

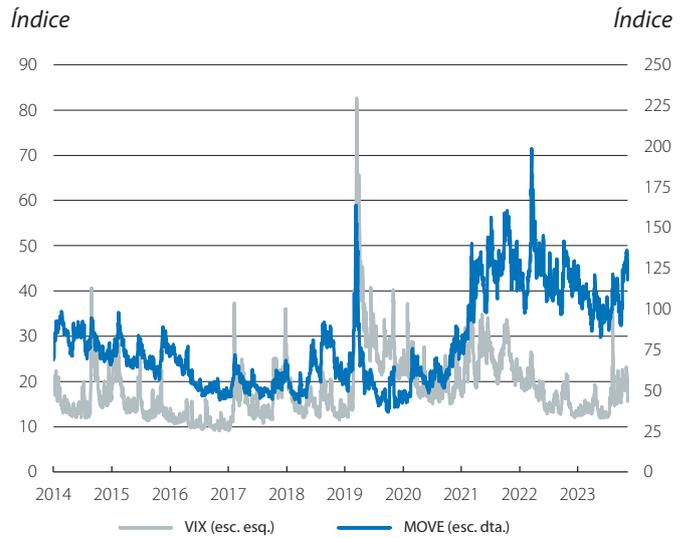
## Os mercados aguardam o duo de bancos centrais e as eleições nos EUA

**Sentimento misto nos EUA e alguma hesitação no resto do mundo.** De olhos postos nas eleições presidenciais dos EUA e nos próximos passos dos bancos centrais, os investidores globais passaram o mês de outubro a navegar em águas agitadas. Nos EUA, a incerteza eleitoral em outubro combinou-se com dados económicos que apontam para um dinamismo notável da atividade norte-americana. Esta situação levou os investidores a esperar uma Fed um pouco menos complacente e mais cautelosa no processo de redução das taxas, um ajustamento das expetativas que, juntamente com um ligeiro aumento do risco de inflação, resultou numa forte inclinação da curva de rendimentos soberanos e pesou sobre os principais índices bolsistas. Os dados macroeconómicos da Zona Euro e o reconhecimento explícito pelo BCE da fraqueza da atividade a curto prazo pesaram sobre o sentimento, que não ficou imune aos movimentos do outro lado do Atlântico. Na China, entretanto, a falta de planos de estímulo concretos deixou os investidores com um apetite reduzido pelos ativos de risco do país. Perante um sentimento hesitante dos investidores, a vitória retumbante de Donald Trump nas eleições presidenciais norte-americanas surgiu como um novo catalisador, aguçando o apetite por ativos de risco nos EUA, com notáveis recuperações do mercado bolsista e uma maior força do dólar. Embora outros ativos de risco a nível mundial tenham sofrido alguma pressão no sentido da subida, o desempenho foi mais heterogéneo, num contexto de preocupações dos investidores relativamente aos conflitos comerciais e ao aumento da incerteza.

**Os bancos centrais avançam com uma flexibilização monetária «gradual».** O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p.b. pela terceira vez desde junho, colocando a taxa *Depo* em 3,25%. A redução, acordada por unanimidade, foi acompanhada de uma certa mudança de tom nas perspetivas do cenário económico, com o BCE a constatar uma maior fraqueza da atividade económica, mas, pelo lado positivo, mais confiança para fazer baixar definitivamente a inflação. Seguiu-se o Banco de Inglaterra com um corte de 25 p.b. na taxa diretora para 4,75%, tendo o governador Bailey reiterado a intenção de manter uma estratégia de gradualismo. A fechar o ciclo de reuniões, a Fed também baixou as taxas em 25 p.b., posicionando os *fed funds* no intervalo 4,50-4,75%, depois de ter iniciado a flexibilização monetária com um primeiro corte de 50 p.b. em setembro. O tom da Fed foi cauteloso, sublinhando que a força da economia lhe permite avançar gradualmente e sem pressa para um nível neutro de taxas de juro.

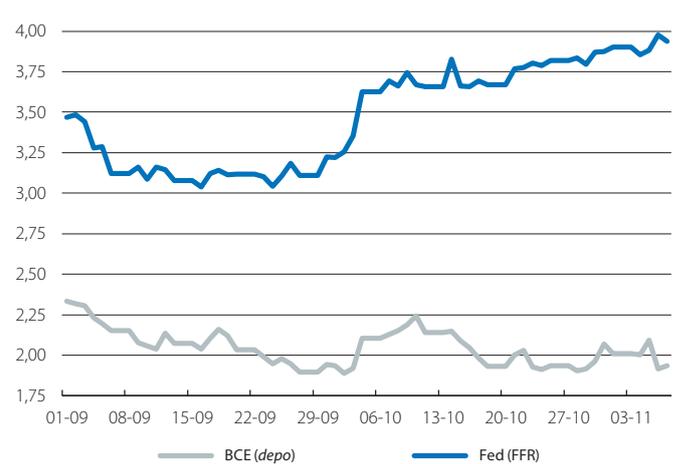
**Os mercados descontam os diferentes ritmos de redução das taxas do BCE e da Fed.** Tendo em conta o contexto económico na Zona Euro (ver a conjuntura económica internacional), os mercados de futuros monetários passaram a antecipar um BCE um pouco mais acomodaticio do que o esperado há alguns meses, enquanto nos EUA, o ambiente económico mais dinâmico levou a um reajustamento das expetativas no sentido de uma Fed mais cautelosa na redução das taxas. Por conseguinte, os mercados passaram a descontar um nível de chegada a meados

### Volatilidade nos mercados financeiros



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

### Taxas de juro oficiais esperadas em junho de 2025 de acordo com os mercados financeiros (%)



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

### Taxas de juro soberanas a 10 anos



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

de 2025 para a *Depo* a 2% (vs. 2,25% no início do verão) e para os *fed funds* no intervalo de 3,75%-4,00% (3,00%-3,25% há um mês). Esse reequilíbrio de até 75 p. b. nos EUA foi acompanhado por uma recuperação significativa das *yields* dos *treasuries* em toda a curva (+50 p.b.), com o índice de referência a 10 anos a atingir níveis de 4,40% (não vistos desde junho de 2024). Esta recuperação deveu-se em parte às expectativas de uma inflação futura mais elevada face a uma vitória de Donald Trump, tendo em conta alguns dos seus principais anúncios de campanha. As taxas soberanas da Zona Euro não ficaram imunes aos seus pares norte-americanos e, apesar das expectativas de uma política monetária mais acomodaticia, as taxas soberanas alemãs a 10 anos subiram cerca de 30 p.b. desde o início de outubro até à data da publicação, enquanto as taxas da periferia subiram cerca de 20 p.b.

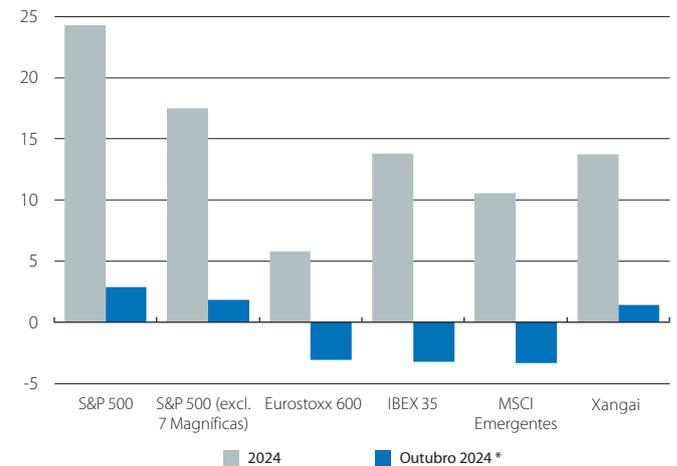
**Maior volatilidade e divergência regional nos mercados bolsistas.** O clima de incerteza eleitoral e as elevadas taxas de juro afetaram negativamente os mercados bolsistas das principais economias desenvolvidas durante grande parte do mês de outubro. Simultaneamente, os mercados emergentes enfrentaram uma volatilidade adicional devido à incerteza em torno das políticas de estímulo económico da China. Os principais índices bolsistas registaram perdas generalizadas no final de outubro. Todavia, na sequência da vitória de Trump, o chamado *Trump trade* desencadeou uma recuperação dos índices americanos, que inverteram a sua tendência. O S&P 500 e o Nasdaq subiram até 4% nos dois dias que se seguiram às eleições, atingindo novos máximos históricos. Apesar de a subida ter sido generalizada, os setores com maiores expectativas de lucro no âmbito das políticas da administração Trump, como a energia e a indústria, lideraram os ganhos. Em contrapartida, o *Trump trade* teve um efeito mais misto no resto dos mercados mundiais. Inicialmente, os mercados bolsistas da Zona Euro reagiram em baixa (embora tenham recuperado terreno nas sessões seguintes), refletindo a sensibilidade da economia europeia, fortemente orientada para a exportação e ainda muito exposta à China, a um possível ambiente de relações comerciais restritivas. Os prejuízos mais importantes concentraram-se nas empresas com elevada exposição às tarifas, como os fabricantes de automóveis alemães, e nos bancos espanhóis, dada a exposição significativa deste sector à América Latina, especialmente ao México.

**O dólar fortalece-se, apoiado pelos diferenciais de taxas de juro.** Desde o início de outubro até à data da publicação deste relatório, o dólar valorizou-se mais de 3% em relação aos seus homólogos das principais economias desenvolvidas. Para o conjunto das moedas emergentes (índice EMCI da JP Morgan), o dólar fortaleceu-se em mais de 1% desde as eleições americanas, nomeadamente em relação ao peso mexicano, embora não tenha anulado a apreciação de mais de 3% do cabaz de moedas em outubro. O dólar foi negociado face ao euro numa faixa estreita de 1,08 e 1,09 desde o início de outubro, tendo atingido 1,07 após o resultado das eleições nos EUA.

**Tom misto entre matérias-primas.** Os preços do petróleo mantiveram-se relativamente moderados, com o petróleo Brent a flutuar em torno dos 75 dólares por barril, num contexto de aumento da oferta e de revisões em baixa da procura, apesar da pressão dos conflitos geopolíticos. Entre outras matérias-primas, o TTF do gás natural subiu moderadamente acima dos 40 euros, enquanto os índices das matérias-primas agrícolas e dos metais industriais desceram em relação ao final de setembro.

**Bolsas internacionais**

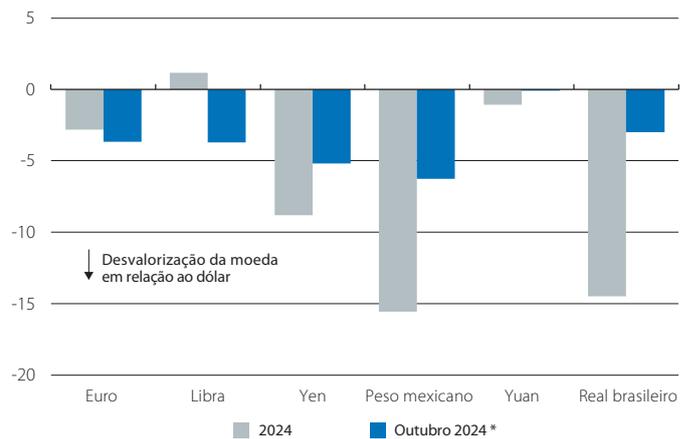
Variação acumulada no período (%)



Nota: \*Variação de todo o mês de outubro até 6 de novembro.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Moedas internacionais face ao dólar americano**

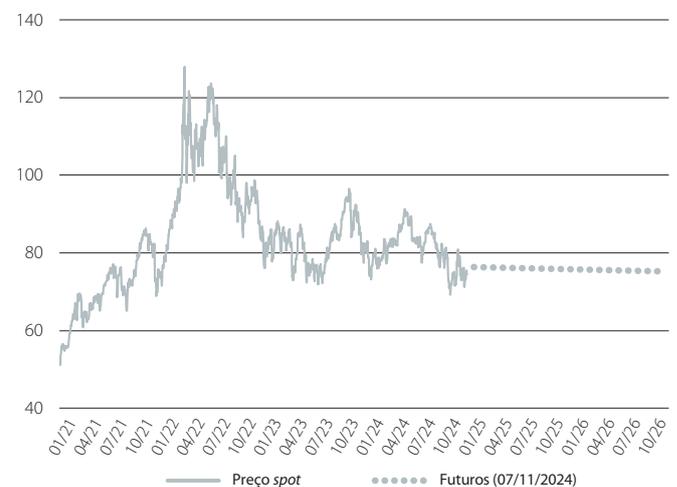
Variação acumulada no período (%)



Nota: \*Variação de todo o mês de outubro até 6 de novembro.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Preço do barril de Brent**

(Dólar/barril)



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

## Balanços: a normalização não tão visível da política monetária

O ano de 2025 deverá ser o ano da flexibilização da política monetária, com o BCE e a Fed a aproximarem as suas taxas de juro dos níveis neutros (cerca de 2% e 3%, respetivamente).<sup>1</sup> Estas reduções de taxas serão acompanhadas por uma normalização menos visível: a redução dos balanços que cresceram exponencialmente nos últimos 15 anos.

### O que é que se passa?

Os balanços do BCE e da Fed atingiram um pico em meados de 2022, atingindo quase 65% e 35% dos respetivos PIBs. Uma vez atingidos estes picos, a crise inflacionista levou os dois bancos centrais a pôr fim às compras de ativos com que tinham estimulado a economia e a começar a reduzir os seus balanços. O ritmo desta redução foi acelerado e estimamos que, até ao final de 2024, os balanços do BCE e da Fed terão diminuído 30% e 20%, respetivamente.

A contração dos balanços, nos dois lados do Atlântico, tem sido canalizada através de uma estratégia passiva que consiste em não renovar os ativos vencidos (mas sem vender ativos antes do seu vencimento).<sup>2</sup> Até à data, os mercados digeriram-na bem, sem disfunções nem turbulências e sem comprometer a flexibilização monetária iniciada com as últimas reduções das taxas de juro. A redução começou, no caso do BCE, com o fim das TLTRO-III, injeções de liquidez no sistema bancário oferecidas entre 2019 e 2021 e com vencimento entre 2021 e 2024.<sup>3</sup> Em 2023, o processo acelerou com o fim dos reinvestimentos

1. Ver o artigo «Política monetária 2025: tempo de desanuviamento» no Dossier do presente Relatório Mensal.

2. Ihrig, J., Mize, L. y Weinbach, G. C. (2017). «How does the Fed Adjust its Securities Holdings and Who is Affected?», Finance and Economics Discussion Series 2017-099, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, explicam detalhadamente a operação. No caso da Fed, quando uma obrigação do Tesouro de \$100 vence, os ativos do balanço da Fed diminuem em \$100 (especificamente, a rubrica «detenções de ativos da Reserva Federal» é reduzida). A Reserva Federal não recebe então uma entrada de 100 dólares em numerário, mas do lado do passivo a Reserva Federal vê uma diminuição de 100 dólares no saldo da conta do Tesouro dos EUA (o Tesouro tem uma conta na Reserva Federal, onde pode depositar recursos para tratar de transações relacionadas com impostos, emissão e pagamentos de obrigações soberanas, etc.). Se a Reserva Federal quisesse que este vencimento de \$100 não afetasse a dimensão do seu balanço, poderia reinvestir esses \$100 na compra de uma nova obrigação, o que aumentaria novamente em \$100 as detenções de ativos (do lado do ativo) e o saldo da conta do Tesouro (do lado do passivo).

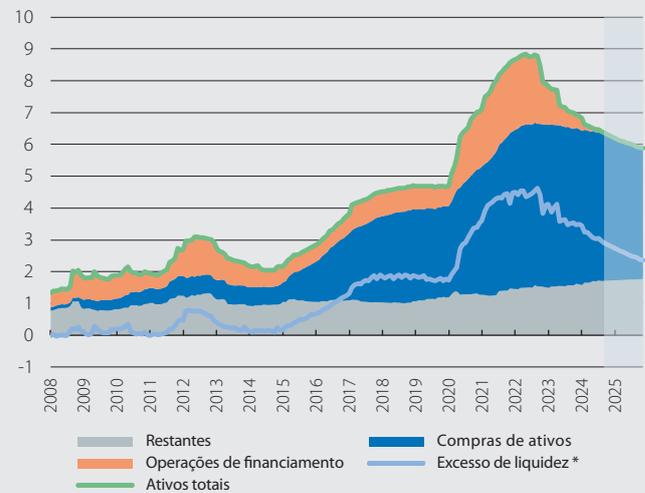
3. As TLTRO-III atingiram mais de 2 biliões de euros. A última, com apenas 29.000 milhões, vence em dezembro de 2024.

4. Em princípio, quando uma obrigação da carteira vencia, o BCE afetava 100% do montante de capital recebido a novas aquisições, mantendo estável a dimensão da carteira de obrigações. O BCE reinvestiu, entre março e junho de 2023, apenas 15.000 milhões de euros por mês (vs. vencimentos médios de 32.640 milhões) e, desde julho de 2023, não reinvestiu nenhum dos 376.800 milhões vencidos.

5. O BCE manteve o reinvestimento a 100% até junho de 2024. Em julho, começou a deixar expirar cerca de 7.500 milhões de euros por mês sem reinvestimento e cessará todos os reinvestimentos até ao final de 2024.

### BCE: ativos totais do balanço

(Biliões de euros)

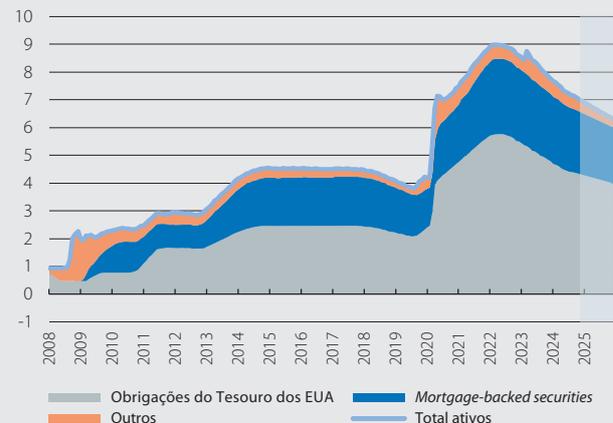


Nota: \* Depósitos na facilidade permanente de depósito menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e previsões próprias.

### Fed: ativos totais do balanço

(Biliões de dólares)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Fed e previsões próprias.

APP, o primeiro grande programa de compra de ativos lançado em 2015 e cuja carteira atingiu quase 3,5 biliões de euros: a sua redução começou com reinvestimentos parciais em março de 2023, e continua desde julho de 2023 numa base passiva com zero reinvestimentos.<sup>4</sup> Por último, a redução do balanço atingiu a sua velocidade de cruzeiro com o fim dos reinvestimentos do PEPP em 2024, o programa de aquisições relacionado com a pandemia que atingiu 1,7 biliões de euros.<sup>5</sup> Com as TLTRO-III agora concluídas e o APP e o PEPP em declínio passivo, o balanço do BCE continuará a diminuir em 2025, altura em que estimamos que poderá ser de cerca de 40% do PIB.

Esta redução começou em junho de 2022, quando a Fed deixou de reinvestir as obrigações do Tesouro e os *mortgage-backed securities* (MBS) que se vencem todos os

meses, com um máximo inicial de não-investimento de 47.500 milhões de dólares por mês (30.000 milhões de dólares em obrigações do Tesouro e 17.500 milhões de dólares em MBS). A redução acelerou em setembro de 2022 para um máximo de 95.000 milhões por mês (60.000 milhões em obrigações e 35.000 milhões em MBS),<sup>6</sup> antes de finalmente, em junho de 2024, abrandar para 60.000 milhões (25.000 milhões em obrigações e 35.000 milhões em MBS). Graças a este processo, a Reserva Federal reduziu as suas detenções de obrigações do Tesouro em 1,4 biliões de dólares e de MBS em 0,4 biliões de dólares, para 4,4 biliões de dólares e 2,3 biliões de dólares, respetivamente. Esperamos que, em 2025, a Fed mantenha um ritmo semelhante<sup>7</sup> e que o balanço se situe em torno de 25% do PIB no final do próximo ano.

### Quais são os desafios?

Prevemos que as reduções dos balanços sejam graduais e que o total dos ativos detidos pela Fed e pelo BCE se mantenha claramente acima dos seus registos pré-pandémicos. No entanto, isso não significa que não existam desafios.

Uma das questões é a relação entre a dimensão dos balanços dos bancos centrais e a abundância e distribuição de liquidez no sistema financeiro. A redução do balanço do BCE, na Europa, vai deixar-nos ainda com um amplo excesso de liquidez.<sup>8</sup> Além disso, em antecipação da redução da liquidez que, embora não em 2025, mas mais tarde, se tornará progressivamente visível, o próprio BCE reviu o seu quadro operacional para evitar que a redução da liquidez gere problemas no futuro.<sup>9</sup>

Em contrapartida, nos EUA a situação é mais instável. O objetivo da Fed é um sistema de reservas «amplos», não tão abundantes como no passado, mas suficientes para permitir que o sistema financeiro funcione sem restrições de liquidez e para assegurar que a taxa dos *fed funds* não seja materialmente sensível às variações diárias do total de reservas. É difícil estimar este nível de equilíbrio. As reservas caíram para 14% do PIB (contra um pico de 20% em 2021), e a Fed sugeriu que reservas de 10%-11%<sup>10</sup> seriam um bom ponto de partida, pelo que ainda há algum caminho a percorrer para reduzir o balanço. Este facto é também sugerido por um indicador da Reserva

6. Concretamente, a redução de MBS foi menor, com vencimentos de 17.000 milhões por mês.

7. Média de 25.000 milhões em *treasuries* e 17.000 milhões em MBS.

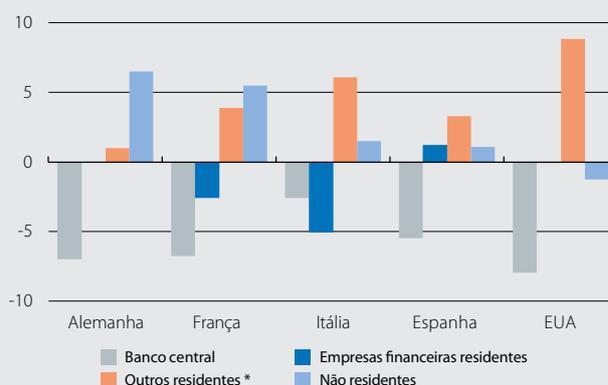
8. Transferindo a redução do APP e do PEPP para o excesso de liquidez, este terminaria 2025 em 2,4 biliões de euros. Tradicionalmente, os sinais de baixa liquidez (por exemplo, a taxa interbancária overnight a afastar-se da taxa da facilidade permanente de depósito) só surgiram quando os valores foram inferiores a 350.000 milhões.

9. Ver Focus «O BCE, a revisão» no IM12 /2023. O BCE formalizou em março de 2024 um sistema de liquidez a pedido que combina liquidez abundante e bem distribuída com uma menor presença do banco central nos mercados.

10. Waller, C. «A Conversation with Federal Reserve Governor Christopher Waller». The Brookings Institute, 2024.

### Detentores de dívida do governo geral

Variação da percentagem (da dívida total) entre o 2T 2022 e o 2T 2024 (p. p.)



Nota: \* Inclui as famílias, as sociedades não financeiras e as administrações públicas.  
Fonte: BPI Research, com base em dados das agências do Tesouro da Alemanha, França, Espanha, EUA, Banca d'Italia e BCE.

Federal de Nova Iorque,<sup>11</sup> que estima a sensibilidade dos *fed funds* a alterações nas reservas e coloca essa sensibilidade praticamente a zero. No entanto, por outro lado, surgiram fricções nos mercados monetários, como o aumento da SOFR,<sup>12</sup> num único dia de setembro, em mais de 20 p.b., o que sugere que a liquidez pode ser menos abundante do que parece.

Finalmente, a retirada das compras de ativos pelos bancos centrais suprime um importante comprador de obrigações nos mercados secundários. Nos últimos dois anos, a queda das detenções de dívida do BCE e da Fed foi significativa, mas, ao mesmo tempo, foi bem compensada pela procura por parte de investidores privados. Esta dinâmica positiva deverá manter-se em 2025, apesar de, como mostra a comparação com a emissão de dívida prevista, as compras que a Fed e o BCE deixarão de fazer serem significativas (ver último gráfico).

Em última análise, a partir de 2025, uma redução gradual das taxas de juro de referência da Fed e do BCE (que conduzirá a uma flexibilização monetária) deverá coexistir com uma redução suave da dimensão dos seus balanços e do excesso de liquidez. A redução dos balanços ajuda a diminuir a pegada de ambos os bancos centrais nos mercados financeiros<sup>13</sup> e atenua gradualmente a exposição da Fed e do BCE aos riscos de crédito e de duração. Para além disso, embora os aumentos dos balanços tenham sido uma medida de estímulo, a sua redução em 2025 e nos anos

11. Ver Afonso, G., Giannone, D., La Spada, G. e Williams, J. C. (2022, revisto em 2024). «Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve». Staff Report n.º 1019, Reserva Federal do Banco de Nova Iorque.

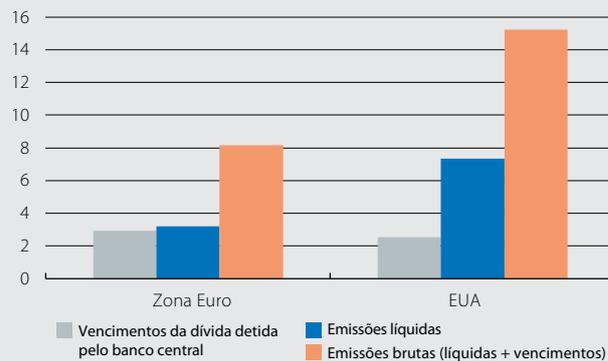
12. É a taxa de juro à qual os bancos e outras instituições financeiras se financiam *overnight* e, por conseguinte, uma medida do grau de restritividade das condições monetárias.

13. Tal contribui igualmente para atenuar a escassez de garantias, melhorando o funcionamento de mercados de *repo*, e reanima os mercados de financiamento.

seguintes não deve exercer uma restrição monetária que interfira com as reduções das taxas e arraste a economia. Primeiramente, a redução dos balanços em 2022, 2023 e 2024 foi bem digerida e, nestes anos, os mercados financeiros consideraram as taxas de referência da Fed e do BCE (e não os seus balanços) como o instrumento impulsor da política monetária. Em segundo lugar, existem diferentes razões para que a redução e o aumento do balanço não tenham efeitos simétricos: (i) os aumentos de balanço ocorrem em momentos de precariedade e de perturbação do funcionamento do mercado, ao passo que as reduções de dimensão têm lugar num cenário económico mais robusto, (ii) os aumentos dos balanços servem para assinalar o compromisso do banco central para com uma política monetária acomodatória durante muito tempo nestes tempos turbulentos, enquanto na fase de redução dos balanços a Fed e o BCE dissociaram a evolução dos balanços da evolução das taxas, e (iii) os aumentos dos balanços são rápidos e agressivos, mas a sua redução é lenta e gradual, como mostram as projeções apresentadas neste artigo.

### Obrigações soberanas: vencimentos e emissões em 2025

(% de PIB)



**Notas:** As emissões líquidas estão próximas da previsão do FMI para o défice público em 2025. A emissão para renovar os vencimentos é aproximada a partir do stock total da dívida e da sua maturidade média.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do FMI (WEO, outubro de 2024), do BCE, do Tesouro dos EUA e da Fed.

**Taxas de juro (%)**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	3,40	3,65	-25	-110,0	-110,0
Euribor 3 meses	3,06	3,28	-22	-84,7	-91,1
Euribor 12 meses	2,55	2,75	-20	-96,6	-148,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,47	2,47	0	-79,6	-117,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,28	2,07	21	-12,3	-73,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,39	2,12	27	36,6	-22,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,10	2,93	17	10,2	-56,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,80	2,70	10	14,4	-56,2
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	5,00	5,00	0	-50,0	-50,0
SOFR 3 meses	4,56	4,59	-3	-77,2	-81,0
Dívida pública a 1 ano	4,27	4,00	27	-49,3	-106,4
Dívida pública a 2 anos	4,17	3,64	53	-8,0	-76,2
Dívida pública a 10 anos	4,28	3,78	50	40,5	-20,8

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

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	59	0	0,1	-17,6
Itraxx Financeiro Sénior	65	67	-2	-1,6	-22,4
Itraxx Financeiro Subordinado	116	121	-5	-6,6	-46,1

**Taxas de câmbio**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,088	1,114	-2,3	-1,4	1,6
EUR/JPY (ienes por euro)	165,480	159,940	3,5	6,3	2,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,844	0,833	1,3	-2,7	-3,2
USD/JPY (ienes por dólar)	152,030	143,630	5,8	7,8	0,7

**Matérias-primas**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	534,4	540,3	-1,1	4,7	-0,1
Brent (\$/barril)	73,2	71,8	1,9	-5,0	-8,0
Ouro (\$/onça)	2.744,0	2.634,6	4,2	33,0	40,7

**Rendimento variável**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.705,5	5.762,5	-1,0	19,6	30,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.827,6	5.000,5	-3,5	6,8	15,5
Ibex 35 (Espanha)	11.672,6	11.877,3	-1,7	15,5	25,7
PSI 20 (Portugal)	6.532,8	6.792,9	-3,8	2,1	4,8
Nikkei 225 (Japão)	39.081,3	37.919,6	3,1	16,8	21,5
MSCI emergentes	1.119,5	1.170,9	-4,4	9,4	16,9