

A turbulência financeira aperta, mas não asfixia o mercado ou os bancos centrais

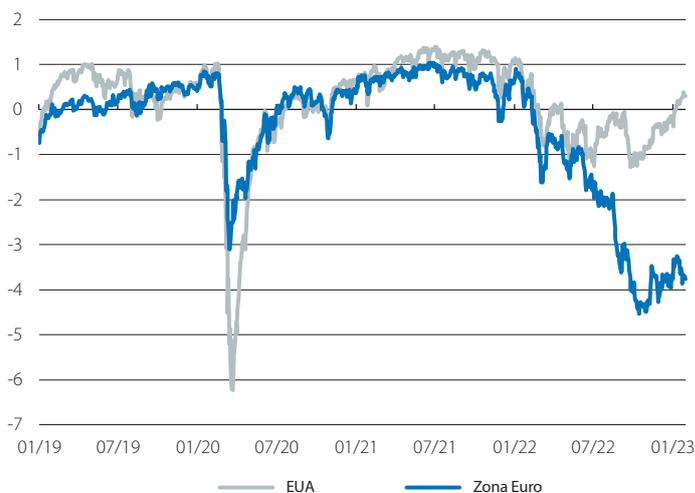
O mercado supera uma primeira materialização dos riscos de subida de taxas. O mercado vivenciou o seu terceiro grande movimento desde o início do ano até à data, em março. Se o mês de janeiro foi marcado por um abrandamento da inflação e uma apetência renovada pelo risco, invertida em fevereiro pela resiliência do ciclo e dos preços, em março, o colapso do Silicon Valley Bank (SVB) nos EUA desencadeou um breve, mas intenso, episódio de pânico. Deste modo, as expectativas de taxas de juro terminam o trimestre ao nível de meados de janeiro – embora por razões muito diferentes – com níveis terminais mais baixos e mais curtos (isto é, sustentados por menos tempo) em ambos os lados do Atlântico. Por outro lado, a dívida soberana dos EUA a 2 anos, conheceu o seu *rally* mais forte nos últimos 35 anos após o colapso do SVB, com a rentabilidade a cair em mais de 130 p.b. em apenas uma semana. Esta volatilidade não foi tão intensa nos mercados bolsistas, onde os declínios concentraram-se na banca e noutros sectores altamente expostos às taxas de juro (em grande parte já corrigidos na Europa). As matérias-primas, afetadas por uma fraca procura nos últimos meses, também sofreram com a instabilidade.

Uma taxa terminal mais baixa e breve. O pico global de aversão ao risco desencadeou uma volatilidade muito elevada nas expectativas das taxas de juro em março. No início do mês, a inflação persistente e a resiliência da atividade levaram o mercado a taxas terminais de desconto de 4,25% na Europa e até 5,75% nos EUA, mas o colapso do SVB e a venda do Credit Suisse inverteram estes movimentos acentuadamente. As taxas implícitas no mercado monetário passaram assim a descontar subidas de juros até 175 p.b. e 100 p. b. na Europa e nos EUA, respetivamente, até mesmo cortes de taxas para o verão, no caso da Fed. Passado o pânico, o BCE aumentou as taxas em 50 p.b. na sua reunião de março, o que elevou a taxa *Depo* para 3,0%, abstendo-se ao mesmo tempo de qualquer tipo de *forward guidance*. A Fed também aumentou as taxas em 25 p.b., apesar de assinalar o fim próximo do ciclo de subida das taxas. No final do mês, dados da inflação europeia com mais inércia aumentaram novamente as expectativas de taxas que descontaram um nível terminal do BCE de 3,5%, enquanto nos EUA, as expectativas fixaram-se num aumento final de 25 p.b. em maio, para a Fed.

A rentabilidade da dívida soberana cai drasticamente e desencadeia uma elevada volatilidade. As expectativas de taxas de juro voláteis também arrastaram para baixo os preços das obrigações soberanas de ambos os lados do Atlântico, especialmente os títulos de mais curto prazo. A rentabilidade da dívida soberana alemã a 2 anos, que no início do mês atingiu o seu nível mais alto desde a crise financeira em cerca de 3,3%, caiu em mais de 100 p.b. com o caso Credit Suisse, para recuperar cerca de 40 p.b., uma vez assimilada a subida da taxa do BCE e ultrapassada a turbulência. Ainda mais intensa foi a venda do título norte-americano a 2 anos, que, no seu maior *rally* desde 1987, caiu 130 p.b. dos seus máximos de 5% no início de março. Consistente com um fim iminente da subida das taxas da Fed, a recuperação das taxas de 2 anos na última semana também foi menor, em cerca de 25 p. b.

Condições financeiras

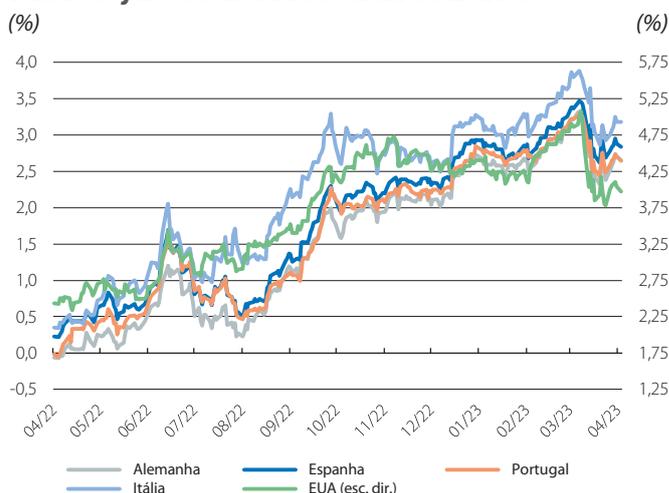
Índice (0 = média histórica)



Nota: Valores mais negativos indicam condições mais stressadas.

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

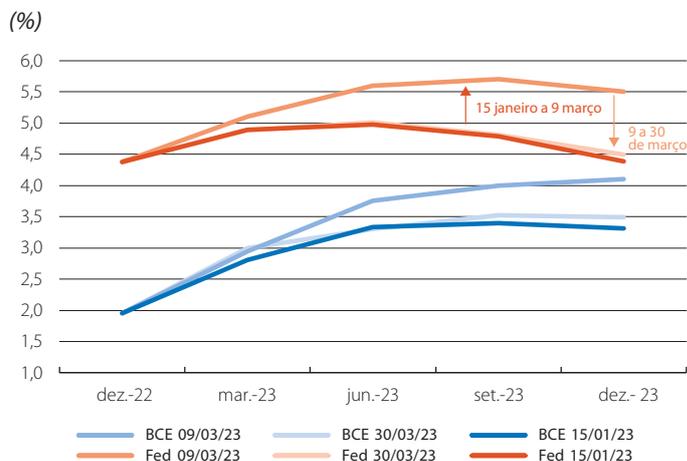
Taxas de juro da dívida soberana a 2 anos



Nota: Alemanha, Espanha, Itália e Portugal (esc. esq.).

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

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



Nota: Forwards sobre o EFFR e a taxa OIS da Zona Euro derivada com o modelo NSS a partir de curvas de rendimento do mercado.

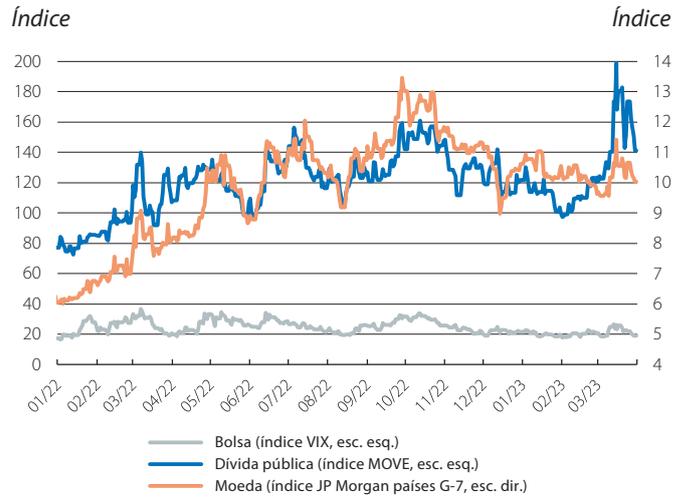
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Por outro lado, os valores de referência a mais longo prazo (10 anos) diminuíram cerca de 65 p.b. no mês. A volatilidade da dívida soberana americana tem sido a mais elevada desde 2008, causando uma deterioração acentuada da liquidez do mercado e das condições financeiras, até à abertura pela Fed de uma nova janela de desconto para os títulos públicos, ao mesmo tempo que aliviava as tensões. Este movimento, correlacionado com o facto de a instabilidade ter tido origem na má gestão da subida das taxas por parte do SVB, não se repercutiu nos mercados de ações, embora o tenha feito nos mercados cambiais, que foram fortemente impulsionados pelos diferenciais das taxas de juro.

A volatilidade não impede os mercados bolsistas globais de registarem dois trimestres consecutivos no verde. Os principais índices bolsistas fecharam em março dois trimestres consecutivos em território positivo, um sinal da recuperação gradual – e nem sempre linear – do apetite pelo risco à medida que o ciclo de subida de taxas chega ao fim. Em março, embora o mercado bolsista não tivesse experimentado um episódio de volatilidade tão acentuado como a dívida soberana, os preços das ações das empresas mais expostas às taxas de juro sofreram movimentos significativos. É o caso do sector bancário, onde as maiores quedas (–30%) ocorreram em bancos menores dos EUA, o epicentro do episódio de instabilidade. No entanto, se forem tidos em conta os bancos maiores, os preços das ações dos bancos caíram menos (cerca de –20%) durante o mês, tanto na Europa como nos EUA. No caso da Europa, esta queda ocorreu num aumento acumulado desde o verão de +40% nos bancos de Stoxx600, e também, o ressalto na última semana do mês foi maior (+6,5%). Consequentemente, os índices nacionais com a maior presença do sector bancário, o IBEX 35 e o Mib, beneficiaram, tanto no último impulso do final do mês como nos últimos dois trimestres, do bom desempenho das ações dos bancos. O índice Nasdaq100 de empresas tecnológicas nos EUA, também beneficiou das expectativas de uma taxa terminal mais baixa e por um período mais curto, e acumulou +12% em março.

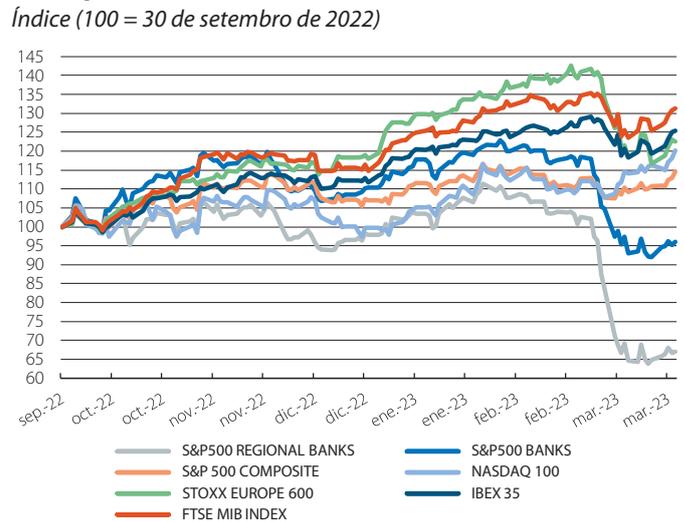
A fraca procura global pesa nos preços das matérias-primas. Os preços das matérias-primas tiveram um mês com tendência "de menos a mais". O preço do Brent somou o seu quinto mês consecutivo de perdas, embora tenha conseguido recuperar a marca dos 80 dólares após ter caído para um mínimo de 15 meses de 73 dólares no auge da volatilidade. Os constrangimentos de abastecimento das refinarias causados pelas greves em França e a interrupção da produção iraquiana, foram agravados pelo anúncio surpresa da OPEP+ de um corte de produção de 1,16 milhões de barris por dia (mbd) desde maio até ao final do ano, para além dos 2 mbd de cortes estabelecidos em novembro. O preço do gás natural europeu (a TTF holandesa) também reduziu, sendo comercializado entre 40 e 50 euros/MWh, graças ao elevado nível de reservas na Europa (o mais alto nesta fase do ano em mais de uma década). Além disso, a UE aprovou a extensão das medidas de emergência voluntárias para reduzir a procura de gás para 15% até 31 de março de 2024, e planeia expandir a capacidade de receção de gás liquefeito em quase um terço no próximo ano. No entanto, alguns aspetos como o esperado aumento da procura de gás da Ásia a partir do verão e a atratividade dos preços do gás a estes níveis em comparação com o carvão e o petróleo para algumas centrais elétricas e utilizadores industriais apoiaram a recuperação dos preços futuros acima dos 50 euros.

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Principais bolsas internacionais



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

Preços do gás natural e do petróleo



Nota: O preço do gás natural corresponde ao TTF holandês.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

A intervenção no Silicon Valley Bank e as suas implicações

Desde a primeira metade de 2022, os principais bancos centrais têm aumentado as taxas de juro de forma rápida e vigorosa para tentar conter a inflação. O Silicon Valley Bank (SVB), 16º maior banco por volume de ativos nos EUA e, no entanto, uma instituição que não era diretamente supervisionada pela Fed nem sujeita aos mesmos requisitos prudenciais que os maiores bancos do país, não foi capaz de resistir a este cenário.

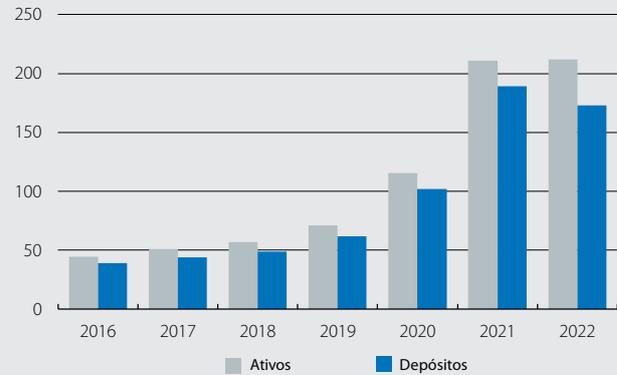
O SVB era particularmente vulnerável a um cenário de subida abrupta das taxas de juro devido à composição do seu balanço. Mais concretamente, era um banco com uma base de depósitos fortemente concentrada em grandes empresas tecnológicas, predominantemente no Silicon Valley. Estes depósitos tinham triplicado desde 2018 (ver primeiro gráfico) e mais de 95% não eram garantidos pelo Fundo de Garantia de Depósitos (FDIC).¹ Os depósitos das grandes empresas tendem a caracterizar-se por uma maior volatilidade e requerem uma remuneração relativamente elevada. Na vertente do ativo, o banco canalizou esta liquidez para a compra de ativos de baixo risco com vencimentos longos e taxas de juro fixas, tais como a dívida soberana dos EUA e *mortgage-backed securites*. Apesar do baixo perfil de risco de crédito destes ativos, o balanço do SVB foi fortemente exposto ao risco de taxa de juro: face ao aumento das taxas, os passivos tornaram-se significativamente mais caros (alinhados com as taxas de curto prazo) enquanto os ativos rendiam uma taxa fixa mais baixa. Por outras palavras, na sequência do aumento das taxas de juro, o SVB enfrentou fortes pressões sobre a sua rentabilidade.

O SVB concebeu um plano para aliviar este problema de rentabilidade que ameaçava o seu *rating*. O problema foi que não conseguiu sobreviver à sua execução. O plano era vender parte da carteira de ativos de baixo rendimento para reinvestir em dívidas de curto prazo, que atualmente rendem muito mais. Com esse retorno dos seus ativos, já poderia pagar aos seus depositantes sem incorrer em perdas. Após a venda da dívida, o SVB teve de registar as perdas porque, num ambiente de taxas de juro mais elevadas, estas obrigações valiam menos do que tinha pago por elas. Para cobrir estas perdas, foi concebido um aumento de capital, que, infelizmente, não despertou interesse suficiente. Os rumores sobre os problemas do SVB em lidar com esta situação, que rapidamente se espalharam nas redes sociais, levaram a uma debandada de depositantes no espaço de 24 horas. Um dia mais tarde, as autoridades intervieram.

1. A partir do final do ano 2022, conforme o relatório anual do SVB para a SEC. O FDIC garante depósitos até 250 000 dólares. As quantidades que excedem este limiar são mais vulneráveis ao pânico bancário.

Silicon Valley Bank: depósitos e ativos em balanço

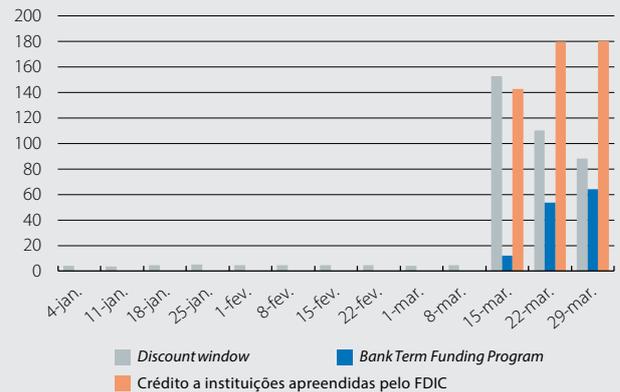
(Milhares de milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, com base em dados do SNL e na apresentação de resultados do SVB.

Balanço da Reserva Federal - empréstimos às entidades bancárias

(Milhares de milhões de dólares)



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

Para apaziguar os mercados financeiros e dar confiança aos depositantes, o Tesouro dos EUA garantiu todos os depósitos do SVB, mesmo aqueles acima de 250 000 USD, e a Reserva Federal criou um programa para fornecer liquidez ao sector financeiro² e facilitou o acesso à *discount window* (o principal instrumento que fornece liquidez aos bancos), ferramentas que têm sido utilizadas pelos bancos nas últimas semanas (ver segundo gráfico).

Estas tensões repercutiram-se no outro lado do Atlântico após alguns dias, quando o foco dos mercados financeiros recaiu sobre o Credit Suisse (CS), um banco com boas métricas de capital e liquidez, mas com problemas reputacionais, que tinha sofrido perdas devido a operações falhadas (tais como os colapsos da Archegos e da Greensill

2. O *Bank Term Funding Program*.

Capital) e que, de maneira relativamente análoga ao SVB, tinha uma base de depósitos pouco coberta pela garantia de depósitos. Neste caso, o que desencadeou uma saída precipitada de depósitos, foram declarações do acionista principal alertando que não estaria disposto a proceder a um aumento de capital, se tal fosse necessário. Após sofrer fortes quedas na bolsa, e para conter a saída de depósitos e acalmar os mercados financeiros, o banco central suíço e o governo, facilitaram o processo de compra do banco pelo UBS, que foi finalmente formalizado no fim de semana de 18 de março. Entre outras medidas, no âmbito desta transação, as autoridades suíças determinaram que parte da dívida do CS (conhecida como AT1) perderia o seu valor, um movimento que gerou alguma controvérsia porque os acionistas (que, à partida, são os que deveriam suportar as maiores perdas) não perderam todo o valor dos seus investimentos no CS.

Estes episódios têm tido múltiplos impactos nos mercados financeiros. Primeiramente, as expectativas dos investidores quanto às taxas de juro dos bancos centrais nos meses seguintes foram revistas em baixa. Enquanto antes da intervenção do SVB se esperava que a Fed aumentasse as taxas de juro para 5,75% e as mantivesse lá até ao final do ano, os mercados esperam agora que as taxas atinjam 5,25% e que no segundo semestre de 2023 o Fed comece a reduzi-las para 4% até ao final do ano. Relativamente ao BCE, os mercados anteriormente descontavam um nível terminal de 4% e que este seria mantido até ao início de 2024, enquanto apostam agora que o BCE fixará a taxa *depo* num máximo de 3,50% na segunda metade de 2023.

Em segundo lugar, os preços das ações do sector bancário caíram drasticamente, tanto devido às expectativas revistas sobre os bancos centrais (que tinham apoiado as avaliações do sector nos meses anteriores) como devido à perceção de instabilidade financeira. No conjunto de março todo, o sector bancário na Europa e nos EUA diminuíram 14% e 19% respetivamente, enquanto o Euro Stoxx 600 e o S&P 500 registaram -0,7% e +3,5% respetivamente. Em terceiro lugar, as condições financeiras apertaram-se, como se pode verificar no último gráfico. Além disso, nos EUA, houve uma certa transferência de depósitos de pequenas e médias instituições para as instituições maiores. O aperto das condições financeiras, se mantido ao longo do tempo, poderá ter um impacto na atividade económica, possivelmente mais visível na segunda metade de 2023. Os EUA, parecem mais vulneráveis a estes riscos, reduzindo as hipóteses de um *soft landing* da atividade em 2023.

Condições financeiras

Índice



Nota: Valores mais baixos (mais altos) indicam um aperto (flexibilização) das condições financeiras.

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

Taxas de juro (%)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,50	3,00	50	100,0	350,0
Euribor 3 meses	3,04	2,74	29	90,6	349,9
Euribor 12 meses	3,62	3,73	-10	33,1	370,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,01	3,21	-20	40,8	343,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,68	3,14	-45	-8,1	275,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,29	2,65	-36	-27,9	173,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,30	3,60	-30	-35,9	183,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,12	3,51	-39	-46,2	174,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,00	4,75	25	50,0	450,0
Libor 3 meses	5,19	4,97	22	42,5	423,1
Libor 12 meses	5,31	5,68	-38	-17,7	313,4
Dívida pública a 1 ano	4,59	4,98	-39	-9,6	292,6
Dívida pública a 2 anos	4,03	4,82	-79	-40,1	156,9
Dívida pública a 10 anos	3,47	3,92	-45	-40,7	108,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	85	79	6	-5,4	12,9
Itraxx Financeiro Sénior	99	88	10	-0,4	17,5
Itraxx Financeiro Subordinado	184	154	30	11,8	28,5

Taxas de câmbio

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,084	1,058	2,5	1,3	-1,8
EUR/JPY (ienes por euro)	144,090	143,990	0,1	2,6	6,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,879	0,880	-0,1	-0,7	4,4
USD/JPY (ienes por dólar)	132,860	136,170	-2,4	1,3	8,4

Matérias-primas

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	550,6	548,5	0,4	-0,7	-13,0
Brent (\$/barril)	79,8	83,9	-4,9	-7,1	-26,1
Ouro (\$/onça)	1.969,3	1.826,9	7,8	8,0	2,3

Rendimento variável

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.109,3	3.970,2	3,5	7,0	-9,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.315,1	4.238,4	1,8	13,7	10,1
Ibex 35 (Espanha)	9.232,5	9.394,6	-1,7	12,2	8,6
PSI 20 (Portugal)	6.046,6	6.057,2	-0,2	5,6	1,0
Nikkei 225 (Japão)	28.041,5	27.445,6	2,2	7,5	1,4
MSCI emergentes	990,3	964,0	2,7	3,5	-13,6