

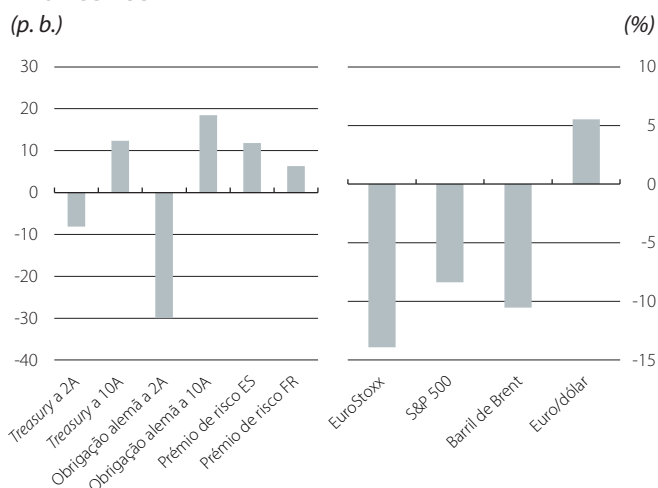
As tarifas de Trump provocam fortes quedas nos mercados

As tarifas de Trump afetam a apetência pelo risco dos investidores. Estas, juntamente com as reformas em matéria de despesa pública na Alemanha, dominaram a atenção dos investidores, cada vez mais preocupados com a possibilidade de os EUA sofrerem uma certa estagflação nos próximos dois anos. Em ambos os lados do Atlântico, as curvas soberanas acentuaram a inclinação devido à probabilidade de cortes nas taxas de juro a curto prazo e à perspetiva de um aumento das despesas públicas a longo prazo. Os bancos centrais mostraram-se cautelosos neste contexto, ainda que as implícitas do mercado monetário tenham passado a incorporar uma política monetária mais acomodaticia em 2025. A depreciação do dólar face aos pares das principais economias desenvolvidas prolongou uma tendência que, face ao euro, já tinha começado com o anúncio de um aumento das despesas públicas futuras na Alemanha. A aversão ao risco provocou quedas significativas nos mercados bolsistas, sobretudo nos mercados desenvolvidos, ao passo que as matérias-primas energéticas e os metais industriais foram também afetados por dúvidas quanto à procura agregada, ao contrário do ouro, que capitalizou o seu papel de ativo de refúgio.

Os bancos centrais tentam navegar a onda. Os bancos centrais reconheceram a sua crescente dependência dos dados e a sua capacidade limitada para orientar o mercado sobre os passos futuros neste contexto de excecional incerteza da política económica e comercial. Depois de reduzir as taxas em 25 p. b. em março (taxa *depo* em 2,5%), o BCE explicou que já não considerava que as taxas estivessem em território claramente restritivo, dada a descida de 150 p. b. acumulada desde junho de 2024, e que atuaria com base nos dados nas reuniões futuras. Assim, depois de as implícitas do mercado monetário apontarem para um nível de chegada de 2% para a taxa *depo* após o anúncio do aumento da despesa na Alemanha, as tarifas de Trump deixaram as expectativas para as taxas do BCE ao nível do início do mês, de 1,75%. Por sua vez, a Fed manteve as taxas inalteradas (4,25%-4,50%), enquanto os investidores começaram a descontar, após as tarifas de Trump, quatro cortes nas taxas como o cenário mais provável em 2025, embora, após a pausa anunciada a 9 de abril, tenham acabado por se ficar pelos três cortes. A Fed reviu em baixa as suas perspetivas de crescimento e em alta as suas perspetivas de inflação, citando as tarifas como um fator-chave, muito embora afirmando que ainda está a avaliar se o impacto destas nos preços será permanente.

Inclinação generalizada das curvas soberanas nos dois lados do Atlântico. As dúvidas sobre o crescimento nos EUA devido às tarifas de Trump, bem como uma potencial deterioração fiscal e alguns movimentos relacionados com o fecho de posições especulativas, provocaram quedas na rentabilidade das obrigações soberanas de curto prazo e recuperações nos prazos mais longos. Os prazos mais curtos registaram uma recuperação das expectativas de inflação e os prazos mais longos diminuíram. O resultado foi a descida das taxas reais de curto prazo, revelando as preocupações dos investidores quanto a um abrandamento económico com a inflação um pouco acima do objetivo da Reserva Federal. Na curva europeia, a inclinação também se agravou a rentabilidade das obrigações de referência a 2 anos caiu drasticamente,

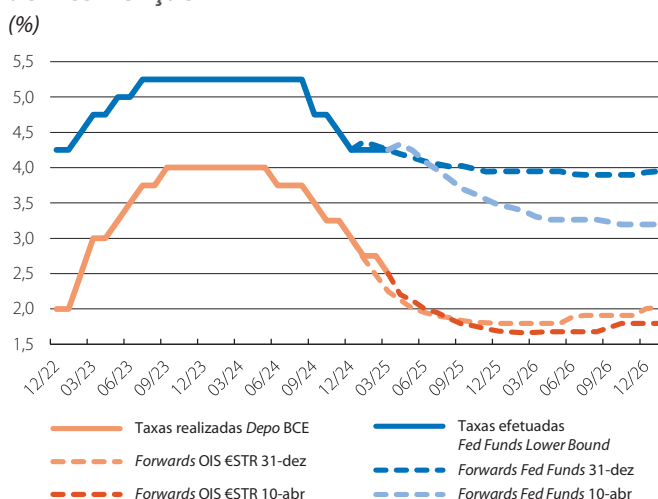
Desempenho mensal dos principais ativos financeiros



Nota: Dados de 28 de fevereiro a 9 de abril.

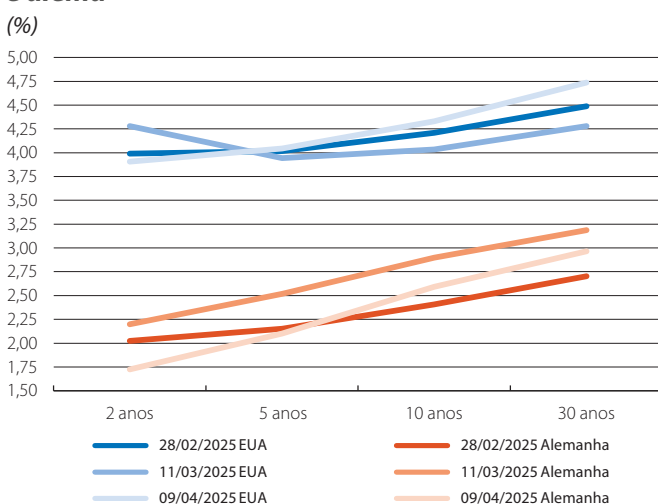
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expetativas do mercado relativamente às taxas de intervenção



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

Evolução das curvas soberanas norte-americana e alemã



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

enquanto os prazos mais longos subiram devido às expetativas de um aumento da despesa pública na Alemanha (que se moderou à medida que o mês avançava e a UE se atrasou a chegar a acordo sobre um impulso orçamental coordenado para a defesa). Os diferenciais periféricos, que se mantiveram estáveis após o anúncio de um aumento das despesas públicas na Alemanha, aumentaram ligeiramente em tempos de maior aversão ao risco.

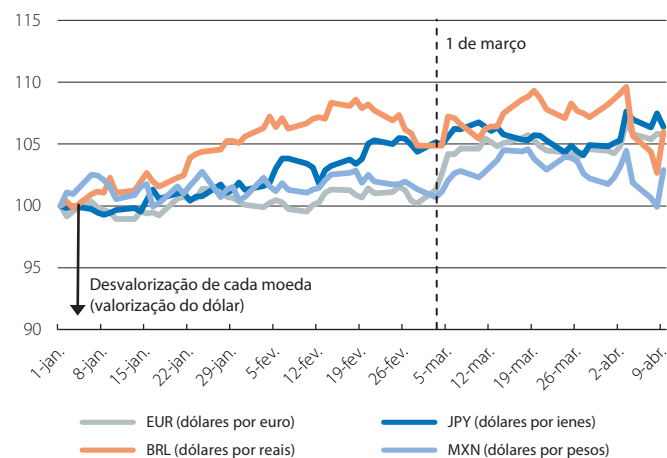
As tarifas também prejudicam o dólar. O dólar desvalorizou de forma significativa face aos seus principais pares (mais de 4%), o que se reflete na procura, por parte dos investidores, de um novo equilíbrio para os ativos norte-americanos e se explica, em grande medida, pela já mencionada queda das taxas reais de curto prazo. Apesar da depreciação ter sido generalizada face aos principais pares, o fortalecimento do euro foi um dos maiores contribuintes (mais de 5%), num movimento que começou com o anúncio de um pacote de despesa com a defesa e as infraestruturas na Alemanha. O franco suíço funcionou como um ativo de refúgio e valorizou cerca de 5%, enquanto o peso mexicano (+1,5%) e o dólar canadiano (+2,6%) também valorizaram num contexto de elevada volatilidade. No que respeita às moedas emergentes, o real brasileiro registou uma ligeira apreciação, devido às taxas de juro elevadas e à baixa exposição ao mercado americano, e a lira turca deprecou num contexto de maior instabilidade política.

Elevada volatilidade dos mercados bolsistas, especialmente nas economias desenvolvidas. Os ativos de risco foram os que mais sofreram com a elevada incerteza e os receios de um abrandamento do crescimento global, embora tenham recuperado fortemente após o anúncio de uma pausa nas tarifas recíprocas. Perante esta conjuntura, o índice MSCI All Country World caiu 9% no mês, registando, juntamente com os índices norte-americanos, as maiores quedas, sobretudo as empresas de menor dimensão expostas à economia interna e à tecnologia, que são os principais exportadores. Por último, os principais índices registaram descidas de cerca de 8%. Também os índices europeus registaram perdas, com o Stoxx 600 a perder mais de 15%, tendo os índices ibéricos apresentado o melhor desempenho relativo, embora o IBEX 35 também tenha fechado o mês com perdas significativas, próximas de 11%. Inicialmente, este pessimismo era menor nos mercados emergentes, mas acabou por afetá-los também, com o índice MSCI dos mercados emergentes a encerrar com perdas de pouco menos de 10%. A principal exceção foram as bolsas latino-americanas, graças ao desempenho relativamente superior das bolsas brasileiras e, em menor grau, das mexicanas.

Queda das matérias-primas mais dependentes do ciclo económico. O petróleo registou uma queda superior a 10% no mês a seguir ao anúncio das tarifas de Trump, desencadeada pelas dúvidas sobre a procura agregada e a resiliência do ciclo. Os preços do gás natural também caíram, com o TTF holandês a ceder mais de 20%, afetado pelas expetativas de aumento da oferta na Europa, se as tarifas mais elevadas de Trump tiverem um impacto diferenciado nas economias asiáticas. De forma semelhante, os metais industriais mostraram alguma fraqueza no mês, tendo em conta as perspetivas de uma menor procura global, com o alumínio e o cobre a acumularem quedas de mais de 8%. Por outro lado, o ouro capitalizou a incerteza e o seu papel de ativo de refúgio, fechando o mês com ganhos de cerca de 8%. Finalmente, os preços do gado também recuperaram (+5%), uma vez que se espera que as tarifas aumentem o preço da carne nos EUA.

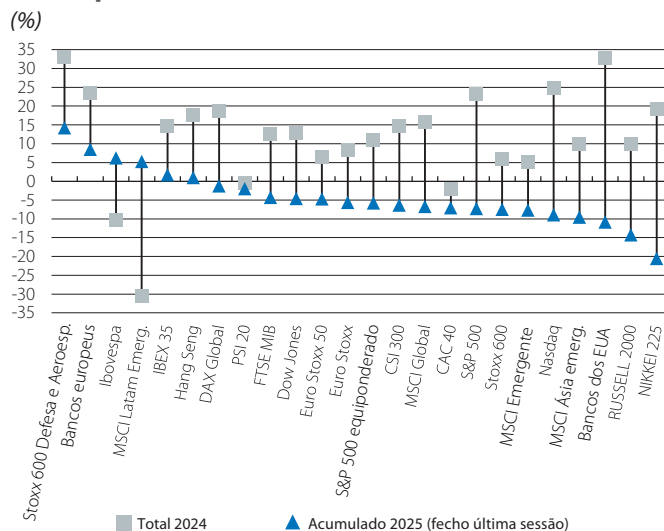
Desempenho de moedas seleccionadas face ao dólar

Índice (100 = 31/12/2024)



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

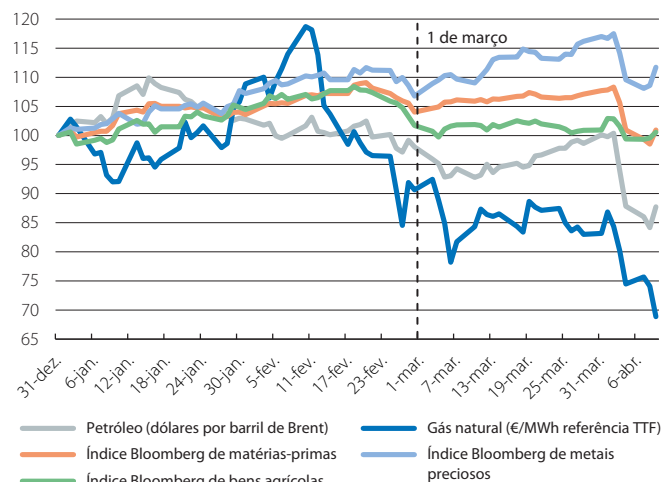
Desempenho de índices bolsistas



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

Evolução das matérias-primas

Índice (100 = 31/12/2024)



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

A viragem orçamental alemã e o *bund*: quando a segurança tem um preço

A Alemanha mudou de velocidade na sua política de despesas públicas. Os líderes da CDU/CSU, do SPD e dos Verdes apresentaram, no início de março, um pré-acordo para reformar o teto constitucional da dívida e aumentar significativamente as despesas militares e de infraestruturas, que foi ratificado pelas câmaras legislativas em 21 de março. A despesa total aprovada para a próxima década ascenderá a mais de um bilião de euros.¹ Analisamos o impacto desta nova política na dívida soberana alemã e, em particular, na rentabilidade da sua obrigação de referência a 10 anos (conhecida como *bund* por ser a obrigação da federação, considerada o principal ativo sem risco da Zona Euro), bem como as suas perspetivas futuras.

Uma grande mudança para surpreender os investidores expetantes

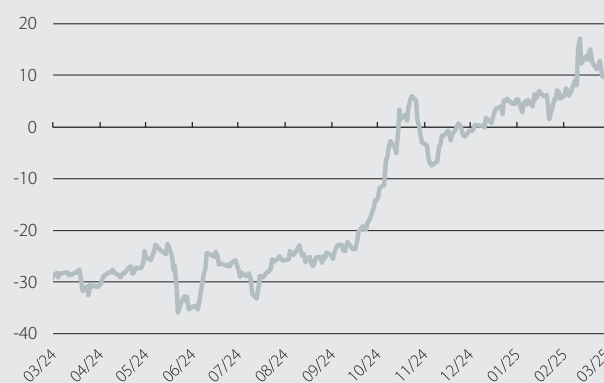
A reação do mercado a estes anúncios foi forte e, na semana em que se chegou a um pré-acordo, a rentabilidade do *bund* subiu 50 p. b. Começemos por analisar o movimento em relação ao de outros ativos financeiros. O primeiro aspeto a ter em conta é que a dívida alemã já estava a prever um provável aumento da despesa pública no futuro. O spread (diferencial) do *bund* face a uma taxa de juro muito dependente da taxa de intervenção do BCE (que pode ser interpretado como um prémio de risco alemão) já tinha acumulado um alargamento significativo desde o final do verão passado, quando começaram a surgir dúvidas sobre a estabilidade do antigo governo alemão e as perspetivas económicas do país se agravaram (43 p. b. entre 10 de setembro e 5 de março, ver primeiro gráfico).²

Este alargamento é também visível em alguns modelos de avaliação do *bund*. A título de exemplo, num modelo que tem em conta as expetativas de médio prazo para as taxas de juro da Zona Euro e as condições gerais de risco, liquidez e oferta de obrigações de dívida pública, observamos uma clara tendência ascendente desde o verão nas rentabilidades das obrigações alemãs, que divergiram do que seria de esperar com base na sua relação histórica com estas variáveis (ver segundo gráfico). Desde o final do ano passado e até à semana anterior ao anúncio, o diferencial do *bund* em relação ao valor teórico indicado por este modelo era de cerca de 30 p.b. (ou um desvio-padrão), provavelmente porque os investidores já estavam a descontar o aumento da despesa pública na Alemanha.

1. Existe, por um lado, um fundo específico de 500.000 milhões de euros destinado às infraestruturas, a aplicar nos próximos 12 anos, o que corresponderá a uma média de 42.000 milhões de euros por ano (1% do PIB em 2024). Além disso, 100.000 milhões de euros serão afetados a políticas ambientais e de transformação energética e os Estados federais serão autorizados a investir mais, o que poderá representar mais 15.000 milhões de euros por ano (0,35% do PIB). Em contrapartida, as despesas com a defesa superiores a 1% do PIB ficarão isentas do teto constitucional da dívida.
2. Prémio de risco medido como o diferencial entre a rentabilidade do *bund* e a taxa swap Euribor a 6 meses.

Spread do *bund* face à taxa swap Euribor a 6 meses a 10 anos

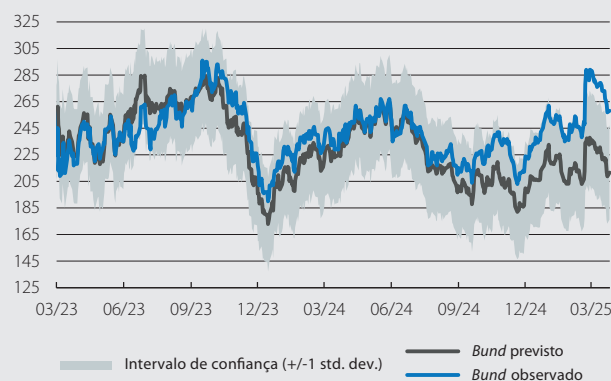
(p. b.)



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

Rentabilidade esperada do *bund* com base nas expetativas dos investidores relativamente às taxas de juro da Zona Euro

(p. b.)



Nota: O modelo inclui o forward swap de ESTR1Yx3Y, um prémio de risco dos países periféricos da Zona Euro (média do diferencial entre a sua dívida soberana a 10 anos e a dívida soberana alemã, ponderada pelo PIB) e a dimensão do balanço do BCE em percentagem do PIB da Zona Euro.

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

A perspetiva financeira: um *bund* que negocia uma mudança de paradigma fiscal

Na semana seguinte à conclusão da transação, o preço do *bund* recuperou, como já referido, 50 p. b., enquanto o seu valor teórico, de acordo com este modelo, recuperou 30 p. b. Assim, podemos interpretar que 30 p. b. da subida do *bund* se deve à alteração das expetativas da política monetária e os outros 20 p. b. (correspondentes ao aumento do spread entre o valor nominal e o valor real) se devem a um impulso fiscal superior ao já descontado pelo mercado. Após o anúncio, o *bund* parece ter-se movido 50 p.b. acima do seu valor teórico, um spread que se manteve com os movimentos de mercado desencadeados pelas tarifas de Trump.

Esta diferença entre a rentabilidade do *bund* e a indicada por outras variáveis do mercado permite-nos refletir sobre dois cenários possíveis para o futuro. No primeiro caso, partindo do princípio de que a relação histórica com outros instrumentos não se alterou, uma das duas avaliações, a observada ou a prevista, convergiria para a outra. Por outras palavras, ou o programa de despesas alemão consegue relançar a economia e exerce um efeito de arrastamento sobre o resto da Zona Euro, pelo que deveríamos assistir a um ajustamento em alta das expetativas em relação às taxas de juro; ou, em alternativa, o programa não é bem sucedido e assistiríamos a uma descida da rentabilidade do *bund* em relação aos níveis atuais.

No segundo cenário, a relação histórica teria sido alterada e, com a mudança de velocidade na política de despesas públicas, o diferencial entre as rentabilidades do *bund* e outros ativos de baixo risco seria agora estruturalmente mais elevado. Este cenário parece provável, uma vez que, sobretudo do lado da oferta, a alteração da política de despesas públicas não parece ser temporária. No que respeita à procura, e embora esta já estivesse presente antes do anúncio das despesas alemãs, o aumento da emissão de dívida alemã coincide com uma altura em que o BCE já não está a reinvestir nos seus programas de compra de ativos, pelo que a procura que assumiu terá agora de ser suprida pelos restantes intervenientes no mercado. Não obstante, o aumento da dívida pública será generalizado a toda a Zona Euro, e talvez a todos os mercados desenvolvidos, o que poderá manter o estatuto –ainda que relativo– da Alemanha como uma economia pouco endividada que, no entanto, pagará um pouco mais para colocar a sua dívida no mercado.

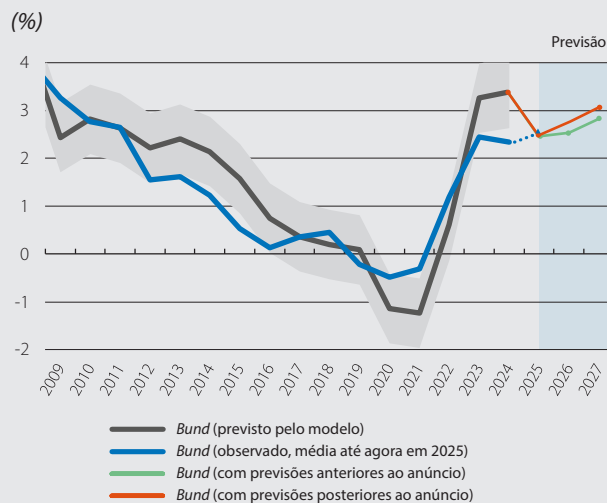
A perspetiva macroeconómica: um impacto moderado do estímulo parece já estar a ser descontado

Outra forma de analisar tanto o movimento do *bund* como o seu provável desempenho futuro seria através do impacto das variáveis macroeconómicas no preço da dívida. Nesta perspetiva, o que as relações históricas revelam é que, como seria de esperar, as taxas de intervenção (ou seja, as taxas fixadas pelo BCE) são os principais determinantes da rentabilidade do *bund*. A inflação, por outro lado, tem um impacto importante na rentabilidade das obrigações, embora um impacto algo variável, uma vez que depende do grau de preocupação dos investidores com os preços num determinado momento.

No que diz respeito ao crescimento do PIB na Alemanha, este não parece ter uma influência para além da detetável através do impacto que o crescimento tem nas taxas de juro do BCE. Além disso, o crescimento económico atua através de outros canais, como a determinação do rácio da dívida em relação ao PIB. De forma ainda mais indireta, a eficácia das despesas para estimular a economia alemã e o seu crescimento a longo prazo influenciarão o nível das taxas de juro a longo prazo.

Por outro lado, o nível da dívida pública tem um impacto mais estável e consistente nas rentabilidades do *bund* ao lon-

Bund previsto pelos fundamentos macroeconómicos



Nota: O modelo inclui a inflação e o rácio da dívida alemã em relação ao PIB, a taxa depois do BCE e a evolução do seu balanço.

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

go do tempo. Porém, como já foi referido, o rácio dívida/PIB da Alemanha é tão importante como o do resto da Zona Euro. Qualquer aumento generalizado deste rácio em toda a Zona Euro, como o que se verificou durante a COVID-19, não exerce pressão adicional exclusivamente sobre o *bund*, já que permite à Alemanha manter um endividamento relativamente baixo.

Enquanto se concretizam a definição e implementação do estímulo fiscal, tanto na Alemanha como no resto da Zona Euro, estimamos que um aumento gradual do rácio dívida/PIB, consistente com as expetativas de uma implementação gradual do estímulo, implicaria uma rentabilidade do *bund* cerca de 30 p.b. superior à do cenário sem estímulo (ver terceiro gráfico). Este nível reflete tanto as pressões inflacionistas ligeiramente mais elevadas na Alemanha como as necessidades de financiamento mais elevadas do país,³ num contexto de impacto ainda limitado do *Quantitative Tightening* do BCE sobre os preços das obrigações de dívida pública, graças à continuação da elevada liquidez e do apetite dos investidores por esta classe de ativos.

3. Num cenário de estímulos faseados, estes ascenderiam a cerca de 3 décimas do PIB em 2025, 8 décimas em 2026 e cerca de 9 décimas em 2027. Estimamos um impacto moderado no PIB e um impacto muito ligeiro na inflação. O rácio dívida/PIB aumentaria apenas 3 pp até 2027 em relação aos níveis de 2024. A taxa *depo* comportar-se-ia como atualmente previsto pelas implícitas do mercado monetário.

Taxas de juro (%)

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,65	2,90	-25	-50,0	-185,0
Euribor 3 meses	2,34	2,46	-13	-37,8	-155,5
Euribor 12 meses	2,31	2,39	-9	-15,4	-135,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,01	2,02	0	-22,9	-136,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,05	2,03	2	-3,5	-81,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,74	2,41	33	37,1	37,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,37	3,05	33	31,1	18,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,26	2,94	32	41,2	22,4
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,29	4,32	-3	-1,7	-101,4
Dívida pública a 1 ano	4,02	4,08	-6	-12,3	-97,5
Dívida pública a 2 anos	3,88	3,99	-11	-35,8	-76,4
Dívida pública a 10 anos	4,21	4,21	0	-36,4	-10,4

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	64	54	10	6,3	10,5
Itraxx Financeiro Sénior	69	57	12	5,4	6,9
Itraxx Financeiro Subordinado	120	100	21	8,2	8,8

Taxas de câmbio

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,082	1,038	4,3	4,5	-0,2
EUR/JPY (ienes por euro)	162,21	156,27	3,8	-0,4	-1,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,837	0,825	1,5	1,2	-2,3
USD/JPY (ienes por dólar)	149,96	150,63	-0,4	-4,6	-0,9

Matérias-primas

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	547,1	539,2	1,5	2,0	0,9
Brent (\$/barril)	74,7	73,2	2,1	0,1	-17,6
Ouro (\$/onça)	3.123,6	2.857,8	9,3	19,0	36,3

Mercado acionista

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.611,9	5.954,5	-5,8	-4,6	9,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.248,4	5.463,5	-3,9	7,2	3,5
Ibex 35 (Espanha)	13.135,4	13.347,3	-1,6	13,3	18,4
PSI 20 (Portugal)	6.865,6	6.800,1	1,0	7,7	8,8
Nikkei 225 (Japão)	35.617,6	37.155,5	-4,1	-10,7	-10,4
MSCI emergentes	1.101,4	1.097,3	0,4	2,4	5,0