

Bom início de ano nos mercados financeiros

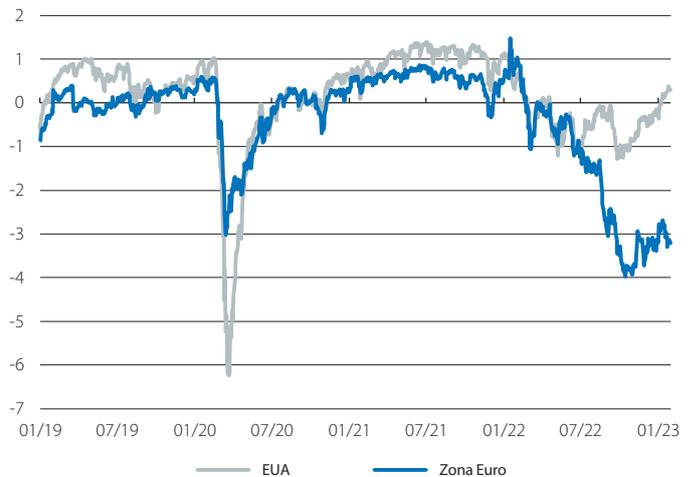
(Des) tensionamento das condições financeiras mundiais. Os investidores deram as boas-vindas ao novo ano com um maior apetite pelo risco, reduzindo as perdas registadas ao longo do tumultuoso 2022. Entre as principais razões por detrás deste otimismo, destaca-se o aumento da confiança dos investidores, em que o pior do choque inflacionista ficou provavelmente para trás, ajudado pela melhoria dos estrangulamentos globais e estabilização dos mercados energéticos. Estes fatores materializaram-se numa moderação na inflação geral nas principais economias, não obstante uma maior persistência nas componentes subjacentes. Neste contexto, os investidores apostam que os bancos centrais poderão provavelmente finalizar as subidas nas taxas oficiais nos próximos meses e que, por sua vez, o endurecimento monetário não conduzirá a um cenário de recessão económica mundial – ou pelo menos que, se tal suceder, que seja curta e não profunda. O otimismo refletiu-se nos progressos generalizados nos mercados obrigacionista e acionistas, o que permitiu uma importante flexibilização dos índices de condições financeiras e uma certa contenção nas métricas de volatilidade.

Os bancos centrais mantêm o curso, com o BCE à frente. O entusiasmo manifestado nos mercados contrasta com as mensagens dos bancos centrais, que se têm mostrado firmes na sua retórica de continuar a endurecer a política monetária. Nesse sentido, na reunião em inícios de fevereiro, o BCE voltou a anunciar uma subida das taxas oficiais de 50 p.b. (a *depo* em 2,50% e a *refi* em 3,0%) e, além disso, assinalou a sua intenção de as ajustar ao mesmo ritmo em março. Também confirmou o plano já anunciado em dezembro para a redução gradual da carteira de obrigações no seu programa de ativos APP a partir de março (a um ritmo inicial de 15 mil milhões mensais). Por sua vez, a Reserva Federal aprovou uma subida de 25 p.b. até o intervalo 4,50%-4,75% e reiterou que serão necessários ajustes adicionais, ainda que dando sinais de que se está a aproximar o fim do ciclo de subidas. Nos mercados monetários, os investidores prevêem que tanto o BCE como a Fed atinjam o pico nas taxas nos próximos meses, com subidas acumuladas de cerca de 100 p.b. até 3,5% na Zona Euro e 25 p.b. até ao intervalo 4,75%-5,00% nos EUA. Prevê-se que a Fed comece a reduzir as taxas ainda este ano e o BCE no início de 2024.

O euro consolida-se face ao dólar. Outros bancos centrais também aprovaram uma nova ronda de subidas de taxas, entre os quais destacamos o Banco de Inglaterra (+50 p.b. para 4,0%) e o Banco do Canadá (+25 p.b. para 4,5%). Este último surpreendeu ao salientar que, na ausência de novos choques, não fará aumentos adicionais. Por seu turno, o Banco do Japão manteve inalteradas tanto as taxas oficiais como os parâmetros da sua política de controlo da curva das taxas soberanas, anúncios que conduziram a uma desvalorização do iene e a uma queda da rentabilidade da dívida pública. Entretanto, no contexto de endurecimento da narrativa «hawkish» anteriormente destacada pelo BCE, o euro consolidou o seu avanço face ao dólar, e chegou a ser cotado quase a 1,10, o nível mais alto desde a primavera de 2020. Em contraste, o dólar enfraqueceu face à maio-

Condições financeiras

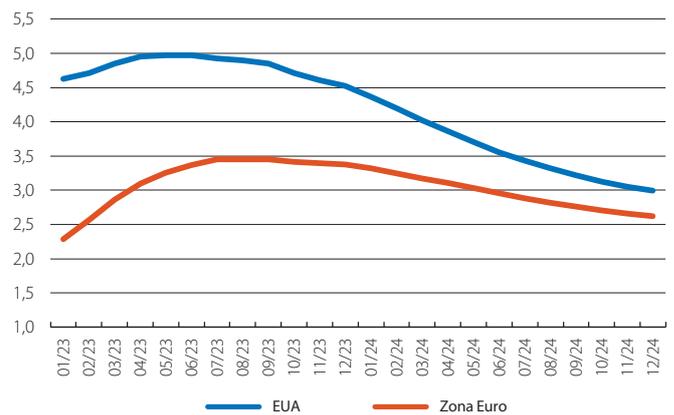
Índice (0 = média histórica)



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

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

(%)

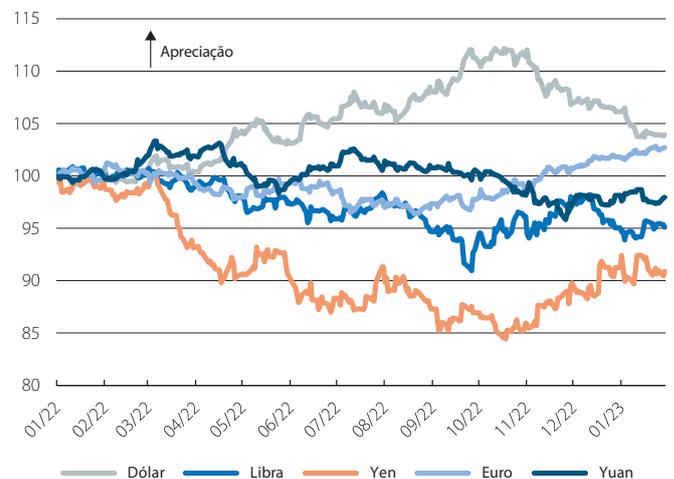


Nota: Forwards sobre o EFRR e a taxa OIS da Zona Euro derivados a partir de curvas de juro de mercado a 31 de janeiro de 2023.

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

Moedas: taxa de câmbio nominal efetiva

Índice (100 = janeiro 2022)



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

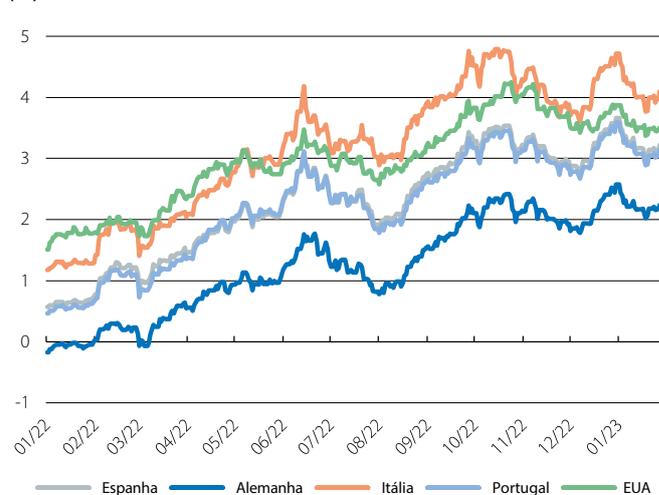
ria das moedas, tanto em relação aos países desenvolvidos como em relação aos principais mercados emergentes; em janeiro, a taxa de câmbio nominal efetiva do dólar americano enfraqueceu em 1%, após a desvalorização de 9% já acumulada durante o 4T 2022.

O preço da dívida pública, inicia também o ano no verde. No mercado das obrigações públicas, a rentabilidade da dívida soberana registou uma descida em janeiro em torno de 30 p. b., tanto na Europa (a obrigação alemã a 10 anos situou-se em 2,3%) como nos EUA (3,5% para a obrigação a 10 anos). Não obstante, as curvas soberanas permaneceram invertidas em várias secções nos principais países de referência, alertando para o risco de uma possível recessão. Por sua vez, os prémios de risco dos países periféricos na Zona Euro diminuíram (face à Alemanha, em -10 p. b. tanto em Espanha como em Portugal), e, de momento, não parecem mostrar um impacto substancial do plano de *Quantitative Tightening* anunciado pelo BCE. Além disso, os prémios de risco encontraram apoio na possibilidade de um acordo na UE para a criação de um mecanismo financiado pela dívida comunitária para fazer face aos subsídios previstos nos EUA (*Inflation Reduction Act*). Entretanto, a Presidente do Tesouro dos EUA, Janet Yellen, comunicou ao Congresso que o teto de dívida foi atingido em 19 de janeiro e ainda que não se tenha observado muita reação nos mercados, alertou que medidas extraordinárias, algumas já em vigor, poderão manter a capacidade de financiamento até junho.

Ganhos generalizados nas bolsas de valores internacionais. Os índices bolsistas começaram o ano com um aumento acumulado em janeiro de 6% nos EUA (S&P 500), 10% na Europa (Euro Stoxx 50) e 8% para o agregado de emergentes. Este é o melhor início do ano para as bolsas internacionais desde 2019, de acordo com o agregado global do MSCI; na Europa, o aumento é o mais pronunciado num mês de janeiro nos últimos 40 anos. Ao tom débil nas previsões dos lucros das empresas durante o período de resultados do 4T 2022, contrapuseram-se as perspectivas positivas na economia mundial, o processo de reabertura da China e a melhoria do sentimento económico, sobretudo na Europa. Nos mercados emergentes, os ganhos na bolsa refletem, também, a melhoria dos fluxos de capital para estas economias e o já mencionado enfraquecimento do dólar.

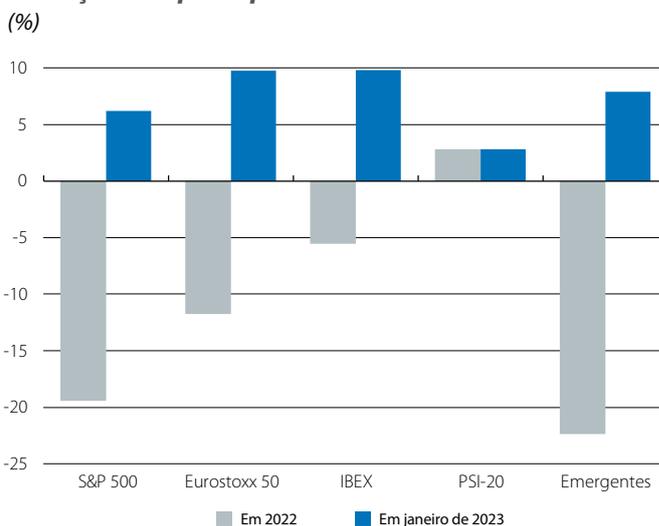
Estabilização dos preços das matérias-primas, exceto dos metais. Nas matérias-primas, surpreendeu a correção dos preços do gás, que apesar de continuarem a negociar a níveis historicamente elevados, estabilizaram nos níveis mais baixos desde a invasão russa da Ucrânia e dissipam o risco de racionamento dos fornecimentos (ver o Focus «Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?» neste mesmo relatório). Pela sua vez, o preço do petróleo Brent flutuou em torno dos 85 dólares por barril, num contexto de, por um lado, revisões em alta das previsões de procura e, pelo outro, de uma maior acumulação de reservas nos EUA. A OPEP+ também deu sinais de que não planeia cortes de produção a curto prazo, enquanto aguarda o processo de reabertura na China. Este último fator, porém, exerceu uma pressão ascendente sobre os preços dos metais industriais, enquanto os preços dos alimentos se mantiveram em níveis elevados.

Taxa de juro da dívida soberana a 10 anos (%)



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

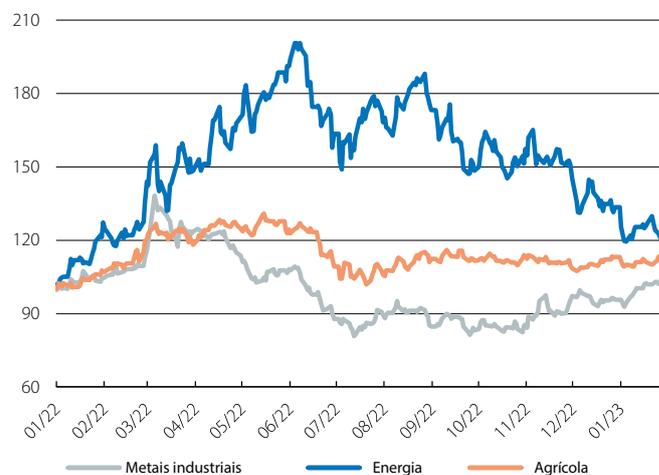
Variação nos principais índices bolsistas (%)



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

Preços das matérias-primas

Índice (100 = janeiro 2022)



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

Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?

Em 2022, os preços das matérias-primas energéticas registaram variações significativas. A guerra entre a Rússia e a Ucrânia, atores importantes como fornecedores destas *commodities*, despoletou uma subida muito significativa dos preços do crude e do gás natural, sobretudo na Europa. No entanto, nos últimos meses, verificou-se um abrandamento significativo dos preços da energia após os picos observados no passado mês de agosto. Vários factores contribuíram para esta melhoria. Por um lado, o elevado nível de reservas de gás natural na Europa, aliado aos esforços dos governos, das indústrias e das famílias em reduzir o consumo, bem como um inverno mais ameno do que o habitual, contribuíram para uma diminuição superior a 80% dos preços do gás natural europeu (o TTF holandês) desde o verão. Por outro lado, perante uma perspectiva de crescimento moderado na China, o preço do petróleo estabilizou.

Assim, tanto os preços dos futuros como as previsões da maioria dos analistas do sector coincidem em reflectir os preços energéticos para os próximos 12 meses, mais favoráveis para o crescimento económico. Face a esta consideração, e em conjunto com a relativa melhoria do sentimento dos investidores relativamente a estas matérias-primas, revimos as nossas previsões de petróleo e gás natural europeu para os próximos trimestres.

A reabertura da China será fundamental para o petróleo

O abrandamento da actividade industrial a nível mundial e um inverno mais ameno que o habitual na Europa contribuíram para uma diminuição da procura do crude¹ superior a um milhão de barris por dia (b/d) no 4T de 2022. Durante este período, e apesar da redução da oferta da OPEP e dos seus aliados,² registou-se um excedente das reservas de crude, próximo dos 80.000 b/d, o que facilitou a queda do preço do barril de Brent no final de 2022 para o preço mais baixo em 12 meses (76 dólares).

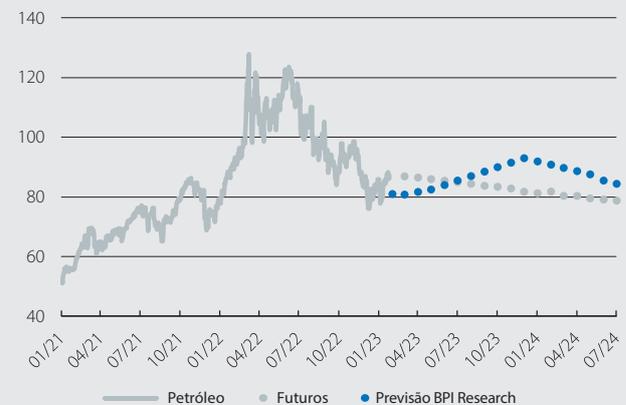
Em 2023, num contexto em que a economia mundial deverá estar mais numa tendência “de menos a mais”, acreditamos que a procura mundial de crude vai recuperar e terá uma maior incidência no segundo semestre do ano. Apesar da incerteza em relação à sua velocidade e forma, o processo de reabertura económica da China terá um papel fundamental nesta ascensão. A IEA e a OPEP reconhecem que, em 2023, a procura mundial de crude

1. Segundo os dados da Agência Internacional de Energia (IEA, sigla em inglês), no 4T 2022, a procura de crude diminuiu, em termos homólogos, 910.000 b/d nos países da OCDE e 130.000 b/d na China.

2. A OPEP e os seus aliados acordaram na redução da oferta líquida em 2 milhões de b/d, desde o objectivo de produção de 33 milhões de b/d, a partir de novembro de 2022.

Preço do petróleo Brent

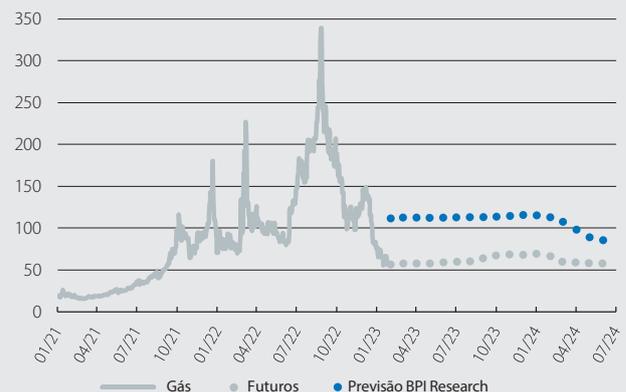
(\$/barril)



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

Preço do gás natural *

(€/MWh)



Nota: * TTF, preço do gás natural de referência na Europa.

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

vai atingir o seu máximo histórico (101,7 milhões de b/d), um aumento de 2% face ao ano anterior, e que cerca de metade deste aumento provém da reabertura da China. Ainda que seja provável que o equilíbrio entre a procura e a oferta se mantenha durante os dois primeiros trimestres do ano, a dinamização do consumo durante a segunda metade do ano poderia provocar um aumento dos preços caso a oferta não reaja adequadamente. A limitada flexibilidade da OPEP para acordar aumentos na sua produção e a redução das exportações de petróleo da Rússia³ (terceiro maior produtor mundial, a seguir aos EUA e à Arábia Saudita) são os principais obstáculos a este respeito. Para

3. Os organismos internacionais destacam que, apesar do elevado grau de incerteza relativamente às perspectivas, com a entrada em vigor do embargo da UE às exportações do crude russo e do limite de preço de 60 dólares imposto aos barris dos Urals pelo G-7, a 5 de dezembro, as exportações russas de crude para o resto do mundo podem sofrer uma redução de 20%.

além destes factores, a recuperação gradual do cenário económico deveria ser acompanhada pelo abrandamento da força do dólar americano e por uma maior apetência pelo risco dos investidores, o que tende a aumentar a pressão sobre os preços.

Com base nestes aspectos, consideramos que o preço do barril de Brent poderá percorrer uma trajectória ascendente durante o ano, podendo ultrapassar os 90 dólares em dezembro (média para 2023 de 86 dólares).

O preço do gás natural estabiliza, mas a incerteza persiste

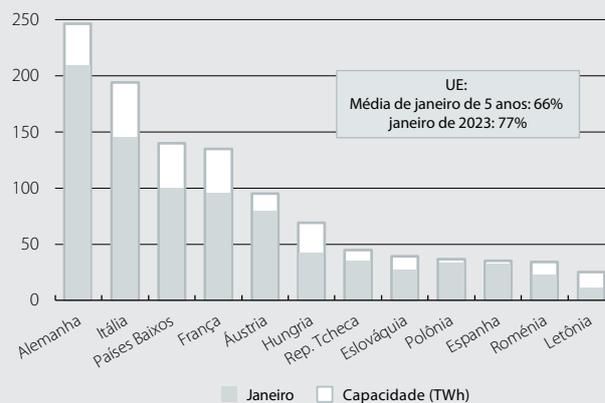
No verão passado, a suspensão do fornecimento de gás natural russo à Europa através do Nord Stream 1 conduziu ao aumento dos preços do TTF holandês (a principal referência europeia) para níveis recorde (339 euros/MWh) e, ainda, despoletou os alertas relativamente à possibilidade de um inverno marcado por apagões e restrições energéticas no Velho Continente.

Felizmente, os piores prognósticos não se concretizaram e os preços caíram cerca de 80% desde o seu máximo em agosto. Os principais factores na base desta queda acentuada dos preços incluem, por um lado, o aumento das importações de gás natural liquefeito (GNL), o que facilitou o rápido crescimento das reservas de gás natural em grande parte da Europa, atingindo um máximo de 95% no início de novembro. Além disso, a procura de gás europeu (para utilização industrial e doméstica) diminuiu 12% em dezembro relativamente à média dos cinco anos, resultado da optimização da utilização energética, da implementação de fontes de energia renováveis e nucleares, bem como de condições meteorológicas mais amenas.

Tudo isto faz com que os primeiros momentos de 2023 sejam claramente mais favoráveis do que o previsto e que os cenários mais extremos sejam atenuados. Contudo, e apesar do aumento da confiança entre os investidores e os governos europeus, 2023 não deixará de ser um ano exigente. O desafio de aumentar as reservas para o próximo inverno, com o menor contributo da Rússia,⁴ será fundamental para os preços do gás natural europeu. A redução das importações da Rússia terá, provavelmente, de ser compensada com o aumento das compras aos EUA, Qatar, Nigéria ou Argélia (a Noruega não tenciona aumentar as suas exportações de forma substancial). No segundo semestre do ano, espera-se, também, que a China aumente a sua procura de gás natural liquefeito, o que provocará um aumento dos preços. Não obstante, a contenção da

4. Em 2022, as importações europeias de gás natural da Rússia, através dos quatro principais gasodutos (Turkstream, Ukraine, NordStream e Yamal Europe) ascenderam em 43.700 milhões de metros cúbicos. Em 2023, prevê-se que apenas os dois primeiros estejam operacionais, pelo que as importações podem ser reduzidas para metade.

Gás natural: nível de reservas de gás na Europa Capacidade (TWh)



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

procura europeia, o aumento da capacidade de regaseificação em alguns países do norte da Europa⁵ e os progressos na redução da quota de gás natural no cabaz energético continuarão a ter um efeito amortecedor nos preços. Do mesmo modo, peritos do sector sugerem que, se no final do inverno o nível de reservas de gás natural ultrapassar os 50%, as perspectivas de abastecimento para o inverno de 2023 serão relativamente tranquilas.

Face a estas considerações, revimos significativamente em baixa as nossas previsões do preço do gás natural, mas mantemos uma previsão (o preço médio em 2023 de 113 euros/MWh para o TTF holandês) mais conservadora do que a que os mercados antecipam no início deste ano. Para além dos desafios já referidos, deve ter-se em conta que aspectos como um avanço no processo de recuperação da actividade na China ou um aumento das restrições nos fluxos de fornecimentos energéticos provenientes da Rússia, além de introduzir novas doses de volatilidade, poderiam contribuir para o aumento da pressão nos mercados que já se encontrem sob tensão.

5. O JP Morgan estima que, entre 2023 e princípios de 2024, os países do noroeste europeu poderão aumentar a sua capacidade de regaseificação em 37.000 milhões de metros cúbicos por ano.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,50	2,50	0	0,0	250,0
Euribor 3 meses	2,51	2,13	38	38,0	305,9
Euribor 12 meses	3,41	3,29	12	12,2	384,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,78	2,60	18	17,9	345,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,65	2,76	-11	-11,3	312,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,29	2,57	-29	-28,5	224,9
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,28	3,66	-38	-38,1	250,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,19	3,59	-40	-39,6	249,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	4,50	4,50	0	0,0	425,0
Libor 3 meses	4,81	4,77	5	4,6	451,1
Libor 12 meses	5,33	5,48	-16	-15,6	439,1
Dívida pública a 1 ano	4,65	4,69	-3	-3,3	388,9
Dívida pública a 2 anos	4,20	4,43	-22	-22,5	303,6
Dívida pública a 10 anos	3,51	3,87	-37	-36,8	171,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	79	91	-11	-11,2	21,3
Itraxx Financeiro Sénior	88	99	-11	-10,8	22,8
Itraxx Financeiro Subordinado	156	172	-16	-16,2	33,2

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,086	1,071	1,5	1,5	-3,6
EUR/JPY (ienes por euro)	141,320	140,410	0,6	0,6	9,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,882	0,885	-0,4	-0,4	5,8
USD/JPY (ienes por dólar)	130,090	131,120	-0,8	-0,8	13,4

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	557,0	554,8	0,4	0,4	-4,9
Brent (\$/barril)	84,5	85,9	-1,7	-1,7	-5,2
Ouro (\$/onça)	1.928,4	1.824,0	5,7	5,7	7,1

Rendimento variável

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.076,6	3.839,5	6,2	6,2	-10,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.163,5	3.793,6	9,7	9,7	-1,4
Ibex 35 (Espanha)	9.034,0	8.229,1	9,8	9,8	3,5
PSI 20 (Portugal)	5.886,3	5.726,1	2,8	2,8	4,6
Nikkei 225 (Japão)	27.327,1	26.094,5	4,7	4,7	0,9
MSCI emergentes	1.031,5	956,4	7,9	7,9	-15,0