

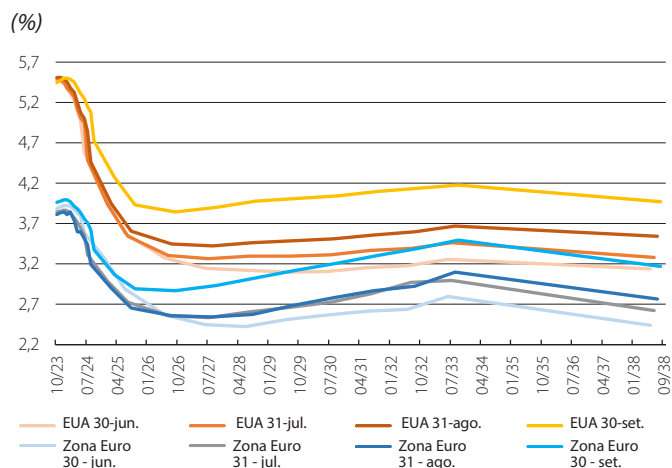
## O outono traz os investidores de volta ao cenário de taxas elevadas

**A Reserva Federal aterra a economia tão suavemente que ainda não consegue retirar os travões.** A reunião de setembro do FOMC confirmou a revisão em alta das expectativas de taxas de juro para os próximos meses (e anos) de vários dos seus membros, acelerando o ajustamento dos preços dos ativos financeiros que, desde o início do verão, têm tentado encontrar o seu equilíbrio num ambiente de taxas mais elevadas durante mais tempo. A tendência da Reserva Federal para uma maior restritividade e o bom desempenho da economia norte-americana contrastam, aliás, com a situação no resto do mundo, uma vez que praticamente toda a Europa, a China e o Japão revelaram um menor dinamismo económico em setembro. Por conseguinte, embora as taxas soberanas tenham registado uma subida generalizada ao longo do mês, o movimento foi particularmente forte nos referenciais de médio e longo prazo dos EUA, com o consequente aumento da inclinação da curva. Por outro lado, enquanto o dólar continuou a capitalizar esta tendência, prolongando a valorização que acumula desde meados de julho, os ativos de risco foram penalizados e as bolsas fecharam mais um mês com perdas, enquanto o petróleo continuou o *rali* que o levou aos máximos do ano

**Os bancos centrais voltam a ser o centro das atenções no novo ano académico.** Relativamente à Fed, apesar de ter feito uma pausa no ciclo de subidas e de ter mantido as taxas no intervalo 5,25%-5,50%, o novo *dot plot* e um certo reconhecimento pelo Presidente Powell de que a taxa natural da economia teria aumentado, reforçaram a perspetiva de taxas de juro elevadas entre os investidores durante algum tempo (o *higher for longer*). O BCE procedeu, de facto, a uma subida de 25 p.b. da taxa de juro para manter inalterada a taxa *Depo* a 4,00% (e a *a refi* a 4,50%), mas considerando expressamente que o nível atual das taxas é suficientemente restritivo, pelo que bastaria mantê-lo para continuar a atenuar a inflação. O Banco do Japão mostrou pouca inclinação para apertar significativamente a política monetária nos próximos meses, cauteloso quanto a uma subida da inflação que não considera suficientemente sustentada, pesando ainda mais sobre o yen já depreciado. O Banco de Inglaterra também surpreendeu com uma pausa no seu ciclo de subidas, após um valor de inflação de agosto inferior ao esperado e apesar de a inflação ainda se manter em níveis muito elevados.

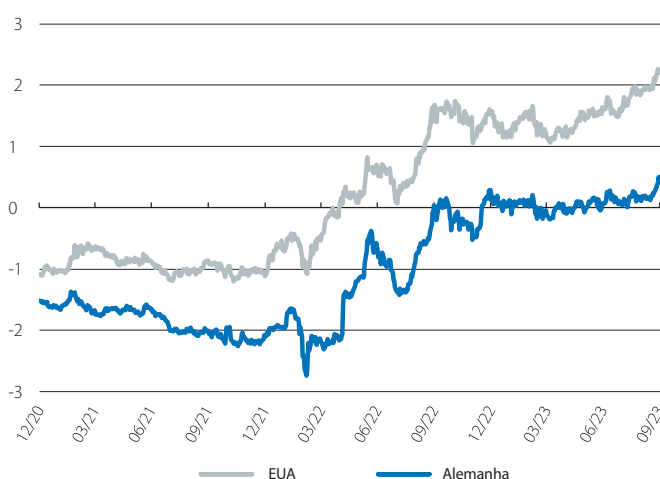
**Taxas mais elevadas durante mais tempo.** A narrativa do *higher for longer* levou as *yields* das obrigações soberanas dos EUA a atingirem, no mês, máximos anteriores à crise financeira de 2008. A subida acumulada das taxas de longo prazo dos EUA no terceiro trimestre fez subir os índices de referência a 10 anos em mais de 70 p.b. em relação ao nível de junho e os índices de referência a 30 anos mais de 80 p.b. Esta inclinação da curva deve-se também à resiliência do ciclo económico, que impede qualquer abrandamento nas secções de mais curto prazo da

### Expetativas sobre as taxas de juro diretoras da Fed e do BCE

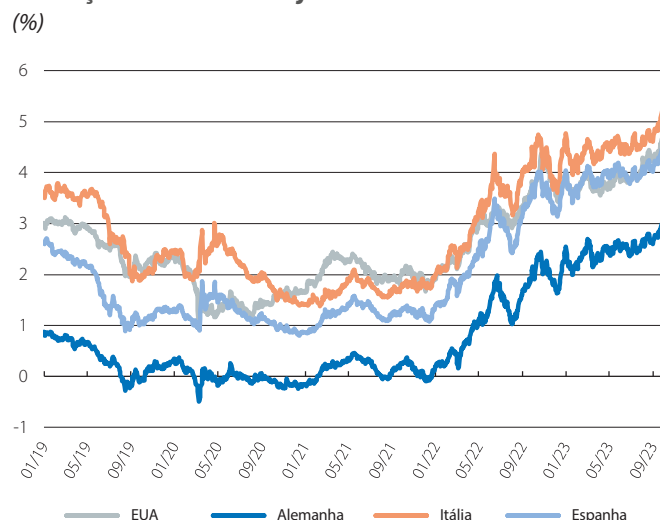


### Evolução das taxas reais a 10 anos

Rendimento das obrigações soberanas indexadas à inflação (%)



### Evolução das taxas de juro soberanas a 30 anos



curva, com os valores de referência a 2 anos acima dos 5%, na proximidade dos máximos desde 2006. Em contrapartida, na Zona Euro, a subida das taxas tem sido mais homogênea entre tranches, com menor inclinação (sobretudo na curva alemã), traduzindo a fragilidade do ciclo económico. Por outro lado, o prémio de risco italiano recuperou mais de 25 p. b. no mês seguinte, depois de o governo ter aumentado a sua previsão do défice orçamental para 2024. As taxas soberanas do Reino Unido foram a grande exceção do mês, com uma queda acentuada nos seus índices de referência de curto prazo.

**Mau mês nas bolsas internacionais.** Os principais índices de ações internacionais registaram mais um mês de perdas generalizadas em setembro, com o índice MSCI All Country World de ações globais a cair mais de 4%. Esta quebra foi generalizada a todos os sectores, mas os mais atingidos foram os mais sensíveis à subida das taxas de juro, como o sector tecnológico. O índice Nasdaq registou assim uma queda superior a 5%, queda essa que também se fez sentir fortemente no S&P500. A principal exceção a esta tendência foi o sector da energia, que foi impulsionado tanto na Europa como nos EUA pelo forte aumento dos preços do petróleo nos últimos meses. O IBEX em Espanha apresentou um melhor desempenho relativo, embora tenha caído -0,8% no mês. Pelo contrário, na Europa, o DAX destacou-se negativamente, com -3,5%, penalizado pelo sector industrial alemão.

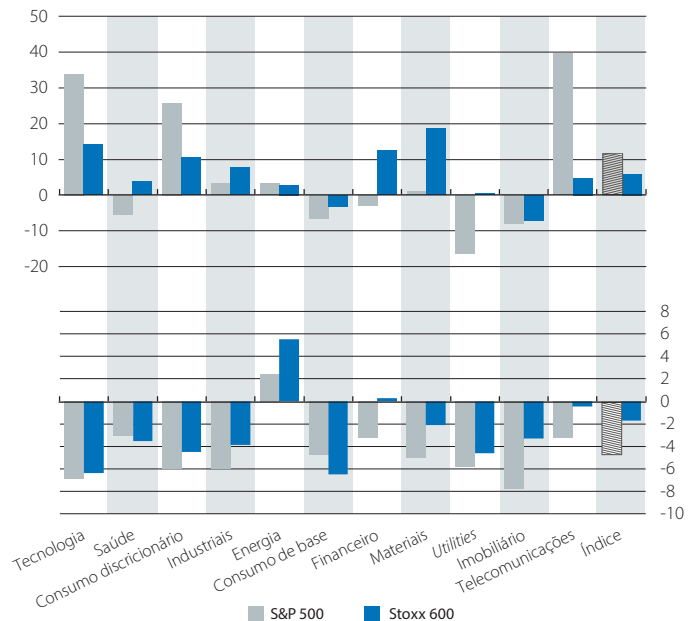
**O dólar americano continua a capitalizar sobre o *higher for longer*.** A moeda norte-americana continuou a ganhar força, com mais um mês de apreciação significativa em setembro, em particular face ao euro, ao iene e ao franco suíço. Esta moeda está a beneficiar muito, em parte, do diferencial de taxas esperado com estas economias, que têm ciclos económicos menos dinâmicos do que os EUA, e, em parte, da menor apetência pelo risco de investimento. Relativamente ao euro, a sua fraqueza face ao dólar não foi tão pronunciada em relação a outros pares no mês, tendo a sua taxa de câmbio efetivo nominal depreciado 0,5%, o que contrasta com uma depreciação de -2,5% face ao dólar.

**A redução da oferta impulsiona os mercados do petróleo e do gás.** Em setembro, os preços do petróleo continuaram a subir, tendo aumentado quase 10%, para terminar o trimestre 27% acima de junho e em máximos anuais de cerca de 95 dólares por barril. As reduções de produção da Arábia Saudita e da Rússia foram bem sucedidas face à forte procura chinesa de crude e à rápida redução das existências mundiais de petróleo. Esta situação, associada ao facto de não terem encontrado, até à data, qualquer contrapeso nos produtores de petróleo de xisto dos EUA, incapazes de aumentar a produção após vários anos de subinvestimento, deixa uma clara tendência de subida no mercado nos últimos meses. No que respeita ao gás natural, os riscos de aprovisionamento em diferentes pontos (Austrália, Noruega, etc.) continuam a induzir uma forte volatilidade no benchmark europeu, o Dutch TTF, que, apesar de encontrar uma estabilização significativa na boa evolução dos inventários para a época do ano, subiu quase 20% no mês.

## Desempenho dos sectores da bolsa de valores no ano (em cima) e no mês (em baixo)

Retorno acumulado até à data (%)

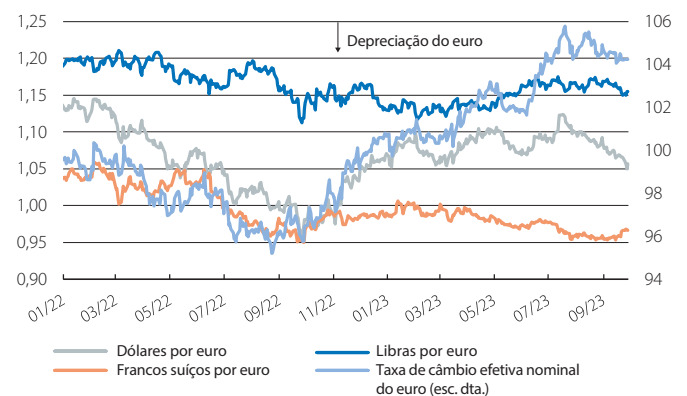
(set., %)



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

## Euro face aos seus principais pares (Euros)

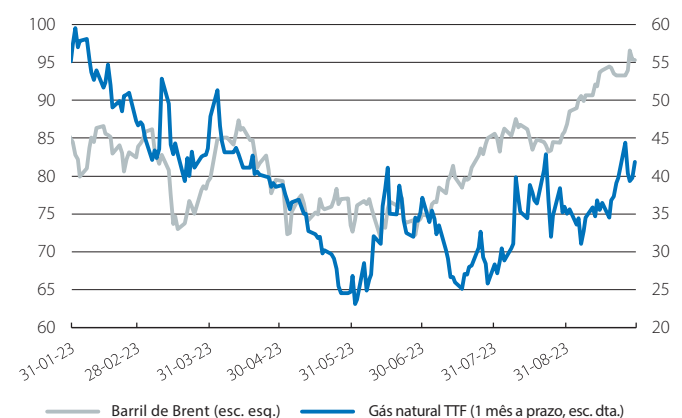
Índice



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

## Evolução dos preços da energia: gás e petróleo (Dólares/barril)

(Euros/MWh)



Fonte: BPI Research com base em dados da Bloomberg.

## Perspetivas para as economias e mercados internacionais

Na sequência de um desempenho melhor do que o esperado no primeiro semestre de 2023, a atividade mundial arrefeceu no terceiro trimestre, devido a dinâmicas divergentes entre as principais economias. Em seguida, analisamos as perspetivas para o ambiente económico internacional.

### Ponto de partida: arrefecimento irregular

A atividade global sofreu com a perda de fôlego na China, onde a recuperação inicial no 1.º trimestre de 2023 deu lugar a indicadores sustentadamente mais baixos do que o esperado, que se juntaram às dificuldades persistentes no sector imobiliário. A fraqueza demonstrada pela indústria nas economias avançadas desde o final de 2022 começou a repercutir-se no sector dos serviços, embora com intensidades variáveis entre as economias. Concretamente, nos EUA, os indicadores revelaram um ligeiro abrandamento da atividade, com um crescimento de cerca de 0,5% em termos trimestrais e uma notável resistência do consumo, enquanto a fraqueza se concentrou no investimento residencial e em contribuições discretas do sector externo. A expansão do PIB da Zona Euro, pelo contrário, tem sido lenta, com um crescimento trimestral de cerca de 0,1%, o que reflete a fraqueza do consumo, do investimento e da procura externa. Todas estas dinâmicas estão bem refletidas na comparação entre os dados e as expectativas no segundo gráfico.

### Principais hipóteses: desinflação, desinflação e desinflação

Para compreender as perspetivas de arrefecimento em economias como a dos EUA e sobretudo da Zona Euro, importa reiterar que ambas têm sofrido distorções involuntariamente fortes na procura e na capacidade produtiva, primeiro com a pandemia de COVID-19<sup>1</sup> e depois com a guerra na Ucrânia. São distorções que requerem tempo para serem digeridas e que coexistiram com ventos favoráveis transitórios, como o apoio da política orçamental, o desvanecimento dos estrangulamentos, alguma dinâmica cíclica nos serviços (com a sua normalização final pós-pandemia) e as reservas de poupança acumuladas após a COVID-19.

A inflação é a métrica em que esta digestão tem sido mais visível, com um pico nos EUA já em 2021 e acelerando um pouco mais tarde na Zona Euro. Tal retoma transmite-se em três fases, começando pelos choques iniciais (como os estrangulamentos associados à pandemia ou a crise energética devido à guerra na Ucrânia) e continuando com os efeitos indiretos consequentes (o aumento dos preços dos

1. Este facto não só congelou a oferta e a procura, como também conduziu a fortes reajustamentos na economia, como os padrões de consumo ou a forte resposta das políticas fiscais e monetárias.

### Previsões para as economias e mercados internacionais

Variação anual (%), salvo indicação em contrário

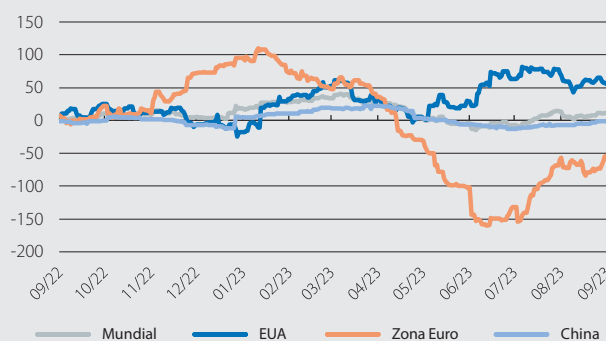
|                                                 | 2022 | 2023           | 2024           |
|-------------------------------------------------|------|----------------|----------------|
| <b>PIB mundial</b>                              | 3,5  | 3,0<br>(2,8)   | 2,9<br>(3,0)   |
| <b>PIB EUA</b>                                  | 2,1  | 2,0<br>(1,7)   | 0,8<br>(0,5)   |
| <b>Inflação EUA</b>                             | 8,0  | 4,2<br>(4,0)   | 2,4<br>(2,1)   |
| <b>Fed - fed funds rate<br/>(fim do ano)</b>    | 4,50 | 5,75           | 4,25           |
| <b>PIB Zona Euro</b>                            | 3,5  | 0,5<br>(0,7)   | 0,7<br>(1,0)   |
| <b>Inflação Zona Euro</b>                       | 8,4  | 5,6<br>(5,3)   | 3,1<br>(2,7)   |
| <b>BCE - depo<br/>(fim do ano)</b>              | 2,00 | 4,00           | 3,50           |
| <b>Euribor 12M<br/>(média)</b>                  | 1,1  | 3,9            | 3,6            |
| <b>PIB China</b>                                | 3,0  | 5,2<br>(5,7)   | 4,6<br>(4,9)   |
| <b>Petróleo Brent<br/>(€ por barril, média)</b> | 94   | 75,4<br>(72,5) | 71,7<br>(68,6) |
| <b>Gás natural (TTF)<br/>(€ por MWh, média)</b> | 132  | 43,1<br>(43,9) | 50,4           |

Nota: Entre parêntesis, previsão anterior (apenas quando diferente).

Fonte: BPI Research.

### Surpresas na divulgação dos indicadores económicos

Índice



Nota: Os registos positivos (negativos) indicam que os indicadores foram melhores (piores) do que o esperado pelo consenso dos analistas.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Citi e da Bloomberg.

bens e serviços que, embora não sejam diretamente pressionados pelo *choque* inicial, são empurrados para cima pelos custos de produção e pelo ajustamento dos preços relativos). Como mostra o terceiro gráfico, estas duas fases estão a começar a ser deixadas para trás e os indicadores avançados, como o *momentum*, refletem uma forte desinflação a partir dos piores pontos em 2022. Contudo, há ainda uma terceira fase a concluir antes de se celebrar a normalização da inflação: a dos efeitos de segunda ordem (ou seja, a reação entre preços, margens de lucro e salários

em resposta ao aumento inicial dos próprios preços). Esta fase tende a conferir inércia à inflação e pode retardar a descida final em direção ao objetivo, mas o facto de a desinflação estar a decorrer como previsto é fundamental para que os bancos centrais não visem um novo enfraquecimento da procura.

### Perspetivas

Assim, passados mais de um ano de subidas acentuadas das taxas de juro, a Reserva Federal, o BCE e a maioria dos bancos centrais mundiais procederam recentemente a uma reorientação da sua estratégia de política monetária, apontando para o fim do ciclo de subida das taxas mas, ao mesmo tempo, assinalando a sua intenção de manter as taxas em torno dos níveis atuais, que consideram suficientemente restritivos, durante um bom período de tempo. Consequentemente, e embora não tenham fechado a porta a novos ajustamentos, as taxas de juro oficiais poderão ter atingido o topo de um patamar onde, conforme as previsões implícitas nos mercados financeiros, permanecerão, pelo menos, durante grande parte de 2024.<sup>2</sup>

Dada a persistência de condições monetárias restritivas, e num contexto de fraca procura externa, é de esperar que economias como a dos EUA e a da Zona Euro mostrem pouco dinamismo nos próximos trimestres. Com efeito, a transmissão da restritividade monetária está a ser gradualmente filtrada para o conjunto da economia e já é visível na fraqueza da procura de crédito e na maior restritividade dos critérios de concessão de crédito, duas dinâmicas que explicam a deterioração do chamado “estímulo ao crédito” (ver o quinto gráfico).<sup>3</sup>

Não obstante, o cenário tem amortecedores, como a robustez do mercado de trabalho, graças aos quais o arrefecimento da atividade deverá materializar-se mais sob a forma de folga do que de contração.<sup>4</sup> Assim, após os próximos trimestres de relativa estagnação, esperamos uma revigoração da economia mundial em 2024, impulsionada por uma recuperação do poder de compra das famílias (impulsionada pela queda da inflação e pelo aumento dos salários).<sup>5</sup>

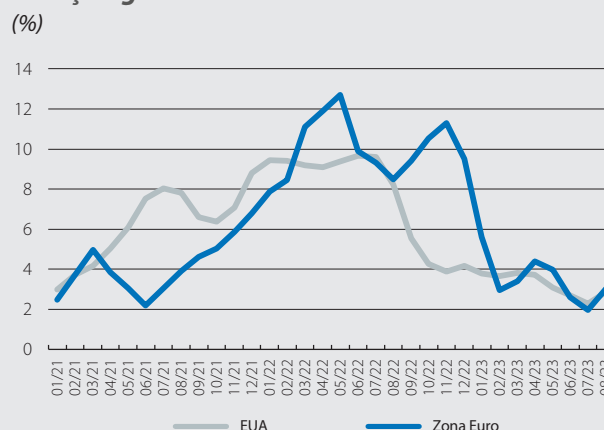
2. O BCE já terá atingido este patamar em setembro, quando fixou as taxas *depo* e *refi* em 4,00% e 4,50%, respetivamente, enquanto a Fed poderá fazê-lo em novembro, quando esperamos que fixe a sua taxa diretora no intervalo 5,50%-5,75%.

3. Historicamente, este indicador tem estado bem correlacionado com a dinâmica do crédito e o crescimento do PIB. Ver o Focus «A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira avaliação» no IM06 /2023.

4. O nosso quadro de previsões para a Zona Euro, por exemplo, projeta taxas de PIB trimestrais homólogas de cerca de 0,0%-0,1% até ao primeiro trimestre de 2024.

5. A economia poderá também beneficiar de menos fatores adversos, como a crise de excesso de acumulação de existências que pesou sobre a indústria nos últimos trimestres.

### Inflação geral: momentum \*

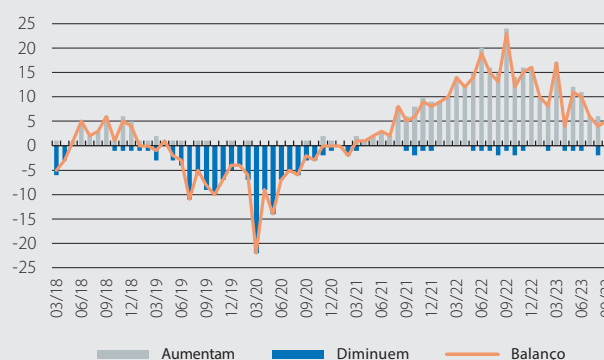


**Nota:** \* O momentum é definido como a variação anualizada e corrigida de sazonalidade da média trimestral do IPC em relação aos três meses anteriores.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do BCE.

### Bancos centrais que aumentam ou diminuem as taxas num determinado mês

Número



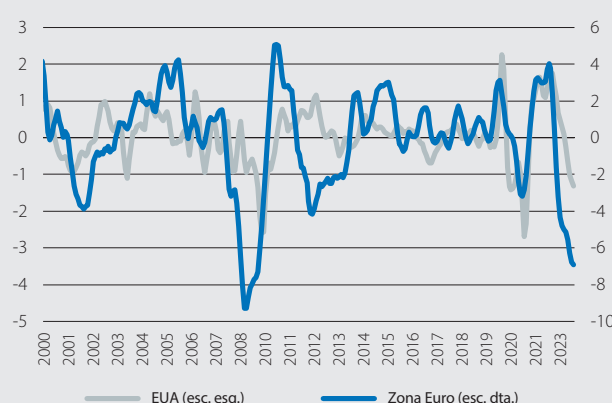
**Nota:** A amostra é constituída por 35 bancos centrais da América do Norte, América do Sul, Europa, África, Ásia e Oceânia.

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

### Estímulo ao crédito

Variação homóloga (%)

Variação homóloga (%)



**Notas:** O estímulo ao crédito é calculado como a variação do crédito em curso menos a sua variação no ano anterior (em percentagem do PIB nominal). As variações são cumulativas de três meses e o estímulo ao crédito que estamos a granular é suavizado com uma média móvel.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do BCE.

## Uma primeira avaliação da vulnerabilidade externa dos emergentes

A maioria dos países emergentes apresenta, até ao momento, uma evolução económica e financeira melhor do que a prevista, tendo em conta a significativa contração das condições financeiras mundiais. Esta resiliência não deve, no entanto, levar-nos à complacência. As economias emergentes tendem a ser pressionadas pela valorização do dólar que, desde o início do ano, registou uma apreciação de cerca de 3% em relação a um vasto conjunto de moedas.

A este propósito, estimativas recentes do FMI indicam que uma apreciação de 10% do dólar, em termos nominais efetivos, provoca um declínio do PIB real nestes países de 1,9% dois trimestres depois (face a 0,5% nos países avançados) e a recuperação do crescimento perdido demora cerca de 10 trimestres nas economias emergentes (face a três nas desenvolvidas).<sup>1</sup> No entanto, a própria agência salienta que o impacto do aumento da aversão global ao risco não é igual em todos os países e que a experiência passada revela

que os mais afetados foram, sobretudo, as economias com uma posição externa mais frágil, caracterizada por défices muito elevados e recorrentes da balança corrente, elevados níveis de dívida externa e/ou excessiva dependência do financiamento da dívida de curto prazo.<sup>2</sup>

### Monitor de Vulnerabilidade Externa

Neste contexto, elaborámos um monitor que mostra a posição externa dos principais países emergentes, salientando os seus pontos fracos. Não se destina a ser um modelo de avaliação do risco-país, nem um instrumento de atribuição de probabilidades de crises económicas ou financeiras, mas oferece pistas relevantes sobre a dependência de cada país em relação à poupança externa (e, consequentemente, o seu grau de vulnerabilidade relativa) com base numa série de variáveis comuns a todos eles. A classificação da China em 10º lugar num total de 21 não significa, por exemplo,

### Monitor de Vulnerabilidade Externa

| 2023           | Balança corrente | Dívida externa | Dívida externa c/p    | Dívida externa c/p | Entradas IDE | Prémio de risco sobre a dívida externa emitida em dólares | Ranking de vulnerabilidade externa (*) (**) |      |      |      |      |
|----------------|------------------|----------------|-----------------------|--------------------|--------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------|------|------|------|
|                | (% do PIB)       | (% do PIB)     | (% de dívida externa) | (% de reservas)    | (% do PIB)   | (%)                                                       | 2023                                        | 2018 | 2008 | 2007 | 2001 |
| Turquia        | -4,8             | 44,9           | 32,6                  | 227,0              | 0,5          | 5,6                                                       | 1                                           | 1    | 4    | 4    | 3    |
| Argentina      | -2,5             | 49,2           | 16,5                  | 184,6              | 1,5          | 20,2                                                      | 2                                           | 2    | 7    | 5    | 1    |
| Malásia        | 2,1              | 64,6           | 41,8                  | 100,4              | 1,6          | 0,3                                                       | 3                                           | 3    | 5    | 9    | 15   |
| Hungria        | -1,3             | 82,0           | 9,8                   | 48,6               | -0,8         | 4,0                                                       | 4                                           | 5    | 1    | 1    | 8    |
| Chile          | -1,6             | 70,6           | 8,5                   | 52,3               | 3,6          | 1,4                                                       | 5                                           | 6    | 6    | 7    | 10   |
| Egito          | -2,6             | 45,8           | 9,5                   | 62,3               | 2,0          | 7,0                                                       | 6                                           | 14   | 20   | 21   | 19   |
| África do Sul  | -2,6             | 47,5           | 15,9                  | 53,6               | 0,6          | 3,7                                                       | 7                                           | 4    | 3    | 3    | 2    |
| Colômbia       | -4,4             | 54,3           | 13,4                  | 44,5               | 2,6          | 4,2                                                       | 8                                           | 10   | 13   | 14   | 14   |
| Tailândia      | 0,3              | 39,9           | 37,1                  | 37,7               | -1,9         | 1,5                                                       | 9                                           | 9    | 8    | 6    | 9    |
| China          | 1,5              | 13,7           | 53,0                  | 45,0               | -0,5         | 1,3                                                       | 10                                          | 8    | 15   | 12   | 17   |
| Polónia        | 1,1              | 48,3           | 15,4                  | 38,1               | 2,4          | 0,2                                                       | 11                                          | 7    | 2    | 2    | 12   |
| Marrocos       | -0,3             | 47,5           | 14,0                  | 27,7               | 1,0          | 3,0                                                       | 12                                          | 13   | 19   | 18   | 16   |
| Indonésia      | -0,5             | 29,6           | 11,9                  | 35,0               | 1,1          | 1,5                                                       | 13                                          | 11   | 9    | 10   | 4    |
| México         | -0,7             | 31,1           | 10,7                  | 30,8               | 2,2          | 1,6                                                       | 14                                          | 12   | 12   | 13   | 18   |
| Índia          | -1,6             | 17,9           | 20,8                  | 23,8               | 0,7          | 1,5                                                       | 15                                          | 15   | 11   | 15   | 21   |
| Rússia         | 2,2              | 28,3           | 15,0                  | 18,3               | -1,0         | 2,9                                                       | 16                                          | 20   | 14   | 11   | 6    |
| Brasil         | -1,7             | 26,2           | 12,4                  | 20,1               | 2,1          | 2,6                                                       | 17                                          | 18   | 18   | 17   | 11   |
| Filipinas      | -3,7             | 24,1           | 14,0                  | 18,1               | 0,8          | 0,7                                                       | 18                                          | 17   | 10   | 8    | 5    |
| Peru           | -2,0             | 33,0           | —                     | —                  | 3,3          | 2,1                                                       | 19                                          | 19   | 16   | 16   | 13   |
| Argélia        | 2,2              | 28,3           | 21,6                  | 2,5                | 0,5          | 4,8                                                       | 20                                          | 16   | 17   | 20   | 20   |
| Arábia Saudita | 4,2              | 20,6           | 19,8                  | 10,1               | -0,8         | —                                                         | 21                                          | 21   | 21   | 19   | 7    |

**Notas:** \* O ranking de vulnerabilidade dá uma posição em função do valor médio das variáveis incluídas no quadro para cada país: A classificação 1 corresponde à média mais elevada (maior vulnerabilidade externa) e a classificação 21 à média mais baixa (menor vulnerabilidade externa).

\*\* As datas de comparação correspondem aos anos em que os principais países emergentes registaram grandes crises financeiras, quer devido a riscos idiossincráticos, como desvalorizações cambiais ou mudanças de governo, quer em resultado de grandes alterações da política monetária nas economias avançadas.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados de Oxford Economics, via Refinitiv.

1. Ver FMI (julho de 2023). External Sector Report: «External Rebalancing in Turbulent Enganes».

2. Ver FMI (junho de 2017). «Assessing Country Risk: Selected Approaches».

que o monitor esteja a atribuir uma «má nota» à sua posição financeira externa; indica simplesmente que há variáveis que estão numa posição menos favorável do que no resto dos países considerados. Com efeito, o relatório do FMI sobre o sector externo coloca a China no grupo de economias com uma posição externa compatível com os seus fundamentos a médio prazo.<sup>3</sup>

A variável tradicional para determinar a necessidade (ou capacidade) de financiamento de uma economia é a balança corrente:<sup>4</sup> se a sua balança for negativa, o país paga mais ao estrangeiro do que recebe, e o contrário se for positiva. Ou seja, a poupança interna não cobre as necessidades de investimento do país. No entanto, o sinal do balanço, *por si só*, não é conclusivo e pode refletir situações muito diferentes. A Turquia e a Colômbia, por exemplo, têm grandes défices da balança corrente, mas a avaliação da sua vulnerabilidade externa é muito diferente.

Efetivamente, para compreender a fragilidade da posição externa de um país, é também necessário ter em conta a situação económica de cada país, juntamente com outras variáveis que captam as suas ligações financeiras com outros países. Neste sentido, é relevante conhecer o nível de dívida externa que um país acumula, entendida como o montante da sua dívida (soberana e privada) em mãos estrangeiras, expressa em dólares e em termos de PIB. Quanto mais elevado for este rácio, mais vulnerável é o país a uma mudança no sentimento dos investidores estrangeiros, dado que as saídas de capital podem pôr em causa a sua capacidade de cumprir as obrigações já assumidas perante os seus credores, bem como enfraquecer a taxa de câmbio da moeda local. Analogamente, estes receios serão tanto maiores quanto maior for a percentagem desta dívida que se vence a curto prazo e quanto maior for a sua proporção em termos de reservas em moeda estrangeira.

Mais uma variável que traduz bem a evolução do sentimento dos investidores é o prémio de risco soberano, entendido como a rendibilidade «extra» que os investidores exigem em emissões denominadas em dólares pelo país em estudo relativamente a uma emissão de maturidade semelhante pelo Tesouro dos EUA. Por último, consideramos o investimento direto estrangeiro (IDE), em termos do PIB, visto que fornece informação sobre o comportamento de uma fonte de financiamento a médio e longo prazo, menos volátil face a episódios de instabilidade financeira, o que contribui para reduzir a vulnerabilidade externa.

### Que informações nos fornece o monitor?

No topo do *ranking* estão os «suspeitos do costume». Por outras palavras, países em que os desequilíbrios económicos e financeiros se tornaram crónicos nos últimos 20 anos, em resultado de políticas económicas ineficazes, com governos instáveis que têm uma elevada propensão para o endividamento e para a intervenção nos mercados cambiais. Resumidamente, fatores que reduziram a notação de

crédito destes países e agravaram a sua vulnerabilidade externa, sendo a Turquia e a Argentina os mais proeminentes. Em ambos os casos, as suas moedas sofreram uma desvalorização de 30% e 50%, respetivamente, em relação ao dólar, até à data este ano. A Malásia é um caso particular, pois apesar de historicamente ter uma balança corrente excedentária,<sup>5</sup> nos últimos anos a sua dívida externa aumentou acentuadamente, atingindo a curto prazo níveis que mal poderiam ser cobertos pelas reservas cambiais existentes. Consequentemente, a sua moeda está no ponto mais fraco da história em relação ao dólar. Todavia, o país continua a gozar da confiança dos investidores estrangeiros (os fluxos de IDE aumentaram nos últimos anos) e as principais agências de *rating* atribuem-lhe a classificação mais elevada na categoria «grau de investimento».

Depois, os cinco primeiros lugares do *ranking* são ocupados por países cuja dívida de curto prazo ultrapassa 50% do seu nível de reservas, um limiar que alerta para um risco elevado de incumprimento da dívida externa, pressionando em alta os prémios exigidos pelos investidores, um aumento que será tanto mais intenso quanto pior for a notação de crédito do país.

E, em terceiro lugar, vários dos países no topo do *ranking* receberam algum tipo de assistência financeira do FMI desde a pandemia, como a Argentina, o Egito e a África do Sul, o que sublinha a fragilidade das suas posições externas e os seus problemas de acesso aos mercados de capitais internacionais.

Além disso, se analisarmos a posição no *ranking* em diferentes momentos, podem ser observadas alterações positivas nos países que realizaram reformas de consolidação orçamental de grande envergadura (como a Arábia Saudita), que beneficiaram das receitas das exportações de matérias-primas (como o Brasil e Angola) ou que reduziram a sua vulnerabilidade cambial através do aumento da emissão de dívida em moeda local (como a Rússia).

Resumindo, este controlo fornece informações relevantes sobre a vulnerabilidade externa estrutural de vários países. Esta não é, no entanto, a única fonte potencial de instabilidade financeira num país e há outros fatores que também fornecem informações sobre a fragilidade de um país, os riscos geopolíticos e o aumento dos preços das matérias-primas, entre outros. Também não podemos ignorar o aumento acentuado do nível de endividamento, tanto a nível mundial como nos mercados emergentes. Efetivamente, mesmo o FMI alerta para o facto de que quase 20% das economias emergentes têm obrigações soberanas negociadas em condições desfavoráveis (moedas muito fracas face ao dólar, prémios de risco muito elevados e dificuldades de acesso aos mercados internacionais de capitais) e que mais de metade dos países de baixo rendimento estão sobreendividados ou expostos a um risco muito elevado de sobreendividamento.<sup>6</sup> Mas esta questão é suficientemente relevante para ser tratada noutro relatório.

3. O FMI prevê que a posição externa esteja em consonância com os princípios fundamentais a médio prazo, o que inclui reformas estruturais e orçamentais, bem como uma maior flexibilidade da taxa de câmbio da moeda local para ajudar a economia a absorver os choques externos.

4. A balança corrente inclui todas as transações de um país com o exterior, num determinado período, resultantes da troca de bens e serviços (balança comercial), do recebimento ou pagamento de dividendos de investimentos (balança de rendimentos) e de transferências.

5. O rácio do excedente da balança corrente diminuiu quase 14 p.p. desde 2008, devido ao impacto negativo nas exportações da Malásia (fortemente centradas nas matérias-primas) da queda da procura mundial na sequência das sucessivas crises dos últimos anos e da descida dos preços dos *commodities*.

6. Ver FMI (13 de setembro de 2023). «A dívida global retoma a sua tendência ascendente».

**Taxas de juro (%)**

|                                     | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(p. b.) | Variação acum.<br>em 2023 (p. b.) | Variação homóloga<br>(p. b.) |
|-------------------------------------|-------------|-----------|----------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| <b>Zona Euro</b>                    |             |           |                            |                                   |                              |
| Refi BCE                            | 4,50        | 4,25      | 25                         | 200,0                             | 450,0                        |
| Euribor 3 meses                     | 3,95        | 3,80      | 16                         | 182,0                             | 412,8                        |
| Euribor 12 meses                    | 4,23        | 4,10      | 13                         | 93,7                              | 326,7                        |
| Dívida pública a 1 ano (Alemanha)   | 3,69        | 3,54      | 15                         | 109,1                             | 330,7                        |
| Dívida pública a 2 anos (Alemanha)  | 3,20        | 2,98      | 23                         | 43,9                              | 268,7                        |
| Dívida pública a 10 anos (Alemanha) | 2,84        | 2,47      | 37                         | 26,8                              | 160,7                        |
| Dívida pública a 10 anos (Espanha)  | 3,93        | 3,48      | 45                         | 27,0                              | 165,9                        |
| Dívida pública a 10 anos (Portugal) | 3,60        | 3,19      | 41                         | 1,7                               | 133,3                        |
| <b>EUA</b>                          |             |           |                            |                                   |                              |
| Fed funds (limite superior)         | 5,50        | 5,50      | 0                          | 100,0                             | 375,0                        |
| Libor 3 meses                       | 5,66        | 5,66      | -1                         | 89,0                              | 336,4                        |
| Dívida pública a 1 ano              | 5,45        | 5,38      | 6                          | 76,2                              | 278,8                        |
| Dívida pública a 2 anos             | 5,04        | 4,86      | 18                         | 61,8                              | 221,1                        |
| Dívida pública a 10 anos            | 4,57        | 4,11      | 46                         | 69,6                              | 169,1                        |

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

|                               | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(p. b.) | Variação acum.<br>em 2023 (p. b.) | Variação homóloga<br>(p. b.) |
|-------------------------------|-------------|-----------|----------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| Itraxx Corporativo            | 80          | 70        | 10                         | -10,4                             | -40,1                        |
| Itraxx Financeiro Sénior      | 91          | 81        | 9                          | -8,6                              | -41,2                        |
| Itraxx Financeiro Subordinado | 166         | 148       | 18                         | -6,5                              | -85,8                        |

**Taxas de câmbio**

|                            | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2023 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|----------------------------|-------------|-----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,057       | 1,084     | -2,5                   | -1,2                          | 1,5                      |
| EUR/JPY (ienes por euro)   | 157,950     | 157,820   | 0,1                    | 12,5                          | 12,0                     |
| EUR/GBP (libras por euro)  | 0,867       | 0,856     | 1,3                    | -2,1                          | 0,6                      |
| USD/JPY (ienes por dólar)  | 149,370     | 145,540   | 2,6                    | 13,9                          | 10,5                     |

**Matérias-primas**

|                               | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2023 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|-------------------------------|-------------|-----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Índice CRB de matérias primas | 548,6       | 552,8     | -0,8                   | -1,1                          | -7,0                     |
| Brent (\$/barril)             | 95,3        | 86,9      | 9,7                    | 10,9                          | 2,5                      |
| Ouro (\$/onça)                | 1.848,6     | 1.940,2   | -4,7                   | 1,3                           | 2,1                      |

**Rendimento variável**

|                          | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2023 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|--------------------------|-------------|-----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| S&P 500 (EUA)            | 4.288,1     | 4.507,7   | -4,9                   | 11,7                          | 12,1                     |
| Eurostoxx 50 (Zona Euro) | 4.174,7     | 4.297,1   | -2,8                   | 10,0                          | 21,1                     |
| Ibex 35 (Espanha)        | 9.428,0     | 9.505,9   | -0,8                   | 14,6                          | 15,3                     |
| PSI 20 (Portugal)        | 6.090,3     | 6.174,0   | -1,4                   | 6,4                           | 0,6                      |
| Nikkei 225 (Japão)       | 31.857,6    | 32.619,3  | -2,3                   | 22,1                          | 22,8                     |
| MSCI emergentes          | 952,8       | 980,3     | -2,8                   | -0,4                          | -4,0                     |