

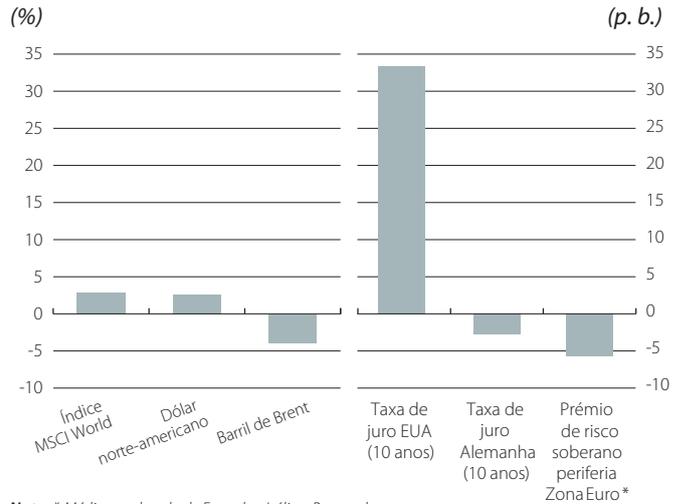
O otimismo nos mercados financeiros avança com prudência

Oscilações no sentimento de investimento. Durante o mês de março os investidores agarraram-se à evolução irregular da pandemia a nível global, ao estímulo fiscal da Administração Biden, finalmente aprovado, e aos receios de um sobreaquecimento na economia norte-americana como principais *drivers* do mercado. Destes elementos, o que registou um maior domínio foi o estímulo fiscal nos EUA que impulsionou os principais índices bolsistas e, sobretudo, as taxas de juro a longo prazo da dívida soberana nos EUA. No entanto, foram registadas sessões nas quais as dúvidas sobre a evolução da pandemia (seja por um ritmo de vacinação mais lento do que o previsto nalgumas regiões, pelo aumento de casos a nível global ou pela extensão de medidas de confinamento) abrandaram o sentimento de investimento. Contudo, onde não foram registadas oscilações foi na política monetária, pois tanto a Reserva Federal dos EUA como o BCE reafirmaram a sua intenção de não retirar o estímulo Monetário a curto prazo. De facto, na Zona Euro, o BCE anunciou que vai acelerar o ritmo de compras de ativos ao abrigo do PEPP com a intenção de manter condições financeiras acomodáticas.

A inclinação da curva soberana dos EUA mantém o protagonismo. Como está a acontecer desde janeiro, a taxa de juro dos *treasuries* a longo prazo continuou a aumentar devido à expectativa de maiores taxas de inflação nos próximos anos e ao aumento das taxas de juros reais. A possibilidade de que o pacote fiscal aprovado pela Administração Biden possa levar a economia norte-americana a um sobreaquecimento, juntamente com uma maior tolerância da Fed a taxas de inflação superiores a 2%, está a repercutir-se em aumentos das expectativas de inflação e subidas das taxas de juro nominais (para mais detalhes ver o Focus «Novo pacote fiscal nos EUA: sobreaquecimento à vista?» nesta edição da *Informação Mensal*). No entanto, na Zona Euro a história é ligeiramente diferente. O aumento que a taxa de juro da dívida alemã de longo prazo sofreu desde o início do ano foi menor (+28 p.b. para +83 dos *treasuries*) e não existem receios de sobreaquecimento da economia europeia. Assim, no conjunto do mês, a taxa de juro da dívida alemã desviou-se da sua homóloga americana e fletiu ligeiramente para baixo, tendo descido os prémios de risco periféricos.

A Fed não altera a sua política monetária. Apesar da melhoria do cenário económico que se reflete nas suas novas previsões macroeconómicas e na expectativa de uma maior inflação nos próximos anos, na sua reunião de março a Fed reafirmou que não pretende subir as taxas de juro pelo menos até 2023. Jerome Powell insistiu que a prioridade atual da Fed é alcançar o objetivo de máximo emprego e lembrou que ainda falta muito terreno por recuperar neste aspeto. Por outro lado, a Fed também se manteve imóvel face às recentes subidas das taxas de juro dos *treasuries* a 10 anos, tendo o presidente Powell repeti-

Variáveis financeiras selecionadas: variação em março



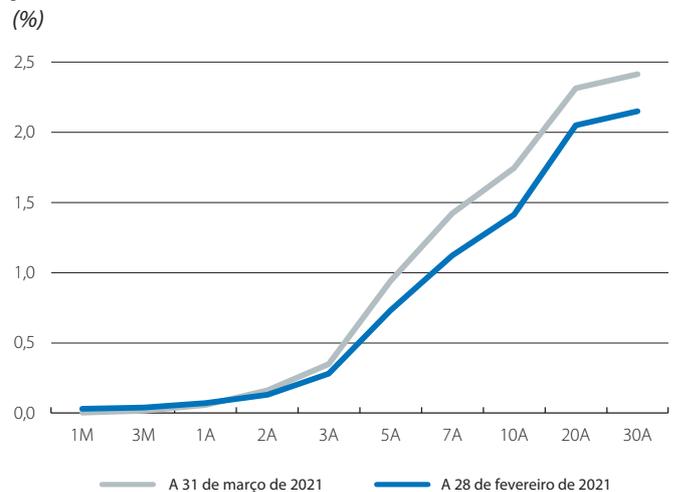
Nota: * Média ponderada de Espanha, Itália e Portugal.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Expectativas de inflação de cinco em cinco anos



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

EUA: taxa de juro sobre a dívida pública por vencimento



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

do no seu discurso habitual: não consideram que a subida seja negativa, pois reflete melhores expectativas económicas a médio prazo. Assim, a Fed mantém a taxa de juro oficial no intervalo 0,00%-0,25% assim como as compras de ativos: atualmente 80.000 milhões de dólares em *treasuries* e 40.000 milhões de dólares em MBS por mês.

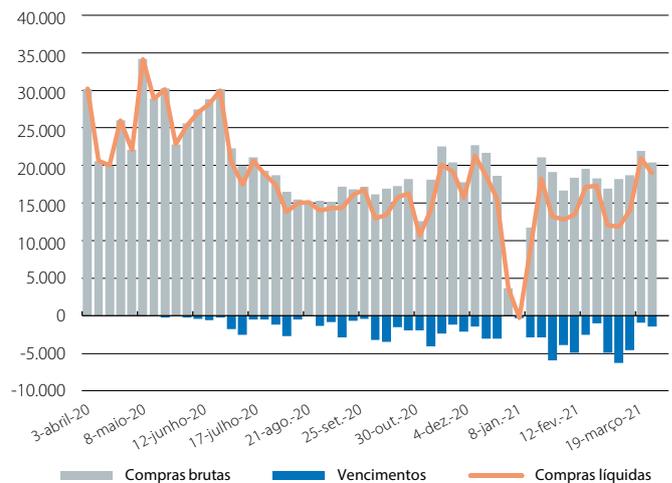
O BCE enfrenta a subida das taxas de juro soberanas. No seu desejo em manter um ambiente financeiro acomodaticio para apoiar a recuperação económica, Christine Lagarde explicou, após a reunião de política monetária de março, que o BCE acelerará o ritmo de compras dentro do programa de emergência (PEPP). Nos dados publicados durante março já foi possível observar como as compras líquidas semanais se tinham situado acima dos 20.000 milhões de euros, enquanto a média desde janeiro tinha sido de 15.000 milhões. Além disso, o BCE não alterou a sua visão do cenário económico da Zona Euro tendo publicado um quadro de previsões muito idêntico ao de dezembro, com a diferença de uma maior inflação global e subjacente durante 2021 devido a fatores técnicos e temporários (ver o Focus «Os fatores que estão por detrás do aumento da inflação na Zona Euro» nesta edição da *Informação Mensal*). Assim, o BCE manteve as taxas de juro nos níveis mínimos (*depo* em -0,50% e *refi* em 0%) e não alterou nem o programa de compra de ativos APP nem a comunicação acerca das suas ferramentas.

Fortalecimento do dólar norte-americano. Neste cenário no qual nos EUA existem maiores taxas de juro a longo prazo, maior permissividade a possíveis subidas da inflação por parte da Fed e maior crescimento económico, o dólar valorizou face à maior parte das moedas das economias avançadas e emergentes, tendo o euro flutuado abaixo dos 1,18 dólares. Especialmente acentuada foi a desvalorização da lira turca (-10% face ao dólar), depois do presidente Recep Tayyip Erdoğan ter destituído em março Naci Ağbal, até então presidente do banco central. A destituição ocorreu alguns dias após o banco central ter aumentado as taxas de juro oficiais em 2 p.p., seguindo a dinâmica dos meses anteriores (+10,75 p.p. desde agosto de 2020) que tinha restaurado alguma confiança na lira turca. Contudo, o contágio desta desvalorização para outras moedas emergentes foi muito moderado.

As bolsas refletem o otimismo devido ao estímulo fiscal dos EUA. Os principais índices bolsistas registaram ganhos significativos durante o mês de março que deram continuidade aos avanços de fevereiro e à rotação setorial. Especificamente, nos últimos dois meses as cotações dos setores mais associados ao ciclo económico mostraram um melhor desempenho, enquanto os setores com maior sensibilidade aos aumentos das taxas de juro (como o tecnológico, que além disso em 2020 beneficiou das alterações nos padrões de consumo causados pela pandemia) registaram uma tendência mais contida. Assim, o índice Nasdaq (com um maior peso das empresas tecnológicas) terminou o mês praticamente sem variações, enquanto o índice Dow Jones e o S&P 500 cresceram mais de 4%. Esta rotação também influenciou de forma ascendente os índices da Zona Euro, que registaram ganhos entre +4% do Ixex 35 e +9% do DAX alemão.

BCE: compras semanais ao abrigo do PEPP

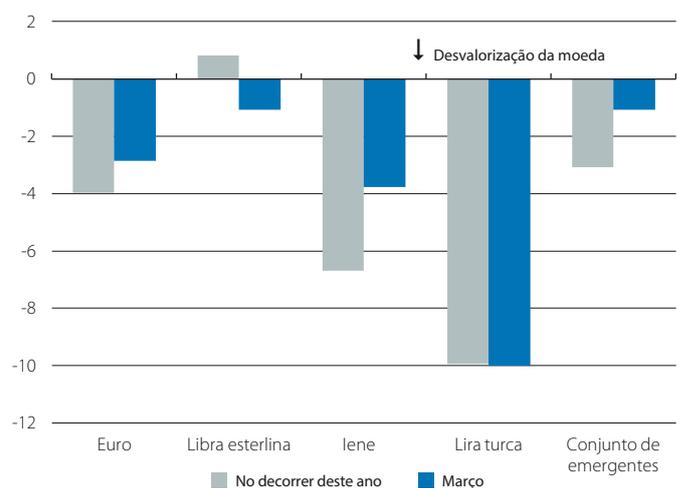
(Milhões de euros)



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

Moedas vs dólar

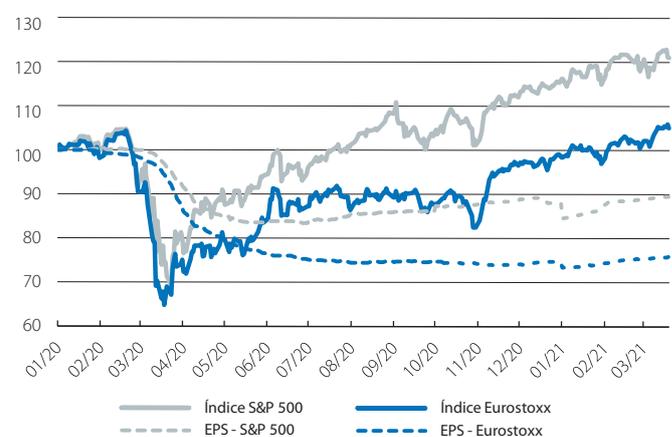
(%)



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

S&P e Eurostoxx: evolução do índice e das expectativas de lucros de 2021

Índice (100 = janeiro 2020)



Nota: Estimativa de lucros calculada pela Bloomberg para o ano fiscal de 2021.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Quo vadis, dívida da China?

O mercado de dívida chinês terminou o ano de 2020 tal como o começou. Em janeiro do ano passado, as autoridades monetárias chinesas iniciaram uma «operação de limpeza» com o objetivo de colocarem mais rigor nas avaliações de crédito e de reduzirem a dependência das ajudas do banco central da China (PBoC, em inglês), com o consequente aumento dos incumprimentos (53.000 milhões de yuans em janeiro de 2020). O aparecimento da pandemia impôs uma pausa. A consolidação da recuperação (a China é a única grande economia que cresceu em 2020) e de condições financeiras favoráveis permitiram retomar a «operação de limpeza» em outubro. A consequência imediata foi, mais uma vez, o aumento dos incumprimentos. Enquanto entre fevereiro e setembro de 2020 só houve 15 incumprimentos em obrigações, com um saldo vivo de 80.000 milhões de yuans, o conjunto de novembro e dezembro elevou o total de 2020 para 200.000 milhões de yuans (ou 31.000 milhões de dólares) num mercado de 8 biliões de dólares (obrigações do Governo e de sociedades não financeiras). O tiro de partida foi dado a 10 de novembro com a falta de pagamento de obrigações por parte da Yongcheng Coal & Electricity, uma extratora de carvão que supostamente era a mais rentável da China. Na semana seguinte, a rentabilidade do mercado de obrigações de qualidade AAA passou de 3,2% para 3,6%. Outro nome célebre na lista de baixas foi o do Shandong Ruyi Technology Group, proprietário da Lycra e da Gieves & Hawkes, apelidado de LVMH da China. Além disso, as autoridades anunciaram uma política de tolerância zero face às más condutas, que teve como efeito a retirada da licença à agência Golden Credit Rating, a maior da China, que tinha classificado a dívida da Yongcheng como segura.

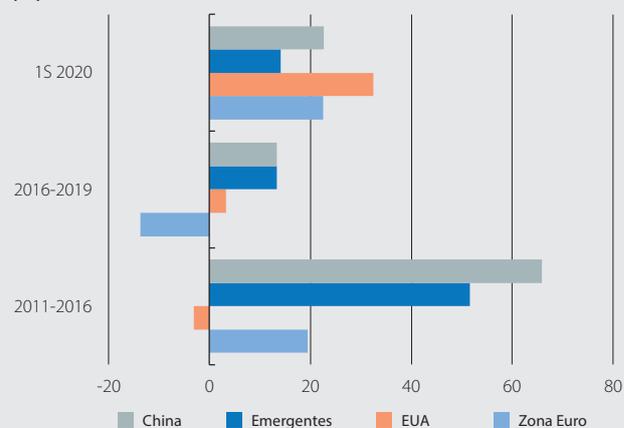
Porque é necessário fazer uma limpeza?

A China aspira a desempenhar um papel fundamental nos mercados financeiros globais. No entanto, os padrões de supervisão do setor financeiro chinês continuam abaixo dos padrões das economias avançadas. A dívida chinesa (empresas não financeiras, mais famílias, mais Governo) alcançou 280% do PIB em junho de 2020, assemelhando-se mais aos 301% das economias avançadas (EUA, 286% e Zona Euro, 283%) que aos 210% das economias emergentes (o outro grande emergente, a Índia, 140%).

Contudo, convém referir que a China fez progressos na contenção da sua dívida. Se bem que nos anos seguintes à Grande Recessão, de finais de 2011 a março de 2016, o endividamento tenha aumentado 65,9 p.p. do PIB (de 178,4% para 244,3% do PIB), desde então e até finais de 2019 o endividamento subiu apenas 13,3 p.p. (para 257,6%). Este aumento foi semelhante ao aumento do conjunto dos países emergentes e superior ao aumento das economias avançadas (EUA, 3 p.p. e Zona Euro,

China: aumento comparado da dívida

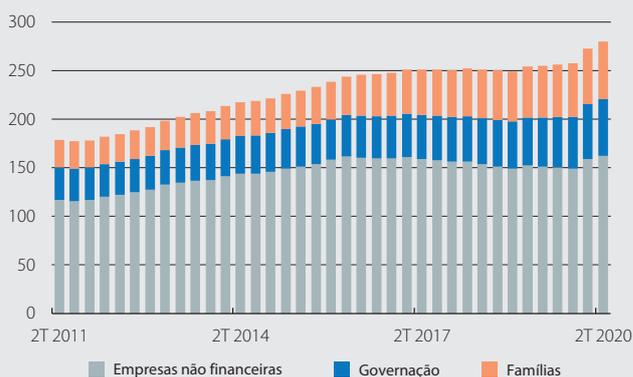
(p. p. do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Pagamentos Internacionais.

China: evolução da dívida por setores económicos

(p. p. do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Pagamentos Internacionais.

-27 p.p.), mas com um maior crescimento económico (o PIB da China cresceu 21,1% no triénio 2017-2019, acima dos 7,7% dos EUA e dos 5,8% da Zona Euro). Além disso, na emergência da pandemia, o aumento da dívida na China foi de pouco mais de 20 p. p., um número semelhante ao da Zona Euro e inferior aos mais de 30 p.p. dos EUA e dos 28 p.p. do conjunto das economias emergentes.

No entanto, para além do montante total da dívida chinesa, preocupa-nos a sua composição. Dos 280 p.p. do PIB, 162 são dívida das empresas não financeiras, das quais mais de metade são conglomerados estatais. Neste aspeto, preocupa-nos terem sido criadas bolsas de financiamento irregular. Além disso, grande parte da poupança da economia é canalizada para investimentos das mencionadas SOE (*state-owned enterprises*), que costumam ter uma baixa rentabilidade de capital e que eventualmente poderão limitar a capacidade de lidar com a gestão das suas dívidas, como demonstra o caso da empresa de carvão Yongcheng. O problema

umenta pela falta de uma supervisão independente e pelo *shadow banking*, onde os governos locais produziam um importante aumento de dívidas de baixa qualidade.

A China regressa à limpeza

A necessidade de fazer uma limpeza era obrigatória, sendo que no final de 2020 o ambiente começou a ser favorável à retoma deste processo. A China tinha recuperado os níveis do PIB pré-pandemia já no 2T 2020, tendo continuado a crescer no 3T e 4T. A guerra comercial com os EUA fez com que muitas das empresas chinesas às quais foi negada a cotação na bolsa norte-americana regressassem à bolsa de Hong Kong, realçando a liquidez e a importância deste mercado de valores com o subsequente influxo de capitais. Além disso, no final de setembro, foi decidido que as obrigações chinesas fossem admitidas no influente índice FTSE Russell (embora a sua inclusão de facto não esteja prevista até ao outono de 2021) e fossem consideradas um investimento solvente. Neste contexto, a vontade das autoridades chinesas em limparem e zelarem por uma maior solidez financeira já sem o receio de uma recessão pela pandemia, não é mais que responder à confiança prudente que os mercados internacionais e os agentes que os regulam depositaram nos ativos financeiros chineses.

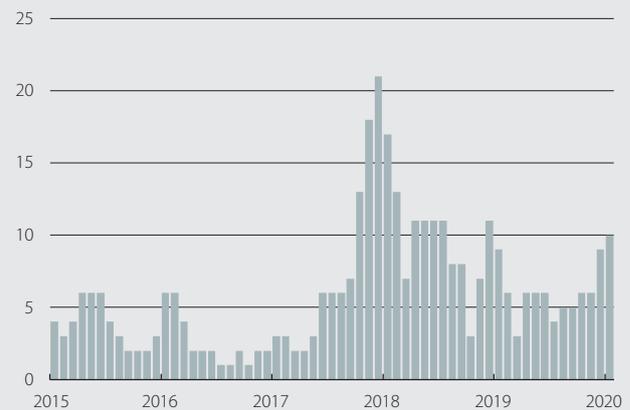
Contudo, o regresso ao processo de saneamento financeiro foi precedido de uma batalha política. As tensões comerciais e o *decoupling* com os EUA estão a dificultar a China abastecer-se de *inputs* com conteúdo tecnológico norte-americano, o que poderá comprometer o avanço tecnológico da China na produção de chips para os seus gigantes tecnológicos (como a Huawei), lembrando as amargas memórias do século XIX quando a China foi ultrapassada pela tecnologia das potências coloniais. É por estas questões que existe uma fação política pró-crescimento, liderada por Jack Ma (o fundador da Alibaba, a Amazon chinesa), que quer dar prioridade ao crescimento económico acima da estabilidade financeira. Querem ir mais depressa e criticam o peso das SOE e o pesado sistema bancário. Do outro lado do campo encontra-se o PBoC, mais partidário em resolver os riscos de estabilidade financeira. Este conflito começou a ser resolvido no início do passado mês novembro: foi dada oficialmente prioridade à retoma do saneamento financeiro, foi promulgada uma lei antimonopólio e foi travado o aumento de capital da Ant (o braço financeiro da Alibaba).

O que vai acontecer a partir de agora?

O saneamento financeiro da China implica a melhoria da qualidade da sua dívida, do seu sistema financeiro e de conseguir um crescimento mais equilibrado, com uma maior ênfase no consumo privado e nas exportações de alto valor acrescentado, tal como estabelecido no XIX Congresso do Partido Comunista Chinês, de outubro. A decisão das autoridades chinesas foi bem recebida pelos mercados (inicialmente os incumprimentos provocaram

China: número de suspensões de pagamentos

Soma móvel de 3 meses de emissores de dívida que não pagam



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Goldman Sachs.

algumas turbulências e contágios a outras cotações, mas o movimento não teve continuidade), sendo testemunha disto a incipiente melhoria da qualidade da dívida em janeiro de 2021. Especificamente, no início do ano foi observado um alívio nos prémios de risco sobre as obrigações de empresas e um aumento das emissões, embora com o Novo Ano Lunar em fevereiro seja necessário interpretar os últimos dados com cautela.

O processo de saneamento procura atenuar os riscos de instabilidade financeira, mas poderá dar lugar a turbulências financeiras ao longo do percurso. Em primeiro lugar, a limpeza não terminou e espera-se que existam mais incumprimentos em 2021. De facto, com a recuperação económica bem definida é expectável, por parte das autoridades, um aperto gradual das taxas de juro de referência e do conjunto das condições financeiras. Além disso, a crítica da fação pró-crescimento tem a sua razão de ser, pois a principal fonte das dívidas de má qualidade está precisamente nesse setor do Estado que quer fazer uma limpeza, quer pelos seus SOE, o *shadow banking* estimulado pelos governos locais, quer pela sua opacidade face à supervisão independente. Existe um risco que a operação limpeza resulte num maior controlo estatal de empresas como a Alibaba, a JD.com ou a Huawei, o qual poderá trazer menores rendimentos de capital, menor supervisão independente e maiores problemas de dívida. Em terceiro lugar, a lógica das autoridades chinesas não é a lógica das autoridades monetárias das economias avançadas, como a Fed ou o BCE que, sem que isso esteja escrito, asseguram o bom funcionamento dos mercados financeiros. O PBoC também procurará a estabilidade da economia e dos mercados, mas a sua experiência e prioridades não são as mesmas que as da Fed, podendo existir alguma discricionariedade assim como uma menor previsibilidade nas suas decisões. Finalmente, se a recente subida da rentabilidade do treasury norte-americano for maior, o atrativo relativo aos ativos chineses poderá diminuir e causar uma maior restritividade das condições financeiras do que a pretendida.

Novo pacote fiscal nos EUA: sobreaquecimento à vista?

Em 2020, o Governo norte-americano aprovou pacotes fiscais de ajuda contra a crise da COVID-19 por um valor de 4 biliões de dólares (cerca de 20% do PIB). Além disso, acaba de aprovar um novo pacote pelo valor de 1,9 biliões de dólares, em linha com a proposta inicial do presidente Biden.

No entanto, numa economia que está a recuperar com uma certa robustez, será demasiado um estímulo de 1,9 biliões? Existem já vozes não só republicanas, como a de Larry Summers, que alertam sobre os riscos de sobreaquecimento da economia norte-americana face a um pacote desta dimensão¹, sendo que esta ideia começa a encontrar eco nos mercados financeiros, com fortes subidas no período mais longo da curva das taxas de juro (ver o primeiro gráfico).

Avanço sólido mas ainda incompleto dos EUA

O choque económico da COVID-19 nos EUA foi menos intenso que noutras economias avançadas e a sua recuperação está a ser mais sólida. No 4T 2020, o PIB norte-americano estava 2,5% abaixo do 4T 2019, sendo que em meados de 2021 é de prever que se encontre já em níveis anteriores à pandemia. Em contrapartida, na Zona Euro, no final de 2020 o PIB ainda estava abaixo do dado do ano anterior em torno de 5%, sendo que não esperamos que atinja os níveis anteriores à pandemia antes de 2022.

Apesar desta relativa robustez norte-americana, a recuperação é ainda incompleta, mais ainda do que alguns dos indicadores de atividade mostram à primeira vista. Por exemplo, apesar da taxa de desemprego americana se situar em níveis relativamente reduzidos, em torno dos 6% (em comparação com os valores máximos de cerca de 15% registados na primavera de 2020), esta taxa esconde fragilidades importantes. Uma delas incide sobre o facto de um número muito elevado de pessoas (cerca de cinco milhões) terem saído do mercado de trabalho por motivos como o cuidado de pessoas (especialmente filhos pequenos devido ao encerramento total ou parcial dos centros de educação). Neste sentido, medidas alternativas da taxa de desemprego situam-na em níveis de cerca de 11%².

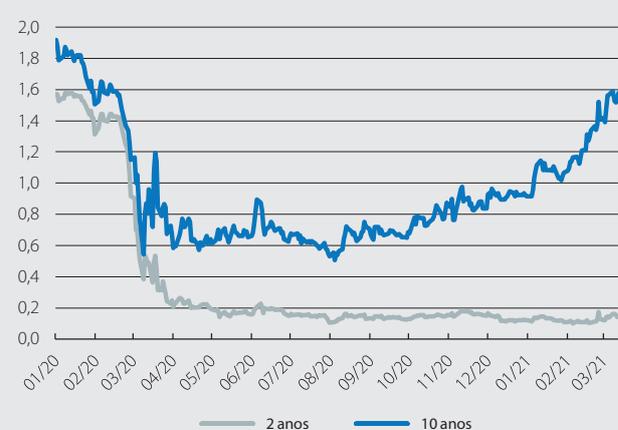
Novo pacote fiscal: com argumentos inflacionistas e com detalhes

A grande dúvida sobre o novo estímulo fiscal de Biden é se a solidez da recuperação que já está em andamento (embora incompleta) precisa de apoios com esta dimensão. Uma forma simples e rápida de o avaliar é com o hiato

1. Ver o artigo de Larry Summers no Washington Post de 4 de fevereiro de 2021, *The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too.*

2. Ver a Real-Engage Population Survey.

EUA: taxas de juro das obrigações soberanas (%)



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

produtivo ou *output gap*, que mede o quão distante está o PIB registado do PIB potencial³. De acordo com o Congressional Budget Office (CBO), o *output gap* norte-americano situava-se em -3% no final de 2020. Isto equivale a dizer que o PIB estava aproximadamente 650.000 milhões de dólares abaixo do potencial. Frente a esta lacuna de produção, a soma do novo estímulo de Biden e o pacote aprovado no final de dezembro (de 0,9 biliões de dólares) ascende a 2,8 biliões: mais de quatro vezes o tamanho do *output gap*. Embora as quantias que serão executadas em 2021 sejam inferiores, os valores são suficientemente elevados para ressaltar o risco de uma ocorrência de pressões inflacionistas⁴.

No entanto, uma série de considerações podem atenuar, e muito, o risco de sobreaquecimento sobre o qual os mais críticos alertam devido ao pacote fiscal. Em primeiro lugar, o *output gap* é incerto e difícil de medir. De facto, tanto o CBO como outras instituições que determinam o *output gap* para os EUA avaliam regularmente as estimativas e efetuam alterações substanciais em muitos casos, tanto para o futuro como para valores passados. Neste sentido, algumas outras estimativas sugerem uma lacuna muito maior da economia norte-americana, mais próxima de -6% que de -3% ⁵.

Em segundo lugar, como um estímulo fiscal repercute na procura agregada e, portanto, na redução do *output gap*,

3. O PIB potencial é o nível de produção máxima que um país pode alcançar com os recursos disponíveis, sendo compatível com uma inflação estável em torno de uma meta. Ver o artigo «PIB potencial: um conceito chave e difuso» no Dossier da IM05/2013.

4. De acordo com estimativas do CBO, cerca de 70% do novo pacote de 1,9 biliões de dólares serão desembolsados em 2021. Ver <https://www.cbo.gov/system/files/2021-03/Recountable.pdf>.

5. Ver Powell, T., Sheiner, L. e Wessel, Sr. (2021). «What is potential GDP, and why is it so controversial right now?». Brookings Series.

depende, em grande medida, do tipo de despesa e dos conhecidos multiplicadores fiscais associados aos vários tipos de despesa⁶. Não é o mesmo um aumento da despesa em saúde contra a pandemia (com um multiplicador claramente superior a 1), que o envio de cheques de estímulo aos cidadãos (com um multiplicador de cerca de 0,5). Neste sentido, cerca de 40% das medidas do novo pacote encaixam neste segundo tipo de propostas (por exemplo, cheques de estímulo de 1.400 dólares e ajudas extras semanais ao desemprego), com um menor poder de impulsionar a procura agregada porque se poupam boa parte destes cheques⁷.

Finalmente, uma das razões de peso que os favoráveis a incentivos fiscais fortes esgrimem é que os riscos de pacotes muito grandes, embora não desprezáveis, perdem relevância ao lado dos riscos de incentivos muito pequenos. A própria Janet Yellen, atual secretária do Tesouro, reconhece os riscos de inflação mas salienta que atualmente o maior risco é não fazer o suficiente e deixar a economia com «cicatrices» a longo prazo.

Riscos inflacionistas: de quanto estamos a falar?

Para responder a esta pergunta, aplicamos o modelo da curva de Phillips (que relaciona a inflação de qualquer economia com seu *output gap*)⁸ e apresentamos um cenário no qual, com o novo pacote fiscal, o *gap* de produção passaria dos -3% de finais de 2020 (estimado pelo CBO) para +2% no final de 2021 e para +1% no final de 2022. Trata-se de um cenário razoável baseado nas projeções de Sheiner e Edelberg publicadas na Brookings⁹. Devido à elevada incerteza nas estimativas, apresentamos um cenário de risco (menos provável e mais extremo) no qual o estímulo se transfere mais para a procura agregada e o *gap* de produção alcançaria níveis de +5% no final de 2021¹⁰.

No segundo gráfico ilustramos a evolução da inflação (do índice de preços no consumidor, IPC) sob os dois cenários e comparamo-los com a previsão do BPI Research anterior à notícia do substancial pacote de 1,9 biliões de dóla-

6. Assim, por exemplo, um multiplicador de 0,5 significa que por cada dólar de despesa pública são produzidos 50 centavos de *output*.

7. Em parte, os pacotes fiscais são comparativamente maiores nos EUA porque a cobertura por desemprego é muito reduzida, enquanto o estado do bem-estar europeu já possui automaticamente um papel estabilizador.

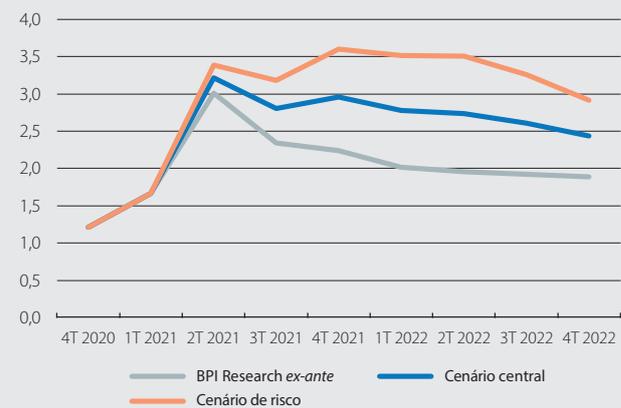
8. A fórmula da curva de Phillips utilizada é: $\pi_t = \rho\pi_t^e + (1 - \rho)\pi_{t-1} + \beta(y_t - y_n) + \varepsilon_t$ (onde π é a inflação do IPC, π^e são as expectativas de inflação a longo prazo, $y - y_n$ é o *output gap*, ρ e β são parâmetros e ε é um termo de erro). Permitimos que as expectativas de inflação sejam endógenas e estimamos o sistema com um modelo de regressão linear com erro de série cronológica. Os resultados são robustos ao ser utilizado o índice de preços PCE.

9. Edelberg, W. e Sheiner, L. (2021). «The macroeconomic implications of Biden's \$1.9 trillion fiscal package». Brookings.

10. Este é o cenário de Blanchard no seu artigo recente no PIIE (<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>).

EUA: cenários de inflação *

Variação homóloga (%)



Nota: * Inflação a partir do índice de preços no consumidor (IPC).

Fonte: BPI Research.

res. Nos três casos ocorre um aumento da inflação no 2T 2021 para níveis cerca dos 3% como consequência de efeitos de base¹¹. No entanto, enquanto no primeiro caso (BPI Research *ex-ante*), a subida da inflação é temporária e cai rapidamente para cerca dos 2%, nos dois cenários alternativos a inflação mantém-se significativamente acima dos 2% até finais de 2022¹².

Em particular, no cenário central a inflação do IPC situa-se em torno dos 2,7% durante boa parte de 2021 e 2022. Isto significa que a inflação do cabaz da despesa de consumo pessoal (*personal consumption expenditure* ou PCE), que é a preferida pela Fed, se situaria ligeiramente abaixo dos 2,5%. Esta trajetória de inflação não deverá comportar uma alteração no mapa de percurso da Fed, pois sob a sua nova estratégia a instituição monetária está disposta a tolerar temporariamente taxas de inflação moderadamente superiores à sua meta (de 2%)¹³.

Não obstante, no cenário de risco, onde a inflação do IPC se situaria acima dos 3% de forma mais persistente, a Fed poderia ter que antecipar a retirada do estímulo. Embora consideremos que se trata de um cenário menos provável, exemplifica a alteração do balanço de riscos para um cenário de maior inflação, propenso assim a turbulências no processo de ajustamento das cotações financeiras para um ambiente de maiores taxas de juro.

11. O índice de preços no 2T 2021 comparou-se-á com o índice de preços ocorrido durante a época de confinamentos mais severos (que resultaram em quedas importantes em várias componentes).

12. Historicamente, a inflação do PCE situa-se 3 décimas abaixo da inflação do IPC.

13. Para mais detalhes sobre a nova estratégia da Fed, ver o Focus «A nova estratégia da Fed» na IM10/2020.

Taxas de juro (%)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,54	-0,53	-1	0,7	-19,5
Euribor 12 meses	-0,48	-0,48	0	1,5	-31,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,63	-0,61	-2	8,3	-1,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,69	-0,66	-3	0,9	-5,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,29	-0,26	-3	27,7	16,6
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,34	0,42	-9	29,0	-36,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,23	0,32	-9	19,7	-66,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,20	0,19	1	-3,7	-123,5
Libor 12 meses	0,29	0,28	0	-5,5	-71,6
Dívida pública a 1 ano	0,06	0,07	-1	-4,8	-6,1
Dívida pública a 2 anos	0,16	0,13	3	3,9	-4,6
Dívida pública a 10 anos	1,74	1,40	34	82,7	115,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	51	1	4,6	-51,0
Itraxx Financeiro Sénior	60	63	-3	0,8	-63,5
Itraxx Financeiro Subordinado	108	118	-9	-2,8	-161,6

Taxas de câmbio

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,173	1,208	-2,9	-4,0	7,0
EUR/JPY (ienes por euro)	129,860	128,670	0,9	2,9	10,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,851	0,867	-1,8	-4,8	-4,0
USD/JPY (ienes por dólar)	110,720	106,570	3,9	7,2	3,3

Matérias-primas

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	506,7	486,5	4,1	14,2	38,9
Brent (\$/barril)	63,5	66,1	-3,9	22,7	156,8
Ouro (\$/onça)	1.707,7	1.734,0	-1,5	-10,0	7,3

Rendimento variável

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.972,9	3.811,2	4,2	5,8	60,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.919,2	3.636,4	7,8	10,3	46,2
Ibex 35 (Espanha)	8.580,0	8.225,0	4,3	6,3	30,4
PSI 20 (Portugal)	4.929,6	4.702,2	4,8	0,6	23,5
Nikkei 225 (Japão)	29.178,8	28.966,0	0,7	6,3	61,5
MSCI emergentes	1.316,4	1.339,3	-1,7	1,9	59,1