

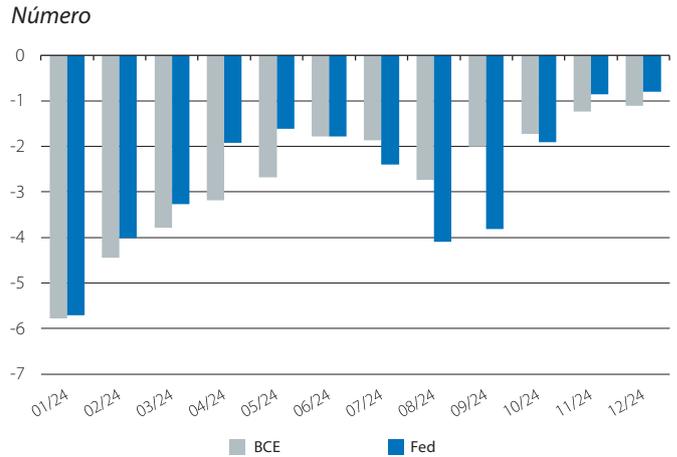
A Fed e as incertezas quanto ao crescimento global influenciam os mercados financeiros no final do ano

Os protagonistas de 2024 definem o rumo para 2025. O ano de 2024 foi o ano do início da flexibilização monetária. Muito do movimento nos ativos financeiros girou em torno do ajustamento das expectativas de política monetária dos investidores, com alguns episódios de alterações abruptas nas expectativas do mercado, à medida que os bancos centrais se ajustavam na sequência do fluxo de dados macroeconómicos. O outro acontecimento principal foi a vitória de Donald Trump, com os investidores a reagirem com expectativas de inflação mais elevada e algumas dúvidas sobre o crescimento económico global. Os mercados financeiros registaram outros marcos notáveis: o Banco do Japão encerrou a era das taxas negativas, as tensões geopolíticas no Médio Oriente aumentaram, as expectativas quanto aos benefícios da inteligência artificial (IA) impulsionaram o domínio das empresas tecnológicas nos mercados bolsistas, o S&P 500 registou dois anos consecutivos de ganhos acima dos 20% (pela primeira vez em mais de 25 anos), a bitcoin atingiu os 100.000 dólares e os ativos financeiros franceses sofreram uma revalorização (o prémio de risco francês quase duplicou e consolidou-se em níveis superiores ao espanhol). Em termos gerais, o ano de 2024 encerrou com uma nota positiva nas bolsas, com o dólar a ser a moeda mais forte, mas com uma recuperação significativa das taxas soberanas, perante a perspetiva de uma inflação mais elevada nos EUA, as incertezas em torno do futuro geopolítico global e a incerteza quanto à continuação da flexibilização da política monetária.

O BCE e a Fed convergem na direção, divergem na velocidade. O BCE e a Fed baixaram as taxas de juro em 25 p.b. em dezembro, deixando a *Depo* em 3,00% e os *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%. Nos dois casos, 100 p.b. abaixo dos picos atingidos em 2023. O tom do BCE apontava para uma nova flexibilização nos próximos meses, sustentada por uma maior confiança na eventual descida da inflação para o objetivo de 2% até 2025 e pela expectativa de uma reativação mais lenta da atividade. Por conseguinte, os mercados estão a prever uma nova descida de 25 p.b. em janeiro e apontam para novos cortes na primeira metade do ano, deixando a *Depo* entre 1,75% e 2,00% no 2S 2025. Em contraste, o discurso da Fed foi muito mais cauteloso, baseado em expectativas de inflação mais elevadas para os próximos dois anos e em menores riscos de arrefecimento do mercado de trabalho. No *dot plot*, os membros do FOMC projetaram apenas dois cortes em 2025, contra quatro na atualização de setembro. Desta forma, os mercados financeiros descontam totalmente um único corte até meados de 2025 (*fed funds* no intervalo 4,00%-4,25%), com uma probabilidade ligeiramente superior a 50% de um segundo corte até ao final do ano.

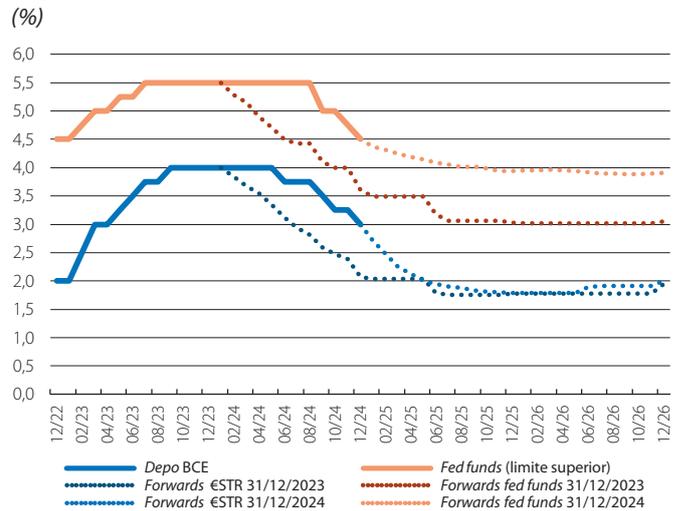
Forte recuperação das taxas de rendibilidade soberanas. Os mercados de dívida soberana fizeram uma leitura «hawkish», da mensagem da Fed e as taxas de juro dos *treasuries* recuperaram mais de 15 p. b. nos índices de referência de médio e longo prazo desde a reunião até ao final do mês. Não obstante a Fed ter redu-

Expetativas implícitas de cortes nas taxas de juro até dezembro de 2024



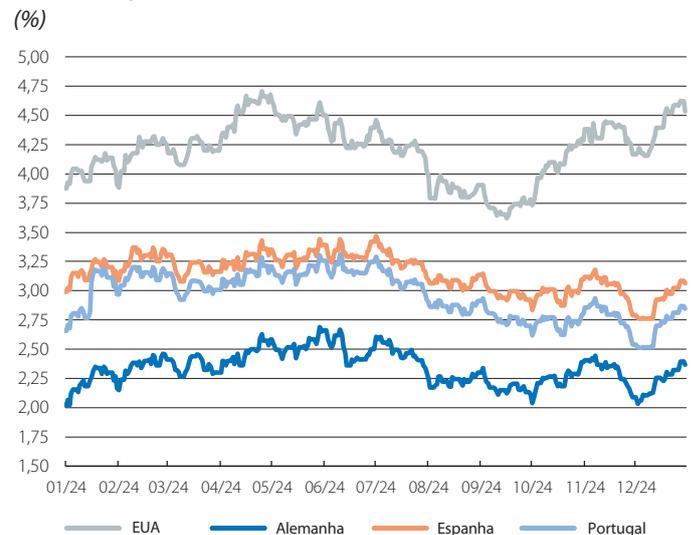
Notas: Implícito nas curvas forwards de EFR e €STR. O número refere-se à média mensal. Cada corte corresponde a 25 p. b.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Expetativas de taxas de juro



Nota: Forwards sobre a EFR e a taxa €STR da Zona Euro a partir das curvas de rendimento do mercado.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal, do BCE e da Bloomberg.

Taxas de juro soberanas a 10 anos



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

zido as taxas em 100 p.b., a expectativa de uma inflação mais elevada, associada a uma flexibilização monetária mais cautelosa no futuro, fez subir as *yields* soberanas. De facto, os rendimentos dos *treasuries* na parte longa da curva comportaram-se de forma totalmente oposta aos dos *fed funds*, subindo mais de 90 p.b. desde o início dos cortes. Do outro lado do Atlântico, enquanto a mensagem do BCE foi *dovish*, as taxas soberanas foram influenciadas pelas suas congéneres americanas e recuperaram 30 p.b. em dezembro, com os prémios de risco periféricos a permanecerem relativamente estáveis.

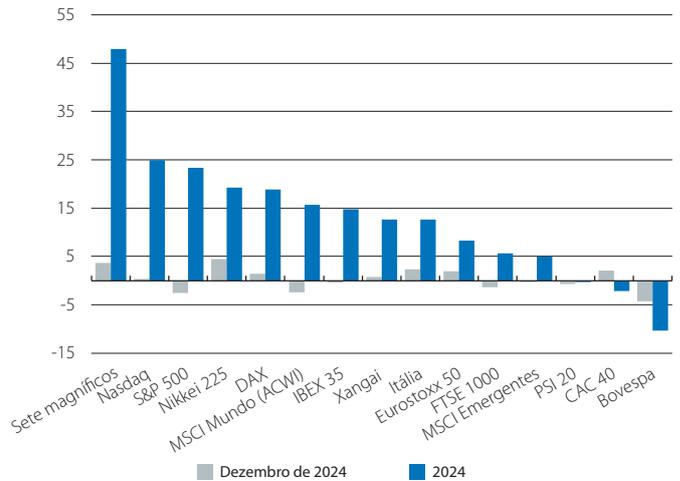
O ano foi positivo, mas o desempenho do mercado bolsista em dezembro foi misto. Em geral, o ano de 2024 foi positivo para os mercados bolsistas mundiais. O índice mundial MSCI ACWI acumulou ganhos de 15% (após +20% em 2023) e, salvo alguns casos excepcionais, a maioria dos principais índices bolsistas fechou o ano em alta. Os Sete Magníficos (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla) destacaram-se com ganhos acumulados de quase 50% em 2024, impulsionados pelas expectativas de IA, tal como a bolsa japonesa (+19%), beneficiando de taxas de juro ainda próximas de 0% e de uma moeda enfraquecida. Contudo, o rali de 2024, com um estímulo em novembro após a vitória de Trump, perdeu força depois de a Fed ter arrefecido as expectativas de cortes de taxas na reunião de dezembro e, com exceção dos gigantes da tecnologia, as rendas variáveis registaram um último mês de ligeiras perdas nos EUA e em alguns países da Zona Euro. Em relação a 2025, a incerteza quanto aos efeitos das políticas económicas de Trump e à trajetória da política monetária pesou no sentimento dos investidores no final do ano. Em dezembro, a maior queda e volatilidade foi registada no Brasil (Bovespa caiu 4% e 10% no ano), onde a deterioração das perspetivas orçamentais levou a uma perda significativa da confiança dos investidores.

O dólar fortalece-se. A valorização do dólar continuou, com ganhos de mais de 2%, face a um cabaz de divisas (+5% desde a vitória de Trump e +7% no conjunto de 2024) e atingiu o seu nível mais elevado desde 2022. Em relação ao euro, o dólar fortaleceu-se em 2% em dezembro, atingindo mesmo \$1,03 (um mínimo de dois anos). Face ao iene, a valorização foi ainda maior (+11,5% em 2024 e +5% em dezembro), devido ao grande diferencial de taxas de juro e à relutância do Banco do Japão em voltar a aumentar as taxas (manteve-se em 0,25% em dezembro). A moeda com pior desempenho nos mercados emergentes foi o real brasileiro, que caiu mais de 20% em relação ao dólar no conjunto do ano, num contexto de turbulência fiscal.

Relativa estabilidade dos preços do petróleo e relativa volatilidade dos preços do gás. O petróleo Brent foi transacionado em dezembro numa faixa estreita entre 72 e 74 dólares, num mercado marcado por uma oferta relativamente abundante e pela expectativa de uma procura afetada pela fraqueza das economias chinesa e europeia. A cotação do Brent terminou 2024 quatro dólares abaixo do início do ano e longe dos 90 dólares registados no auge da tensão no Médio Oriente. Por sua vez, os preços do gás natural TTF sofreram avanços e recuos no mês passado, fechando finalmente em quase 50 euros/MWh (contra um preço médio de 35 euros/MWh no conjunto de 2024), condicionados pelo fim do acordo que permitia o escoamento do gás russo através de um gasoduto que atravessa a Ucrânia.

Principais índices bolsistas

Variação no período (%)

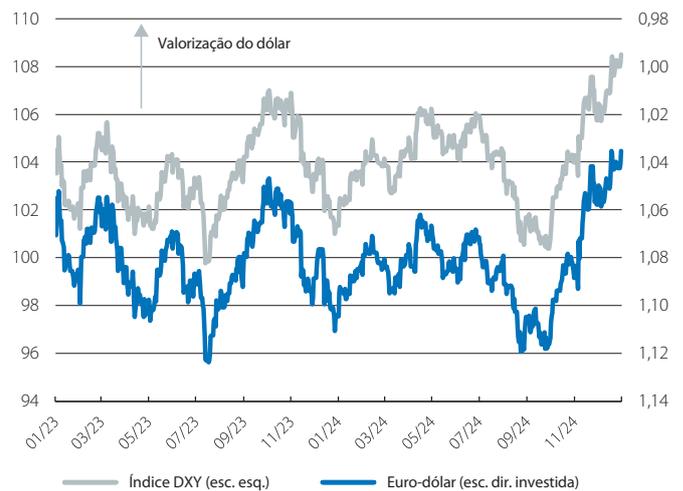


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Evolução do dólar

Índice

Dólares por euro

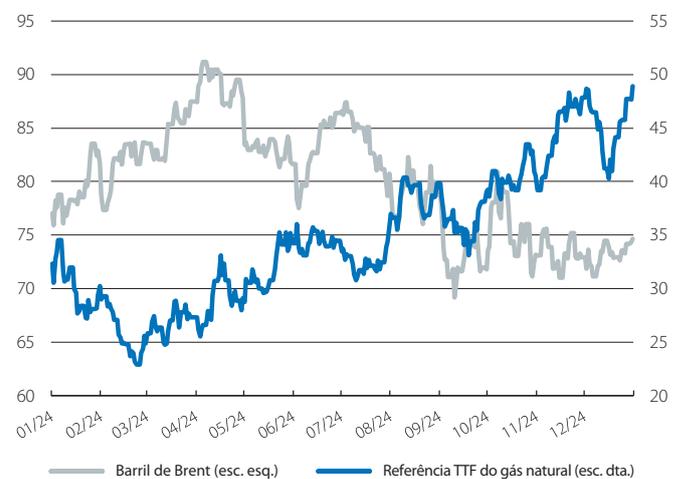


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços da energia: petróleo e gás

(Dólar/barril)

(Euro/MWh)



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

Os limites da dívida

Agora que a normalização pós-pandémica se instalou e que nos aproximamos do fim da crise inflacionista, as preocupações com os níveis de dívida pública (ver o primeiro gráfico) estão a ressurgir, assim como os apelos a um reajustamento da dívida pública e à reconstituição dos *buffers* para dar à política orçamental margem de manobra quando necessário.

No entanto, a recuperação do espaço orçamental enfrenta obstáculos significativos na atual conjuntura. Por um lado, e para além da distensão cíclica da política monetária, prevê-se que a médio prazo as taxas de juro flutuem em torno de níveis algo mais altos que os antecipados há alguns anos,¹ elevando o custo médio da dívida pública. Por outro lado, o potencial de crescimento económico a médio prazo está rodeado de incertezas, desde a questão da inteligência artificial e os seus efeitos sobre a produtividade agregada até às consequências de um mundo menos globalizado e/ou mais fragmentado em áreas económicas. Além disso, o envelhecimento da população, a geopolítica (com as necessidades associadas às despesas de defesa) e os investimentos para a transição energética e a adaptação às alterações climáticas exercerão uma pressão crescente sobre as contas públicas. Soma-se a isso a inércia da despesa pública por razões de «economia política».

Todos estes ingredientes podem aplicar-se sobre os quatro grandes fatores que delimitam a evolução da dívida pública: o nível de dívida inicial, os pagamentos de juros, o saldo público primário² e o crescimento do PIB. Por conseguinte, podemos observar a amplitude ou a estreiteza do caminho para a reconstituição dos *buffers* orçamentais em diferentes cenários económicos. Fá-lo-emos com um exercício simples sobre a sensibilidade da dinâmica da dívida.^{3,4}

Primeiramente, tendo em conta a relativa moderação do crescimento do PIB nominal nas últimas previsões do FMI e o aumento suave mas progressivo das taxas de juro da dívida antecipado pelos mercados financeiros, na primeira tabela mostramos o saldo primário mínimo que, se sustentado ao longo de 10 anos, permite atingir diferentes

1. Por exemplo, no final de 2019 os *forwards* do mercado para 2030 apontavam para uma taxa soberana espanhola a 10 anos de cerca de 2%, enquanto agora a situam perto de 4%. Este aumento é generalizado entre as principais economias e reflete uma mudança na visão do nível estrutural em que as taxas de juro de longo prazo devem assentar. Veja-se, por exemplo, Schnabel, I. (2024), *R(ising) star?*, discurso na *ECB and its Watchers XXIV Conference*.

2. Trata-se do saldo orçamental (total das receitas fiscais menos total das despesas públicas) sem os pagamentos de juros líquidos.

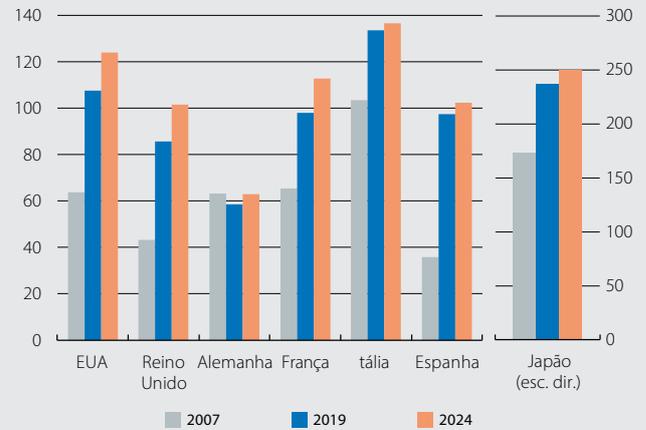
3. A evolução do rácio da dívida em relação ao PIB, d_t , é dada por:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

onde i é a taxa de juro nominal média da dívida, g é o crescimento do PIB nominal e b é o saldo público primário.

Dívida pública

(% do PIB)



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

Saldo público primário:¹ dados e cenários com perspectiva de 10 anos

(% do PIB)

	2019 - dados	2024 - previsão da Comissão Europeia	Permite um rácio de dívida... ²		
			Estável a níveis de 2024	De volta aos níveis de 2019	Reduz a metade a distância até aos 60% ³
EUA	-2,7	-3,0	0,2	1,8	3,2
Japão	-1,6	-4,7	-4,3	-2,9	-0,2
Reino Unido	-0,1	-2,2	-0,1	1,5	2,8
Alemanha	2,1	-1,1	-0,4	0,1	-0,2
França	-0,9	-4,1	0,3	1,7	2,9
Itália	1,9	0,1	1,8	2,1	5,4
Espanha	-0,8	-0,5	-0,7	-0,2	1,5

Notas: 1. O saldo primário exclui pagamentos de juros; o valor positivo/negativo indica um excedente/défi ce. 2. A projeção pressupõe um PIB nominal baseado nas previsões do FMI e taxas de juro conforme os *forwards* do mercado (com refinanciamento anual de uma percentagem da dívida dada pelo prazo médio). 3. Para os EUA, Japão e Reino Unido, a referência é o nível de dívida de 2007.

Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados e previsões da Bloomberg, da Comissão Europeia e do FMI (World Economic Outlook, outubro de 2024).

níveis de dívida.⁵ Tal sugere que, em relação a 2024, é necessário algum ajustamento orçamental para estabilizar a dívida ou corrigi-la suavemente nas principais economias, embora o esforço seja moderado (saldos semelhantes aos de 2019) na maioria dos casos. No entanto, uma recuperação mais substancial da margem de manobra

4. O exercício não tem em conta a retroalimentação entre o saldo orçamental, o PIB e as taxas de juro. Mas, na realidade, se uma economia estabelecer uma trajetória de, por exemplo, saldo orçamental, isso afetará as suas trajetórias de PIB e taxas de juro.

5. Para cada país, simulamos o rácio da dívida entre 2025 e 2034 a partir da equação da nota 3. As previsões de crescimento do PIB nominal (g) provêm do World Economic Outlook do FMI de outubro de 2024 (assumimos que o ritmo de crescimento de 2029, último ano disponível, se mantém em 2030-2034). A taxa de juro da dívida evolui à medida que os refinanciamentos são atualizados com a taxa soberana média projetada pelos *forwards* de mercado no final de novembro de 2024.

bra orçamental exigiria um esforço orçamental significativo, claramente superior ao registado em 2015-2019.

Na mesma linha, se assumirmos que o saldo primário e o PIB nominal evoluem conforme as últimas previsões do FMI, a segunda tabela mostra-nos o limiar do custo médio a partir do qual as dinâmicas da dívida se desestabilizariam. Este exercício mostra que o FMI mantém uma perspetiva positiva para as contas públicas em Espanha e na Alemanha, uma vez que a trajetória orçamental prevista pelo FMI permite uma redução da dívida, mesmo que as taxas de juro acabem por ser superiores às expectativas do mercado. A perspetiva do FMI para o resto das principais economias avançadas é, no entanto, menos favorável, especialmente nos casos da França e dos EUA, onde as trajetórias orçamentais previstas pelo FMI só permitiriam a estabilização da dívida se as taxas de juro acabassem por ser muito mais baixas do que o previsto pelos mercados.

Por último, a terceira tabela mostra o crescimento mínimo do PIB nominal para evitar um desequilíbrio nas dinâmicas da dívida, caso se cumpram os percursos de saldo orçamental primário previstos pelo FMI e a evolução das taxas de juro projetadas pelos mercados financeiros. Tal como no segundo quadro, este exercício reflete a perspetiva positiva do FMI para a Espanha e Alemanha, enquanto, mais uma vez, as trajetórias orçamentais dos EUA e da França exigiriam uma aceleração acentuada do PIB nominal para manter a dívida estável.

Estes três exercícios também realçam as particularidades do Japão. Ao contrário das outras grandes economias, a dinâmica da dívida do Japão continua a ser apoiada por taxas de juro baixas e, de acordo com o FMI, é o país para o qual se prevê uma maior redinamização do crescimento nominal do PIB, o que lhe daria um apoio adicional para recuperar espaço orçamental. Mas, apesar destes ventos favoráveis, o seu rácio de dívida é muito superior ao das outras economias.

Em suma, a simulação de cenários para a dinâmica da dívida confirma que, nos próximos anos, as trajetórias das taxas de juro e do crescimento nominal do PIB criarão um ambiente em que não será tão fácil recuperar espaço orçamental sem um esforço proativo dos governos.

Taxas de juro média da dívida pública (%)

	2024 - previsão da Comissão Europeia	Média 2025-2029 segundo forwards de mercado ¹	Permite um rácio de dívida estável aos níveis de 2024 ²
EUA	4,1	4,1	1,7
Japão	0,6	0,7	1,7
Reino Unido	3,0	3,2	2,5
Alemanha	1,7	2,1	3,4
França	2,0	3,1	0,1
Itália	3,0	3,7	3,3
Espanha	2,5	3,0	3,9

Notas: 1. Forwards de mercado para a taxa soberana com um vencimento igual ao vencimento médio da dívida até 2024. 2. A projeção assume o PIB nominal e o saldo primário segundo as previsões do FMI e que, a cada ano, é refinanciada uma percentagem da dívida, dado o vencimento médio.

Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados e previsões de Bloomberg, da Comissão Europeia e do FMI (World Economic Outlook, outubro de 2024).

Crescimento nominal do PIB (%)

	2019 - dados	2024 - previsão FMI	Média 2025-2029 segundo o FMI	Permite um de dívida estável aos níveis de 2024 ¹
EUA	4,3	5,2	4,0	6,4
Japão	0,2	2,9	2,8	1,7
Reino Unido	3,8	3,2	3,5	4,1
Alemanha	3,0	3,3	3,2	2,0
França	3,3	3,2	3,1	6,2
Itália	1,5	2,5	2,7	3,1
Espanha	3,4	6,1	4,2	3,3

Notas: 1. A projeção pressupõe um saldo primário de acordo com as previsões do FMI e taxas de juro conforme os forwards de mercado (com refinanciamento anual de uma percentagem da dívida dada pelo prazo médio).

Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados e previsões de Bloomberg, da Comissão Europeia e do FMI (World Economic Outlook, outubro de 2024).

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,15	3,40	-25	-135,0	-135,0
Euribor 3 meses	2,71	2,93	-22	-119,5	-119,5
Euribor 12 meses	2,46	2,46	0	-105,3	-105,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,24	2,25	0	-101,9	-101,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,08	1,95	13	-32,2	-32,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,37	2,09	28	34,3	34,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,06	2,79	27	6,8	6,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,85	2,54	31	19,2	19,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	4,50	4,75	-25	-100,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,31	4,47	-16	-102,6	-102,6
Dívida pública a 1 ano	4,14	4,28	-14	-61,9	-61,9
Dívida pública a 2 anos	4,24	4,15	9	-0,8	-0,8
Dívida pública a 10 anos	4,57	4,17	40	69,0	69,0

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	56	2	-0,9	-0,9
Itraxx Financeiro Sénior	64	63	1	-3,2	-3,2
Itraxx Financeiro Subordinado	112	111	1	-10,5	-10,5

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,035	1,058	-2,1	-6,2	-6,2
EUR/JPY (ienes por euro)	162,780	158,410	2,8	4,5	4,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,827	0,831	-0,4	-4,6	-4,6
USD/JPY (ienes por dólar)	157,200	149,770	5,0	11,5	11,5

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	536,5	535,7	0,1	5,1	5,1
Brent (\$/barril)	74,6	72,9	2,3	-3,1	-3,1
Ouro (\$/onça)	2.624,5	2.643,2	-0,7	27,2	27,2

Rendimento variável

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.881,6	6.032,4	-2,5	23,3	23,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.896,0	4.804,4	1,9	8,3	8,3
Ibex 35 (Espanha)	11.595,0	11.641,3	-0,4	14,8	14,8
PSI 20 (Portugal)	6.377,3	6.418,3	-0,6	-0,3	-0,3
Nikkei 225 (Japão)	39.894,5	38.208,0	4,4	19,2	19,2
MSCI emergentes	1.075,5	1.078,6	-0,3	5,1	5,1