fosse mais apropriado falar de uma normalização para taxas de crescimento mais sustentáveis, e os indicadores parecem apontar para alguma estabilidade no crescimento nos próximos meses. Os indicadores de sentimento abrandaram (para o sector da indústria transformadora, prevê-se mesmo uma estagnação) e as poupanças suplementares acumuladas durante a pandemia estão quase esgotadas. Mesmo os indicadores do mercado de trabalho mostram sinais incipientes de secagem, embora o mercado de trabalho continue a ser muito dinâmico.

Assim, a economia parece ter deixado para trás as taxas de crescimento extraordinárias do ano passado e convergirá para taxas mais próximas do seu potencial de 0,4% em termos trimestrais ao longo de 2024 e grande parte de 2025. Estas perspetivas baseiam-se na continuação da resistência do consumo das famílias, apoiada por um mercado de trabalho ainda dinâmico. Não se pode, aliás, excluir uma certa reativação da despesa pública em ano de eleições. Quanto ao investimento, continuará a beneficiar do estímulo proporcionado pela adoção de novas tecnologias (como a inteligência artificial) e pelo desenvolvimento da «economia verde» ao abrigo da *Inflation Reduction Act* (IRA), um programa dotado de quase 416 mil milhões de dólares entre 2023 e 2031. Neste sentido, revemos as previsões de crescimento para 2024 e 2025 em alta de 0,2 p. p. para 2,4% e 1,8%, respetivamente.

Neste contexto, a inflação nos EUA apresenta uma maior resistência à descida do que esperávamos há alguns meses, principalmente devido à forte inércia das pressões subjacentes devido ao desempenho da rubrica habitação (*shelter*, com preços de aluguer observados e imputados). Deste modo, revemos a inflação global em alta de 0,6 p. p. em 2024, para 3,2%, e aumentamo-la em 0,2 p. p. em 2025, para 2,2%. Relativamente à inflação núcleo, aumentámos as previsões para 2024 e 2025 em 0,5 p. p. para 3,2% e em 0,2 p. p. para 2,6%, respetivamente.

A recuperação na Zona Euro está em curso, mas será bastante tímida

Na Zona Euro, e após dois trimestres de queda, a atividade cresceu 0,3% em termos trimestrais no 1T 2024, ligeiramente melhor do que o esperado. Os indicadores avançados apontam para uma recuperação em curso, mas bastante modesta, o que apoia a nossa previsão de que o crescimento na Zona Euro não excederá 0,4% em termos trimestrais durante o resto do ano. Também as três grandes economias registarão um desempenho relativamente estável e crescerão a taxas próximas das do 1T durante o resto do ano. Este panorama é apoiado pela recuperação esperada do consumo privado, especialmente no segundo semestre do ano. O dinamismo do mercado de trabalho (a taxa de desemprego deverá manter-se próxima dos seus mínimos), as novas descidas da inflação e as reduções das taxas de juro contribuirão para estimular o consumo. Os agregados familiares terão também uma significativa almofada de poupança que reforça os seus balanços (estima-se que, na sequência da pandemia, os agregados familiares acumularam poupanças que excedem as suas poupanças tendenciais em quase 8,0% do PIB). Prevemos igualmente que o investimento em capital fixo beneficie da maior utilização dos fundos do NGEU: até à data, já foram distribuídos cerca de 224 mil milhões de euros (subvenções e empréstimos) dos 672 mil milhões de euros de que o Mecanismo de Recuperação e Resiliência dispõe até 2026. O cenário não diverge muito daquele que temos vindo a defender, pelo que o ajustamento da previsão de crescimento para a Zona Euro é marginal e responde, sobretudo, ao impacto de um 1T um pouco melhor do que o esperado: revemos o crescimento em 2024 em 0,1 p. p. para 0,8% e mantemos a previsão para 2025 inalterada em 1,7%.

Em relação à inflação, tanto a global como a subjacente mostraram uma correção notável em relação aos picos, ajustando-se relativamente bem ao cenário que temos vindo a defender, e continuamos confiantes de que a inflação global irá convergir nos próximos trimestres para o objetivo. Revemos, assim, a inflação projetada para 2024 em alta em apenas 0,2 p. p., para 2,4%, devido à revisão acima referida dos preços da energia, e mante-

mos inalteradas as previsões para todas as outras medidas de inflação.

Relativamente ao cenário para as outras economias, é de salientar a revisão em alta do crescimento do Reino Unido em 2024 em quase 0,5 p. p. para 0,5%, devido a um 1T inesperadamente bom (0,6% trimestralmente, após dois trimestres de queda). Também na China, um 1T um pouco mais dinâmico do que o esperado leva-nos a aumentar em 0,2 p. p. a previsão de crescimento para 2024, para 4,8%; embora as dúvidas que continuam a pesar sobre a situação do sector residencial na China aconselhem uma certa prudência nos próximos trimestres; e reduzimos o crescimento em 2025 em 0,2 p. p. para 4,2%.

O BCE vai baixar as taxas antes da Fed, pela primeira vez desde julho de 2012

Por fim, outra das mudanças mais significativas no cenário foi o reajuste das expectativas em relação à taxa de juros oficial da Fed. Efetivamente, a resiliência da inflação e o dinamismo da atividade levam-nos a adiar a primeira descida da taxa da Fed para depois do verão, e prevemos apenas duas descidas de 25 p. b. até 2024, em comparação com os quatro inicialmente previstos (-50 p. b. no conjunto do ano vs. -100 p. b. no cenário anterior). Entretanto, mantemos inalterado o nosso cenário de quatro cortes de 25 p. b. cada uma no BCE, a partir de junho, o que levaria a taxa oficial para 3,0% em dezembro (embora não excluamos que, no final, apenas assistamos a três descidas). A curto prazo, esta «dessincronização» entre a Fed e o BCE refletir-se-á num dólar mais forte, embora, a médio prazo, a convergência das taxas de crescimento e da política monetária entre a Zona Euro e os EUA favorecerá o euro, que deverá recuperar para cerca de 1,10 dólares por euro em 2025.

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	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	75,0
Euribor 3 meses	3,79	3,83	-4	-12,4	29,5
Euribor 12 meses	3,71	3,70	1	19,8	-16,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,43	3,44	0	17,2	20,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,10	3,03	6	69,3	29,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,66	2,58	8	64,0	35,2
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,39	3,35	4	39,9	7,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,26	3,21	5	60,5	26,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 meses	5,34	5,33	1	1,1	11,3
Dívida pública a 1 ano	5,18	5,24	-6	41,3	-5,0
Dívida pública a 2 anos	4,87	5,04	-16	62,3	37,6
Dívida pública a 10 anos	4,50	4,68	-18	61,9	80,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	56	-3	-6,1	-25,4
Itraxx Financeiro Sénior	59	63	-4	-7,9	-28,5
Itraxx Financeiro Subordinado	106	116	-10	-16,4	-59,6

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,085	1,067	1,7	-1,7	1,3
EUR/JPY (ienes por euro)	170,620	168,220	1,4	9,6	13,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,851	0,854	-0,3	-1,8	-1,0
USD/JPY (ienes por dólar)	157,310	157,800	-0,3	11,5	12,4

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	546,2	546,2	0,0	7,0	0,1
Brent (\$/barril)	81,6	87,9	-7,1	5,9	12,3
Ouro (\$/onça)	2.327,3	2.286,3	1,8	12,8	19,5

Mercado acionista

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.277,5	5.035,7	4,8	10,6	23,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.983,7	4.921,2	1,3	10,2	15,3
Ibex 35 (Espanha)	11.322,0	10.854,4	4,3	12,1	21,5
PSI 20 (Portugal)	6.870,8	6.615,6	3,9	7,4	16,4
Nikkei 225 (Japão)	38.487,9	38.405,7	0,2	15,0	22,1
MSCI emergentes	1.049,0	1.046,0	0,3	2,5	6,6