

Os receios de recessão agitam os mercados financeiros

O sentimento dos investidores continua bastante frágil. Os mercados financeiros continuaram a operar num cenário de muita incerteza e volatilidade. Após três meses desde o início da invasão russa na Ucrânia, o conflito deixou de se apresentar como o principal fator de risco entre os investidores, que se mostram mais preocupados pelos sinais de enfraquecimento na recuperação económica mundial e, principalmente, pela urgência dos bancos centrais em retirar os estímulos monetários, perante a persistência das pressões inflacionistas. Os receios de um *hard landing* alimentaram uma maior procura por ativos considerados de refúgio e uma fuga generalizada dos ativos de risco. A turbulência nos mercados está a provocar uma forte tensão nas condições financeiras, transformando-se em mais um obstáculo num panorama macroeconómico mundial já de si complexo.

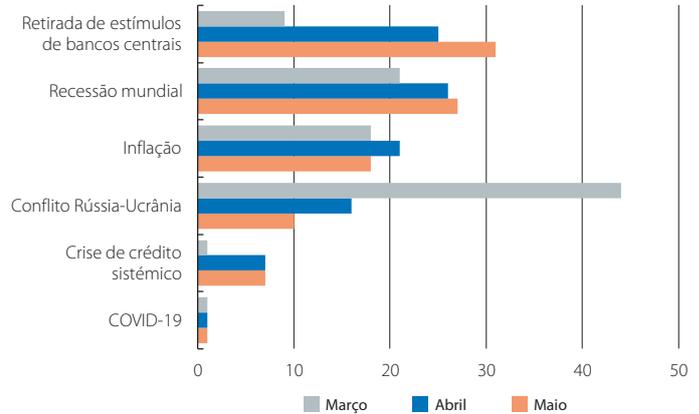
Sell off bolsista, valorização do dólar e correção nas taxas soberanas. Neste contexto, as bolsas internacionais desceram consideravelmente durante grande parte de maio, uma tendência que, no entanto, se inverteu nos últimos dias do mês. A queda foi mais pronunciada nos índices norte-americanos, onde o S&P 500 apresentou uma queda acumulada de 14% em relação ao máximo no início do ano, equivalente a metade das perdas durante a primeira vaga da COVID-19 na primavera de 2020. Na Europa, o comportamento tem sido mais misto, com quedas acumuladas desde o máximo de 12% no DAX alemão e do 4% no IBEX espanhol. A forte volatilidade refletiu-se também numa valorização do dólar, que chegou a estar cotado em 1,038 em relação ao euro, mas que recuou posteriormente e encerrou o mês perto dos 1,07. Por seu lado, a rentabilidade da dívida soberana corrigiu de forma notável nos EUA (-9 p. b. para 2,84% para os títulos com vencimento a 10 anos), mas subiu na Alemanha (+18 p. b. para 1,1%), enquanto os prémios de risco na dívida periférica da Zona Euro aumentaram.

Consenso no BCE para a subida das taxas de juro em julho. Na Zona Euro, a intensificação das pressões inflacionistas resultou no endurecimento na narrativa do BCE para eliminar as medidas de expansão monetária. Assim, as declarações dos seus membros já consideram como certo que as compras líquidas de ativos cessarão este trimestre, enquanto apontam para um consenso para iniciar o ciclo de subida nos juros oficiais em julho. Numa publicação na página do banco central, a sua presidente, Christine Lagarde, declarou esperar que o ciclo de juros negativos termine já no 3T, tendo também destacado que o processo de normalização será realizado de forma gradual e flexível. Por outro lado, os membros mais *hawkish* do Conselho de Governadores colocaram sobre a mesa a possibilidade de subidas mais agressivas a curto prazo, em linha com a cotação das taxas de juro implícitas nos mercados monetários (subidas de 100 p. b. este ano).

A Fed sobe as taxas de juro em 50 p. b. e anuncia a redução do balanço. Entretanto, na sua antecipada reunião de maio, a

Inquérito: qual considera ser principal risco nos mercados financeiros?

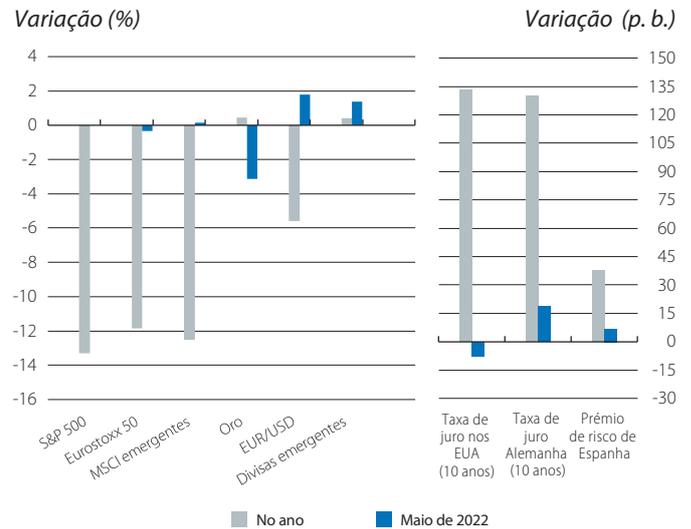
(% do total de inquiridos)



Nota: Inquérito realizado entre 288 gestores de ativos em diferentes países nas primeiras semanas do mês de referência.

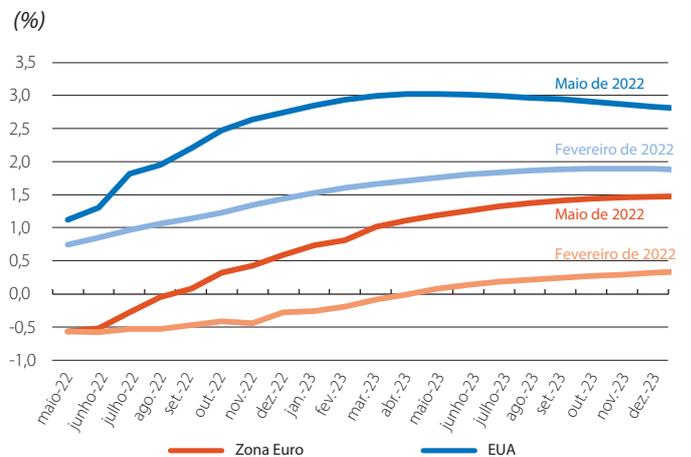
Fonte: Bank of America Global Fund Manager Survey.

Variáveis financeiras selecionadas



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

Previsões sobre as taxas de juros de referência do BCE e da Fed



Nota: Forwards sobre o EFFR e o tipo OIS da zona Euro derivada a partir de curvas de taxas de juro de mercado.

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

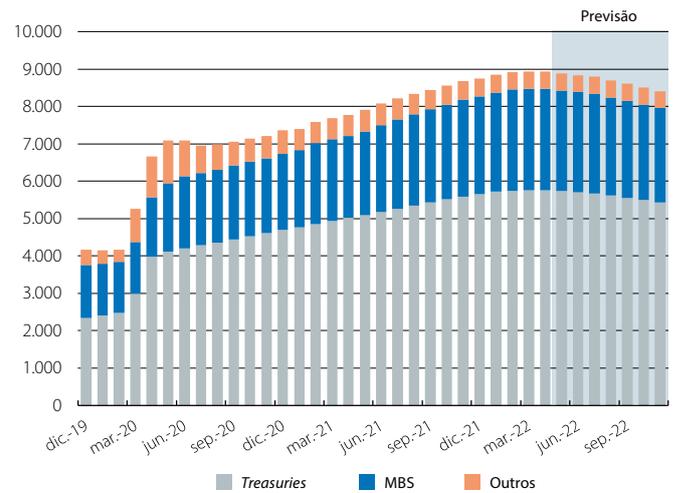
Reserva Federal dos EUA subiu as taxas de juros em 50 p. b. para o intervalo de 0,75%-1,00% e anunciou que pretende levar as taxas para níveis mais normais em breve, com aumentos semelhantes nas duas próximas reuniões (junho e julho), segundo o seu presidente, Jerome Powell. Além disso, a Fed começará a reduzir a dimensão do seu balanço a partir de junho, a um ritmo mais rápido do que no ciclo anterior (para obter mais detalhes, ver o Focus «Sobre a redução do balanço dos bancos centrais» nesta edição da informação mensal). Segundo Powell, a economia dos EUA está bem posicionada para resistir a uma política monetária mais restritiva sem necessariamente desencadear uma recessão, um cenário que, no entanto, tem sido questionado pelos investidores. Entretanto, tanto o Banco de Inglaterra como os bancos centrais da Austrália e da Nova Zelândia concordaram em aumentar as taxas oficiais nas suas reuniões de maio. A exceção continua a ser o Banco do Japão, que manteve intacta a sua política acomodatória, deixando o iene a flutuar perto dos mínimos das últimas duas décadas.

Mercados emergentes: o início da tempestade? Uma maior incerteza em relação à guerra na Ucrânia, o agravamento das condições financeiras no Ocidente, a escalada das pressões inflacionistas a nível mundial e os novos surtos em algumas regiões continuaram a deteriorar o interesse dos investidores pelos países emergentes. Assim, de acordo com o Instituto Internacional de Finanças de Espanha, verificou-se em abril uma nova descida nos fluxos monetários líquidos para estas economias (- 4000 milhões de dólares), que foram somados à descida de 7800 milhões do mês anterior. Evidencia-se também uma certa rotação a favor de regiões exportadoras de matérias-primas. Como resposta, os bancos centrais de alguns países aprovaram novas subidas nas taxas de juro oficiais, principalmente na Ásia. A exceção foi o banco central da Rússia e da China (PBoC). O primeiro anunciou um corte na taxa de referência de 300 p. b. para 11%, enquanto o segundo acordou uma descida na taxa para créditos a cinco anos, que serve de referência para os empréstimos hipotecários. O colapso nos dados económicos chineses e o tom acomodatório do PBoC refletiram-se numa nova desvalorização do yuan face às principais moedas.

A tensão nos mercados de matérias-primas não dá tréguas. Ainda que sob muita volatilidade, os preços da energia mantiveram a tendência de subida ao longo do mês, graças, principalmente, à incerteza relativamente à persistência do conflito na Ucrânia e ao agravamento nas sanções à Rússia, fatores que aumentaram as dúvidas entre os investidores face à evolução da economia mundial. Neste contexto, a procura de alternativa ao fornecimento russo na Europa ajudou a diminuir o diferencial nos preços de referência da energia entre os EUA (Henry Hub para o gás e WTI para o petróleo) e a Europa (TTF holandês e Brent). Por outro lado, os preços dos alimentos mantiveram-se em níveis elevados, com subidas acumuladas até à data este ano em 49% para o trigo e 30% para o milho. Por oposição, a redução na procura na China refletiu-se numa descida de preço dos metais industriais.

Reserva Federal: total de ativos

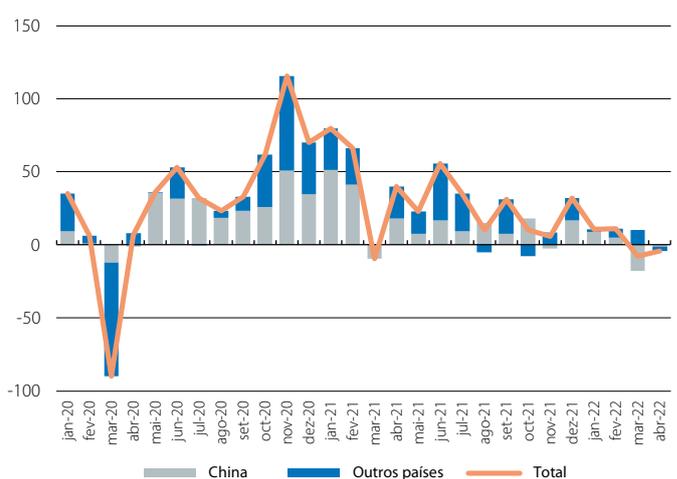
(Milhares de milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

Fluxos líquidos de capital para economias emergentes

(Milhares de milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg

Matérias-primas

	Medida	Preço	Variação (%)	
			Último mês	No ano
Commodities	Índice	132,1	2,0	33,2
Energia	Índice	57,4	10,9	85,9
Brent	\$/barril	114,0	4,3	46,6
Gás natural (Europa)	€/MWh	88,1	-11,4	25,2
Metais preciosos	Índice	216,5	-3,9	-1,2
Ouro	\$/onça	1853,5	-2,3	1,3
Paládio	\$/onça	2009,1	-13,7	5,5
Metais industriais	Índice	182,5	-8,1	5,5
Alumínio	\$/Tm	2874,0	-5,8	2,4
Níquel	\$/Tm	26 788,0	-15,7	29,1
Agrícola	Índice	76,7	-0,3	26,2
Soja	\$/bushel	1.681,0	-1,6	26,5
Trigo	\$/bushel	1148,3	10,0	49,0

Nota: Dados no final do período.

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

Sobre a redução do balanço dos bancos centrais

A intensificação das pressões inflacionistas ocorrida nos últimos meses tem obtido como resposta por parte dos bancos centrais uma retirada antecipada dos estímulos monetários, primeiro através da cessação das compras líquidas de ativos e, mais recentemente, na maioria dos casos, com aumentos das taxas oficiais. Neste artigo centrámo-nos na próxima ligação neste processo de normalização da política monetária: a redução do tamanho do balanço ou *quantitative tightening* (QT), como é conhecida no jargão financeiro.

O QT é uma medida de ordem restritiva da política monetária, através da qual os bancos centrais reposicionam nos mercados os ativos financeiros adquiridos nos seus programas de compras durante a fase de expansão monetária (obrigações, títulos e, em alguns casos, ações).

A nível operacional, os bancos centrais podem executar o QT, não reinvestindo as obrigações vencidas na sua carteira ou, se quiserem acelerar a redução do seu balanço, podem vender os ativos que detêm nos mercados a um ritmo mensal pré-estabelecido. Até à data, apenas a Fed implementou um processo de QT, concretamente no período 2017-2019.

A Fed anuncia um QT agressivo em 2022

Com um total de ativos de 8,9 biliões de dólares no final de abril, representando 37% do PIB dos EUA, a Fed confirmou na reunião de maio a sua estratégia para reduzir o tamanho do seu balanço.

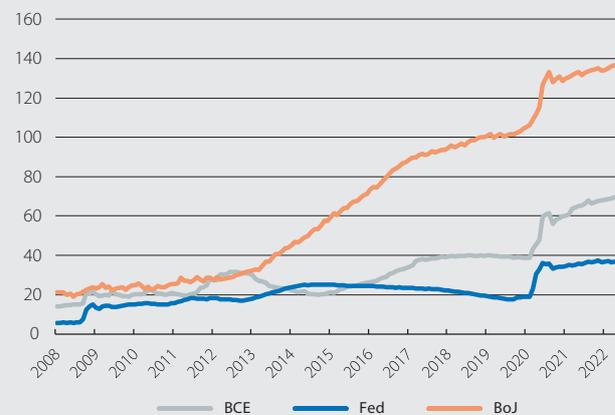
O plano estabelece uma velocidade máxima de redução do balanço de 47.500 milhões de dólares por mês, através de vencimentos de 30.000 milhões de dólares em obrigações do Tesouro e o restante em vencimentos de ativos garantidos por hipotecas (MBS, na sigla em inglês). A partir de setembro, a Fed prevê ajustar este limite para 95.000 milhões de dólares por mês (60.000 milhões em *treasuries* e 35.000 milhões em MBS).

O anúncio da redução do balanço chegou muito mais cedo no processo de normalização monetária do que no ciclo anterior, quando a Fed esperou dois anos entre a primeira subida de taxas oficiais (dezembro de 2015) e o início do QT (outono de 2017). Além disso, o ritmo de redução é agora muito mais agressivo: em 2017, a Fed estabeleceu um limite mensal de 50.000 milhões de dólares, embora na prática o ritmo inicial fosse de cerca de 10.000 milhões.

Em relação às obrigações públicas, a Fed indicou recentemente que, nos meses em que os vencimentos ficarem abaixo do limite imposto, compensará através de uma redução da sua carteira de títulos do Tesouro. No entanto, pelo menos durante 2022, os vencimentos de *treasuries*

Bancos centrais: total de ativos

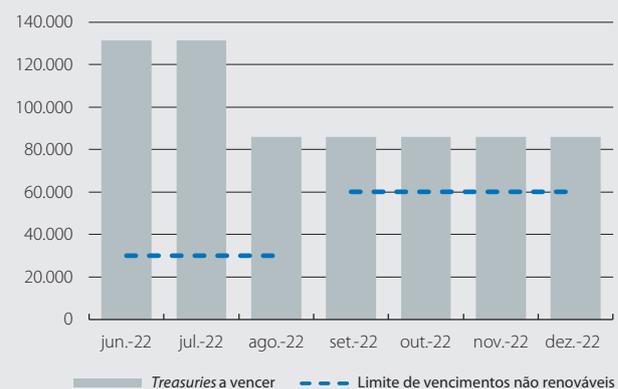
(% do PIB)



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

Fed: vencimentos de treasuries em 2022

(Milhares de milhões de dólares)



Nota: De acordo com a informação disponível até 27 de abril.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

excederão o limite fixado todos os meses, o que implicaria não só que a Fed não venda títulos ativamente, mas também que reinvesta parte dos ativos no seu vencimento (ver segundo gráfico). No que diz respeito à carteira de MBS, é muito provável que numa fase inicial o limite fixado para a sua redução não seja atingido, visto que a maioria dos vencimentos está concentrada com mais de um ano de antecedência.

Qual o impacto do QT nos mercados financeiros?

Considerando a natureza invulgar desta medida, não existe consenso na comunidade de analistas sobre o possível impacto do QT, tanto nos mercados financeiros, como na economia real.

Em termos práticos, o QT implica uma diminuição da liquidez no sistema financeiro, através de uma redução das reservas bancárias no banco central, pois serão os bancos,

entre outras instituições financeiras, que irão aumentar a exposição nos ativos que a Fed irá alienar. Assim, enquanto uma parte importante da procura destes ativos (a do banco central) é reduzida, a sua taxa de juro sobe, pelo que o QT acaba por funcionar de uma forma semelhante a outras medidas de restrição monetária.

Segundo Jerome Powell, a redução do balanço anunciado pela Fed para este ano (de cerca de 520.000 milhões de dólares ou 2,3% do PIB) seria equivalente a um aumento adicional de 25 p. b. nas taxas oficiais. Tendo esta sensibilidade como referência, o QT seria então equivalente a um aumento de 50 p. b. adicionais nas taxas oficiais do próximo ano.¹

No que diz respeito ao impacto nos mercados financeiros, o QT exerceria, em primeiro lugar, uma pressão ascendente na rentabilidade dos ativos afetados, ou seja, as obrigações públicas e privadas que veriam o seu preço baixar (e a sua taxa de juro a subir) face à maior oferta líquida. Este impacto é normalmente mais forte na parte média e longa da curva, visto que o banco central tende a concentrar as compras de obrigações nessa parte da curva. Este pico nas taxas de referência tenderia a afetar negativamente o rendimento variável, os *spreads* corporativos e a reforçar o dólar (ver no último gráfico o que aconteceu após o anúncio do QT em 2017). A dimensão do impacto e a sua persistência, contudo, são difíceis de quantificar, dado o cálculo de fatores que normalmente incorporam as cotações dos ativos financeiros.

No ciclo atual, o anúncio do QT intensificou o aumento que se vinha a observar na rentabilidade da dívida soberana,² bem como a volatilidade nos mercados de ações. Por sua vez, o dólar reforçou-se em relação a outras moedas, com uma apreciação face ao euro de 7% desde o início do ano. Acreditamos que parte do ajustamento em mercados do QT já ocorreu, pois a Fed já tinha anunciado as linhas gerais do plano em janeiro. No entanto, não excluimos novos episódios de volatilidade, assim que o QT se materializar a partir de junho.

Como é que a Fed se compara a outros bancos centrais?

O processo de redução do balanço não é único nos EUA, uma vez que outros bancos centrais já estão envolvidos neste processo. Por exemplo, o Banco de Inglaterra tem vindo a deixar os ativos vencerem na sua maturidade desde fevereiro e tem vendido ativamente parte da sua carteira de obrigações corporativas desde maio e deverá anunciar, no verão, as linhas para as vendas de obrigações

1. Segundo estimativas da Fed, uma redução de 2% do PIB no balanço do banco central equivale a um aumento de 20 p. b. nas taxas oficiais (ver <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-of-monetary-policy-instruments-20190719.htm>).

2. Ver o Focus «Sobre o aumento na rentabilidade da dívida soberana» na IM05/2022.

EUA: ativos financeiros

Nível (100 = 14 de junho de 2017) *



Nota: * Nessa data, foi formalmente anunciado como ocorreria o quantitativo tightening (QT).

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

públicas. Por sua vez, os bancos centrais do Canadá e da Austrália também estão a deixar que os ativos vençam na sua maturidade, enquanto o Riksbank da Suécia espera iniciar este processo nos próximos meses.

Por outro lado, a situação no BCE é um pouco diferente. De acordo com os comunicados oficiais, até ao final de 2024 o BCE reinvestirá os ativos do PEPP no seu vencimento e os do APP por um período prolongado após a primeira subida de taxas (que estimamos ocorra em aproximadamente dois anos). Não é possível negligenciar o risco de fragmentação financeira na zona euro se o BCE desaparecesse dos mercados de dívida. Por este motivo, é provável que o BCE, para além de continuar a reinvestir os ativos no seu vencimento durante alguns anos, proporcione flexibilidade a estes reinvestimentos, para poder aliviar eventuais tensões financeiras assimétricas entre as diferentes economias.

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	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	-0,34	-0,43	9	23,4	20,5
Euribor 12 meses	0,39	0,17	22	89,1	87,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	0,05	-0,23	28	69,1	68,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	0,50	0,26	24	112,3	116,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	1,12	0,94	18	129,9	132,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,23	1,97	25	166,0	177,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,26	2,02	24	179,4	181,0
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,00	0,50	50	75,0	75,0
Libor 3 meses	1,61	1,33	28	140,2	147,7
Libor 12 meses	2,74	2,63	11	215,7	249,5
Dívida pública a 1 ano	2,05	2,06	-1	167,4	201,5
Dívida pública a 2 anos	2,56	2,71	-16	182,4	241,2
Dívida pública a 10 anos	2,84	2,93	-9	133,4	125,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	88	90	-2	39,8	38,5
Itraxx Financeiro Sénior	97	102	-5	42,3	39,8
Itraxx Financeiro Subordinado	184	197	-13	76,0	77,0

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,073	1,055	1,8	-5,6	-12,1
EUR/JPY (ienes por euro)	138,110	136,950	0,8	5,5	3,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,852	0,839	1,6	1,2	-1,2
USD/JPY (ienes por dólar)	128,670	129,700	-0,8	11,8	17,4

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	629,5	643,3	-2,2	8,8	14,3
Brent (\$/barril)	122,8	109,3	12,3	57,9	72,2
Ouro (\$/onça)	1.837,4	1.896,9	-3,1	0,4	-3,7

Rendimento variável

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.132,2	4.131,9	0,0	-13,3	-1,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.789,2	3.802,9	-0,4	-11,8	-7,3
Ibex 35 (Espanha)	8.851,5	8.584,2	3,1	1,6	-3,6
PSI 20 (Portugal)	6.257,5	5.930,0	5,5	12,4	21,3
Nikkei 225 (Japão)	27.279,8	26.847,9	1,6	-5,3	-5,8
MSCI emergentes	1.077,7	1.076,2	0,1	-12,5	-22,4