

MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

A APOSTA NUM DÓLAR MAIS FORTE PERDEU ADEPTOS...

▫ **Nas últimas semanas, o EUR/USD deixou de cair e, recentemente, ensaiou a primeira tentativa de inversão de tendência, depois de ter testado com sucesso importantes pontos de resistência.** O movimento de queda levou o câmbio âncora até ao valor mínimo 1.0456 (meados de Março) e, após a posterior tentativa falhada de teste e quebra de este ponto de suporte (em meados de Abril), o mercado mudou de interesse e apostou na correcção à persistente depreciação do euro. Assim, foram ultrapassados os importantes pontos de resistência 1.1051 e 1.1098 e alcançou-se o patamar 1.13. Parece-nos que esta importante dinâmica só foi possível com o fecho de algumas posições especulativas em dólares contra euros, pois parecia certa a aproximação à paridade.

▫ **Os factores fundamentais que embalarão este movimento prendem-se aos mais recentes dados económicos norte-americanos divulgados que, face ao esperado, foram decepcionantes:** O crescimento nos EUA desacelerou com mais força que o esperado no 1ºT2015, uma vez que o Inverno rigoroso afectou o consumo das famílias e as empresas de energia cortaram custos e investimento diante de preços mais baixos e de menor perspectiva de lucros. Assim, o PIB cresceu a uma taxa anual de apenas 0.2%, o que representa uma forte desaceleração face à taxa de 2.2% ocorrida no 4ºT2014, sendo a leitura mais fraca no último ano; entretanto, o défice comercial norte-americano agravou-se em mais de 40% de Fevereiro a Março, alcançando 51.4 mil milhões de dólares, o valor mais alto desde Outubro de 2008. Este maior desequilíbrio nas trocas comerciais com o exterior resultou do dólar forte (grande acréscimo nas importações) e da paralisação da actividade portuária na costa Oeste devido a greve. Neste contexto, deixou de ser evidente para o mercado a necessidade da Fed vir a iniciar o ciclo de subida dos juros nos próximos meses.

▫ **Entretanto, do lado do euro, tem vindo a ser confirmada a melhoria económica, não só através dos indicadores de actividade mas também dos de confiança e expectativa dos agentes económicos, embora continue problemática a situação grega.** Tem sido transmitido que a UEM não deixará cair a Grécia, devendo surgir um novo envelope financeiro. Por outro lado, nos últimos dias, as yields na Europa têm subido mais rapidamente que as americanas, fazendo estreitar o spread, o que não deixa de ser apelativo para a dívida expressa em euros.

▫ **A libra apreciou-se significativamente após conhecida a reeleição do PM David Cameron do Partido Conservador, nas recentes eleições legislativas no Reino Unido.** A possibilidade de o próximo governo ser suportado por uma maioria estável no Parlamento está a ser acolhida favoravelmente pelos mercados.

Cotações a Prazo

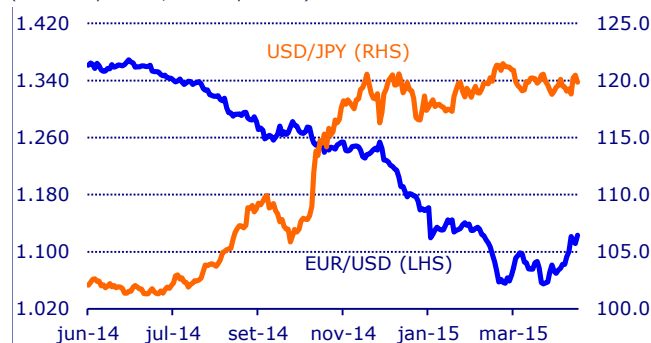
06.Mai.15

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.1238	1.1250	1.1293
EUR/JPY	134.63	134.65	134.70
EUR/GBP	0.7387	0.7400	0.7437
EUR/CHF	1.0374	1.0334	1.0295

Fonte: BPI.

EUR/USD parou de cair e dá sinais de querer contrariar tendência anterior; USD/JPY estável

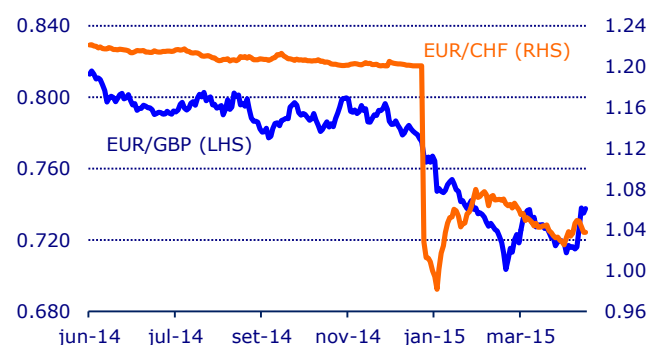
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR/GBP mostra grande volatilidade e dinâmica contrária à anterior; EUR/CHF estabiliza

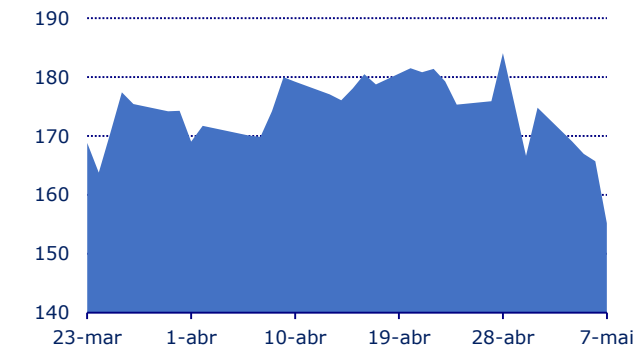
(x libras por EUR; x francos suíços por EUR)



Fonte: Reuters, BPI

Estreitou abruptamente o spread da yield do Bund 10Y para a yield do Treasury 10Y

(pontos base)



Fonte: Bloomberg, BPI

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)

AS EVIDENTES TRANSFORMAÇÕES NA CHINA E O YUAN

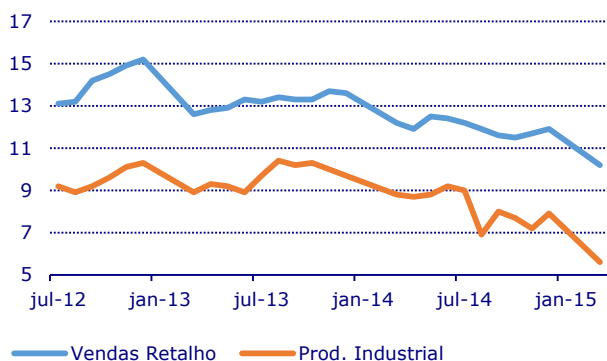
□ **A China está a sofrer importantes transformações em termos económicos e financeiros, num processo que traz menor crescimento.** O risco encontra-se na dimensão do abrandamento económico, sendo indesejável um choque abrupto. Para a economia mundial é desejável que a China, através do novo modelo (maior peso do mercado interno, a par do externo), encontre um "novo" nível de crescimento mais adequado (crescimentos na ordem dos 9%, 10%, deixarão de existir com a nova ordem interna). De facto, assiste-se a várias iniciativas por parte das autoridades que concorrem para um abrandamento mais suave da actividade, mas também para a sua sustentabilidade: política monetária expansionista, consolidação fiscal, medidas administrativas que promovam a actividade privada, maior internacionalização da moeda (colocar o CNY no cabaz de moedas que formam o Direitos de Saque Especiais (DSE) do FMI) e liberalização das taxas de juro. Por outro lado, o facto de o CNY ter deixado de se apreciar em relação ao USD promove a competitividade da economia, sendo desejável uma estabilização duradoura da moeda. O USD/CNY tem variado em torno de 6.20 ao longo das últimas semanas, longe dos valores mínimos registados em 2014 (6.04).

□ **Os dados mais recentes relativos à evolução económica da China confirmam o cenário de abrandamento, das as correcções que estão a sofrer sectores como o imobiliário, ou a queda sistemática da produção industrial, que contrasta com o excesso de capacidade instalada.** Numa análise anual, perante o crescimento de 7.3% do PIB no 4ºT2014, o valor registado no 1ºT2015 foi de 7.0%. A variação trimestral em cadeia, ajustada sazonalmente, foi de +5.3%, que corresponde ao mais baixo valor desde a crise financeira internacional. Também a produção industrial e as vendas a retalho verificam as menores variações dos últimos anos (ver gráfico). Entretanto, as exportações de mercadorias desaceleraram para 4.9%, em termos anuais, no 1ºT2015, face a 8.6% no trimestre anterior.

□ **Menor crescimento trouxe menor inflação.** A excessiva capacidade de produção e a queda dos preços das matérias-primas fez baixar os preços de produção, enquanto a fraca procura doméstica acentuou ainda mais a queda dos preços no consumidor. O IPC encontra-se bem abaixo do objectivo oficial de 3% para 2015 (1.4% em Março, em termos homólogos, que compara com 2.4% há um ano atrás). Neste contexto, a autoridade central tem vindo a descer as suas taxas de juro de referência. Assim, parece natural um yuan mais fraco, embora contido pela margem de variação imposta. Por outro lado, a maior liberalização financeira poderá levar a movimentos de saídas de capitais, assim como acontecem entradas através do acesso de estrangeiros aos diferentes instrumentos financeiros expressos na moeda local.

Acentua-se o abrandamento da produção industrial e das vendas a retalho na China

(%, var.mensal homóloga)



Fonte: Bloomberg, BPI

O yuan da China (CNY) mostra-se mais estável após o movimento de depreciação para o dólar

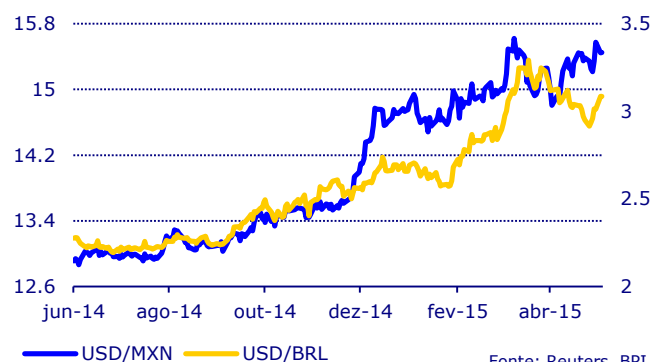
(x yuans por USD)



Fonte: Reuters, BPI

Real brasileiro (BRL) e peso mexicano (MXN) cortejam níveis máximos face ao dólar

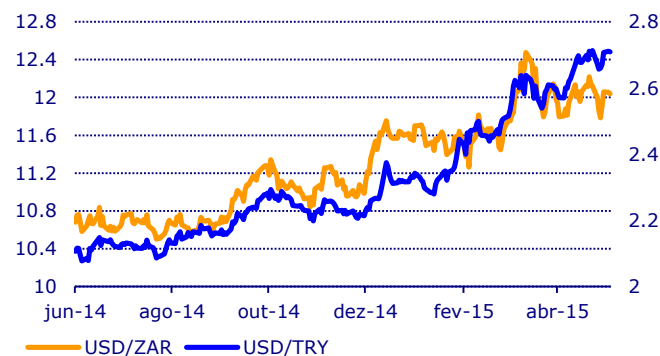
(x pesos por USD; x reais por USD)



Fonte: Reuters, BPI

A lira turca (TRY) perde valor, enquanto o rand da África do Sul (ZAR) ganhou estabilidade

(x rands por USD; x liras turcas por USD)



Fonte: Reuters, BPI

· MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

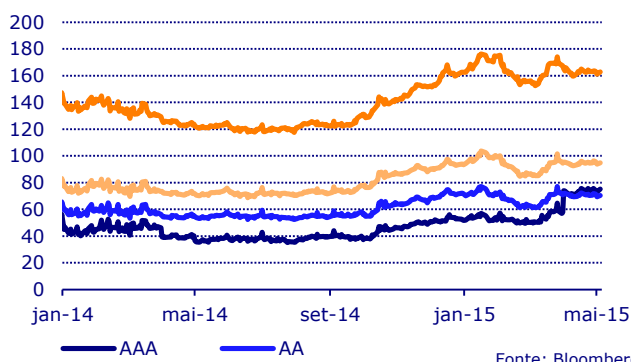
MERCADOS

EMISSÕES ABRANDARAM EM ABRIL

- **No mercado europeu, as emissões de dívida corporativa desaceleraram em Abril em relação ao mês anterior**, mas o total da oferta acumulada desde o início do ano continua a superar os montantes emitidos no ano anterior. No acumulado de Janeiro a Abril o total de dívida emitida das empresas com *rating* de investimento aumentou aproximadamente 40% y/y, enquanto o das empresas com notação especulativa cresceu 23% y/y. À medida que as rentabilidades nas obrigações diminuem os investidores têm continuado a apostar crescentemente em activos com maior risco de crédito. Esta evolução reflecte os efeitos das medidas de estímulo introduzidas pelo BCE, ainda que no último mês se tenha registado um ligeiro agravamento da percepção de risco dos investidores, patente na correcção dos *spreads* da dívida face ao *swap* (mesmo nas categorias de *rating* mais elevadas), que reflecte o actual contexto indefinido em relação à situação na Grécia e das eleições no Reino Unido. Ainda assim, os custos de financiamento das empresas mantêm-se em mínimos históricos, com mais de 2/3 das obrigações denominadas em euros com *rating* de investimento com *yields* abaixo de 1%, níveis que do ponto de vista dos investidores começam a tornar-se preocupantes.
- **Nos EUA, a percepção de risco dos investidores começa-se a agravar à medida que crescem as expectativas de aumento das taxas de juro, mas o mercado mantém-se bastante atractivo.** As emissões de dívida também desaceleraram em Abril em relação a Março do ano anterior, mas em termos acumulados desde o início do ano, continuam a superar o montante emitido no período homólogo. Contudo os *spreads* na generalidade das classes de investimento voltaram a alargar no último mês, após uma ligeira diminuição em Março.
- **De acordo com a Standard & Poor's (S&P), a taxa de default global da dívida high-yield desceu para 1.42% em 2014**, comparativamente a 2.28% em 2013, o que corresponde a um total de dívida em incumprimento de USD 9.6 mil milhões em 2014 (que compara com USD 97.3 mil milhões em 2013). Mas para os EUA em particular, a taxa de média de default nos 12 meses até ao 1T2015 já se agravou para 1.7% (em relação a uma taxa média de 1.6% em 2014), e a S&P prevê que esta se possa agravar para 2.5% até ao final do ano.

Spreads da dívida diversa face ao swap (US)

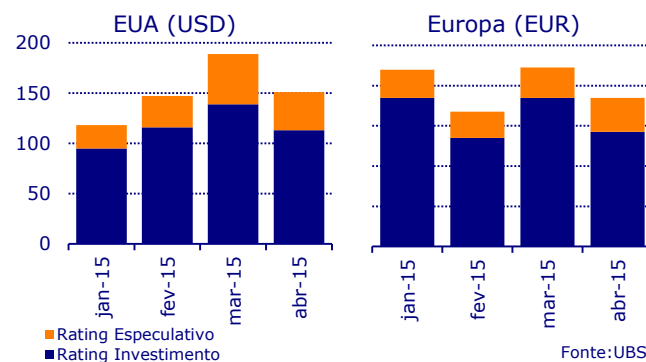
(pontos base)



Fonte: Bloomberg

Emissões mercado primário

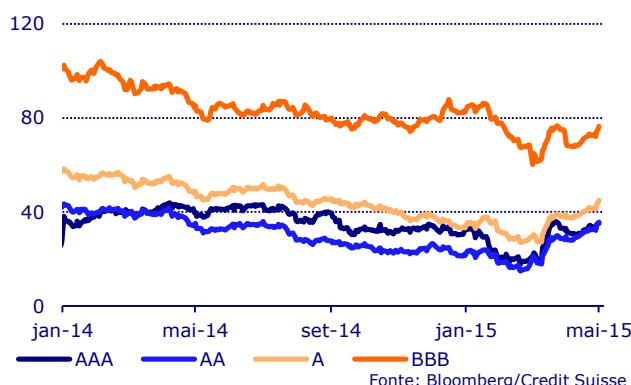
(mil milhões de USD e EUR)



Fonte: UBS

Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

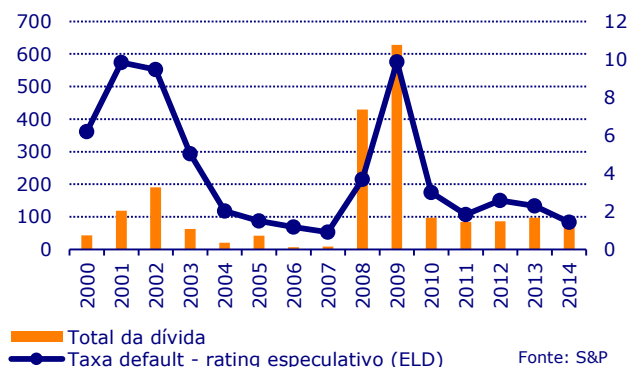
(pontos base)



Fonte: Bloomberg/Credit Suisse

Taxas de incumprimento globais

(mil milhões de USD; percentagem)



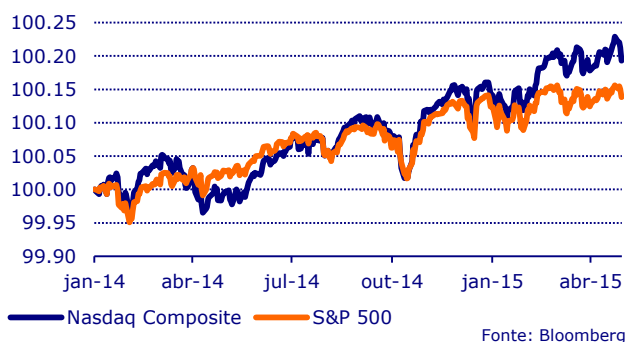
Fonte: S&P

VALORIZAÇÃO DO EURO AFECTOU DESEMPENHO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES EUROPEUS

- **O mês de Abril ficou marcado pela *earnings season* e pelo nervosismo em relação à Grécia. Nas bolsas norte-americanas, o Nasdaq registou uma boa performance (5% desde o início do ano), explicado pelo menor impacto da valorização do dólar e da desaceleração económica das economias emergentes nos resultados das empresas tecnológicas, assim como pelo renovado interesse pelas acções das biotecnológicas (eventos de M&A e estimativas de crescimento elevadas). O S&P 500 valorizou mais de 1% desde o início do ano.** A maioria das empresas americanas tem apresentado, em média, lucros superiores ao antecipado pelos analistas; no entanto, as receitas têm ficado aquém do esperado. Apesar disso, as empresas com resultados menos favoráveis, especialmente as petrolíferas, foram afectadas pela valorização do dólar, queda da cotação do petróleo e de outras *commodities* e fragilidade das economias emergentes. **Prevê-se que haja pouco potencial para novos máximos históricos nas bolsas americanas**, pois apesar de se antecipar um reforço dos níveis de crescimento económico, a expectativa de melhorias ao nível do emprego (colocando pressão para aumentos salariais) sugere uma maior probabilidade de aumento das taxas de juro da Fed. Estes eventos colocarão problemas nos resultados das empresas, por via do aumento dos custos, e dificuldade na compra de acções próprias com recurso a financiamento.
- **Nas bolsas europeias, os ganhos foram menos notáveis do que no 1T, embora a valorização desde o início do ano permaneça em níveis consideráveis.** O Stoxx 600 valorizou 16% até Abril, enquanto o Dax e o CAC 40 valorizaram 17% e 19%, respectivamente. A valorização do euro acabou por prejudicar os principais índices europeus. Durante o 1T de 2015, a desvalorização do euro esteve na base da forte apreciação de alguns índices constituídos por empresas exportadoras, como o Dax, com actividade orientada para o exterior. Em Abril, o Dax acabou por perder 5% e o CAC 40 manteve-se praticamente estável. Na Ibéria, o PSI-20 registou uma valorização de mais de 1% e o Ibex 35 assinalou perdas na ordem dos 2%, embora com valorizações de 26% e 10%, respectivamente, desde o início do ano.
- **O mercado japonês valorizou 3% no mês de Abril (12% desde o início do ano), mantendo-se os efeitos do programa de compra de activos do Banco do Japão e compra de acções por parte dos fundos de pensões japoneses.**

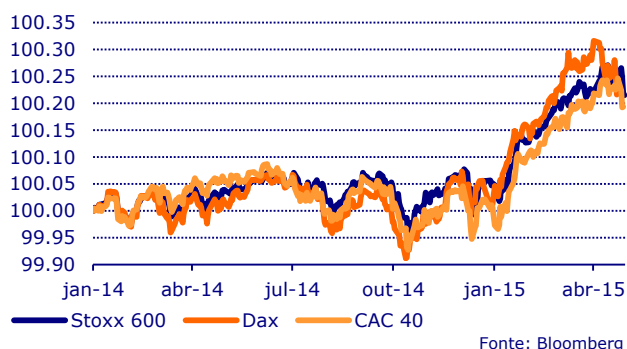
S&P 500 e Nasdaq Composite

(base 100= Jan 14)



Principais Índices Europeus

(base 100= Jan 14)



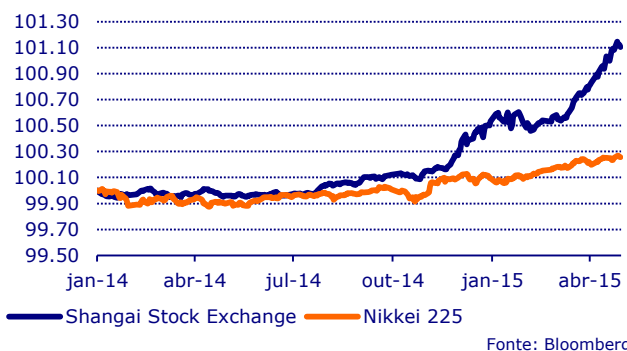
IBEX 35 vs PSI 20

(base 100= Jan 14)



Nikkei 225 vs Shanghai Stock Exchange

(base 100= Jan 14)

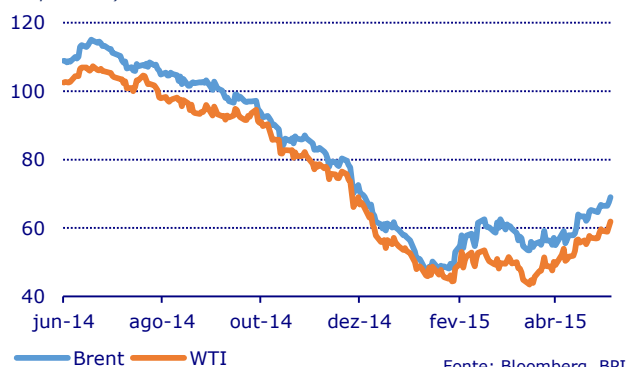


PREÇO DO CRUDE MOSTRA-SE MAIS EQUILIBRADO

- **A actual dinâmica do mercado fez parar a tendência de queda livre do preço do petróleo, embora a situação de excesso de oferta não tivesse desaparecido.** De facto, assiste-se a uma expressiva recuperação do preço nos mercados internacionais: o WTI encontra-se acima dos \$60, depois de ter iniciado o ano nos \$53.76 e de ter chegado quase de imediato ao valor mínimo \$42.03; o Brent, por seu turno, está a ser transaccionado acima de \$68, que compara com os \$58.02 do início do ano e do nível mínimo \$45.19, registado ainda em Janeiro. Está a contribuir para esta recuperação e evolução mais equilibrada e estável dos preços, a confirmação da quebra de produção nos EUA, assim como a diminuição do volume de stocks. De facto, a queda abrupta dos preços no início do ano tornou pouco competitivos alguns tipos de extracção mais dispendiosos, nomeadamente o crude de xisto. Os países da OPEP (principalmente a Arábia Saudita) tiveram a capacidade de aguentar as suas quotas de produção de modo a debilitar extracções de países rivais, concretamente dos EUA (recorde-se que os EUA estão a tornar-se gradualmente auto-suficientes ao desenvolver e acrescentar à produção total a obtida pelo método da fragmentação do xisto, encarecendo o produto final; ao seja, de acordo com os actuais preços de mercado, alguma desta produção deixou de ser economicamente viável). Entretanto, no Médio Oriente, persistem os riscos geopolíticos, agora centrados na Iémen. Neste país, situa-se a entrada do Mar Vermelho, que garante a entrada no Canal do Suez de cerca de 30% do petróleo exportado por via marítima de toda a região.
- **De acordo com a Agência Internacional de Energia (AIE), a OPEP está a produzir em níveis máximos dos últimos quatro anos. Em resultado, a oferta total de crude aumentou 1 milhão de barris por dia (mb/d), para 95.2 mb/d.** Do lado da procura, a AIE reviu em alta as suas previsões devido ao aumento do crescimento económico no grupo dos países desenvolvidos, mas também às condições climáticas mais rigorosas no 1ºT2015. A AIE acrescentou ao consumo diário mais 90 mil barris por dia (kb/d), resultando um valor de 93.6 mb/d, um acréscimo anual de 1.1 mb/d.
- **Também o preço do ouro mostra-se mais estável depois do registo do mínimo \$1131.85 onça troy em Novembro de 2014 (mínimo em 5 anos) e de outro já em 2015, \$1142.86 onça troy (meados de Março).** Este metal precioso encontra-se presentemente a ser transaccionado à volta dos \$1190 onça troy. Para esta evolução contribuiu o actual cenário de um dólar menos forte face às moedas rivais (verifica-se um alívio na pressão de apreciação da moeda norte-americana), pois existe há décadas uma forte correlação negativa entre o preço destes dois activos. Entretanto, a discussão acerca da possível subida dos juros nos EUA poderá levar investidores a regressar ao ouro.

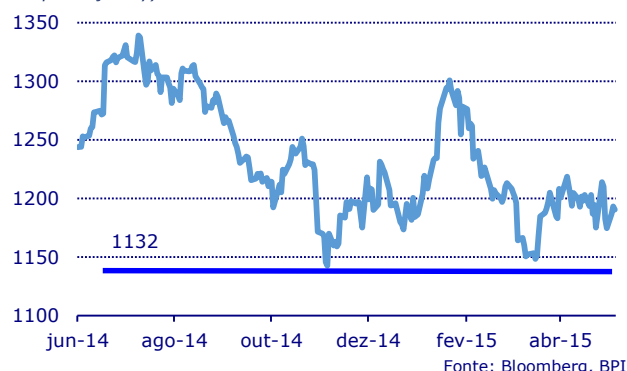
Existe uma dinâmica de recuperação dos preços do petróleo

(USD por barril)



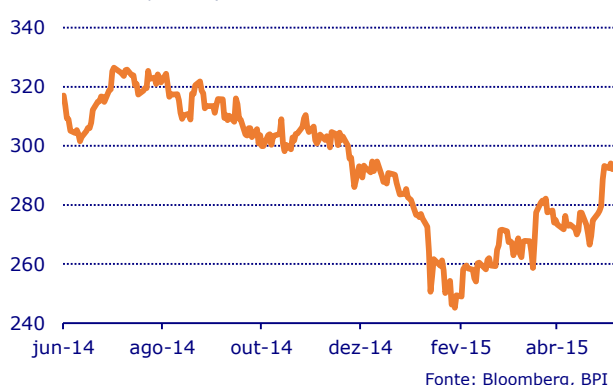
O preço do ouro não mostra uma tendência definida, embora tenha ganho algum suporte

(USD por onça troy)



Também o preço do cobre recupera, contrariando a anterior tendência de queda

(cêntimos de dólar por libra)



A recente evolução do preço do milho mostra estabilização perto de níveis mínimos

(cêntimos de dólar por bushel)



