

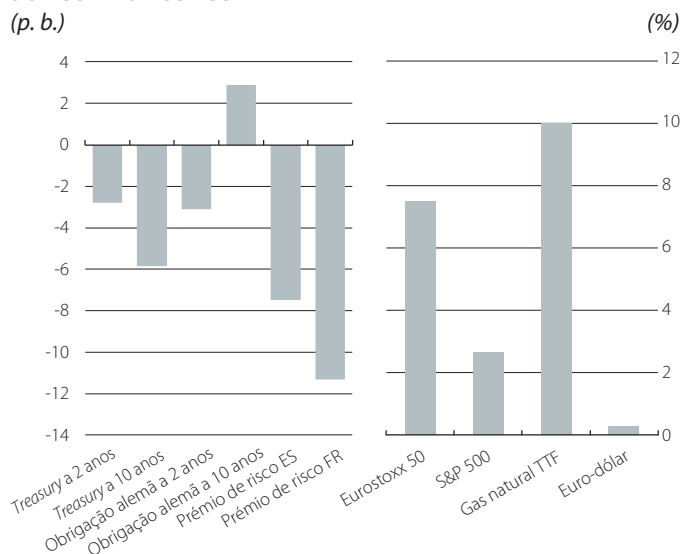
Altos e baixos nos mercados financeiros

Um mês de altos e baixos em quase todos os segmentos do mercado. 2025 começou com um mês de contrastes: por um lado, houve bancos centrais que atuaram em linha com as expectativas (corte de juros do BCE em 25 p. b., sem mudanças por parte da Fed), conferindo estabilidade ao mercado. Relativamente a outros ativos, no entanto, diversos fatores agitaram o mercado: a dívida soberana e as moedas apresentaram subidas e descidas, causadas tanto pela gradual descida da inflação na Zona Euro e nos EUA como pelos primeiros movimentos da Administração Trump em matéria de política económica. Nos mercados acionistas, o avanço tecnológico chinês no domínio da inteligência artificial, com o DeepSeek, causou correções intensas no preço das empresas tecnológicas de todo o Ocidente, se bem que, em muitos casos, foram passageiras. Por seu turno, no mercado das matérias-primas, os preços do gás natural europeu e dos metais preciosos subiram acentuadamente. Com tudo isto, o início do ano exemplifica como os riscos políticos e geoeconómicos podem continuar a orientar o mercado.

A política monetária cumpre as expectativas em janeiro. Assim, o BCE fixou a taxa de juro *depo* em 2,75%, com a quinta descida de 25 p. b. desde junho passado. Embora continue a manter o nível das taxas de juro em terreno restritivo, Lagarde mostrou-se confiante de que os juros continuarão a descer. As implícitas do mercado monetário apontam para um novo corte de 25 p. b. em março e estimam que a taxa *depo* estabilize entre 1,75% e 2,00% no segundo semestre de 2025. Por seu turno, a Fed manteve os juros inalterados (*fed funds* no intervalo 4,25% - 4,50%) e Powell indicou que não havia pressa para reduzir os juros e que seria preferível esperar para avaliar o impacto das medidas económicas de Trump. Com isto, as implícitas do mercado monetário apontam para que a Fed acabe por colocar as taxas em cerca de 4,00% até finais de 2025, o que implicaria entre um e dois cortes de 25 p. b. ao longo do ano. O Banco do Japão, por outro lado, aumentou a taxa de juro em 25 p. b. (a taxa de referência está agora fixada em 0,50%) e reviu em alta as suas previsões de inflação. Além disso, nas últimas semanas, vários responsáveis do banco mostraram-se dispostos a continuar a aumentar as taxas de juro, com a perspetiva de que a inflação abandone a debilidade das últimas décadas de forma mais sustentada.

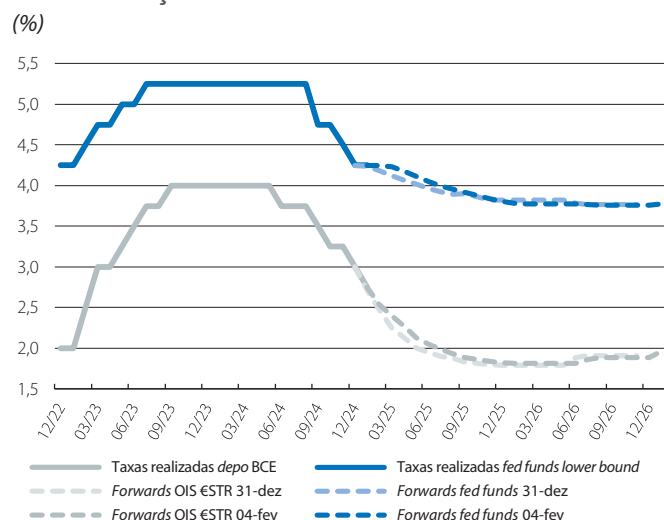
A dívida soberana procura direção. As taxas soberanas começaram o ano dando seguimento à subida iniciada em dezembro, especialmente nos prazos mais longos, devido às perspetivas de maior incerteza económica no futuro. Esta tendência inverteu-se em meados do mês, após a publicação de dados sobre a inflação norte-americana melhores do que o esperado na rubrica principal, e até à última semana, quando a retórica protecionista da Administração Trump se intensificou. Os anúncios referentes às tarifas dos EUA levaram à descida das taxas de juro soberanas, tanto nos EUA como na Zona Euro. Além dis-

Desempenho mensal dos principais ativos financeiros



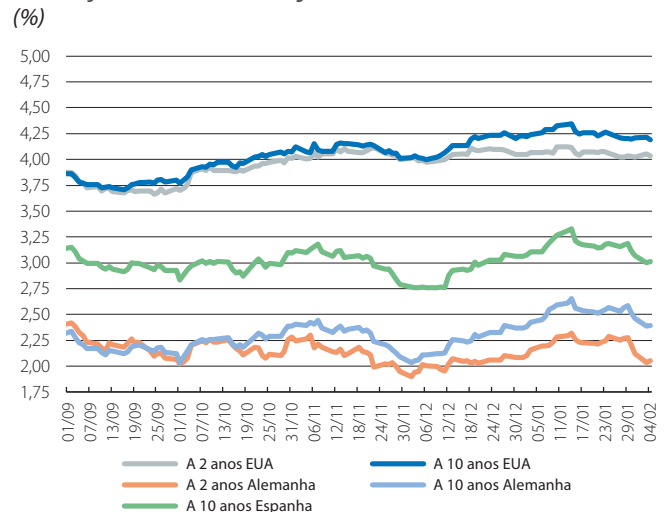
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expetativas do mercado relativamente às taxas de intervenção



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

Evolução das taxas de juro soberanas



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

so, os prémios de risco soberano na periferia diminuíram, com o francês apresentar algumas melhorias (após o Ecofin subscrever as recomendações fiscais da Comissão). Perante este comportamento, as taxas de juro soberanas japonesas recuperaram no contexto das subidas de juros do banco central, ao passo que a dívida britânica – cuja referência a 10 anos atingiu máximos desde 2008 – registou descidas no mês, mais intensas nos prazos mais curtos, perante a falta de dinamismo dos dados económicos e a moderação da inflação subjacente.

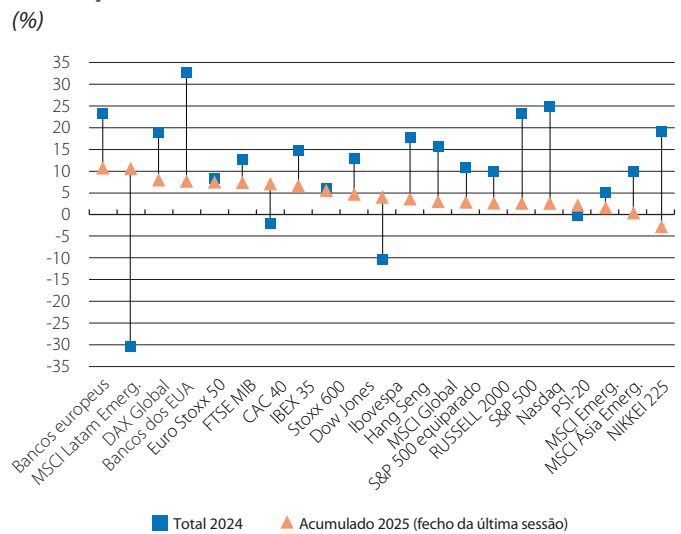
Os mercados acionistas das economias desenvolvidas registaram um mês de ganhos generalizados, apesar do DeepSeek.

Os índices europeus lideraram os ganhos, com o DAX alemão, o CAC francês e o IBEX espanhol à cabeça. No entanto, as subidas das bolsas não foram lineares e o final do mês foi marcado por descidas generalizadas e expressivas no setor tecnológico em todo o Ocidente, após o lançamento do DeepSeek, arrastando os índices gerais devido à grande capitalização do setor. Contudo, estas descidas foram moderadas na maioria das empresas, após os investidores reavaliarem o impacto desta inovação nos lucros futuros. As bolsas emergentes latino-americanas também registaram ganhos, com destaque para a bolsa brasileira, com os investidores a terem uma visão mais positiva relativamente às perspetivas fiscais do país desde o anúncio dos cortes da despesa pública no final de 2024.

Aumenta a volatilidade entre as moedas, um ativo particularmente exposto à escalada protecionista. O dólar terminou o mês praticamente estável, embora com algum movimento, em linha com o desempenho das taxas soberanas e por motivos análogos. Também o euro teve uma evolução semelhante à do dólar, com uma certa flutuação ao sabor da maior ou menor perceção de risco de que os EUA imponham tarifas à UE. Por seu turno, o iene valorizou claramente face ao dólar, sustentado pelas expectativas de subidas das taxas de juro pelo Banco do Japão. Entre as moedas emergentes, de realçar a valorização do real brasileiro, num contexto de recuperação dos diferentes ativos financeiros do Brasil. Por outro lado, o peso mexicano e o dólar canadiano, que evoluíram praticamente em paralelo durante o mês, desceram (especialmente o peso) após o anúncio de tarifas por parte de Trump, embora depois estas tenham sido suspensas.

Subida generalizada no preço das matérias-primas. Num ambiente de subida generalizada dos preços, destacou-se a subida do gás natural na Europa: o TTF holandês superou os 50 euros/MWh, alcançando máximos desde 2023, pressionado por uma redução das reservas europeias mais rápida do que em anos anteriores (embora continuem em níveis elevados) e num contexto em que, desde o início de ano, já não passa gás russo através da Ucrânia. O petróleo fechou com subidas ligeiras, enquanto os metais preciosos registaram aumentos substanciais, favorecidos pelo seu papel de ativo refúgio num ambiente de maior incerteza comercial. Por último, as matérias-primas agrícolas também subiram, pressionadas pelo risco ao fornecimento colocado pelo clima seco em vários países produtores latino-americanos.

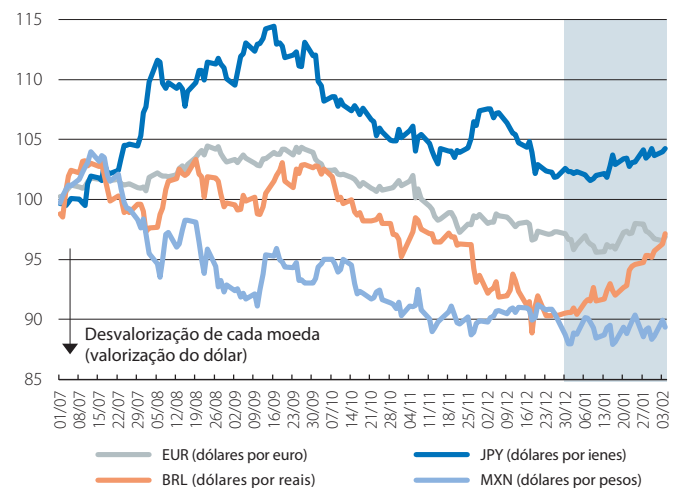
Desempenho de índices bolsistas



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

Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar

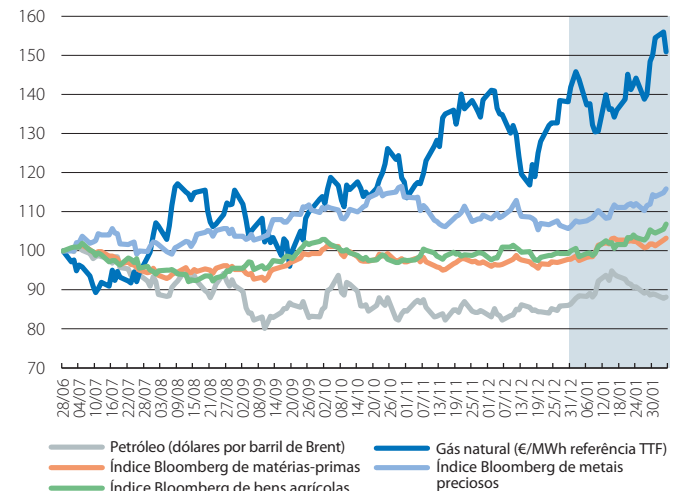
Índice (100 = 30/06/2024)



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

Evolução das matérias-primas

Índice (100 = 30/06/2024)



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

A China e o aprovisionamento de matérias-primas: estratégia ou crescimento?

A China é o principal consumidor de matérias-primas do mundo, consome 40% do total de «commodities» e, por conseguinte, assume um papel essencial na procura mundial destes produtos. O país é rico em alguns recursos, principalmente minerais, como o carvão e alguns dos chamados «minerais críticos»,¹ mas carece de outros, como o cobre e o níquel. Além disso, a China alberga um quinto da população mundial, mas as suas terras agrícolas representam menos de 10% do total mundial e os recursos hídricos são limitados. Estas circunstâncias fazem com que muitas das matérias-primas que a China consome sejam importadas, especialmente por via marítima, atravessando maioritariamente «choke points» (estrangulamentos na rota geográfica com elevado valor estratégico), como, por exemplo, o estreito de Malaca.

A título de referência para poder entender esta dependência do exterior, estima-se que, para abastecer o seu consumo de matérias-primas, a China importa 70% do petróleo e 40% do gás natural que consome;² bem como 80% da sua procura de cobre, 65% de alumínio e até 94% de níquel. Esta percentagem está próxima dos 100% no caso dos produtos agrícolas com consumo intensivo de água.³

Apesar de ter um papel destacado no mercado das matérias-primas, o facto de não ter capacidade para satisfazer a sua própria procura e depender das importações constitui uma fonte de risco substancial para a China.

A acumulação de reservas, um plano de longo alcance

Na década de 80, as autoridades chinesas, conscientes desta fonte de risco, começaram a desenvolver uma estratégia a longo prazo que lhes permitisse salvaguardar a segurança nacional e estabilizar os mercados internos perante qualquer alteração no mercado global das «commodities». Através do controlo das explorações,⁴ do comércio de matérias-primas,⁵ do investimento e financiamento

1. Minerais e metais necessários para gerar energia renovável, produzir tecnologias limpas e facilitar a transição para um cenário energético mais sustentável. A sua relevância geopolítica intensificou-se com a transição energética. Entre outros, aumentou a procura de lítio, níquel, cobalto, grafite, manganês e terras raras.

2. Segundo dados da J. P. Morgan Global Commodities Research, «Supply insecure, a China's imports of commodities at all-time highs and likely to stay that way», julho de 2024.

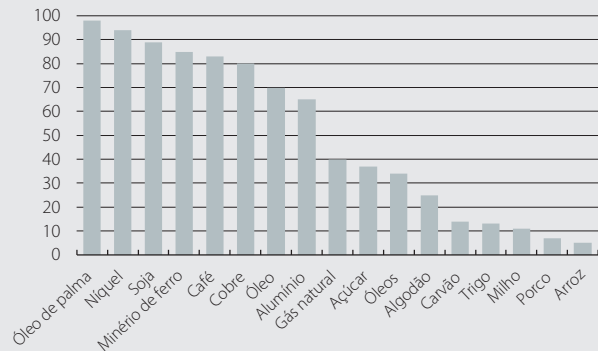
3. A China é líder mundial na produção de trigo e de arroz, mas o seu rácio de autossuficiência alimentar decresceu de 93,6% em 2006 para 65,8% em 2020 e prevê-se que seja de 58,8% em 2030. K. Dong e M. Prytherch (2024), «China's Food Security: Key Challenges and Emerging Policy Responses», Center for Strategic and International Studies, março de 2024.

4. Ver Information Office of the State Council of the People's Republic of China (2003). «China's Policy on Mineral Resources».

5. Ver National Development and Reform Commission (2013). «Belt and Road Initiative».

China: dependência das importações por tipo de produto

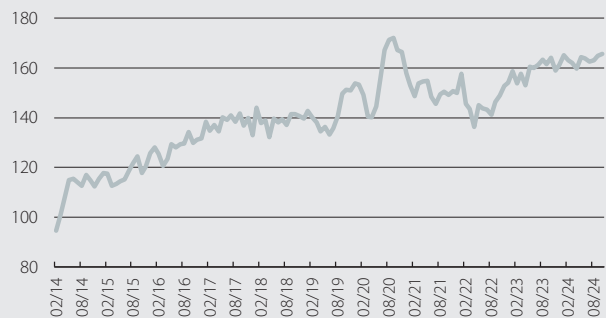
(% das importações de «commodities» face à procura final chinesa de recursos naturais)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da JP Morgan.

China: volume de importações de matérias-primas *

(Milhões de toneladas métricas) **



Notas: * Total de volumes de importações de crude e derivados, carvão, coque, cobre, alumínio, minério de ferro, níquel, aço, trigo, óleo de palma, soja, óleos e arroz.

** Média móvel de três meses.

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

de empresas produtoras estrangeiras e da celebração de contratos a longo prazo com fornecedores de energia e minerais, o Governo chinês foi cimentando a sua estrutura produtiva. Simultaneamente, desde 2008 promoveu o crescimento de um grande fundo de reservas estratégicas de recursos naturais. Estas reservas atuam como um amortecedor em tempos de interrupções no fornecimento ou volatilidade dos preços e o Governo chinês pode libertar ou armazenar estrategicamente estes produtos para influenciar a dinâmica do mercado interno e evitar flutuações acentuadas dos preços.

Desconhece-se com exatidão o volume de reservas do fundo, bem como o ritmo de aprovisionamento de matérias-primas projetado pelo Governo, mas através do acompanhamento das importações destes produtos pela China, é possível constatar que nos últimos anos ocorre

ram avanços notáveis, em grande medida motivados por acontecimentos relevantes para a sua economia. Em 2018, durante o seu primeiro mandato, Trump impôs tarifas sobre as exportações chinesas no valor de 60.000 milhões de dólares anuais, ao que a China respondeu com tarifas sobre a soja proveniente dos Estados Unidos. Em 2020, a pandemia da COVID-19 interrompeu as cadeias de fornecimento e elevou o custo das «*commodities*». E, em 2022, a guerra na Ucrânia encareceu ainda mais os preços e mostrou a vontade dos EUA de recorrer aos embargos.

Em 2023, o valor das importações de matérias-primas da China alcançou um máximo histórico de 810.000 milhões de dólares (um aumento de 16% face ao ano anterior), dos quais cerca de 45% corresponderam a compras de crude e derivados e pouco mais de 30% a metais industriais. Além disso, os dados relativos a 2024 indicam que, entre janeiro e novembro, o valor das importações das principais matérias-primas continuou a crescer e foi 1,5% superior ao valor registado no período homólogo.

Outra questão que pode ajudar a esclarecer a estratégia de acumulação de matérias-primas é o nível de existências acumuladas. O Estado chinês mantém sob rigoroso sigilo as informações sobre as suas reservas de emergência, o que complica o seu cálculo. Contudo, no último plano quinquenal (2021-2025), o Governo mostrou vontade de intensificar a expansão da capacidade de armazenamento, como forma de incrementar os fluxos de importação de energia e alimentos. No caso da energia, estima-se que a capacidade atual de armazenamento de crude ascenda a cerca de 2.000 milhões de barris, equivalente a quase seis meses de consumo, enquanto a dos EUA é superior a 2.400 milhões. Para o gás natural, em 2030 a capacidade de armazenamento poderá atingir 85.000 milhões de metros cúbicos (que representam 16% da sua procura anual), face aos 130.000 milhões de metros cúbicos dos EUA (suficientes para satisfazer 15% da sua procura). Neste âmbito, a Bolsa de Futuros de Xangai acompanha os níveis de existências de uma série de metais e materiais energéticos⁶ depositados em armazéns por todo o país. Entre janeiro e novembro de 2024, todas as referências mostraram um aumento superior a 100% (à exceção do zinco, que registava um aumento de 84%), tendo atingido os níveis máximos de acumulação entre junho e julho, dependendo do produto.

Estará a China a preparar-se para um futuro mais hostil?

Com efeito, o aumento das existências de matérias-primas observado pode estar relacionado com o decréscimo da atividade económica chinesa, levando a um menor consumo destes produtos. No entanto, se tivermos em conta o contexto internacional que começa a tomar forma para 2025, podemos encontrar diferentes argumentos que jus-

6. Cobre, alumínio, zinco, chumbo, níquel, estanho, ouro, prata, aço e crude, entre outros.

tificariam a intensificação do aprovisionamento de matérias-primas da China. Em primeiro lugar, apesar das recentes políticas económicas do Governo, a China pode estar a preparar-se para um ciclo de crescimento mais estável a médio prazo e pretender libertar-se dos fornecimentos do Ocidente. Em segundo lugar, a China pode estar a alargar as infraestruturas de armazenamento⁷ e a antecipar as compras de «*commodities*» na expectativa do aumento das tarifas anunciadas por Trump a partir de fevereiro. Outra explicação pode ser que a China se esteja a preparar para fazer face a novas ameaças geopolíticas. Neste sentido, a influência dos EUA sobre o estreito de Malaca é um aspeto crucial para a China, já que dois terços das mercadorias que atravessam as suas águas têm como destino a China. Por fim, a Comissão de Segurança dos EUA levanta a possibilidade de que o aprovisionamento de metais e minerais possa estar relacionado com uma potencial incursão da China em Taiwan.⁸ Alguns analistas financeiros relacionam este argumento com o aumento das compras de ouro da China (as existências de ouro terão aumentado mais de 400% entre abril e dezembro de 2024) e a redução da posse de dívida norte-americana (-6,9% entre janeiro e novembro) como uma possível forma de proteção face a qualquer sanção do Ocidente sobre as suas contas em dólares.

Uma vez que estes fatores continuarão presentes em 2025, é expeável que o Governo chinês mantenha o ritmo de acumulação de reservas de matérias-primas, ou até que o possa intensificar caso haja tensões que afetem alguns dos mesmos. Nesse caso, acreditamos que tal conduziria, muito provavelmente, a uma maior pressão ascendente sobre os preços das «*commodities*», em resultado do aumento da procura da China e da maior afetação de prémios de risco nos mercados financeiros.

7. Na China, os armazéns de reservas estratégicas incluem tanques, silos e armazéns privados aos quais o Estado tem acesso em momentos de crise.

8. Ver U.S.- China Economic and Security Review Commission, Gregory Wischer Testimony.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,90	3,15	-25	-25,0	-160,0
Euribor 3 meses	2,59	2,71	-13	-12,5	-130,6
Euribor 12 meses	2,52	2,46	6	5,9	-113,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,14	2,24	-10	-10,4	-118,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,12	2,08	4	3,7	-51,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,46	2,37	9	9,3	14,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,07	3,06	1	0,7	-17,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,88	2,85	3	3,0	-25,0
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,30	4,31	0	-0,3	-101,2
Dívida pública a 1 ano	4,15	4,14	1	0,6	-65,8
Dívida pública a 2 anos	4,20	4,24	-4	-4,5	-23,2
Dívida pública a 10 anos	4,54	4,57	-3	-3,0	41,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	58	-5	-4,6	-6,7
Itraxx Financeiro Sénior	60	64	-4	-4,2	-11,7
Itraxx Financeiro Subordinado	105	112	-7	-7,0	-26,6

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,036	1,035	0,1	0,1	-3,8
EUR/JPY (ienes por euro)	160,780	162,780	-1,2	-1,2	0,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,836	0,827	1,0	1,0	-2,0
USD/JPY (ienes por dólar)	155,190	157,200	-1,3	-1,3	4,7

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	542,0	536,5	1,0	1,0	4,8
Brent (\$/barril)	76,8	74,6	2,8	2,8	-3,1
Ouro (\$/onça)	2.798,4	2.624,5	6,6	6,6	37,5

Mercado acionista

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.040,5	5.881,6	2,7	2,7	20,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.286,9	4.896,0	8,0	8,0	13,0
Ibex 35 (Espanha)	12.368,9	11.595,0	6,7	6,7	25,1
PSI 20 (Portugal)	6.524,3	6.377,3	2,3	2,3	5,5
Nikkei 225 (Japão)	39.572,5	39.894,5	-0,8	-0,8	9,6
MSCI emergentes	1.093,4	1.075,5	1,7	1,7	9,1