

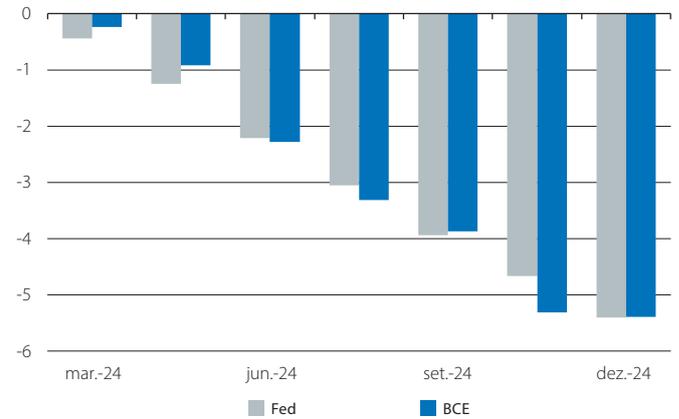
Um início de ano positivo nos mercados financeiros

As expectativas de cortes nas taxas de juro impulsionam o sentimento do mercado. A apetência dos mercados pelo risco começou em 2024, apoiada pela retórica da aterragem suave nas principais economias avançadas e por uma avaliação positiva dos dados macroeconómicos. Por conseguinte, com a perspectiva de que os bancos centrais conseguiram reduzir a inflação sem uma deterioração acentuada da atividade económica e do emprego, por enquanto, os investidores estão concentrados no próximo passo: os cortes das taxas de juro para regressar a uma política monetária neutra. Os mercados mantiveram uma leitura *dovish* dos bancos centrais e, portanto, esperam os primeiros cortes na primavera, descontando um total de cinco reduções (de 25 p. b. cada), no conjunto de 2024, tanto na Zona Euro como nos EUA. Tais expectativas conduziram a um tom positivo nas ações, que foi também reforçado pelas divulgações de resultados das empresas, que foram geralmente melhores do que o esperado pelo consenso dos analistas.

A Fed e o BCE consideram prováveis futuros cortes nas taxas, mas mantêm-se cautelosos. As reuniões de janeiro não surpreenderam, pois os bancos centrais das principais economias avançadas mantiveram, mais uma vez, as taxas de juro nos níveis atuais (o BCE manteve inalterada a taxa *depo* a 4,00% e a *refi* a 4,50%, e a Reserva Federal manteve a sua taxa de referência no intervalo de 5,25%-5,50%). Uma novidade foi o facto de, nas comunicações subsequentes, o tom parecer ter-se descontraido um pouco e os responsáveis terem reconhecido que se registaram progressos significativos na luta contra a inflação (embora sublinhando que a batalha ainda não está ganha e que ainda há algum caminho a percorrer). Os dados recentes sobre a inflação e a solidez do mercado de trabalho justificam que o BCE e a Fed ajam com cautela e não se apressem a reduzir as taxas demasiado cedo. Dessa forma, Christine Lagarde sublinhou que ainda é muito cedo para discutir cortes e evitou falar de um calendário para o BCE. Jerome Powell, por seu lado, foi explícito ao adiar a primeira redução da Fed para além de março, e as expectativas do mercado mudaram para maio (antes da reunião do FOMC, os mercados atribuíam uma probabilidade de quase 50% a um primeiro corte já em março). Outros bancos centrais seguiram uma estratégia semelhante, com o Banco de Inglaterra, o Banco do Canadá e o Norges Bank da Noruega a manterem as taxas e a indicarem que estão a avançar cautelosamente para cortes. O Banco do Japão também manteve as taxas estáveis e não fez alterações à sua política monetária, embora tenha deixado uma janela aberta para um possível relaxamento do controlo da curva de rendimentos, sinalizando uma maior confiança na possibilidade de atingir o seu objetivo de inflação.

Os rendimentos soberanos registam movimentos de vaivém. O tom cauteloso dos bancos centrais, como já foi referido, levou os mercados a prever os primeiros cortes nas taxas num futuro

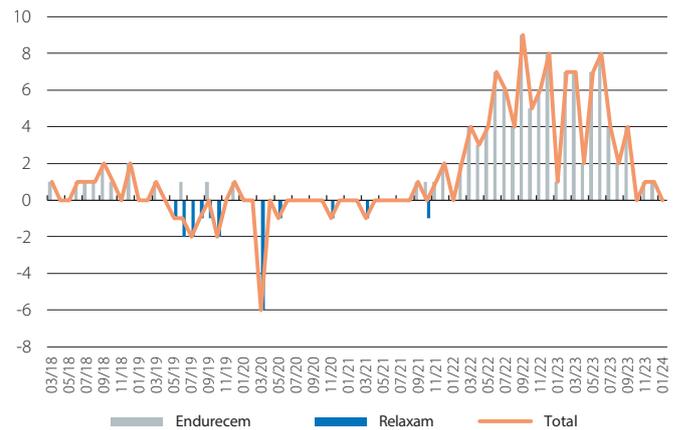
Número de cortes das taxas de juro descontados pelo mercado (Número)



Nota: Número de cortes (de 25 p. b. cada um) implicados nos forwards sobre o EFRR e a taxa OIS da Zona Euro.

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

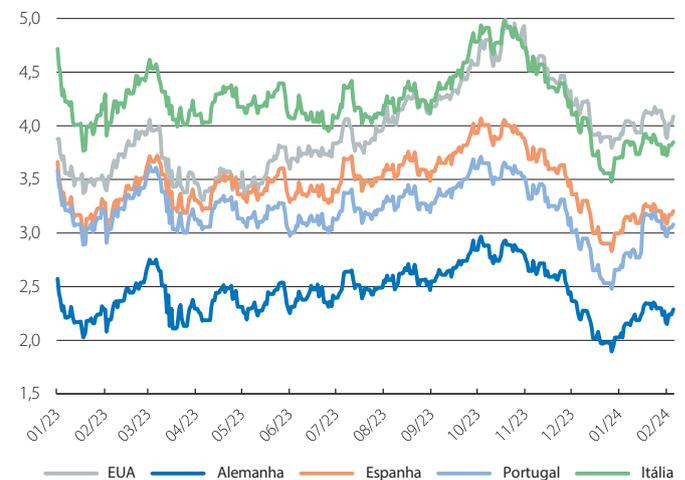
Os bancos centrais das economias avançadas estão a ajustar as taxas (Número)



Nota: Amostra de 11 economias avançadas.

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

Rentabilidade da dívida soberana a 10 anos (%)



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

próximo. Contudo, a procura de precisão quanto ao mês exato em que esses cortes terão início provocou volatilidade nas taxas de juro da dívida soberana e a probabilidade de reduções implícitas nos mercados financeiros. Ainda que na primeira quinzena de janeiro as taxas de rendibilidade soberanas tenham subido até 30 p. b. para o *bund* alemão a 10 anos e 20 p. b. para o *bund* norte-americano a 10 anos, a tendência inverteu-se significativamente após as reuniões do BCE e da Fed, com as subseqüentes quedas na extremidade mais curta das curvas a serem particularmente notáveis. A divulgação de fortes dados sobre o emprego nos EUA provocou, no entanto, uma nova reviravolta na última semana de janeiro, com a subida das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas e a volatilidade das previsões de cortes nas taxas dos bancos centrais.

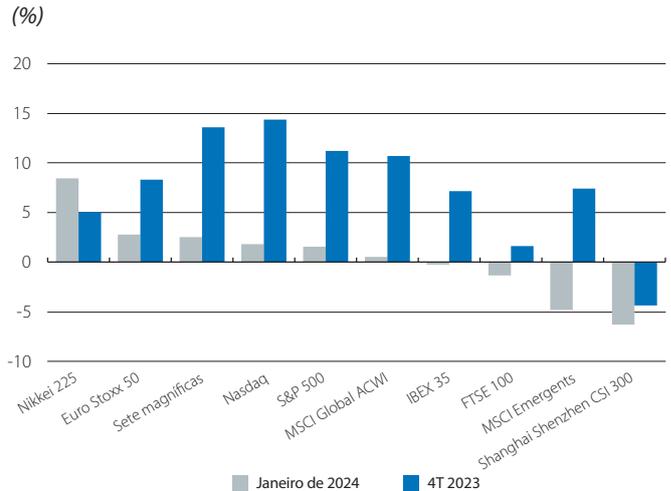
As bolsas internacionais registam mais um mês de ganhos.

De um modo geral, os mercados acionistas registaram mais um mês de ganhos, prolongando o *ralli* do último trimestre, com o sentimento dos investidores apoiado por dados económicos positivos e surpresas geralmente favoráveis no início da época de resultados das empresas do 4T 2023. O mercado bolsista japonês foi particularmente forte, subindo quase 8% no início do ano, beneficiando da perspetiva de que o Banco do Japão levará mais alguns meses para se afastar das taxas de juro negativas. Os resultados na Zona Euro foram díspares por geografia, mas o balanço global foi positivo e as principais bolsas avançaram perto de 1% (o IBEX 35 espanhol e o PSI-20 português foram a exceção e fecharam ligeiramente negativos). Nos EUA as grandes empresas tecnológicas voltaram a liderar os ganhos, levando o S&P 500 a cinco máximos consecutivos e fechando o mês com novos ganhos. A exceção do tom positivo foi a China, onde a bolsa de Xangai registou perdas de mais de 5% face às dificuldades persistentes no mercado imobiliário, e o sentimento negativo acentuou-se depois de um tribunal de Hong Kong ter ordenado a dissolução do gigante imobiliário Evergrande.

O dólar dá a volta por cima. O dólar foi outro ativo que capitalizou a narrativa e as alterações nas expetativas de taxas e, face aos fortes dados de atividade dos EUA e à possibilidade de estes poderem atrasar um pouco os primeiros cortes de taxas da Fed, valorizou-se em relação aos seus principais pares (exceto o iene) até 2%, após uma fraqueza acentuada no final do ano passado. A cotação com o euro manteve-se no intervalo entre 1,08 e 1,09 dólares, depois de ter atingido 1,10 dólares em dezembro.

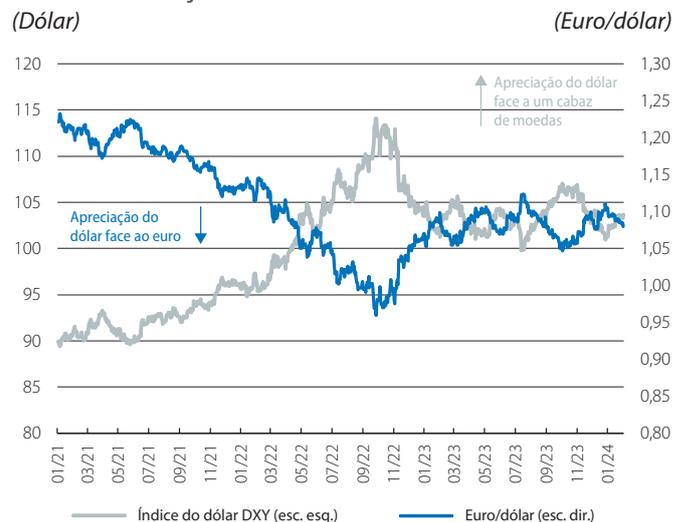
A resiliência económica estabiliza os preços da energia. A cotação do petróleo Brent, após três meses consecutivos de perdas, manteve-se relativamente estável em cerca de 80 dólares/barril em janeiro, suportada por dados favoráveis de atividade nas principais economias mundiais, que ajudaram a sustentar as expetativas de procura de crude, e pela própria incerteza gerada no mercado pelas tensões no Médio Oriente. Já o preço europeu do gás (TTF) continuou a oscilar ligeiramente abaixo dos 30 euros/MWh, um pouco abaixo da média do 4T 2023, mas ainda significativamente acima dos valores pré-pandemia.

Desempenho dos principais índices bolsistas



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

EUA: valorização do dólar



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

Petróleo e gás: evolução dos preços da energia



Fonte: Referência TTF do gás natural (esc. dir.)

Alterações nas expectativas de política monetária dos mercados financeiros

Após quase dois anos de subida das taxas de juro, em 2023, os principais bancos centrais atingiram o seu pico e reajustaram a sua estratégia: em vez de aumentar mais as taxas oficiais, a contração monetária seria canalizada através da sustentação desse pico durante algum tempo. Contudo, já no outono, os mercados financeiros questionavam esta narrativa. Porquê?

Narrativas de mercado anteriores...

Os dois primeiros gráficos mostram a evolução diária das expectativas dos mercados financeiros para a evolução futura das taxas de juro da Fed e do BCE (ou seja, as taxas implícitas).¹ Olhando para o final de 2021, a contração monetária dos últimos dois anos apanhou os investidores de surpresa: nos EUA viram as taxas da Fed a 1,25%-1,50% a 3 anos (contra os atuais 5,25%-5,50%), enquanto na Europa estavam a prever -0,20% (contra os 4,00% observados). Conforme a Fed e o BCE aumentavam as taxas, os mercados aumentavam as suas expectativas, na medida em que a restritividade cíclica da política monetária se transformou numa mudança estrutural da visão sobre as taxas de juro, com os investidores a abandonarem a narrativa de «taxas baixas sustentadas por razões estruturais» (como a produtividade e a demografia). De tal forma que, em setembro último, os mercados previam taxas de longo prazo da Fed de 3,75%-4,00% (+250 p.b. vs. expectativas pré-pandemia) e do BCE em 3,25% (+275 p.b.).

Esta narrativa do mercado foi rapidamente invertida. Mediante a análise das flutuações diárias das suas expectativas de política monetária, podemos identificar os principais acontecimentos e dados económicos que acompanharam a mudança para uma nova narrativa de cortes rápidos e sustentados das taxas em 2024. O primeiro grande movimento teve lugar a 1 de novembro do ano passado nos EUA com uma queda de mais de 15 p.b. nas implícitas a 1 ano da Fed, após a reunião do próprio banco central (onde não foram anunciadas quaisquer alterações) e os fracos números da atividade industrial (indicador ISM). O ajustamento ganhou ímpeto dois dias depois, com as implícitas a descerem novamente quase 20 p.b. na sequência de um arrefecimento nos números do emprego e do ISM dos serviços. Sem a publicação de dados importantes na Europa, as implícitas do BCE foram parcialmente arrastadas para baixo pelos EUA até 14 de novembro, uma data-chave na mudança de narrativa, quando as implícitas da Fed e do BCE caíram quase 25 p.b. e mais de 10 p.b., res-

1. Tais expectativas não são observáveis, mas inferimo-las com os *forwards* estimados (ou implícitas) de acordo com Svensson, L. E. (1994). «Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994». NBER Working Paper.

EUA: expectativas do mercado quanto à taxa diretora do Fed em diferentes horizontes



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

Zona Euro: expectativas do mercado quanto à taxa diretora do BCE em diferentes horizontes



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

petivamente, após a publicação de um PIB negativo na Zona Euro (-0,1% intertrimestral no 3T) e, sobretudo, com dados de inflação (IPC) nos EUA abaixo do esperado. O reequilíbrio do mercado foi concluído entre o final de novembro e o início de dezembro, coincidindo com dados fracos sobre o sentimento e a atividade (confiança dos consumidores, ISM e PMI), com o abrandamento da inflação europeia para 2,4% em novembro e com o testemunho de Christine Lagarde perante o Parlamento Europeu (que salientou sinais de arrefecimento no mercado de trabalho). Nesta altura, as implícitas mal reagiram aos números da inflação de novembro dos EUA e corrigiram ligeiramente em alta após a divulgação de dados que mostram uma aceleração no mercado de trabalho dos EUA em novembro.

...e as narrativas atuais

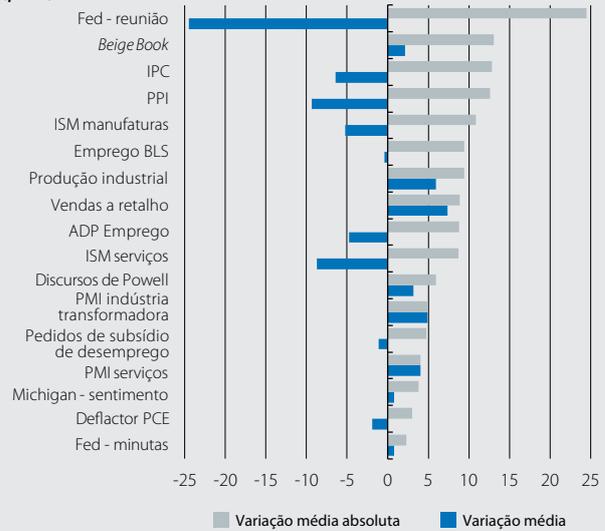
Após uma derradeira queda nas taxas implícitas nas reuniões de dezembro da Fed (-32 p.b. no dia) e do BCE (-9 p.b.), as expectativas dos investidores estabilizaram em torno de um cenário em que os mercados veem a Fed e o BCE a reduzir as taxas na primavera e a baixá-las em quase 150 p.b. em 2024, no seu conjunto. Independentemente da casuística de cada sessão de mercado e dos dados económicos, os movimentos diários evidenciados mostram um reajustamento das expectativas liderado pelos EUA e seguido pela Europa, dominado por uma leitura *dovish* das reuniões da Fed e do BCE, e especialmente desencadeado por bons dados de inflação, mas também por um arrefecimento da atividade económica (ver terceiro gráfico). O resultado foi que as implícitas a prazo a 1 ano se situaram entre 80 p.b. e 100 p.b. mais baixas do que em setembro de 2023 e, também de forma notável, reduziram significativamente as implícitas de longo prazo (em cerca de 70 p.b.), apesar da natureza cíclica do movimento².

O reajustamento das expectativas dos mercados financeiros foi abrupto³ e, uma vez consolidado, relativamente insensível a novos dados sobre a atividade ou a inflação. A evolução da inflação e das suas perspetivas, por outro lado, são um pouco mais graduais. Para além dos efeitos de base que, especialmente na comparação homóloga dos preços da energia, contribuíram para a rápida desinflação, indicadores mais em tempo real, como o *momentum*,⁴ já permitem vislumbrar o objetivo de 2% para a inflação, mas também sublinham que ainda há algum caminho a percorrer. Na Zona Euro, por exemplo, a percentagem de preços do cabaz com um *momentum* superior a 2,5% caiu de 65% no verão para 38% em dezembro, uma descida notável mas ainda longe do nível pré-pandémico de 15%. Nos EUA, esta percentagem normalizou para os níveis pré-pandémicos, mas com uma diferença não negligenciável: a habitação, uma das mais de 80 rubricas da análise, que representa mais de 30% do cabaz global, apresenta um *momentum* superior a 5% e está a demorar mais tempo do que o previsto a arrefecer.⁵

A par desta nova narrativa do mercado, os bancos centrais também apontam para cortes nas taxas em 2024, mas de forma mais cautelosa. Porventura por reconhecerem, tal

2. Em termos formais, as taxas de longo prazo da Fed e do BCE devem refletir fatores estruturais e ser pouco influenciadas por flutuações de curto prazo nos dados económicos. A volatilidade observada nas implícitas sugere, no entanto, que as expectativas do mercado não correspondem a este pressuposto.
 3. Nos EUA, só quatro sessões somaram (cumulativamente) uma descida bruta das expectativas de 90 p.b.
 4. O *momentum* consiste na variação trimestral homóloga do IPC corrigido de sazonalidade e capta melhor as tendências recentes do que as variações homólogas (que são mais afetadas por efeitos de base). Em dezembro, foi de 1,2% na Zona Euro e de 2,8% nos EUA.
 5. Consulte o Focus «A importância das rendas para a inflação nos EUA» in IM09/2023.

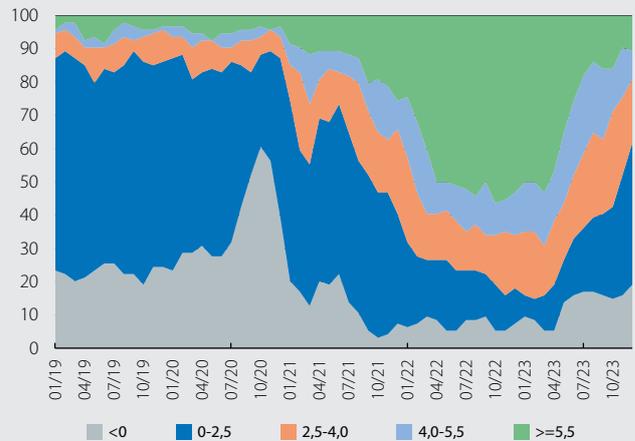
Variação das taxas implícitas da Fed de acordo com o indicador publicado (p. b.)



Notas: O período analisado vai de 30/09/2023 a 19/01/2024. Taxa de juro implícita fed funds a um horizonte futuro de um ano.

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

Zona Euro: composição do IHPC global em função do momentum das componentes (% das componentes do cabaz)



Notas: O momentum é definido como a variação trimestral homóloga do IHPC (corrigido de sazonalidade). A composição baseia-se na repartição do IHPC em 94 componentes.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

como os mercados, os bons dados relativos à inflação, mas antes de tomarem uma atitude querem ter um elevado grau de confiança de que a inflação regressará em breve ao objetivo, especialmente tendo em conta a força continuada do mercado de trabalho e a necessidade de reforçar a credibilidade após dois anos de crise inflacionista. Os valores da inflação nos próximos meses, num vasto universo de indicadores, serão fundamentais para determinar se prevalece a opinião dos mercados ou a maior prudência dos bancos centrais.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	150,0
Euribor 3 meses	3,91	3,91	0	-0,4	134,0
Euribor 12 meses	3,57	3,51	6	5,9	17,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,15	3,26	-11	-11,0	49,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,43	2,40	2	2,4	-19,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,17	2,02	14	14,2	-13,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,09	2,99	10	9,7	-13,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,97	2,66	31	31,3	-16,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	75,0
SOFR 3 meses	5,32	5,33	-2	-1,6	60,8
Dívida pública a 1 ano	4,71	4,76	-6	-5,5	-13,7
Dívida pública a 2 anos	4,21	4,25	-4	-4,3	-26,6
Dívida pública a 10 anos	3,91	3,88	3	3,3	27,3

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	59	1	1,3	-14,8
Itraxx Financeiro Sénior	70	67	3	3,4	-14,0
Itraxx Financeiro Subordinado	131	123	8	8,4	-16,7

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,082	1,104	-2,0	-2,0	0,9
EUR/JPY (ienes por euro)	158,950	155,720	2,1	2,1	11,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,853	0,867	-1,7	-1,7	-4,5
USD/JPY (ienes por dólar)	146,920	141,040	4,2	4,2	10,7

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	521,5	510,3	2,2	2,2	-5,4
Brent (\$/barril)	81,7	77,0	6,1	6,1	0,9
Ouro (\$/onça)	2.039,5	2.063,0	-1,1	-1,1	9,2

Rendimento variável

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.845,7	4.769,8	1,6	1,6	17,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.648,4	4.521,4	2,8	2,8	10,5
Ibex 35 (Espanha)	10.077,7	10.102,1	-0,2	-0,2	10,0
PSI 20 (Portugal)	6.322,8	6.396,5	-1,2	-1,2	7,0
Nikkei 225 (Japão)	36.286,7	33.464,2	8,4	8,4	31,0
MSCI emergentes	975,8	1.023,7	-4,7	-4,7	-3,8