

Os bancos centrais ganham protagonismo

A volatilidade aumenta em todas as classes de ativos. Os mercados financeiros entraram no 2T do ano com o mesmo perfil instável que nos dois meses anteriores. Por um lado, a continuação das pressões em alta sobre os preços é acompanhada por um endurecimento da retórica dos responsáveis pela política monetária nas principais economias desenvolvidas, que concordaram com a necessidade de adotar medidas para travar os níveis de inflação atualmente elevados. Por outro lado, o aumento dos confinamentos na China na sequência do aumento dos casos de ómicron, juntamente com o escalar e intensificação da guerra na Ucrânia, aumentaram ainda mais as incertezas relativamente às perspectivas de crescimento a nível mundial. Em suma, estas componentes pesaram sobre o sentimento dos investidores, uma vez que estes antecipavam um cenário de curto a médio prazo caracterizado pela subida das taxas de juro e pela moderação do crescimento económico. A volatilidade também aumentou e alastrou-se a todas as classes de ativos, principalmente às curvas das taxas soberanas.

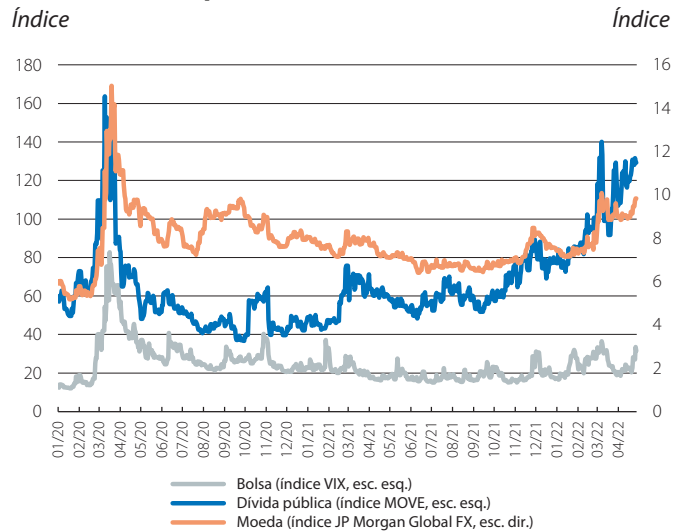
A Fed pode vir a acelerar o ritmo de subida das taxas de juro.

Embora não tenha havido uma reunião do FOMC em abril, o futuro da política monetária nos EUA captou grande parte da atenção dos investidores. O aumento da inflação em março (a geral para 8,5%), o previsível prolongamento das pressões inflacionistas durante grande parte de 2022 e a solidez do mercado de trabalho dos EUA foram argumentos suficientes para que vários membros da Fed, incluindo Jerome Powell, se revelassem mais *hawkish*. Em particular, Powell sugeriu que, enquanto a força da economia o permitisse, a Fed continuaria a contemplar a possibilidade de realizar várias subidas das taxas de juro, podendo mesmo aproximar-se de território neutro (estimado pela Fed em 2,4%) no final do ano. Estas declarações alimentaram as expectativas dos investidores de um ritmo de subida de taxas mais agressivo, que poderia começar na reunião de maio com uma subida das taxas de 50 p. b. para o intervalo 0,75%-1,00%, e levaram a um aumento das rentabilidades na curva das taxas soberanas. De igual modo, os investidores tinham considerado que, a partir de maio, a redução do balanço começaria (*quantitative tightening*) a um ritmo de 95.000 milhões de dólares por mês, como indicavam as atas da última reunião da Fed.

O BCE está também a considerar novos passos para a normalização monetária.

Na sua reunião de abril, a entidade anunciou que os indicadores económicos mais recentes reforçavam a intenção de finalizar as compras de ativos sob o APP no 3T 2022. Entre estes indicadores, Christine Lagarde salientou as expectativas de inflação, que tinham subido acima dos 2% após o início da guerra na Ucrânia, e que o Conselho de Governadores estava a acompanhar de perto devido ao risco de «desancoragem» das mesmas. Esta afirmação e as palavras de Lagarde que indicavam que o BCE começaria a aumentar as

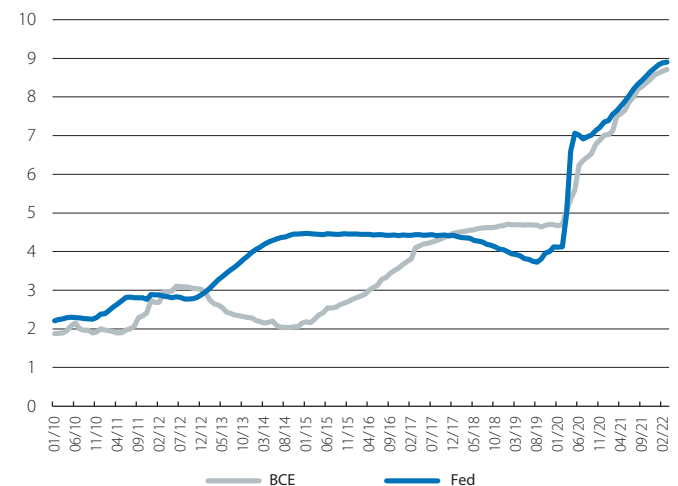
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

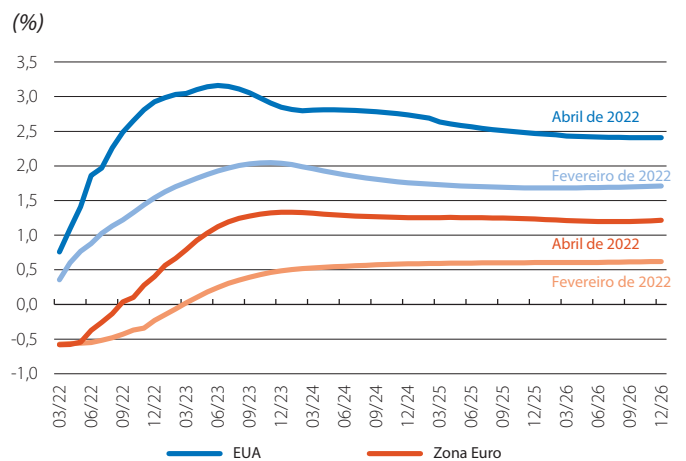
Balanço dos bancos centrais

(Biliões de euros e dólares)



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

Expectativas sobre as taxas de juro de referência da Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre o EFFR e a taxa de juro OIS da zona euro derivados com o modelo de NSS a partir de curvas de juro de mercado.

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

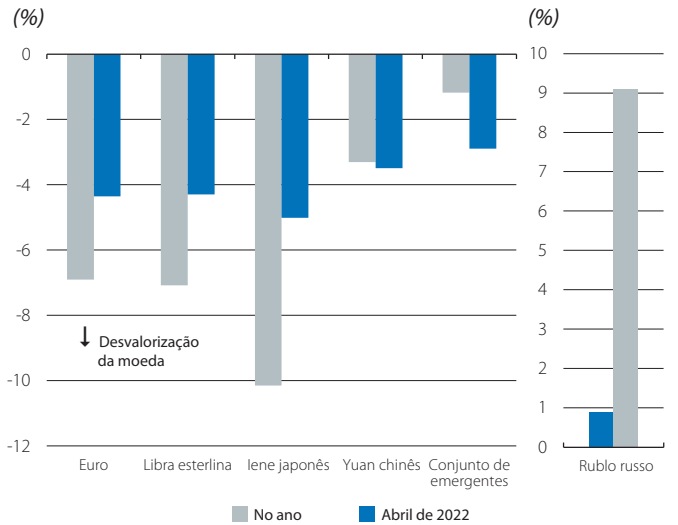
taxas «algum tempo depois» do fim da compra de ativos foram argumentos suficientes para os investidores acreditarem que este faria a sua primeira subida de taxas antes do final do ano. Isto apesar do facto de a avaliação do BCE do cenário económico não ter sido muito otimista na sequência das incertezas resultantes da guerra. No entanto, as curvas de taxas soberanas na Zona Euro recuperaram no mês com alguma intensidade, com o *bund* a 10 anos a aproximar-se de 1% e os prémios de risco periféricos a aumentarem.

Verifica-se um fortalecimento do dólar. O tom mais agressivo mostrado pelos membros da Fed contrastou com a ponderação do BCE e com o receio face às incertezas decorrentes da situação sanitária na China e da guerra na Ucrânia. Em suma, estes fatores serviram de suporte ao dólar que, favorecido pelo seu papel de ativo refúgio continuou a valorizar-se apesar de todas as suas dificuldades. Em particular, esta força tornou-se mais relevante face ao iene japonês (outra das moedas consideradas como refúgio), em que a divergência na política monetária entre as duas economias e a ausência de medidas de suporte por parte das autoridades japonesas para apoiar a sua moeda favoreceram o enfraquecimento do iene para o nível mais baixo em 20 anos.

Os preços da energia continuam muito voláteis. Durante mais um mês, a incerteza decorrente da guerra na Ucrânia foi o principal fator de instabilidade nos mercados energéticos. Por um lado, a interrupção do fornecimento de gás russo à Polónia e à Bulgária (devido à recusa do pagamento das importações em rublos) desencadeou um novo episódio de volatilidade nos preços do gás natural europeu, que foi parcialmente compensado pelo aumento das importações de gás natural liquefeito. Todas estas oscilações ocorreram enquanto a UE se debatia com a possibilidade de impor uma nova ronda de sanções à Rússia, sanções essas que poderiam afetar o mercado do gás. Por outro lado, o preço do barril de Brent manteve-se acima dos 100 dólares por barril, apoiado por novas restrições na oferta em alguns países produtores e apesar da revisão em baixa das estimativas da procura mundial de crude, na sequência do novo surto de pandemia na China.

Os mercados bolsistas registam novas descidas. A antecipação do endurecimento da política monetária, os sinais de moderação do crescimento na China e a guerra revelaram o seu impacto, durante mais um mês, sobre a apetência para o risco dos investidores e fizeram com que os principais índices bolsistas terminassem o mês com perdas, superiores a 8% no caso do S&P 500. Em segundo plano ficou o início da campanha de resultados empresariais do 1T 2022 que, apesar de revelar uma tendência generalizada de ajustamento das margens devido ao aumento da inflação, registou em termos gerais uma elevada percentagem de surpresas positivas (superior a 65% até final de abril). Por seu lado, o MSCI EM Markets cedeu quase 6%, com o fraco desempenho dos índices chineses (penalizado pela deterioração das perspetivas económicas internas e pela ação limitada do seu banco central) a juntar-se às perdas nos principais índices da América Latina.

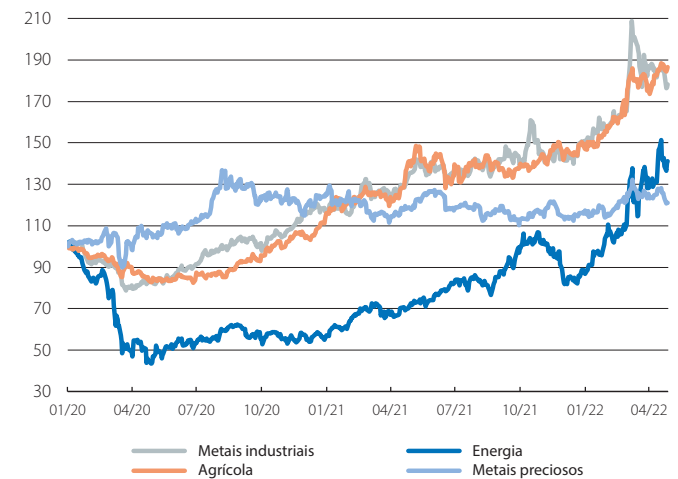
Moedas face ao dólar



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

Índice dos preços das matérias-primas

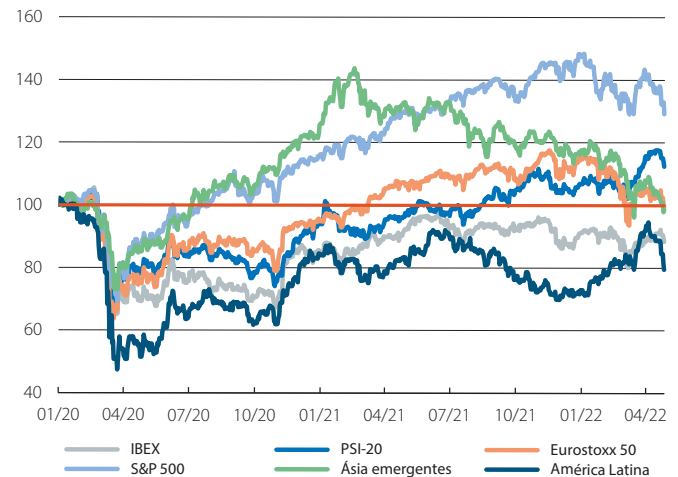
(100 = janeiro 2020)



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)



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

Sobre a subida da rentabilidade da dívida soberana

A intensificação das pressões inflacionistas, um fenómeno exacerbado pela guerra na Ucrânia, levou a uma mudança de ciclo na condução da política monetária. Para trás ficam os dias de compras massivas de obrigações por parte dos bancos centrais, enquanto as taxas oficiais estão já a ser ajustadas em alta.

Nos mercados financeiros, esta reviravolta refletiu-se num aumento acentuado na rentabilidade da dívida soberana, uma tendência que, devido ao seu papel de referência, tem também afetado outros ativos financeiros.

Nos EUA, por exemplo, os investidores esperam que a obrigação do Tesouro a 10 anos ofereça uma rentabilidade de 140 p.b. superior à de dezembro do ano passado (2,9% em final de abril). Na mesma linha, a taxa do *bund* alemão encontra-se claramente em território positivo (0,9% no final de abril) e apresenta já uma subida de 110 p.b. no decorrer do ano. No resto da Zona Euro, o aumento tem sido de cerca de 140-150 p.b. (ver o primeiro gráfico), que reflete uma resposta moderada dos prémios de risco.

O que está por detrás da subida?

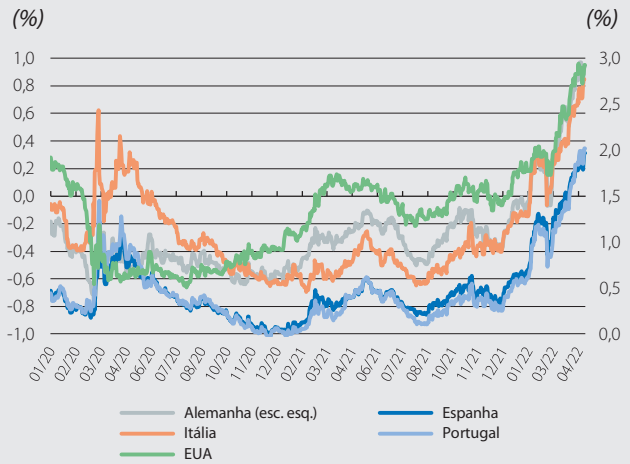
A decomposição da rentabilidade das obrigações soberanas entre as expectativas de inflação e as taxas reais revelam um comportamento algo diferenciado entre regiões (ver segundo gráfico).

Enquanto na dívida europeia o ajustamento em alta das taxas nominais se deve ao aumento da inflação esperada durante a próxima década, nos EUA o aumento na rentabilidade do *treasury* é explicada em grande medida pelo aumento das taxas reais. Nos EUA, também, o prémio de maturidade, outra componente relevante nas taxas soberanas nominais, revelou uma tendência ascendente, de acordo com as estimativas da Fed.

Estes padrões diferentes entre as duas regiões refletem provavelmente, por um lado, as diferentes posições no ciclo económico (muito mais avançadas nos EUA do que na Zona Euro) e, por outro lado, uma estratégia de retirada de estímulos mais agressiva por parte da Fed face ao BCE. Estes fatores refletiram-se numa valorização do dólar em relação ao euro (7% desde o início do ano).

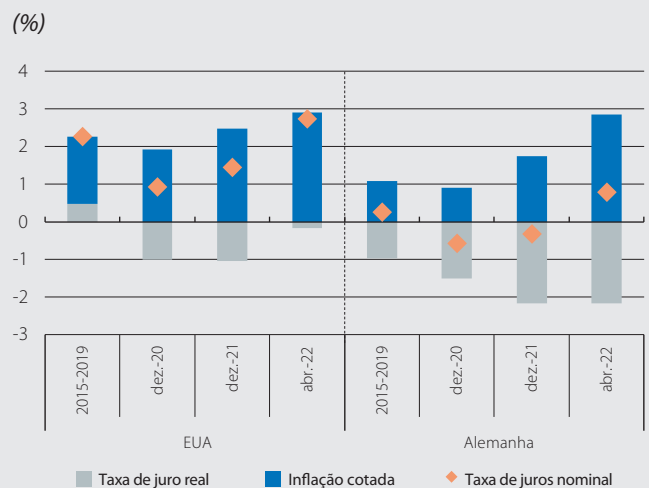
Mas, inclusive nos EUA, as taxas reais a 10 anos permanecem em território negativo, longe do intervalo anterior ao início da pandemia e muito abaixo da década anterior à crise financeira de 2008-2009. É de esperar que, à medida que a Fed avance com a normalização da política monetária, as taxas reais continuem a subir para níveis mais «normais», talvez em torno da média dos cinco anos anteriores à pandemia (0,5%-1,0% para a obrigação a 10 anos). Isto seria consistente com uma taxa nominal a

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Nota: EUA, Espanha, Itália e Portugal, escala direita.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Decomposição das taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Nota: Média do período.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

10 anos de cerca de 3,0%, assumindo que as expectativas de inflação estabilizem nos 2%.

Na Europa, esperamos que as taxas reais também aumentem, à medida que o BCE avança com o seu próprio processo de retirada, primeiro com a cessação das compras líquidas e, posteriormente, com aumentos graduais nas taxas oficiais.

Para ambas as regiões, o nível de chegada, ou de equilíbrio, das taxas reais dependerá de fatores estruturais associados, entre outros elementos, ao crescimento potencial da economia, que serão analisados de forma mais pormenorizada num outro Focus em separado.¹

1. A taxa de equilíbrio é a que satisfaz a equação de poupança igual ao investimento, ou seja, a que coloca o crescimento da economia no seu potencial. Ver o Focus «Qual a nova taxa de juro de equilíbrio?» no IM09/2017.

O que nos revela a forma da curva nos EUA?

Nesta secção centramo-nos num aspeto que tende a captar muita atenção nos mercados financeiros: a forma da curva das taxas soberanas e, em particular, a inclinação da curva do Tesouro dos EUA.

O diferencial entre as taxas em determinados troços da curva é geralmente visto pelos investidores como um barómetro das expectativas relativamente à direção da política monetária e do crescimento económico a longo prazo.

De facto, a inversão da curva das taxas soberanas tem sido um indicador que tem previsto corretamente cada recessão nos EUA dos últimos 60 anos, com a exceção do ano 1966 e o breve episódio de 1998. Não é surpreendente, portanto, que a recente inversão da curva do *treasury* para determinados troços (por exemplo, a obrigação a 10 anos *versus* a obrigação a 2 anos) tenha desencadeado alguns sinais de alarme face a uma possível recessão.

Um cenário que, no entanto, não se reflete nas previsões do consenso dos analistas, que, tal como nós, projetam um crescimento positivo do PIB para os próximos anos, embora em tendência descendente.

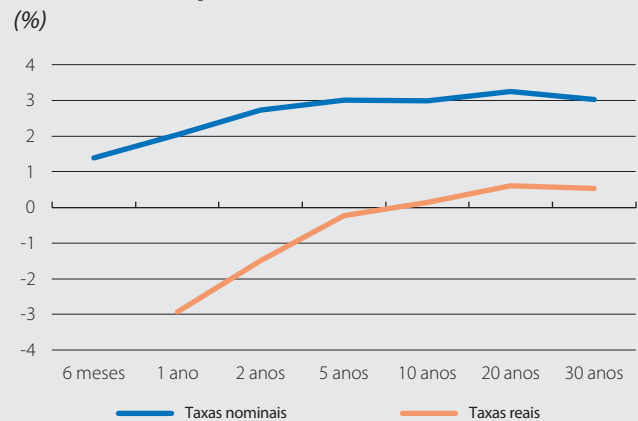
Na nossa opinião, existem vários motivos que podem explicar este dilema:

Em primeiro lugar, a curva das taxas encontra-se distorcida por fatores técnicos, o que, por sua vez, reflete a mudança abrupta na política de compra de ativos da Fed. Em apenas alguns meses, o banco central não só deixou de adicionar obrigações públicas ao seu balanço (a uma taxa mensal de 80 000 milhões de dólares), como também anunciou que espera começar a reduzir a sua carteira de ativos este ano (com um limite mensal de 60.000 milhões).

Em segundo lugar, é necessário ter em conta a velocidade a que tem também evoluído a comunicação sobre normalização nas taxas oficiais. Em apenas seis meses, o eleitor mediano da FOMC passou de rejeitar subidas nas taxas em 2022 (na reunião de setembro de 2021) para ser a favor de, pelo menos, sete aumentos este ano (na reunião de março de 2022), com vista a posicionar o intervalo de taxas acima do nível estimado para o longo prazo em 2023. Este ajustamento exerceu uma pressão em alta tanto sobre as taxas implícitas nos mercados monetários como sobre as taxas soberanas nos troços curtos da curva, que são mais condicionados pelo nível das taxas de juro oficiais.

Em terceiro lugar, a aparente distorção na curva das taxas soberanas reflete também uma trajetória algo invulgar de acordo com a inflação cotada, com níveis muito elevados nos próximos 24 meses, mas que se torna mais moderada e próxima dos objetivos do banco central, a longo prazo. De facto, nas obrigações indexadas à inflação, o diferen-

EUA : taxas de juro da dívida soberana em diferentes prazos



Nota: No fecho a 30 de abril de 2022.

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

cial de taxas no troço de 10-20 anos permanece em território positivo, próximo dos valores máximos desde 2015, mostrando poucos sinais de recessão (ver terceiro gráfico). Isto é consistente com as estimativas do nosso modelo estatístico, que, utilizando o diferencial entre taxas nominais de 3 meses e 10 anos, atribui uma probabilidade de recessão inferior a 15%, semelhante ao que a Fed declarou recentemente.²

O nosso cenário central de resiliência económica baseia-se no facto de que, por um lado, o dinamismo do mercado de trabalho e a boa posição financeira do setor privado mais do que compensarão os efeitos negativos da inflação elevada e a retirada de estímulos monetários. Por outro lado, as ruturas ao nível da oferta e o conflito na Ucrânia tenderão gradualmente a melhorar. Todavia, o balanço do risco neste cenário permanece com tendência negativa.

2. Ver <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-20220325.htm> e o Focus «Sobre a probabilidade de uma recessão nos EUA», no IM05/2018.

Taxas de juro (%)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,43	-0,46	3	14,3	10,6
Euribor 12 meses	0,17	-0,07	24	66,7	64,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,23	-0,45	22	41,4	41,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	0,26	-0,07	34	88,1	94,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,94	0,55	39	111,5	114,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,97	1,44	54	140,9	149,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,02	1,35	67	155,2	153,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,50	0,50	0	25,0	25,0
Libor 3 meses	1,33	0,96	37	112,6	115,8
Libor 12 meses	2,63	2,10	53	204,5	234,7
Dívida pública a 1 ano	2,06	1,60	46	168,2	201,0
Dívida pública a 2 anos	2,71	2,33	38	198,2	255,6
Dívida pública a 10 anos	2,93	2,34	60	142,4	130,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	90	73	17	42,1	39,9
Itraxx Financeiro Sénior	102	81	21	47,2	43,6
Itraxx Financeiro Subordinado	197	153	44	89,3	89,7

Taxas de câmbio

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,055	1,107	-4,7	-7,3	-12,3
EUR/JPY (ienes por euro)	136,950	134,670	1,7	4,6	4,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,839	0,842	-0,4	-0,3	-3,6
USD/JPY (ienes por dólar)	129,700	121,700	6,6	12,7	18,7

Matérias-primas

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	643,3	634,4	1,4	11,2	20,9
Brent (\$/barril)	109,3	107,9	1,3	40,6	62,6
Ouro (\$/onça)	1.896,9	1.937,4	-2,1	3,7	7,2

Rendimento variável

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.131,9	4.530,4	-8,8	-13,3	-1,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.802,9	3.902,5	-2,6	-11,5	-4,3
Ibex 35 (Espanha)	8.584,2	8.445,1	1,6	-1,5	-2,6
PSI 20 (Portugal)	5.930,0	6.037,0	-1,8	6,5	17,4
Nikkei 225 (Japão)	26.847,9	27.821,4	-3,5	-6,8	-6,8
MSCI emergentes	1.076,2	1.141,8	-5,7	-12,6	-20,1