

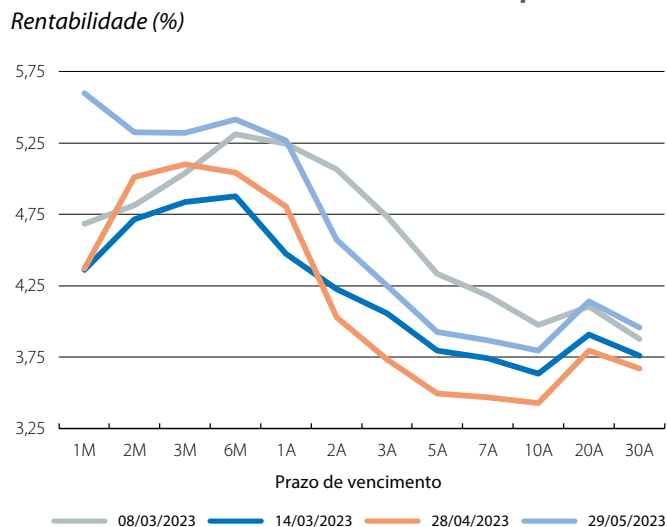
O teto da dívida nos EUA e a consolidação da economia, impulsionam o clima de investimento

O mercado, no meio das tensões políticas nos EUA, a capacidade de resistência do ciclo económico e a persistência da inflação. Após os episódios de instabilidade no sector bancário regional dos EUA e do Credit Suisse em março, e a sua digestão gradual (e nem sempre harmoniosa) em abril, a atenção dos investidores desviou-se em maio para outras fontes de incerteza. Primeiramente, as negociações sobre a prorrogação do teto máximo da dívida dos EUA, que não foi resolvido até ao início de junho, caracterizou o clima de investimento em maio, especialmente à medida que o prazo se aproximava. Desta forma, as notícias sobre a evolução do acordo ativaram ou desativaram o apetite pelo risco no mercado e fizeram subir os rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA nos prazos mais curtos, que atingiram máximos de 20 anos de cerca de 6%. Por outro lado, à medida que as preocupações com a instabilidade financeira se dissipavam, a saúde do ciclo económico e a evolução da inflação voltaram a ganhar destaque nas principais economias desenvolvidas.

As expectativas de subida das taxas de juro nos próximos meses aumentaram acentuadamente, abrandando no final do mês. Ao iniciar o mês de maio com a Fed e o BCE a aumentarem, como esperado, a taxa de juro de referência em 25 p.b., à medida que o mês avançava e as preocupações com a estabilidade financeira eram deixadas para trás, as expectativas do mercado quanto ao nível das taxas de juro nos meses seguintes tenderam a aumentar. Para a Fed, após descontar com elevada probabilidade que a medida de maio seria o máximo do atual ciclo de subidas, o desempenho ainda bom do mercado de trabalho e a resiliência do consumo privado aumentaram a possibilidade atribuída pelos investidores de novas subidas de 25 p.b. em junho ou julho. Contudo, uma pausa na reunião de junho continua a ser o cenário mais provável. Na Zona Euro, os valores ainda elevados da inflação (apesar dos sinais de moderação mais acentuados em maio) e as declarações da maioria dos membros do Conselho de Governadores do BCE, incluindo a sua presidente Lagarde, que sublinharam que a instituição ainda tem algum caminho a percorrer neste ciclo de subida, mantêm as expectativas dos investidores de que a taxa de referência atingirá os 3,75%.

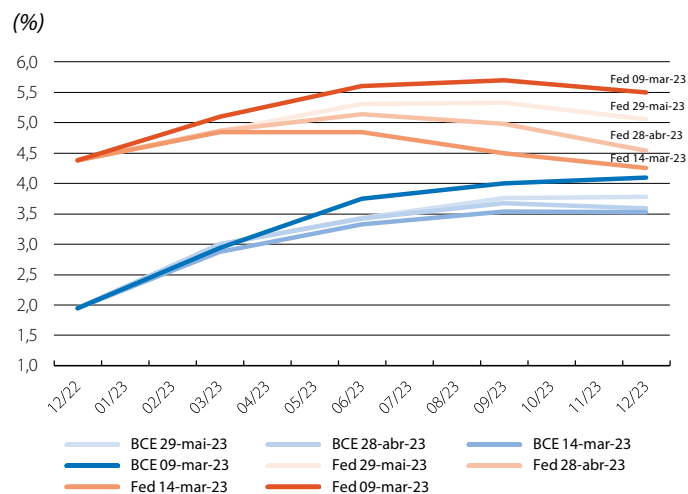
As taxas de rendibilidade das obrigações da dívida pública terminam o mês em baixa, depois de terem acumulado aumentos devido às fontes de incerteza acima referidas. As tensões em torno do teto da dívida, bem como a alteração da perspetiva da notação de crédito do Tesouro norte-americano pela Fitch (que, embora mantenha notação AAA, alterou a perspetiva de «estável» para «negativa») e a divulgação dos dados económicos de abril, provocaram uma subida gradual e generalizada das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas nas tranches curtas nas primeiras semanas de maio, aprofundando a inversão das curvas. Porém, após as negociações políticas terem sido clarificadas nos últimos dias do mês, estas recuperações inverteram-se tanto nos EUA como, ainda mais

Curva de rendimento soberano dos EUA por data



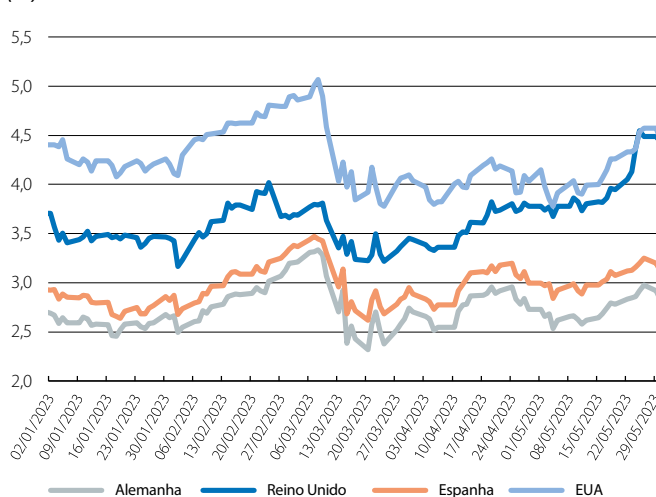
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

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



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

Taxas de juro da dívida soberana a 2 anos



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

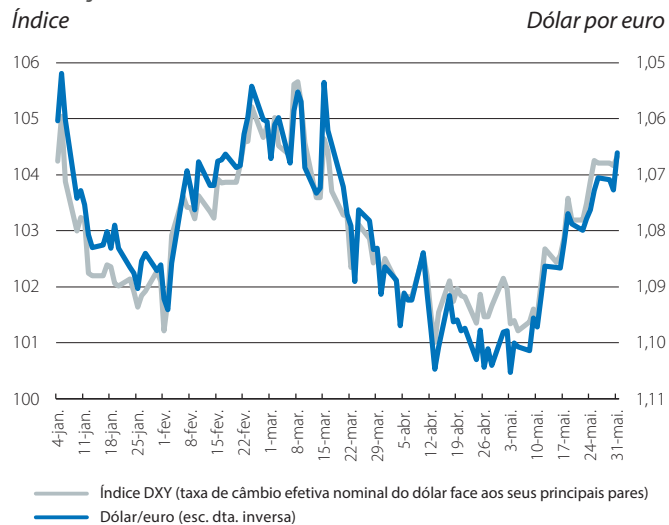
acentuadamente, na Zona Euro. O abrandamento da inflação em maio e os inquéritos às empresas que continuam a apontar para a fraqueza do setor industrial fizeram com que os índices de referência a 2 anos terminassem o mês praticamente estáveis. De salientar também o Reino Unido, onde os fracos dados sobre a inflação de base fizeram subir acentuadamente as taxas de rendibilidade das obrigações a 2 anos para mais de 4,5%.

Expectativas de taxas de juro mais elevadas nos EUA e a incerteza quanto às negociações sobre o teto da dívida impulsionam o dólar. Em maio, a tendência de depreciação do dólar desde o início de março inverteu-se, o que se explica pela instabilidade financeira na banca regional dos EUA, reduzindo as expectativas para as taxas de juro de referência de forma muito mais acentuada para a Fed do que para o BCE e favorecendo o euro. No entanto, o papel do dólar como ativo de refúgio face à incerteza quanto ao limite da dívida, bem como o aumento gradual das expectativas de subida das taxas nos EUA, apoiou a apreciação da moeda americana em relação aos seus principais pares. Após ter ultrapassado o nível de 1,10 dólares por euro, o dólar valorizou-se em 3% para menos de 1,07 dólares por euro. O dólar também se valorizou face ao iene (2,2%), mas depreciou-se face à libra esterlina (1%), visto que os dados sobre a inflação no Reino Unido poderão pressionar o Banco de Inglaterra a proceder a novas subidas de taxas.

Fraqueza dos mercados bolsistas europeus e chineses devido ao impacto de uma reabertura mais fraca do que o previsto na China. O mês de maio foi o de maior fraqueza bolsista até ao momento na Europa, tanto no Euro Stoxx 50 (-3,2%) como nas principais praças nacionais, entre as quais se destacou negativamente o PSI-20 português (-7,8%). Este comportamento explica-se tanto por um desempenho mais fraco do setor da banca como pelas quedas no setor do luxo (com um impacto particular nos índices italiano e francês), afetado por uma reabertura chinesa que não correspondeu às expectativas. Este facto também pesou sobre o índice Hang Seng de Hong Kong, que caiu mais de 8% no mês, atingindo os seus mínimos do ano. Nos EUA, o sector tecnológico teve um bom desempenho (Nasdaq +7,5% no mês) em comparação com os restantes sectores (S&P estável em +0,2%). É igualmente de salientar o desempenho do mercado bolsista dos bancos regionais dos EUA: embora o índice KBW tenha descido 6% no mês, a rápida deterioração de março e abril parece ter cessado, com vários bancos a mostrarem uma estabilização dos seus depósitos nas suas apresentações de resultados.

Os produtos energéticos estão em queda. Em maio, os preços da energia registaram as maiores descidas do ano, com um declínio acumulado de cerca de 25% ao longo dos cinco meses. No mercado petrolífero, o petróleo Brent terminou o mês abaixo dos 73 dólares, arrastado pela recuperação económica mais lenta da China e apesar da intenção de alguns países da OPEP de manter os atuais cortes na produção. No entanto, as tensões no mercado do gás na Europa continuaram a diminuir. Ao fluxo contínuo de fornecimento de gás natural liquefeito dos EUA e do Qatar, uma produção recorde de energias renováveis e um abrandamento da procura de gás no Velho Continente, que nos primeiros quatro meses do ano terá diminuído quase 20% em relação ao ano anterior. Estes aspetos e as temperaturas amenas favoreceram a aceleração do enchimento das reservas de gás (que já se encontram novamente perto dos 70%) e a descida dos preços do gás para níveis de há dois anos (cerca de 25 €/MWh no caso da TTF).

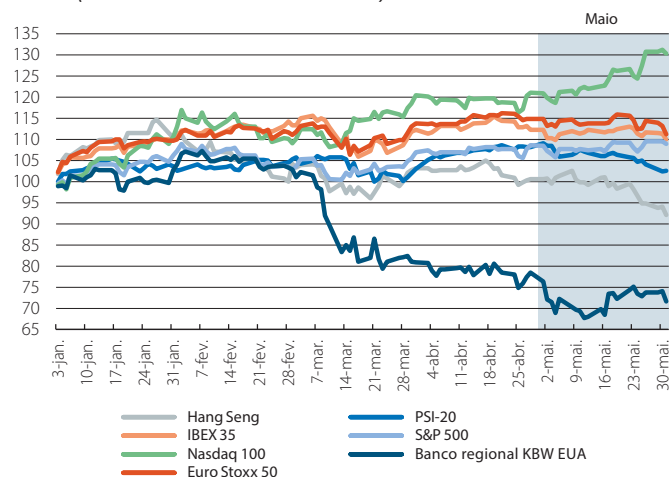
Evolução da taxa de câmbio do dólar



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eikon Refinitiv.

Desempenho dos índices bolsistas no acumulado do ano

Índice (100 = 30 de dezembro de 2022)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eikon Refinitiv.

Preços do gás natural e do petróleo

(€/MWh)

(\$/barril)



Nota: O preço do gás natural corresponde ao TTF holandês.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eikon Refinitiv.

A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira análise

No combate à inflação, a política monetária tornou-se muito mais restritiva, o que é visível nas taxas de juro oficiais e nas taxas de juro aplicadas às empresas, às famílias e aos governos. Porém, estas taxas de juro não são um fim por si só; o objetivo final é arrefecer a atividade económica e, assim, conter a inflação. Analisamos, assim, o estado da transmissão monetária através de um dos seus principais canais: condições de crédito.

Subida das taxas da Fed e do BCE (+500 p.b. e +375 p.b., respetivamente) resultaram em normas de crédito mais restritivas e numa fraca procura de crédito. Esta situação reflete-se nos últimos inquéritos ao sector bancário realizados pela Fed e pelo BCE (em especial o BLS na Europa e o SLOOS nos EUA),¹ que não só refletem esta maior restritividade cumulativa até ao 1T 2023, como também indicam que já foi atingido um pico na área do euro e apontam para um abrandamento da velocidade de aumento da restritividade no 2T 2023 (o que estaria em linha com a expectativa de que as taxas diretoras da Reserva Federal e do BCE já atingiram um pico ou estão perto de atingir esse pico).²

Neste contexto de taxas mais elevadas, normas mais rigorosas e menor procura, seria natural observar volumes de empréstimos menos dinâmicos. Assim, é útil analisar o comportamento do chamado «estímulo ao crédito», que definimos como a variação do crédito em circulação menos a sua variação no mesmo período do ano anterior (em percentagem do PIB nominal).³ Esta medida apresenta uma elevada associação com o crescimento do PIB e permite-nos avaliar a dinâmica do crédito em termos da sua importância para a atividade económica.⁴ Nos últimos meses, a dinâmica do crédito deteriorou-se e, o que é particularmente relevante, fê-lo numa magnitude em linha com a observada maior restritividade dos critérios de concessão de crédito e da procura, o que sugere também uma boa transmissão da maior restritividade monetária levada a cabo pela Fed e pelo BCE.

Na Europa, se a menor restritividade das normas e da procura prevista pelos inquéritos se concretizar, o estímulo ao crédito permanecerá negativo nos próximos meses, mas

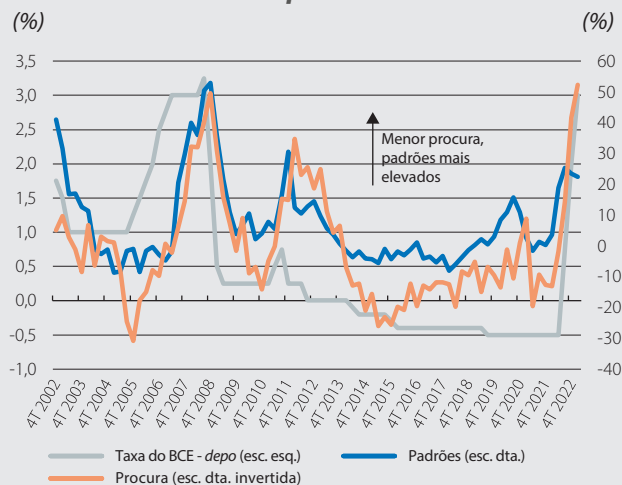
1. Bank Lending Survey (BLS) e Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS).

2. Especificamente, na Europa, o BLS capta a situação das normas e da procura de crédito no trimestre em curso e as suas expectativas para o trimestre seguinte. De forma invulgar, no primeiro trimestre de 2023, a contração observada revelou-se mais grave do que o previsto no quarto trimestre de 2022. Mas isto ocorreu num contexto de turbulência em torno do Silicon Valley Bank, enquanto, em geral, as expectativas do BLS são um excelente indicador do comportamento futuro.

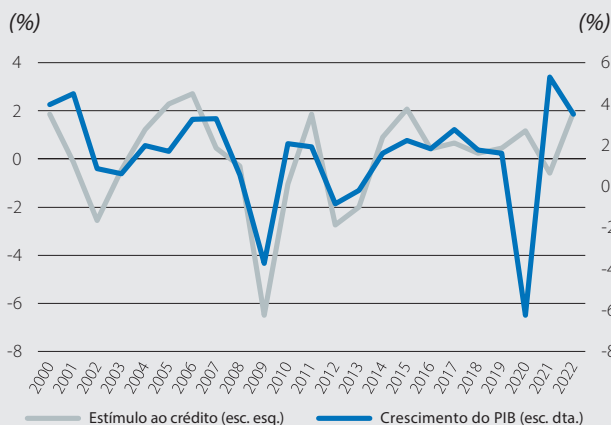
3. Ver Barcelona, W. L. et al. (2022). «What Happens in China Does Not Stay in China». Fed International Finance Discussion Papers.

4. Por intuição, o montante de crédito em dívida está particularmente associado à atividade económica passada, enquanto o crédito concedido num trimestre está associado à atividade económica no trimestre. Assim, o crescimento deste novo crédito está associado ao crescimento do PIB.

Zona Euro: critérios e procura de crédito

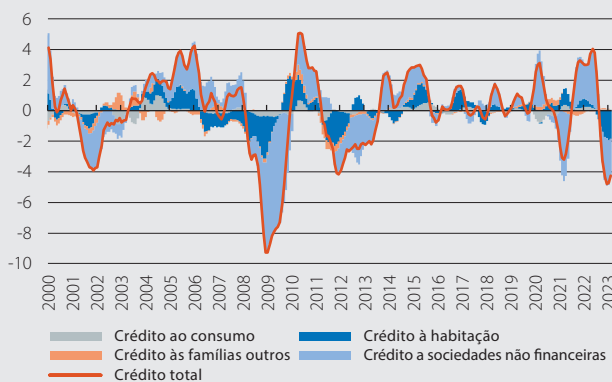


Zona Euro: estímulo ao crédito e ao PIB



Zona Euro: estímulo ao crédito

Variação homóloga (%)



um pouco menos do que no primeiro trimestre (em particular, as expetativas do BLS para o segundo trimestre preveem uma melhoria do estímulo ao crédito entre 0,5 p.p. e 1,0 p.p.). Por outro lado, para os EUA, o SLOOS aponta para um novo aumento da restritividade das condições de crédito no próximo trimestre, o que poderá reduzir ainda mais o estímulo ao crédito em, pelo menos, 0,2 p.p.

Se a transmissão da política monetária sobre o estímulo do crédito se está a revelar eficaz, tanto nos EUA como na Europa, resta saber em que medida e com que desfaseamento este canal arrefecerá a atividade económica. Os desfaseamentos são incertos e variáveis, como continuam a sublinhar membros proeminentes do BCE e da Fed,⁵ mas a forte associação entre o estímulo ao crédito e o crescimento do PIB dá-nos pistas sobre o possível impacto. Para avaliar as magnitudes, utilizamos um modelo estatístico que prevê o crescimento do PIB com base no seu registo mais recente e no estímulo contemporâneo do crédito. O modelo é simples, mas tem um bom poder explicativo e aponta para um papel importante do crédito.⁶ Em conformidade com este exercício, a queda da dinâmica do crédito já observada, e assumindo uma dinâmica nula nos próximos trimestres, estaria associada a uma redução do crescimento do PIB de 0,7 p.p., tanto na Zona Euro como nos EUA.⁷ Se o estímulo nos próximos trimestres evoluísse em linha com os inquéritos mais recentes relativos ao segundo trimestre, o exercício sugeriria um crescimento do PIB para 2023, no seu conjunto, de menos 1,5 p. p. na Zona Euro e menos 2,1 p.p. nos EUA.⁸

Finalmente, e para além do simples exercício, o aumento da restritividade das condições de crédito pode ser afetado pela existência de vulnerabilidades em certos sectores. A este respeito, uma das preocupações centra-se nos EUA e a elevada exposição dos seus bancos regionais ao sector imobiliário comercial, um sector que tem vindo a cair até agora este ano e que, num ambiente de taxas de juro elevadas, continuará a enfrentar um contexto difícil. A título de exemplo, do crédito emitido pelos pequenos bancos nos Estados Unidos, 47% destinam-se a este sector, ao passo que nos grandes bancos esse valor desce para 16%. Por outro lado, do total do crédito concedido ao sector imobiliário comercial, 67% está nas mãos de pequenos bancos, que, recorde-se, foram particularmente afetados pela turbulência financeira de março.

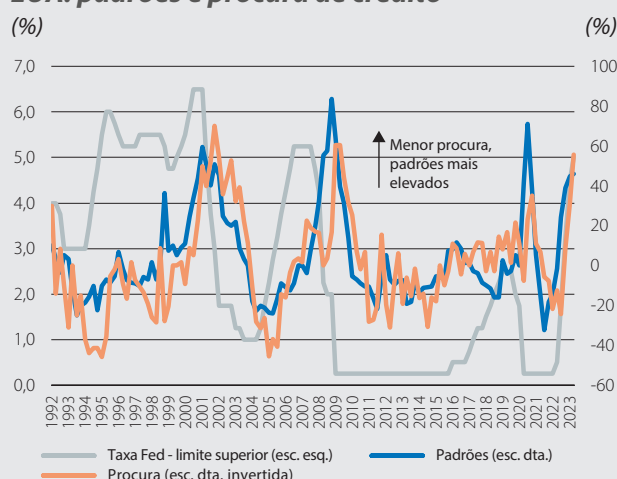
5. Ver discurso de 18 de maio de 2023 do governador da Reserva Federal, Phillip N. Jefferson, *The U.S. Economic Outlook and Considerations for Monetary Policy*.

6. Os R-quadrados para os EUA e da Zona Euro são 0,85 e 0,64, respetivamente, todas as variáveis são significativas a 1% e os coeficientes estimados para o estímulo ao crédito são de magnitude semelhante aos do crescimento desfasado do PIB.

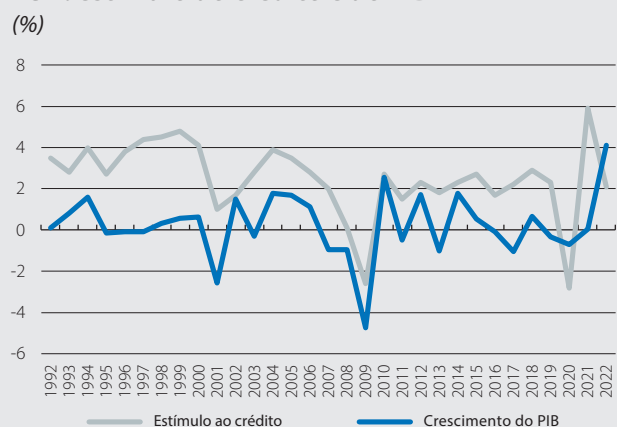
7. Em ambos os casos, em relação a um cenário em que o estímulo ao crédito é exatamente 0 em 2023 (ou seja, um cenário em que o crescimento do volume de crédito em curso é igual ao de 2022).

8. Nos EUA, assistir-se-ia a uma maior restritividade das condições de crédito, em consonância com o que se previa no último SLOOS, ao passo que na Zona Euro, partimos do princípio de que a maior restritividade já teria ocorrido.

EUA: padrões e procura de crédito

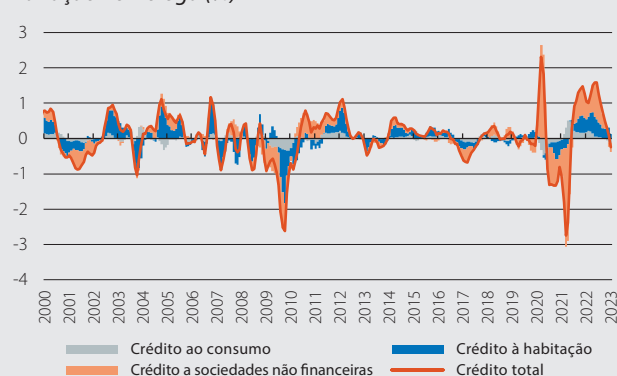


EUA: estímulo ao crédito e ao PIB



EUA: estímulo ao crédito

Variação homóloga (%)



Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,75	3,50	25	125,0	375,0
Euribor 3 meses	3,46	3,27	20	133,1	379,8
Euribor 12 meses	3,94	3,88	6	64,8	352,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,17	3,09	8	57,0	311,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,72	2,69	3	-4,5	216,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,28	2,31	-3	-28,9	109,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,33	3,36	-3	-33,1	102,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,02	3,13	-11	-56,3	68,6
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,25	5,00	25	75,0	425,0
Libor 3 meses	5,50	5,30	19	72,9	387,0
Libor 12 meses	5,73	5,37	36	24,8	295,5
Dívida pública a 1 ano	5,17	4,74	43	48,6	307,8
Dívida pública a 2 anos	4,40	4,01	40	-2,3	176,1
Dívida pública a 10 anos	3,64	3,42	22	-23,2	73,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	82	83	-2	-8,8	-7,0
Itraxx Financeiro Sénior	93	98	-5	-6,3	-5,7
Itraxx Financeiro Subordinado	173	187	-14	1,4	-15,9

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,069	1,102	-3,0	-0,1	0,4
EUR/JPY (ienes por euro)	148,950	150,070	-0,7	6,1	7,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,877	-2,0	-3,0	0,7
USD/JPY (ienes por dólar)	139,340	136,300	2,2	6,3	7,1

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	541,5	547,5	-1,1	-2,4	-13,8
Brent (\$/barril)	72,7	79,5	-8,6	-15,4	-37,5
Ouro (\$/onça)	1.962,7	1.990,0	-1,4	7,6	6,3

Rendimento variável

	31-maio	30-abril	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.179,8	4.169,5	0,2	8,9	1,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.218,0	4.359,3	-3,2	11,2	12,2
Ibex 35 (Espanha)	9.050,2	9.241,0	-2,1	10,0	3,5
PSI 20 (Portugal)	5.729,4	6.212,3	-7,8	0,1	-8,1
Nikkei 225 (Japão)	30.887,9	28.856,4	7,0	18,4	12,5
MSCI emergentes	958,5	977,1	-1,9	0,2	-10,2