

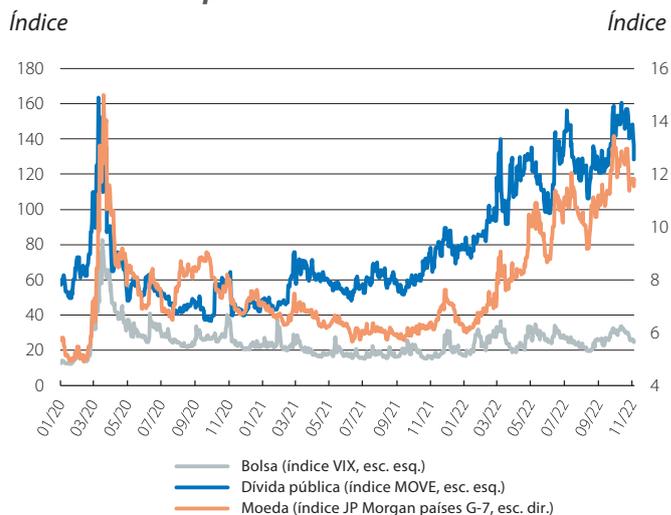
Semanas de volatilidade nos mercados financeiros

Outubro: primeira quinzena de volatilidade, segunda quinzena de crescimento. O início do 4T manteve a tendência de volatilidade e de incerteza nos mercados financeiros, apesar de ter ocorrido sob um padrão crescente ao longo de outubro. Assim, as primeiras semanas do mês caracterizaram-se por um aperto adicional das condições financeiras, devido aos sinais de persistência nas pressões inflacionistas, ao aumento das tensões geopolíticas crescentes e à tempestade que se seguiu ao anúncio de um plano de estímulo fiscal no Reino Unido. As sessões posteriores registaram uma melhoria acentuada no sentimento dos investidores, permitindo que os principais ativos de risco fechassem o mês de outubro em verde. Entre outros fatores, o otimismo na segunda parte do mês foi explicado pela possibilidade que, com o arrefecimento acentuado dos dados económicos, os bancos centrais possam decidir abrandar o ritmo de subida das taxas de juro nos próximos meses. Uma ideia que, não obstante, perdeu ímpeto após a reunião da Reserva Federal dos EUA no início de novembro.

Reino Unido, no epicentro da tempestade. A resolução da crise política no Reino Unido também foi um fator que incentivou o aumento do apetite pelo risco na segunda quinzena de outubro. Os mercados financeiros receberam positivamente a eleição de Rishi Sunak como primeiro-ministro e, em particular, a sua decisão de manter Jeremy Hunt como responsável de Economia. As expectativas de que o novo governo se mantenha no caminho da retidão fiscal, na sequência da inversão das medidas anunciadas pela demitida Liz Truss, permitiram recuperar a maior parte das perdas em libras esterlinas ou em obrigações britânicas. Na nossa opinião, este episódio de stress financeiro no Reino Unido é um aviso à navegação de que, num contexto de endurecimento da política monetária, a capacidade de manobra da política fiscal estará outra vez muito influenciada pelo escrutínio dos mercados financeiros (ver o Focus «Turbulências no Reino Unido, aviso a ter em conta» nesta edição da *Informação Mensal*).

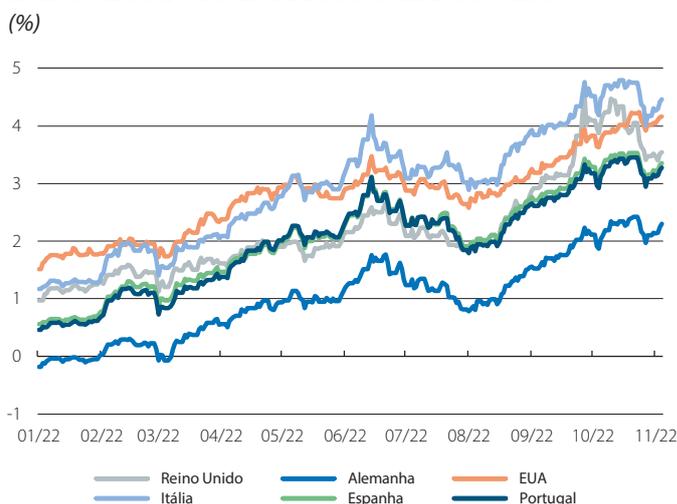
O BCE mantém o ritmo das subidas das taxas de juro e pondera a estratégia de redução do seu balanço o qual, de acordo com a presidente Christine Lagarde, será debatido na próxima reunião de dezembro. Desta forma, a taxa de juro oficial na facilidade de depósito aumentou em outubro 75 p.b. para 1,50%. Lagarde confirmou que os próximos ajustamentos serão decididos reunião a reunião, dependendo dos dados económicos. Por sua vez, o BCE decidiu alterar as condições aplicadas às TLTRO a partir de novembro. Em linhas gerais, a tendência *dovish* da última reunião foi transmitida numa revisão em baixa das taxas de juro implícitas e na descida da rentabilidade da dívida soberana, movimentos que, no entanto, foram parcialmente invertidos no início de novembro. Em Itália, o prémio de risco caiu para cerca de 210 p.b. (4 de novembro), na sequência da formação do novo governo de Giorgia Meloni, que confirmou a sua intenção de não se desviar do programa de reformas acordado com Bruxelas. Outro fator positivo para a dívida peri-

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



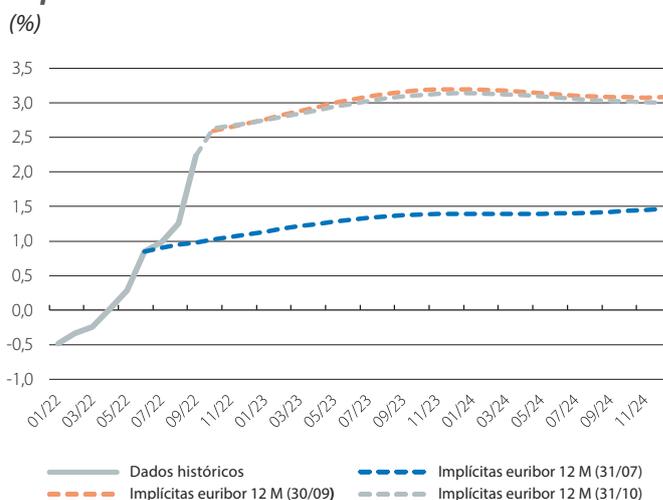
Nota: Dados a 4 de novembro.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Rentabilidade da dívida soberana a 10 anos



Nota: Dados a 4 de novembro.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Euribor 12 meses, dados históricos e taxas de juro implícitas nos mercados monetários



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

férica foi o anúncio de que o governo alemão seria a favor de um novo fundo de empréstimo financiado pela dívida da UE.

A Fed também aumentou as taxas de juro em 75 p.b., embora preveja um menor ritmo de ajustamento. Assim, na sua reunião no início de novembro, decidiu manter o ritmo de subida das taxas de juro, de forma a situar a taxa de juro oficial no intervalo dos 3,75%-4,00%. Na sua declaração oficial, o presidente Jerome Powell sublinhou que o Banco Central poderá abrandar o ritmo de aperto já em dezembro, tendo deixado claro que é demasiado cedo para pensar numa pausa na subida das taxas de juro e que muito provavelmente terão de levar as taxas de juro para um nível mais alto que o discutido na reunião de setembro (4,50%-4,75%, de acordo com o *dot plot*). Nalguns países avançados, outros bancos centrais tinham já anunciado aumentos menores das taxas de juro, quer no Canadá (50 p.b. para 3,75%) quer na Noruega (25 p.b. para 2,50%) ou na Austrália (25 p.b. para 2,85%). Entretanto, o Banco do Japão reiterou a sua intenção de manter a tendência ultra-acomodatória na sua política monetária, o que acentuou a tendência de enfraquecimento do iene em relação ao dólar.

Aumento (temporário) do euro e do rendimento variável, exceto na China. O maior apetite pelo risco na segunda quinzena de outubro refletiu-se numa queda do dólar norte-americano, que no seu câmbio-âncora com o euro fechou o mês de outubro perto da paridade. Contudo, este comportamento foi revertido no início de novembro após a reunião da Fed. Os índices bolsistas, entretanto, reduziram as descidas registadas este ano. Para além dos fatores acima mencionados, estes ativos encontraram apoio na época de resultados empresariais que, com exceção de alguns sectores (como a tecnologia), não se desviaram muito do consenso dos analistas. A exceção foi a China: Os índices bolsistas de referência em Xangai e Hong Kong registaram perdas significativas em outubro, na sequência do endurecimento do discurso autoritário no 20º Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês e da deterioração da situação sanitária.

A bolha de gás deflaciona, embora com oscilações. O clima favorável no hemisfério norte, com inventários crescentes de gás natural na Europa (até 95% das reservas totais), bem como o aumento do fornecimento de gás natural liquefeito dos EUA favoreceram uma queda dos preços do gás natural europeu (o TTF holandês) para mínimos de quatro meses no final de outubro, uma tendência que, no entanto, foi moderadamente invertida no início de novembro. Neste sentido, também contribuíram para a correção a implementação de medidas de poupança de consumo na maior parte dos países da UE e os progressos nas negociações sobre o estabelecimento de um limite no preço do gás. Pelo contrário, o preço barril de Brent, embora ainda muito volátil, terminou em outubro com ganhos de cerca de 10%. Para além da descida da taxa de câmbio do dólar, a possível flexibilização da política de COVID zero da China melhorou as perspetivas sobre a futura procura de crude, num contexto de cortes de produção por parte dos países produtores no período que antecedeu a entrada em vigor do embargo da UE ao crude russo a partir de dezembro.

Futuros da taxa de juro de referência da Reserva Federal

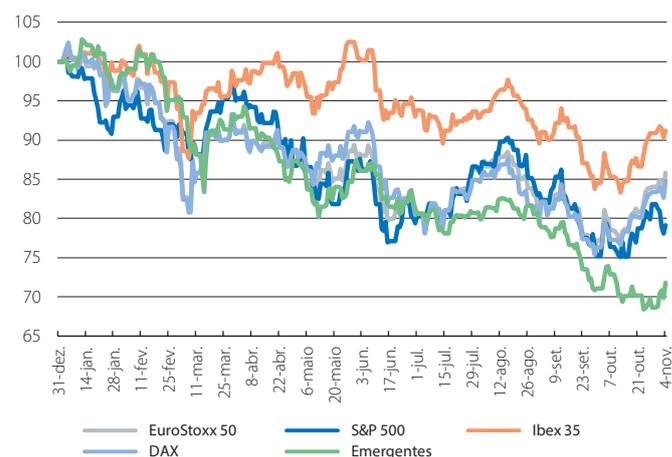


Nota: Dados a 4 de novembro.

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

Principais índices bolsistas

(100 = 31 de dezembro de 2021)



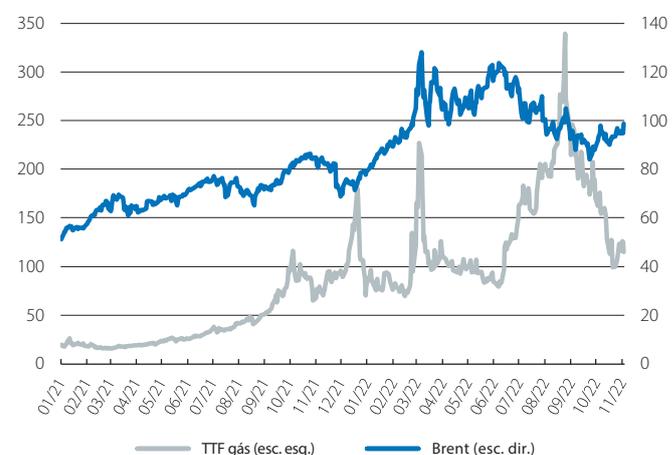
Nota: Dados a 4 de novembro.

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

Preços do gás e do petróleo

(Euros por MWh)

(Dólares por barril)



Nota: Dados a 4 de novembro.

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

Tumulto no Reino Unido, alerta à tripulação

Uma consequência inevitável do processo de normalização e endurecimento da política monetária é que, após anos de moderação e anestesia pelo pacote de estímulos dos bancos centrais, os mercados recuperam parte do seu poder de escrutinar e, assim, de disciplinar a conceção e a execução da política económica, tanto no âmbito monetário como, principalmente, a nível fiscal.

Não é de estranhar que, num contexto de elevada volatilidade e pouca visibilidade sobre o cenário económico, qualquer anúncio que ponha em causa a sustentabilidade das finanças públicas ou aumente a probabilidade de incumprimento seja penalizado pelos “observadores dos mercados” com fortes perdas nos ativos de referência envolvidos, um risco que, no extremo, pode ameaçar a estabilidade do sistema financeiro.

Por isso, encontramos-nos num momento de extrema fragilidade, em que mais do que nunca parece crucial evitar a descoordenação entre a política fiscal e a política monetária e desta forma minimizar o risco de episódios de pânico financeiro. O facto de o incidente mais recente deste tipo ter acontecido no Reino Unido, um país com mercados profundamente líquidos e cuja moeda serve ainda de referência internacional é, sem dúvida, um alerta à tripulação de que a maré está alta e o céu nebulado.

Reino Unido e o seu efémero estímulo fiscal

O plano de arranque da (já destituída) primeira-ministra Liz Truss visava enfrentar a crise provocada pelo aumento dos custos energéticos através da aprovação da maior redução fiscal da sua história: 146.000 milhões de libras até 2027. Isto seria conseguido, principalmente, através da anulação do já anunciado aumento do imposto sobre as sociedades para 25% (atualmente em 19%, muito abaixo da média de 23,5% da OCDE) e com uma redução da taxa aplicada em alguns escalões do imposto sobre o rendimento. Estava também proposta a anulação do aumento das contribuições para a segurança social adotado pelo Executivo de Boris Johnson. Por outro lado, o Plano previa medidas específicas adicionais para mitigar o impacto do aumento da fatura energética: o *Energy Bill Relief*, até março de 2023, e o *Energy Price Guarantee*, até 2024.¹

Em suma, a estratégia fiscal visava aumentar a tendência de crescimento da economia do Reino Unido para 2,5%, um valor acima dos 1,5% dos últimos anos. Porém, o seu calcanhar de Aquiles foi o facto de não especificar medidas compensatórias para contrariar uma possível deterioração das métricas fiscais. De facto, o Instituto de Estudos Fiscais do Reino Unido advertiu que o rácio da dívida face

1. A fatura de energia das famílias seria limitada a 2.500 libras por ano até 2024, o que poderia ter um custo por volta dos 100.000 milhões durante os próximos dois anos.

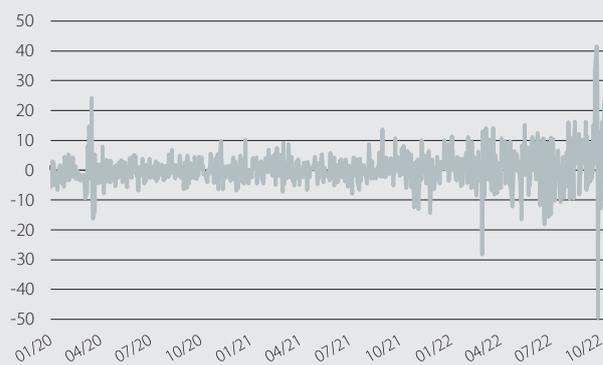
Reino Unido: taxas de juros da dívida pública



Nota: Dados a 27 de outubro.

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

Reino Unido: variação interdiária na rentabilidade das obrigações soberanas (p. b.)



Notas: Rentabilidade em obrigações com vencimento a 10 anos. Dados a 27 de outubro.

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

ao PIB aumentaria de forma preocupante e poderia mesmo ultrapassar 94% do PIB em 2027, face aos 84% de 2021.² Além disso, as medidas específicas para enfrentar o aumento dos preços da energia elevariam o défice público acima de 9,0% do PIB no ano fiscal de 2022-2023 (em comparação com os 4,0% estimados, em abril, pelo Gabinete do Orçamento do Reino Unido).

As dúvidas sobre o compromisso do executivo de Truss com a estabilidade das finanças públicas e os receios de que a inflação pudesse disparar provocaram uma reação muito adversa e intensa por parte dos mercados financeiros: a libra esterlina caiu para o seu nível mais baixo face ao dólar desde os anos 80, enquanto os títulos de dívida registaram quedas tão acentuadas no preço que chegaram a surgir receios quanto à estabilidade dos fundos de

2. Veja-se (2022). «Reversing NICs and corporation tax rises would leave debt on an unsustainable path». The Institute for Fiscal Studies, setembro.

pensões privados, que se viram forçados a cobrir margens para suportar as suas carteiras de ativos (ver o primeiro e o segundo gráfico). Neste contexto, o Banco de Inglaterra viu-se forçado a intervir com um programa de compra de dívida pública sem limite de valor, mas que terminou a 14 de outubro, o que não dissipou os receios relativos à estabilidade dos mercados de dívida a médio prazo.

A pressão insuportável dos mercados, associada às críticas ao plano por parte de agências como o FMI, obrigaram a uma mudança de rumo: Kwasi Kwarteng, o ministro das finanças responsável pelo plano, foi demitido em meados de outubro e o seu substituto, Jeremy Hunt, apresentou uma proposta que implicou a retirada de 113.000 milhões de libras face aos 146.000 milhões originalmente anunciados.

Esta mudança no rumo ajudou a acalmar os mercados e permitiu ao banco central retomar a sua estratégia de normalização da política monetária. Porém, os danos na reputação já eram uma realidade e a própria Liz Truss viu-se forçada a demitir-se, tornando-a na chefe de governo com o mandato mais curto da história britânica. O seu substituto recém-eleito, Rishi Sunak, decidiu manter Jeremy Hunt como ministro das finanças e aprovou a estratégia de maior contenção fiscal, embora subsistam dúvidas quanto à dimensão do fosso fiscal face à deterioração das perspetivas económicas e ao aumento dos custos de financiamento.

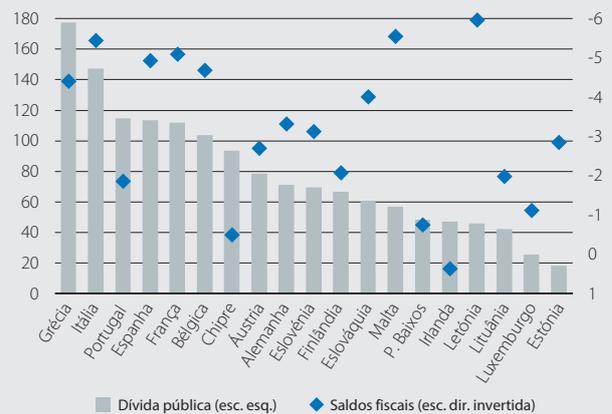
Europa, o elo mais fraco entre os avançados

Deixando de lado os mercados emergentes, nas economias avançadas, os riscos de turbulência financeira ao “estilo britânico” são tendencialmente mais elevados nos países com maior necessidade de financiamento externo (o que se reflete em défices da conta-corrente), uma posição fiscal mais débil (ver terceiro gráfico) e com perspetivas de crescimento económico menos favoráveis.

Destacam-se entre estes, a vulnerabilidade de alguns países europeus que enfrentam a crise energética com um forte aumento da inflação, contas públicas bastante deterioradas na sequência da pandemia e uma conjuntura económica particularmente débil no contexto da recessão económica mundial.

Desde outubro do ano passado que os governos têm vindo a implementar diferentes medidas para proteger as famílias e as empresas que, até à data, calculamos que representem em média quase 5,0% do PIB da Zona Euro, muito embora com divergências significativas por país. Apesar disso, a deterioração da situação desde o verão tem vindo a pressionar a adoção de medidas adicionais que se forem implementadas de forma indiscriminada poderão ser contraproducentes. Não é descabido pensar que medidas fiscais excessivamente expansionistas poderiam aumentar as pressões inflacionistas, o que provavelmente forçaria o BCE a aprovar aumentos de

Zona Euro: dívida pública e saldo fiscal em 2022
(% do PIB)



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

taxas mais agressivas, resultando em custos de financiamento mais elevados e num abrandamento mais intenso na economia.

Neste sentido, e de acordo com o publicado pelo Monitor Fiscal do FMI, as políticas fiscais que forem adotadas para aliviar a atual crise devem ser concebidas de modo a interferir o menos possível com o objetivo dos bancos centrais, tendo ao mesmo tempo em conta as vulnerabilidades decorrentes das elevadas dívidas públicas. Mais ainda, devem ser implementadas medidas consensuais entre todos os países para impedir que aqueles com maior margem de manobra fiscal possam adotar medidas mais abrangentes.³

Entre os países do euro, a Itália continua no radar dos investidores, pois está em pleno processo de formação de um governo após a contundente vitória da coligação de direita liderada pelo partido de Giorgia Meloni. O novo governo herda uma situação económica bastante complexa: Itália é, junto com a Alemanha, uma das mais afetadas pelo corte de gás russo. O país parece encaminhar-se para uma recessão depois de mais de uma década de reduzido crescimento económico.

Neste sentido, a administração Meloni enfrenta o desafio de implementar medidas que aliviem a crescente agitação social, mas que, simultaneamente, assegurem a estabilidade das contas fiscais de modo a que a dívida pública, que em 2021 correspondia a 150% do PIB, trace nos próximos anos uma trajetória descendente. Deve também manter-se a par da agenda de reformas acordada pela UE a fim de continuar a receber fundos comunitários e, implicitamente, a proteção do BCE através do seu instrumento anti-fragmentação, TPI, se necessário. *Buona fortuna, Giorgia!*

3. A Alemanha está a trabalhar num plano de emergência por 200.000 milhões de euros (mais de 5,0% do PIB) que suscita receios entre os seus parceiros europeus, já que, na ausência de uma ferramenta fiscal comum, o plano aumenta o risco de fragmentação no bloco.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,00	1,25	75	200,0	200,0
Euribor 3 meses	1,70	1,17	53	227,6	227,7
Euribor 12 meses	2,63	2,56	7	313,1	311,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,08	1,71	37	271,7	276,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,94	1,76	18	255,6	259,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,14	2,11	3	231,9	231,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,23	3,29	-6	266,0	270,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,15	3,18	-3	268,3	272,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	3,25	3,25	0	300,0	300,0
Libor 3 meses	4,46	3,75	71	425,1	432,1
Libor 12 meses	5,45	4,78	67	486,5	509,1
Dívida pública a 1 ano	4,60	3,93	67	422,6	444,7
Dívida pública a 2 anos	4,48	4,28	20	375,0	401,7
Dívida pública a 10 anos	4,05	3,83	22	253,8	244,4

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	114	135	-22	65,7	63,1
Itraxx Financeiro Sénior	123	148	-25	68,4	65,8
Itraxx Financeiro Subordinado	220	272	-51	112,1	110,1

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	0,988	0,980	0,8	-13,1	-14,9
EUR/JPY (ienes por euro)	146,970	141,880	3,6	12,3	11,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,878	-1,8	2,5	1,6
USD/JPY (ienes por dólar)	148,710	144,740	2,7	29,2	30,4

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	549,6	559,5	-1,8	-5,0	-3,3
Brent (\$/barril)	94,8	88,0	7,8	21,9	15,7
Ouro (\$/onça)	1.633,6	1.660,6	-1,6	-10,7	-7,7

Mercado Acionista

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.872,0	3.585,6	8,0	-18,8	-16,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.617,5	3.318,2	9,0	-15,8	-16,1
Ibex 35 (Espanha)	7.956,5	7.366,8	8,0	-8,7	-11,9
PSI 20 (Portugal)	5.718,3	5.302,8	7,8	2,7	0,5
Nikkei 225 (Japão)	27.587,5	25.937,2	6,4	-4,2	-6,5
MSCI emergentes	848,2	875,8	-3,2	-31,2	-32,8