

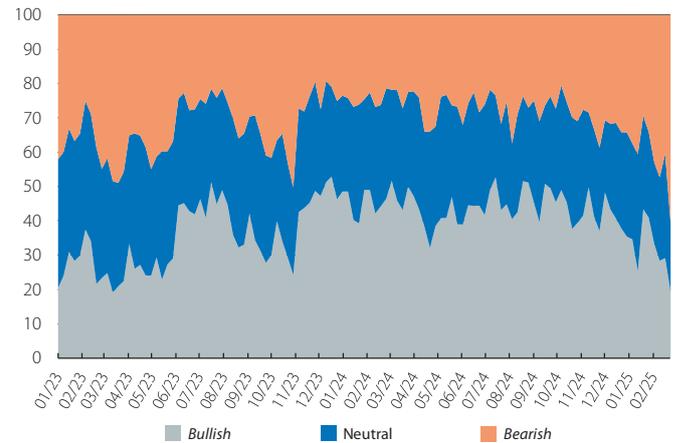
Alta volatilidade num novo ambiente geopolítico

Mudança no sentimento dos investidores. Os mercados financeiros mudaram de foco no início de 2025, o que se verificou no final de fevereiro. Os investidores desviaram a sua atenção dos bancos centrais, o principal *driver* dos mercados em 2024, para um ambiente de risco geopolítico acrescido, com o «efeito Trump» como principal catalisador. As incertezas decorrentes da sua política comercial e dos cortes nas despesas do governo federal, que afetaram a confiança das empresas e dos consumidores (ver Economia Internacional), começaram a reforçar a narrativa de que o crescimento económico dos EUA será moderado nos próximos trimestres e conduziram a uma rotação *risk-off* nos ativos de risco dos Estados Unidos, à medida que a apetência pelo risco diminuía. Os mercados da Zona Euro navegam na incerteza do comércio, no meio dos desenvolvimentos da guerra na Ucrânia, incluindo uma mudança de posição dos EUA, uma possível negociação para pôr fim ao conflito e a intensificação da pressão sobre a Zona Euro para aumentar as despesas com a defesa, enquanto a Alemanha realizou eleições e entrou numa nova fase de negociações para formar um governo. O cenário geopolítico assume assim um papel central nos mercados financeiros e a incerteza acrescida conduziu a uma maior volatilidade.

Os bancos centrais avançam a ritmos diferentes. O mês de fevereiro foi um mês de pouca atividade dos bancos centrais. A principal reunião foi a do Banco de Inglaterra, que cortou a taxa de juro de referência para 4,50%, a terceira redução de 25 p. b. desde agosto; o Comité de Política Monetária sublinhou a abordagem gradual das futuras reduções das taxas. Esta mesma prudência está a orientar a estratégia da Fed, como demonstram as atas da sua última reunião, em janeiro, em que os membros do FOMC salientaram a elevada incerteza e o risco de uma inflação mais persistente. Fatores como possíveis alterações nas políticas comerciais e de migração foram identificados como riscos fundamentais. Não obstante, nas últimas sessões do mês, os mercados começaram a descontar a probabilidade da Fed continuar com uma maior flexibilização do que o previsto anteriormente, caso a atividade enfraquecesse, como sugerido pelos recentes indicadores de confiança. Por parte do BCE, mantém-se a expectativa de que a taxa *depo* atingirá 2% no verão, mantendo-se assim em torno dos níveis neutros estimados ao longo do segundo semestre do ano.

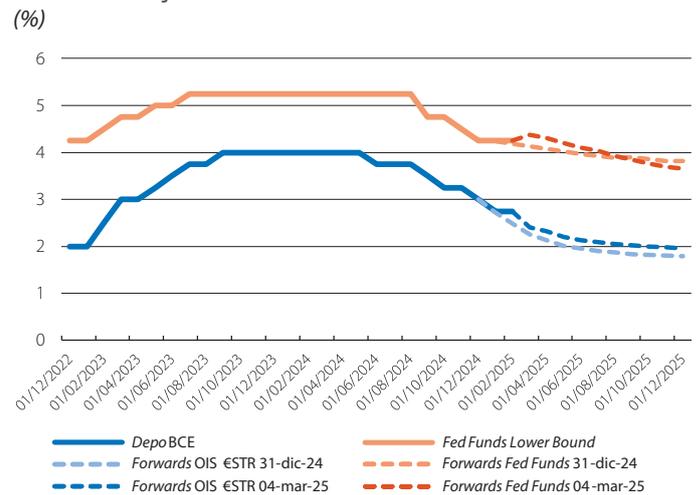
As taxas de juro soberanas refletem as incertezas económicas e políticas. Por um lado, na Zona Euro, as expectativas de um BCE mais complacente e o adiamento das tarifas da UE por parte de Trump pressionaram as yields em baixa, mas, por outro lado, a crescente pressão para aumentar as despesas com a defesa funcionou como uma força ascendente. Deste modo, as yields da Zona Euro oscilaram durante o mês, terminando fevereiro com ligeiras descidas. Nos Estados Unidos, o sentimento de aversão ao risco direcionou os fluxos para os *treasuries* como um ativo de refúgio, pressionando as rendibilidades em baixa, as quais regis-

EUA : sentimento do mercado (% de investidores)



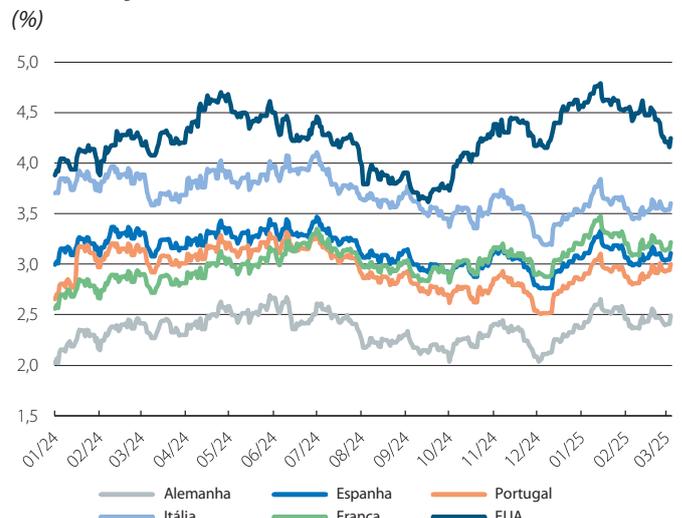
Nota: Percentagem de investidores que respondem ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bullish), neutro ou pessimista (bearish).
Fonte: BPI Research, com base nos dados da American Association of Individual Investors

Expetativas do mercado relativamente às taxas de intervenção (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Fed e da Bloomberg.

Taxas de juro soberanas a 10 anos (%)



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

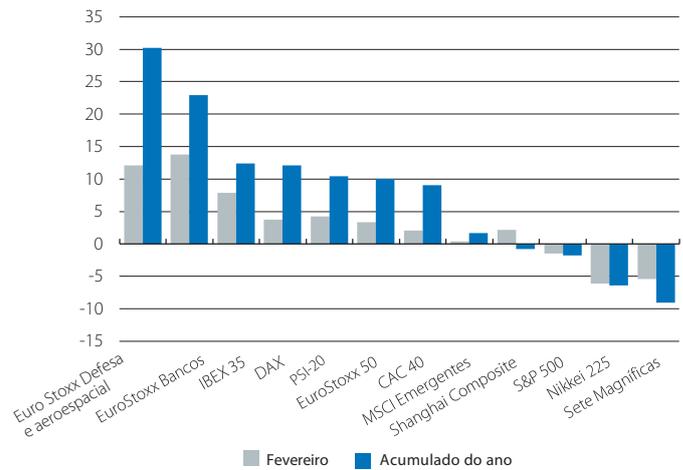
taram quedas de cerca de 30 p. b. nos prazos mais longos da curva, impulsionadas principalmente pela queda das taxas reais (a taxa de juro nominal de um título soberano pode ser decomposta como a soma da taxa de juro real mais a inflação esperada, *break-even inflation*). Este facto sugere que os mercados estão a começar a considerar um ambiente de menor crescimento e maior inflação, no qual as futuras políticas orçamentais e o seu efeito sobre os défices e a dívida continuam por esclarecer.

A bolsa europeia surge como líder. Em sintonia com o tom *risk-off* do mês, as bolsas norte-americanas fecharam fevereiro com perdas e, no momento desta publicação, teriam eliminado completamente os ganhos do rally pós-eleitoral. Setorialmente, a tecnologia e o consumo discricionário (ambos de natureza cíclica) foram os setores com pior desempenho. Os principais índices da Zona Euro, pelo contrário, tiveram um desempenho muito superior, com ganhos de mais de 10% ao longo do ano para os principais índices de ações da região. O maior impulsor da recuperação foi o setor da defesa (+30%), dado o novo contexto geopolítico, mas também os bancos (+26%) foram um catalisador após uma boa época de ganhos. Além disso, o desempenho superior dos mercados acionistas europeus em relação aos EUA ocorre num contexto de elevadas avaliações relativas nos EUA, o que torna os seus mercados mais vulneráveis a surpresas macroeconómicas negativas. Já na Zona Euro, onde as valorizações estavam deprimidas em relação aos EUA, a margem para uma recuperação é maior.

O euro fortalece-se. O euro fechou o mês com ganhos face ao dólar, sendo transacionado perto de 1,06 dólares, contra 1,03 dólares no início de fevereiro. O adiamento das tarifas da UE, um possível acordo na Ucrânia e uma deterioração das perspectivas macroeconómicas dos EUA foram fatores de apreciação da moeda. O iene também se valorizou face ao dólar, devido ao aumento das expetativas de que o Banco do Japão continue a aumentar as taxas de juro (a inflação voltou a subir em janeiro). Inversamente, tanto o peso mexicano como o dólar canadiano depreciaram-se no final do mês, na sequência da confirmação pelo Presidente Trump da reintrodução de tarifas de 25% sobre as importações de ambos os países.

O mês do ouro. A incerteza tarifária também se repercutiu nos mercados de matérias-primas, provocando um aumento generalizado dos preços e incentivando as compras antecipadas, o que exerceu uma maior pressão no sentido da subida dos preços. O preço do ouro, um ativo de refúgio por excelência, recuperou fortemente e acumulou ganhos de quase 10% no ano, somando-se aos ganhos de 2024, refletindo a incerteza económica e geopolítica. Em contrapartida, a energia seguiu na direção oposta. Os preços do gás natural caíram acentuadamente devido às expetativas de uma resolução do conflito na Ucrânia e os preços do petróleo bruto devido à incerteza quanto ao abrandamento da procura nos EUA. Além disso, a OPEP e os seus aliados confirmaram a sua intenção de começar a inverter os cortes na produção de petróleo a partir de abril, após mais de dois anos de redução da oferta, exercendo uma pressão descendente sobre os preços.

Desempenho de índices bolsistas
(%)



Nota: Acumulado do ano até 04/03/2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Desempenho do dólar



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

Matérias-primas: preços

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2023	2024
Commodities	Índice	103,6	1,3	4,9	-12,6	0,1
Energia	Índice	31,3	4,8	6,3	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	73,1	-4,8	-2,1	-10,3	-3,1
Gás natural (Europa)	€/MWh	45,2	-15,1	-7,6	-57,6	51,1
Metais preciosos	Índice	286,2	0,3	7,5	4,1	19,0
Ouro	\$/onça	2.857,8	2,1	8,9	13,1	27,2
Metais industriais	Índice	145,8	2,9	3,9	-13,7	-1,6
Alumínio	\$/Tm	2.632,5	1,2	3,2	0,3	7,0
Cobre	\$/Tm	9.389,5	3,2	7,1	2,2	2,4
Agricultura	Índice	58,9	-1,1	3,3	-9,3	-8,7
Trigo	\$/bushel	546,8	-2,3	-0,9	-20,7	-12,2

Nota: Preços em 28/02/2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

As políticas de Trump, o principal ponto de interrogação nos cenários económicos mundiais

Em economia, a elaboração de cenários está longe de ser uma ciência exata e as previsões estão sempre sujeitas a uma certa margem de erro. Contudo, o contexto atual é particularmente difícil, dado que o segundo mandato de Trump parece mais imprevisível, gerando mais incerteza económica e volatilidade financeira. Efetivamente, em menos de um mês, Trump assinou mais de 60 ordens executivas, três vezes mais do que nos primeiros 100 dias do seu primeiro mandato e quase o dobro de Biden no mesmo período, medidas que se centraram, sobretudo, no controlo da imigração e no aumento das tarifas.

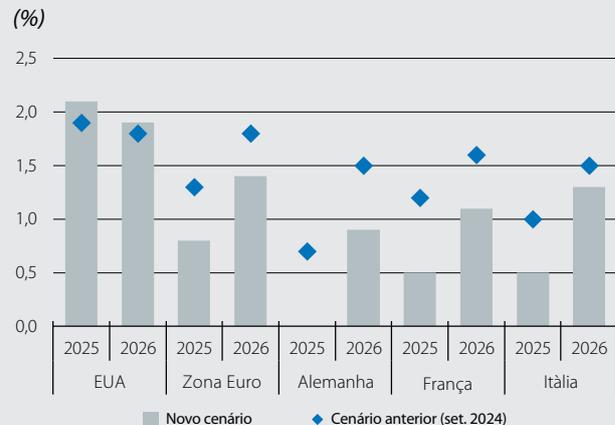
A utilização das tarifas por Trump como instrumento de negociação segue um padrão semelhante ao do seu primeiro mandato: anuncia medidas enérgicas, assina a ordem executiva e depois adia a sua aplicação para dar início a negociações que, nalguns casos, podem conduzir a uma redução ou eliminação da tarifa inicial. Portanto, no final deste relatório, temos em cima da mesa 20 p. p. adicionais sobre os produtos originários da China (esta respondeu com uma tarifa de 10%-15% sobre os produtos energéticos, automóveis e vários produtos agrícolas); um aumento de 25 p. p. nas tarifas sobre as importações provenientes do México e do Canadá e um aumento de 10 p. p. nos direitos sobre a energia canadiana; 25% sobre o aço e o alumínio, e tarifas recíprocas em estudo sobre a UE e outras economias (mencionou 25% sobre a UE «de forma generalizada»); e anuncia tarifas sobre todas as importações agrícolas a partir de 2 de abril. Declarou igualmente que a isenção aduaneira para todas as remessas provenientes da China de valor inferior a 800 dólares permanecerá em vigor até que sejam desenvolvidos sistemas adequados para processar e cobrar as receitas aduaneiras.

Encaminhamo-nos, portanto, para um contexto de tarifas mais elevadas e em que é provável que se verifique uma certa reconfiguração das cadeias de valor globais para tentar compensar, na medida do possível, a perda de atratividade do mercado dos EUA. Em consequência, avançamos para um mundo mais fragmentado, com menor crescimento económico e com o risco de uma inflação mais elevada. Ao elaborarmos os novos cenários, partimos do princípio de uma situação de guerra comercial contida, em que não há progressão e em que as novas regras do jogo já estão definidas em meados do ano.

A Zona Euro está numa posição de partida fraca para enfrentar um ano de desafios

2024 fechou com a atividade na Zona Euro praticamente estagnada (0,1% em cadeia no 4T 2024), com as quedas do PIB na Alemanha e em França a destacarem-se negativamente. Os primeiros indicadores para 2025 apontam para

Estimativas de crescimento do PIB para os EUA e para a Zona Euro



Fonte: BPI Research.

uma certa estabilização da atividade, mas não se pode esperar uma retoma significativa a curto prazo (ver Economia Internacional no presente relatório). Consequentemente, a Zona Euro encontra-se numa posição de partida bastante frágil para ultrapassar os grandes desafios que enfrenta, que não estão apenas relacionados com o impacto de um aumento das tarifas nos EUA. Importa igualmente ter em conta os fatores internos que podem pesar sobre a atividade das principais economias da região no primeiro semestre do ano. Por um lado, a instabilidade política persiste em França e não é de excluir a possibilidade de novas eleições legislativas este verão. Na Alemanha, por outro lado, nas eleições de 23 de fevereiro, a CDU/CSU ganhou com 28,5% dos votos e poderá formar um governo de coligação com o SPD (16,4%). Porém, o resultado positivo da AfD (21%) e da esquerda radical Die Linke (9%) dá-lhes lugares suficientes para bloquear as alterações ao «travão da dívida», que requer a aprovação de dois terços da Câmara. Isto tudo, sem deixar de avançar na consolidação orçamental, sem deixar de progredir nos objetivos da chamada Bússola para a Competitividade, apresentada em fevereiro pela Comissão Europeia com base nas recomendações do relatório Draghi, e sem deixar de enfrentar a necessidade de aumentar substancialmente as despesas com a defesa, agora que parece claro que a Europa não pode depender apenas da NATO para garantir a sua segurança. Assim, estima-se que o crescimento em 2025 seja de 0,8% e em 2026 seja de 1,4%, 0,5 p. p. e 0,4 p. p., respetivamente, inferior às projeções anteriores. Resta-nos aguardar para ver se há uma resposta do lado orçamental que possa estimular a atividade nos próximos trimestres.

As repercussões sobre a inflação são menos claras. A imposição de tarifas recíprocas aos EUA representa um risco de subida dos preços, que pode ser compensado pela

fraca procura interna, pela capacidade limitada de repercutir as tarifas mais elevadas nos preços finais e pela possível reorientação dos fluxos comerciais da China para a Zona Euro. Consequentemente, mantemos o cenário de inflação globalmente inalterado, o que também condiciona os ajustamentos modestos nas nossas expetativas para as taxas de juro do BCE. Assim, após o corte de 25 p. b. já aprovado em janeiro, esperamos que a taxa *depo* se situe no limite inferior (1,75%) do intervalo considerado neutro, antes de regressar a 2% em 2026.

A agenda política de Trump poderá afetar negativamente o crescimento e aumentar a inflação nos EUA

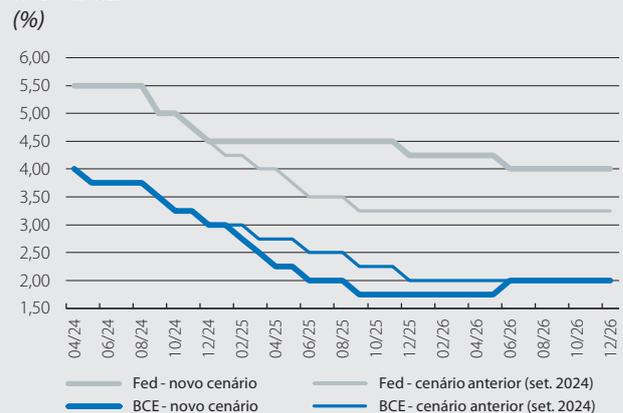
A economia dos EUA tem registado um desempenho surpreendentemente forte nos últimos dois anos, mas esta situação poderá mudar nos próximos anos. A agenda da administração Trump, concebida para *Make America Great Again*, pode ter o efeito oposto ao pretendido. A intenção de reduzir significativamente a dimensão do setor público pode provocar um certo choque em termos de procura, através da perda de postos de trabalho, da redução das despesas públicas e do aumento da incerteza associada aos cortes nos programas sociais, o que, somado ao choque a nível da oferta que pode ser gerado por medidas restritivas em matéria de imigração e por aumentos das tarifas, terá um impacto negativo no crescimento e aumentará o risco de uma inflação mais elevada. A inércia positiva da economia manter-se-á, no entanto, durante o primeiro semestre do ano e só no segundo semestre de 2025 e no início de 2026 é que o impacto das medidas no crescimento se fará sentir mais fortemente. É por isso que prevemos um crescimento do PIB de 2,1% em 2025 e de 1,9% em 2026, ligeiramente acima das previsões anteriores. Contudo, esta boa perspetiva esconde o facto de que, na ausência das medidas de Trump, o crescimento médio em ambos os anos poderia ter sido quase 0,5 p. p. superior. Relativamente à inflação global, estimamos que atinja 3,1% este ano e 2,7% em 2026, o que seria quase 0,2 p. p. e 0,4 p. p. mais elevado, respetivamente, do que sem a agenda de Trump.

Esta inflação mais elevada, num contexto de relativo dinamismo da economia, explica o ajustamento substancial que estamos a fazer nas expetativas da Fed em relação às taxas de juro, com uma trajetória de cortes muito menos agressiva e mais progressiva do que a esperada até agora. Prevemos, portanto, um único corte de 25 p. b. no final do ano, o que levará a banda superior da taxa dos *fed funds* para 4,25%, onde permanecerá até meados de 2026, altura em que poderá cair mais 25 p. b. para 4,0%, onde permanecerá até ao final do ano.

A China, um dos principais alvos da política tarifária de Trump

A economia chinesa conseguiu atingir por pouco o objetivo de crescimento de 5,0% em 2024, mas as expetativas

Expetativas para as taxas de juro da Fed e do BCE



Nota: Fed fund upper bound para a Fed e taxa *depo* para o BCE.

Fonte: BPI Research.

para este ano são um pouco mais pessimistas. Entre os objetivos da nova administração Trump está a redução do défice comercial com a China e, para isso, já iniciou um ciclo de subidas de tarifas sobre as suas importações, como prometido durante a campanha eleitoral. Como resposta ao novo protecionismo dos EUA, a China já aplicou tarifas a certos produtos, sendo os setores automóvel e energético os mais afetados, bem como restrições às exportações de minerais críticos. Além disso, as autoridades chinesas lançaram uma investigação antimonopólio contra a Google e acrescentaram empresas norte-americanas à sua lista de entidades não fiáveis, o que sugere que estão a preparar-se para retaliar ainda mais se as próximas negociações tarifárias bilaterais falharem. Face à fraca procura externa, as autoridades chinesas já mostraram o seu empenho em continuar a apoiar o crescimento este ano. Deste modo, existe ainda muita incerteza quanto à magnitude do estímulo fiscal e teremos de esperar a conclusão do «Duas Sessões» no início de março para conhecer mais pormenores, mas tudo aponta para que dependa da evolução das negociações com os EUA.

Afigura-se claro que o impacto da guerra comercial em curso conduzirá a um abrandamento da economia e antecipamos um crescimento de 4,2% em 2025 e de 3,9% em 2026, o que implica um crescimento quase 0,5 p. p. inferior, em média, ao que teria sido na ausência deste ressurgimento do protecionismo mundial.

Taxas de juro (%)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,90	2,90	0	-25,0	-160,0
Euribor 3 meses	2,46	2,59	-13	-25,0	-143,1
Euribor 12 meses	2,39	2,52	-13	-6,6	-126,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,02	2,14	-12	-22,7	-130,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,03	2,12	-9	-5,7	-60,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,41	2,46	-5	3,9	9,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,05	3,07	-2	-1,5	-19,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,94	2,88	6	9,2	-18,8
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,32	4,30	1	1,2	-99,7
Dívida pública a 1 ano	4,08	4,15	-7	-6,1	-72,5
Dívida pública a 2 anos	3,99	4,20	-21	-25,3	-44,0
Dívida pública a 10 anos	4,21	4,54	-33	-36,1	8,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	54	53	1	-3,8	-6,0
Itraxx Financeiro Sénior	57	60	-2	-6,4	-14,0
Itraxx Financeiro Subordinado	100	105	-6	-12,5	-32,2

Taxas de câmbio

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,038	1,036	0,1	0,2	-3,7
EUR/JPY (ienes por euro)	156,270	160,780	-2,8	-4,0	-2,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,825	0,836	-1,3	-0,3	-3,3
USD/JPY (ienes por dólar)	150,630	155,190	-2,9	-4,2	1,7

Matérias-primas

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	539,2	542,0	-0,5	0,5	4,3
Brent (\$/barril)	73,2	76,8	-4,7	-2,0	-7,6
Ouro (\$/onça)	2.857,8	2.798,4	2,1	8,9	40,4

Mercado acionista

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.954,5	6.040,5	-1,4	1,2	19,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.463,5	5.286,9	3,3	11,6	16,8
Ibex 35 (Espanha)	13.347,3	12.368,9	7,9	15,1	35,0
PSI 20 (Portugal)	6.800,1	6.524,3	4,2	6,6	10,0
Nikkei 225 (Japão)	37.155,5	39.572,5	-6,1	-6,9	2,9
MSCI emergentes	1.097,3	1.093,4	0,4	2,0	9,4