

## Mercados em vésperas de eleições e incerteza política em junho

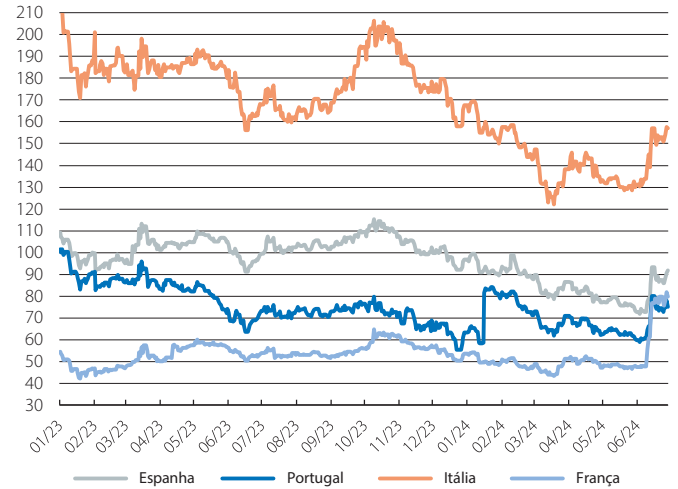
**Incerteza política, a principal fonte de volatilidade do mercado.** Em junho, esta fonte de instabilidade reduziu a apetência dos investidores pelo risco e, embora tenha permanecido elevada, moderou-se acentuadamente em relação a maio. Já nos mercados desenvolvidos, embora as eleições europeias não tenham trazido grandes surpresas em termos agregados, implicaram a marcação de eleições legislativas antecipadas por parte do Presidente Macron, o que desencadeou alguma turbulência nos mercados financeiros europeus, com um alargamento dos prémios de risco soberano e quedas nos mercados acionistas (os movimentos foram relativamente intensos em França, enquanto o contágio às restantes economias foi moderado). Do outro lado do Atlântico, por outro lado, a bolsa americana manteve-se em alta e as taxas dos *treasuries* desceram devido a uma combinação de pressões de dados de inflação mais baixos e de uma atividade económica sólida. Entretanto, nos mercados emergentes, as eleições mexicanas foram acompanhadas de perdas nos ativos financeiros locais, enquanto os ativos indianos e sul-africanos, que também registaram quedas pós-eleitorais, recuperaram durante o mês de junho.

**Divergência entre os bancos centrais das economias desenvolvidas.** Os bancos centrais das economias desenvolvidas, depois de terem estado em sintonia durante muitos meses, estão a começar a mostrar sensibilidades diferentes em relação às taxas de juro. Em junho, o BCE reduziu, tal como antecipado, em 25 p.b. as suas taxas de referência (colocando a taxa *depo* em 3,75%), embora, desde a reunião, os seus responsáveis tenham feito um esforço para arrefecer as expectativas de um novo corte em julho, e as expectativas dos investidores apontem para o próximo corte na reunião de setembro, se a economia evoluir como é suposto. Por sua vez, a Fed manteve as taxas inalteradas em junho, embora os seus membros tenham assinalado uma menor propensão para reduzir as taxas este ano (em particular, em comparação com as três reduções de taxas assinaladas em março, o *dot plot* de junho apontava para apenas um corte de taxas em 2024, embora com um número significativo de membros a defender dois). Deste modo, no final de junho, as taxas implícitas no mercado monetário previam uma nova redução das taxas do BCE em setembro e, com uma probabilidade de 60%, outra em dezembro, enquanto para a Fed os mercados previam uma primeira redução em setembro (probabilidade de 70%) e outra em dezembro. Em contrapartida, tanto o Banco do Canadá como o Banco da Suíça baixaram as taxas em junho (no caso da Suíça, pela segunda vez este ano), enquanto os outros grandes bancos centrais desenvolvidos não fizeram alterações. O Banco do Japão destacou-se como o único com perspetivas de subida das taxas até ao final de 2024 e em 2025.

**Aumento dos prémios de risco periféricos num contexto de queda dos rendimentos soberanos.** O aumento da incerteza política na Zona Euro e alguns dados sobre a atividade económica inferiores ao esperado em junho resultaram numa forte deslocação em sentido descendente da curva de rendimentos

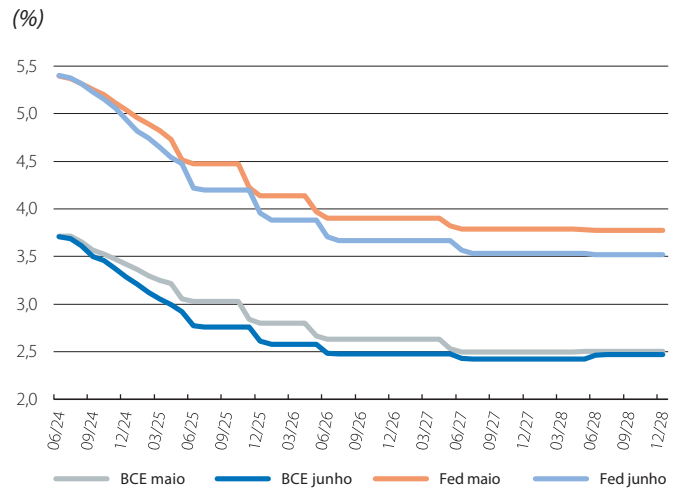
### Zona Euro: prémios de risco soberano

Spread com a taxa de juro soberana da Alemanha (p. b.)



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

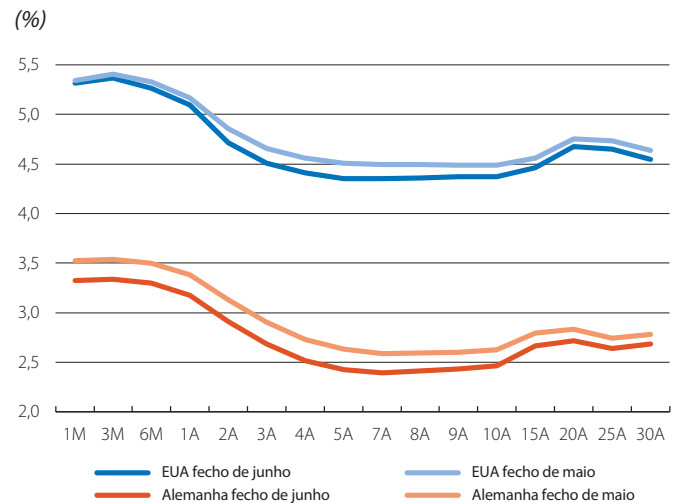
### Taxas implícitas para o BCE e a Fed



Nota: Expectativas das taxas de juro diretoras do BCE (depo) e da Fed (fed funds) implícitas nas taxas do mercado monetário.

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

### Curvas de rendimento soberano da Alemanha e dos EUA



Nota: Taxas de juro soberanas em vários prazos, de 1 mês (1M) a 30 anos (30A).

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

soberanos alemães, mais pronunciada na parte curta do que na parte longa. Ao mesmo tempo, os prémios de risco dos países periféricos a 10 anos aumentaram significativamente durante o mês, com o prémio francês a liderar o movimento (mais de 30 p.b.) e a induzir algum contágio aos restantes países periféricos (Itália mais de 25 p.b., Espanha perto de 20 p.b. e Portugal cerca de 15 p.b.). O aumento do prémio francês levou-o para níveis não observados desde 2012 e ligeiramente superiores aos de Portugal. Contudo, a curva dos EUA também se deslocou no sentido descendente.

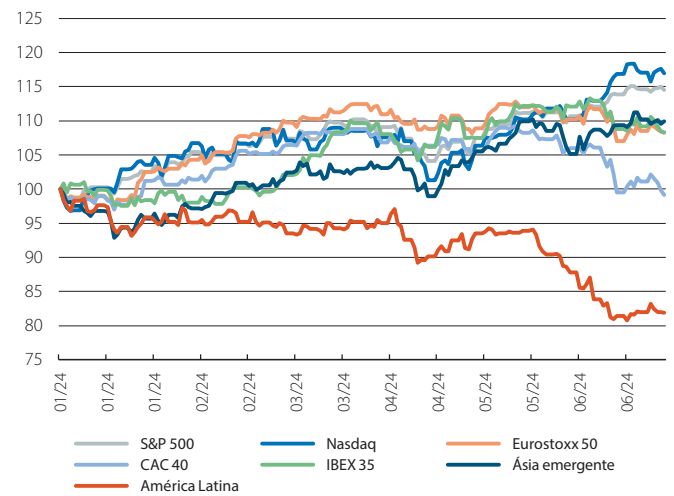
**O desempenho das grandes ações tecnológicas destaca-se uma vez mais.** Os resultados dos mercados bolsistas europeus e norte-americanos em junho foram mistos. No caso dos primeiros, a incerteza política e o aumento dos *spreads* periféricos contagiaram os ativos de risco, provocando perdas no CAC 40 francês e nos restantes índices nacionais. Nos Estados Unidos, as grandes empresas tecnológicas aproveitaram mais uma vez a descida das taxas soberanas e a perspectiva de descida das taxas de juro. Associado ao interesse sustentado dos investidores em empresas relacionadas com a inteligência artificial, este facto gerou ganhos no índice Nasdaq e impulsionou o S&P 500, que registou novos máximos históricos. No entanto, este bom desempenho não foi generalizado, e tanto o S&P 500 ponderado por igual como o Russell 2000 sofreram quedas no mês. Os índices das economias emergentes, pelo contrário, tiveram um bom desempenho, graças às bolsas asiáticas (excluindo os índices chineses) e apesar do mau desempenho das bolsas latino-americanas, nomeadamente a mexicana, que registou fortes perdas em junho.

**Vários ventos favoráveis reforçam o dólar.** A moeda americana beneficiou da força macroeconómica dos EUA, bem como dos vários fatores de risco geopolíticos mundiais, e apreciou mais de 1% face a um cabaz de outras moedas importantes. Dentre as moedas emergentes, o peso mexicano depreciou (perdendo quase 8% no mês) e as outras moedas latino-americanas (COP, BRL e CLP), pesadas por fatores políticos e diferentes expectativas de deterioração fiscal a médio prazo. Nas moedas das economias desenvolvidas, tanto o euro como a libra esterlina enfraqueceram face ao dólar em junho, perante o aumento da incerteza política. Em contrapartida, o yen voltou a enfraquecer durante mais um mês, atingindo um mínimo de 38 anos, apesar do endurecimento do tom dos responsáveis políticos do Banco do Japão nas últimas semanas.

**O risco geopolítico também impulsiona os preços do crude.** Um mês de ganhos para o crude, num contexto marcado pelo anúncio da OPEP+ de que vai prolongar os atuais cortes de produção até outubro, altura em que começará a revertê-los gradualmente, bem como pela instabilidade geopolítica mundial e pela fraca procura chinesa, que impediu novos avanços. A valorização dos metais, sustentada e significativa até agora este ano (e, em muitos casos, com sinais de continuação, como analisamos no Focus «Os metais podem ganhar mais “brilho”?» deste relatório), teve uma pausa em junho, em parte devido a uma maior confiança dos investidores na evolução futura da política monetária da Fed, confiança essa que, em junho, tornou os metais menos atrativos como *hedge* ou ativo de cobertura.

**Desempenho dos principais índices bolsistas**

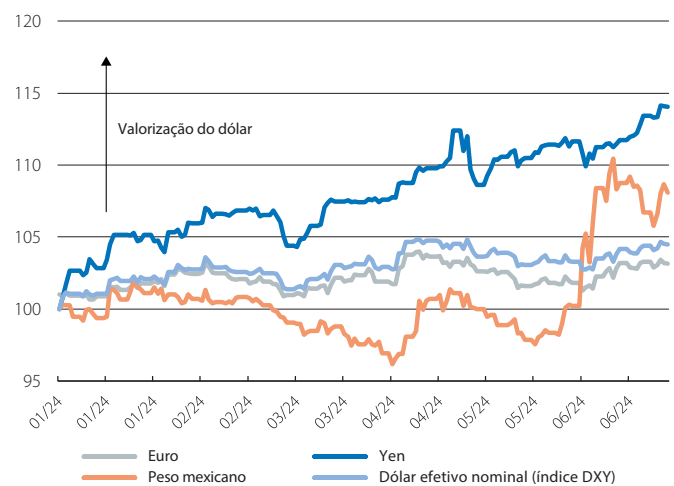
Índice (100 = 31/12/2023)



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

**Moedas selecionadas em relação ao dólar**

Índice (100 = 01/01/2024)



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

**Matérias-primas: preços**

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2022	2023
<b>Commodities</b>	Índice	101,0	-1,9	2,4	13,8	-12,6
<b>Energia</b>	Índice	32,3	3,6	5,1	33,5	-25,6
Brent	\$/barril	86,4	5,9	12,2	10,5	-10,3
Gás natural (Europa)	€/MWh	34,5	0,8	6,6	8,5	-57,6
<b>Metais preciosos</b>	Índice	250,6	-1,2	12,0	-1,9	4,1
Ouro	\$/onça	2.326,8	0,0	12,8	-0,3	13,1
<b>Metais industriais</b>	Índice	151,4	-5,7	6,1	-4,4	-13,7
Alumínio	\$/Tm	2.524,5	-4,8	5,9	-15,3	0,3
Cobre	\$/Tm	9.599,0	-4,4	12,2	-13,9	2,2
<b>Agricultura</b>	Índice	57,0	-6,3	-8,8	13,2	-9,3
Trigo	\$/bushel	553,5	-18,4	-11,9	2,8	-20,7

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

## Os metais podem ganhar mais «brilho»?

O preço dos metais industriais<sup>1</sup> sofreu uma queda de 11% em 2023, em resultado do fraco crescimento económico. Não obstante, desde o início deste ano e, em particular, desde o final de março, assiste-se a um aumento da procura da maioria destes metais, centrada nos sectores automóvel e das energias renováveis, à medida que a atividade industrial se torna mais dinâmica a nível mundial, especialmente nos países emergentes. Esta situação, associada à persistência de restrições à oferta de alguns metais essenciais, refletiu-se no aumento dos preços da maioria destas matérias-primas. Por exemplo, no grupo dos metais não ferrosos, o cobre registou, este ano, um aumento de 15%, o alumínio de 6% e o níquel de 5%. O sector também melhorou a sua rentabilidade graças à redução dos custos da energia e dos transportes, o que conduziu a uma melhoria do sentimento dos investidores em relação a estes ativos.

### Um futuro de menos e mais

Procurando antecipar o comportamento dos preços dos metais industriais, a princípio, parece provável que a volatilidade continue a ser a dinâmica predominante nos próximos meses, face às forças de alta que discutimos abaixo, mas também com riscos de curto prazo, como a persistência de uma política monetária restritiva a nível mundial ou dúvidas sobre a China. Relativamente à oferta, continuará a pressão exercida pelas restrições comerciais, associada à recente proibição ocidental sobre os metais russos,<sup>2</sup> que poderá reduzir a oferta mundial de alumínio e cobre, e à imposição de limites às exportações de estanho em Myanmar e na Indonésia, que representam 40% da produção mundial do metal. Do mesmo modo, o Banco Mundial sugere que a oferta mundial de cobre será condicionada por cortes e interrupções de produção na América do Sul, bem como de zinco, à medida que os produtores respondem aos preços fracos ao longo de 2022 e 2023. Enquanto isso, espera-se que o forte desempenho do investimento da China no sector industrial e de infraestruturas ajude a compensar a fraca procura de alguns metais, como o minério de ferro, associada à fraqueza do seu sector imobiliário. Em todo o mundo, o início da redução das taxas de juro da política monetária poderá ser um estímulo não só para a atividade económica, mas também para a procura de metais comuns.

1. O índice de metais de base do Banco Mundial inclui o alumínio, o cobre, o chumbo, o níquel, o estanho e o zinco.

2. Em abril, os EUA e o Reino Unido proibiram a importação de alumínio, cobre e níquel de origem russa produzidos a partir de 13 de abril de 2024. Trata-se de uma das sanções mais diretas contra os metais russos desde o início da guerra na Ucrânia, proibindo efetivamente a entrega desses metais nos armazéns da Bolsa Mercantil de Chicago e da Bolsa de Metais de Londres (CME e LME, respetivamente), as principais bolsas de negociação e de fixação de preços dos metais a nível mundial.

### Atividade global e preços dos metais industriais

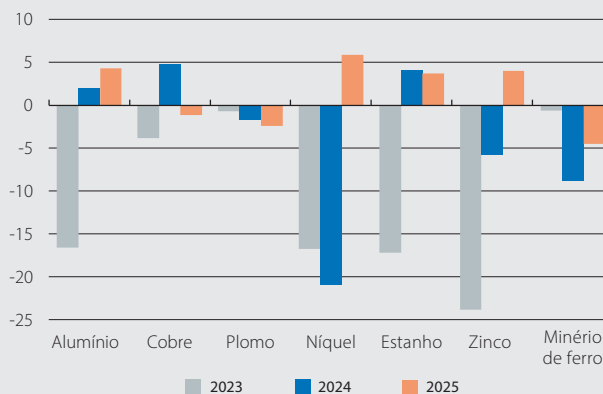


Nota: É utilizado o índice Bloomberg de metais industriais.

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

### Metais: estimativa de preços

Variação homóloga (%)



Nota: As estimativas do Banco Mundial são utilizadas para 2024 e 2025.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Mundial.

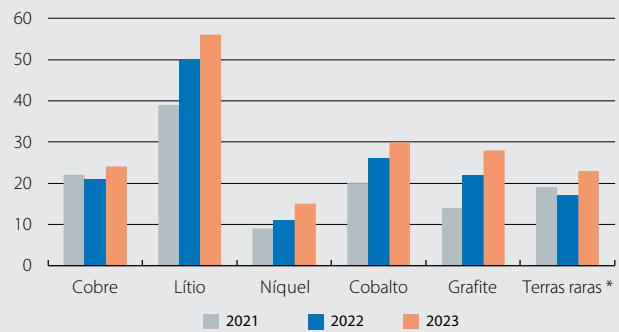
Estendendo as perspetivas para o futuro dos metais industriais, cada vez mais analistas se inclinam para um futuro em que estas matérias-primas desempenharão um papel de protagonistas e em que as tensões entre a oferta e a procura se tornarão mais frequentes e mais decisivas para os níveis de preços. De entre os argumentos que enquadram este cenário, destaca-se, em primeiro lugar, o baixo investimento no sector mineiro e extrativo nas últimas duas décadas. Os retornos pouco aliciantes de muitos investimentos em projetos de longo prazo até à data, juntamente com governos instáveis em muitos dos países produtores, levaram a uma diminuição da capacidade de produção e dos níveis de existências.

Seguidamente, o avanço das políticas de descarbonização e de sustentabilidade ambiental. Esta transição energética é um processo intensivo em metais, tanto na implementação de novas fontes de energia renováveis como na adaptação da indústria às mesmas. Estima-se que a procura de metais para fins «verdes» aumente 7% por ano até

2050 (ano em que os países da COP28 se comprometeram a reduzir as emissões líquidas de dióxido de carbono para zero), o dobro da procura combinada de alumínio e cobre nos últimos 13 anos.<sup>3</sup> Neste contexto, o cobre será ainda mais importante, porque, para além de ser o melhor condutor de energia elétrica (a seguir à prata), o desenvolvimento de parques solares e eólicos e o fabrico de veículos elétricos requerem quase o dobro do cobre que as centrais elétricas alimentadas a combustíveis fósseis e os automóveis movidos a combustíveis fósseis,<sup>4</sup> e é cada vez mais difícil e dispendioso extrair em novas minas a mesma quantidade e qualidade de metal. Em terceiro lugar, o desenvolvimento da inteligência artificial (IA) e dos centros de dados. O desenvolvimento de modelos de IA e a sua posterior utilização implicam um aumento significativo da procura de eletricidade.<sup>5</sup> Isto exige uma rede elétrica suficientemente extensa e atualizada para garantir o abastecimento, pelo que o crescimento implicará também um aumento da procura de metais.

Contudo, este cenário futuro não está isento de riscos que possam alterar a trajetória de aumento da procura e dos preços dos metais. Em primeiro lugar, há o ritmo de implementação da transição energética, que depende de muitos fatores e varia de país para país. O produto final poderá ser alterado por aspetos como o grau de empenho dos governos dos países emergentes e/ou de baixo rendimento, a falta de investimento (público e privado) em projetos de longo prazo e a emergência de riscos geopolíticos. Além disso, estes aspetos afetariam negativamente a expansão da rede elétrica mundial. Outro risco consistiria no ritmo do desenvolvimento tecnológico. Por norma, os avanços tecnológicos conduziram a uma menor utilização de metais ou a uma mudança na utilização (procura) de um metal para outro, o que levou a um relaxamento dos preços.

### A procura de metais para a transição energética (%)



**Nota:** \* Incluem o neodímio, o preseodímio, o disprosio e o térbio. A procura destes metais engloba atividades de produção de energia com baixas emissões, fabrico de veículos elétricos e baterias, tecnologia de rede e de hidrogénio.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Agência Internacional de Energia.

3. Segundo a Agência Internacional da Energia (AIE), o fabrico de um veículo elétrico requer até seis vezes mais peso de metal do que o fabrico de um veículo de combustão térmica.

4. Ver Thermal Management for EV Power Electronics 2024-2034: Forecasts, Technologies, Markets, and Trends, ID TechEx, março de 2024.

5. A AIE refere que uma pesquisa no Google baseada no ChatGPT consome quase 10 vezes mais eletricidade do que uma pesquisa tradicional.

**Taxas de juro (%)**

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	4,25	4,50	-25	-25,0	25,0
Euribor 3 meses	3,71	3,79	-7	-19,8	11,4
Euribor 12 meses	3,58	3,71	-13	6,5	-56,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,21	3,43	-23	-5,3	-40,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,83	3,10	-26	42,9	-42,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,50	2,66	-16	47,6	6,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,42	3,39	3	42,6	-2,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,25	3,26	-1	59,3	6,1
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 meses	5,32	5,34	-2	-0,7	5,6
Dívida pública a 1 ano	5,11	5,18	-7	34,8	-28,6
Dívida pública a 2 anos	4,75	4,87	-12	50,4	-18,2
Dívida pública a 10 anos	4,40	4,50	-10	51,7	54,2

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	61	53	9	2,9	-12,0
Itraxx Financeiro Sénior	72	59	13	4,8	-12,6
Itraxx Financeiro Subordinado	128	106	22	5,7	-29,6

**Taxas de câmbio**

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,071	1,085	-1,2	-3,0	-1,8
EUR/JPY (ienes por euro)	172,390	170,620	1,0	10,7	9,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,847	0,851	-0,5	-2,3	-1,5
USD/JPY (ienes por dólar)	160,880	157,310	2,3	14,1	11,2

**Matérias-primas**

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	539,3	546,2	-1,3	5,7	-2,4
Brent (\$/barril)	86,4	81,6	5,9	12,2	15,8
Ouro (\$/onça)	2.326,8	2.327,3	0,0	12,8	21,1

**Mercado Acionista**

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.460,5	5.277,5	3,5	14,5	22,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.894,0	4.983,7	-1,8	8,2	11,3
Ibex 35 (Espanha)	10.943,7	11.322,0	-3,3	8,3	13,5
PSI 20 (Portugal)	6.480,1	6.870,8	-5,7	1,3	8,2
Nikkei 225 (Japão)	39.583,1	38.487,9	2,8	18,3	17,3
MSCI emergentes	1.086,3	1.049,0	3,6	6,1	8,1