

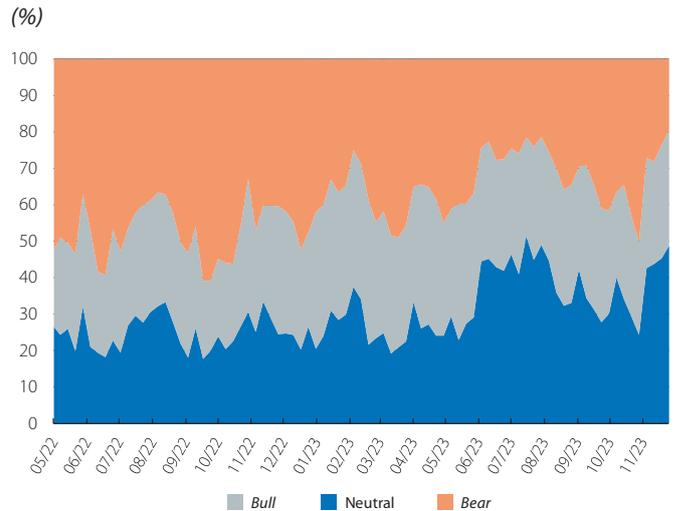
A expectativa de uma aterragem suave desencadeia um rally nos mercados

Reajustamento rápido do sentimento do mercado em novembro. O tom do mercado foi dominado, entre agosto e outubro, por uma política monetária restritiva, pela persistência de uma inflação acima do objetivo e pela expectativa de *higher for longer*, o que pesou sobre os mercados acionistas e impulsionou as *yields* soberanas. Mas com os novos dados económicos a apontar para uma aterragem suave das economias, a narrativa do mercado mudou de rumo em novembro. Por conseguinte, nesse mês, os investidores mostraram um tom de *risk-on* conduzindo a ganhos nos mercados bolsistas, a cortes nas *yields* das obrigações soberanas e, em última análise, a um enfraquecimento do dólar face aos seus principais congéneres.

Os bancos centrais deixam de aumentar as taxas e os mercados especulam sobre os primeiros cortes nas taxas. Durante as reuniões de outubro, os principais bancos centrais mantiveram as taxas de juro inalteradas, colocando-as em modo de pausa após dois anos de aumentos sustentados das taxas, naquele que foi um dos mais agressivos ciclos de aperto da política monetária das últimas décadas. Esta pausa foi interpretada pelos mercados como o fim do ciclo de subidas e os níveis atuais como o pico das taxas em ambos os lados do Atlântico, uma opinião partilhada pelo BPI Research. Não obstante, durante o mês, vários membros dos principais bancos centrais sublinharam por diversas vezes que ainda há algum caminho a percorrer para atingir o objetivo da inflação, salientando que a sua estratégia atual consiste em manter a política monetária numa orientação restritiva durante algum tempo e, de facto, formalmente, os comunicados dos bancos centrais ainda mantêm a porta aberta a novas subidas das taxas, se necessário. No entanto, em novembro, apesar destas mensagens, os mercados reforçaram as suas expectativas de cortes nas taxas até 2024, encorajados pelo arrefecimento dos indicadores de atividade económica e pela descida dos últimos dados sobre a inflação. No caso específico da Fed, no final de novembro, as expectativas dos investidores anteciparam a sua previsão para o primeiro corte para março de 2024 e projetaram cortes acumulados de -115 p.b. para o conjunto do ano (em outubro apontavam para junho o primeiro corte e descidas acumuladas de 65 p.b.). Quanto ao BCE, as taxas implícitas de mercado anteciparam o seu primeiro corte até março (anteriormente abril), com a expectativa de cortes de 120 p.b. no acumulado de 2024 (anteriormente 85 p.b.).

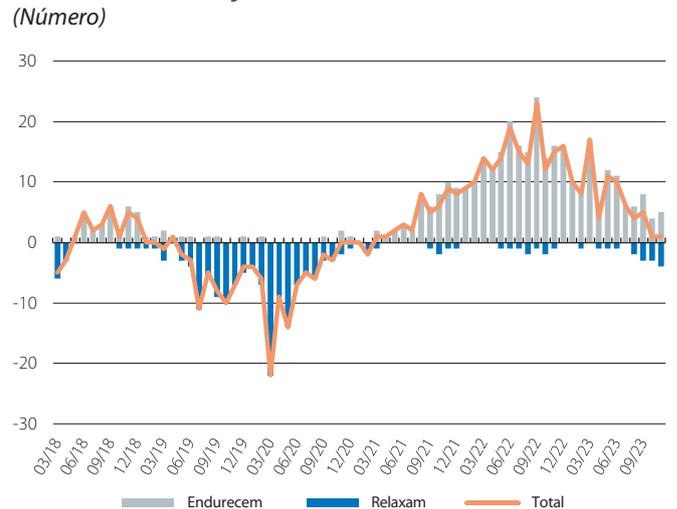
As *yields* das obrigações soberanas registam o pior mês dos últimos anos. Estas expectativas de uma inflexão da política monetária mais cedo do que tarde em 2024 resultaram num *ralli* significativo da dívida soberana. As taxas soberanas a 10 anos acumularam quedas de até mais de 60 p. b. nos EUA e quase 40 p.b. na Alemanha, os maiores movimentos desde 2011 no caso dos EUA e desde 2021 no caso da Alemanha, anulando grande parte dos ganhos da segunda metade do ano. Os prémios de risco das economias europeias periféricas diminuíram, dado que registaram descidas ainda mais acentuadas do que as economias centrais, com o impulso adicional da Itália na sequência da con-

EUA: sentimento do mercado



Nota: Percentagem de investidores que respondem ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), neutro ou pessimista (bear).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Bancos centrais ajustam as taxas



Nota: Amostra de 35 bancos centrais, 11 de economias avançadas e 24 de economias emergentes.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Taxas de juros da dívida soberana a 10 anos



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

firmação do seu *rating* soberano pelas agências de notação de crédito Moody's e Fitch. Embora mais limitadas do que as de longo prazo, as *yields* de curto prazo também registaram movimentos descendentes (por exemplo, cerca de 40 p.b. e 20 p.b. nas *yields* soberanas a 2 anos nos EUA e na Alemanha, respetivamente), pelo que as curvas soberanas permanecem invertidas.

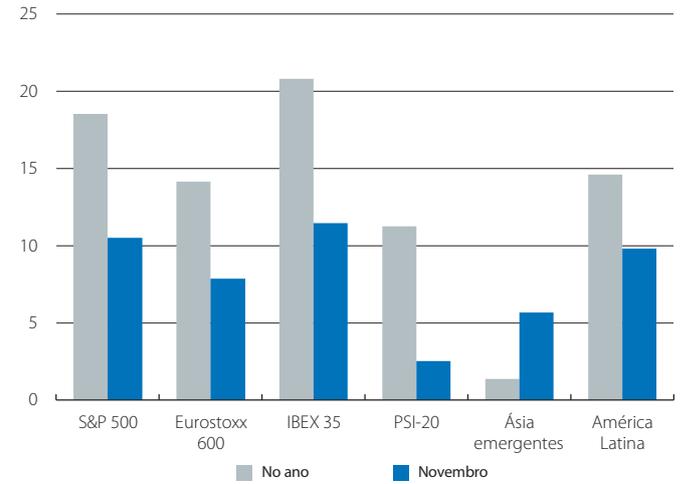
A volatilidade do mercado acionista atinge mínimos significativos. O aumento do apetite pelo risco contribuiu para uma diminuição da volatilidade (no caso do S&P 500, para mínimos de janeiro de 2020) e para uma melhoria do desempenho dos índices bolsistas em novembro. As principais bolsas registaram o seu melhor mês do ano, com aumentos de quase 8% no Eurostoxx 50 e de cerca de 10% no S&P 500. O IBEX 35 foi particularmente forte na Europa, atingindo o seu nível mais elevado do ano, após cinco semanas de ganhos (a melhor série desde o final de março). Os ganhos nos mercados emergentes também foram notáveis, com o MSCI EM a subir um pouco mais de 7%, principalmente devido à revalorização dos índices latino-americanos (com a Argentina a liderar após a vitória presidencial de Javier Milei). As bolsas chinesas, pelo contrário, fecharam praticamente estáveis, perante a falta de dinamismo da economia chinesa e as dificuldades persistentes no sector imobiliário.

O Dólar perde atratividade. A moeda americana foi a protagonista do mês no mercado cambial, que, num ambiente favorável aos ativos de risco, perdeu a sua atração como ativo de refúgio. O dólar, em particular, registou o seu pior mês de 2023, depreciando-se face aos seus principais congéneres e com o índice DXY a cair 3%. O euro/dólar tocou \$1,10 momentaneamente, pairando em torno de \$1,09 a maior parte do tempo. No mesmo mês, o dólar chegou a dar tréguas à desvalorização do iene japonês, que passou de mínimos de 30 anos para um fortalecimento para níveis de setembro de 2023, numa altura em que se especulava sobre o fim do controlo da taxa de juro da curva soberana pelo Banco do Japão (ver o artigo «Japão: alteração da orientação da política monetária», neste relatório).

O petróleo desce com os olhares voltados para a OPEP e os seus aliados. As atenções no mercado das matérias-primas centraram-se na reunião da OPEP e dos seus aliados no final do mês, cuja expectativa manteve os preços do Brent num intervalo contido, à espera de novos anúncios, de modo que o tom *risk-on* de outros ativos financeiros não pesou sobre os preços do crude. Tal como previsto, os países membros anunciaram a extensão dos cortes de produção para 1 milhão de barris por dia (b/d), com cortes voluntários adicionais que poderão totalizar 2 milhões de b/d, com efeitos entre janeiro e março de 2024. Além disso, o período que antecedeu a reunião foi marcado por numerosos rumores de desacordos entre os membros africanos e a Arábia Saudita, o que gerou movimentos de vaivém nos preços do crude. O Brent oscilou claramente abaixo do nível de 90 dólares/barril em que terminou o mês de outubro, fechando finalmente o mês de novembro em torno dos 80 dólares/barril. As cotações foram também afetadas pelo crescente nervosismo quanto a um abrandamento da procura mundial, que já começava a manifestar-se nos elevados níveis de existências nos EUA. Já o *benchmark* europeu de gás natural prolongou as perdas para níveis inferiores a 44 euros/MWh, perante um nível de reservas elevado para a época do ano (perto de 95%) e um outono menos frio do que o habitual.

Bolsas internacionais

Varição (%)

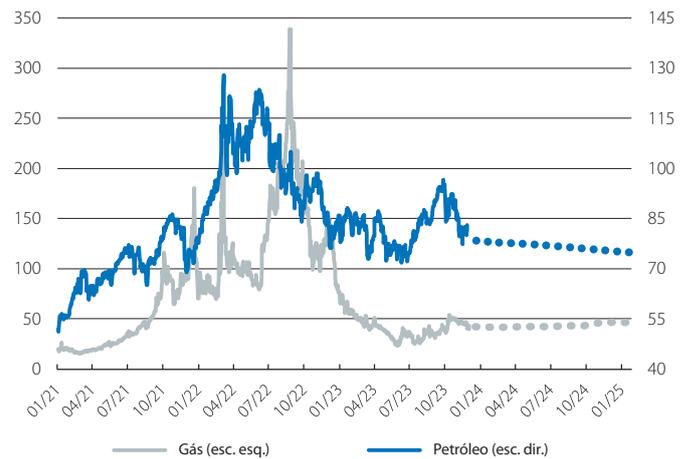


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços do gás e do petróleo

(€/MWh)

(\$/barril)



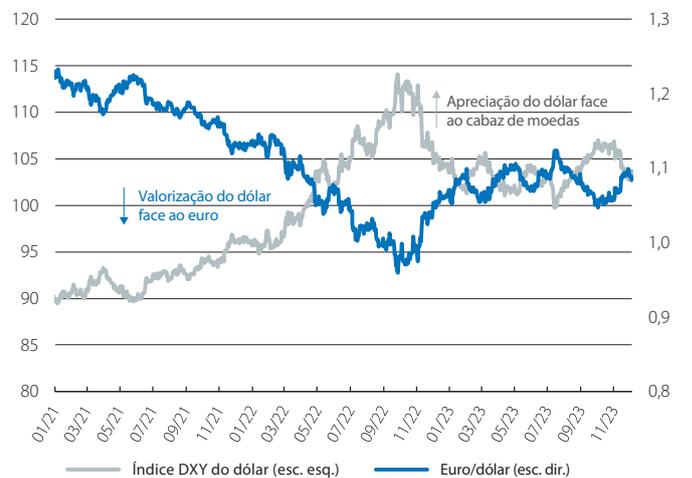
Notas: Gás natural TTF e petróleo Brent. Os pontos indicam os preços dos contratos de futuros de petróleo e gás para os meses de janeiro de 2024 a abril de 2025.

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

EUA: valorização do dólar

Índice

(Euro/dólar)



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

BCE em revista

O BCE está a rever o quadro operacional no âmbito do qual implementa as taxas de juro. Analisemos as principais questões do processo.

Como é que as taxas são aplicadas?

O BCE controla diretamente três taxas de juro: a *depo*, a *refi* e a MLF. A taxa *depo* é a taxa à qual os bancos podem depositar o seu excesso de liquidez no BCE e estabelece um limite mínimo para as taxas de juro do mercado (nenhuma instituição com acesso à taxa *depo* querará emprestar a taxas mais baixas). Em contrapartida, a MLF é o custo do empréstimo de liquidez do BCE pelo prazo overnight através da *marginal lending facility*, e estabelece um teto para as taxas de mercado (ninguém com acesso à MLF querará pedir emprestado a taxas mais elevadas).

Entre estas duas taxas está a *refi*, a taxa de referência antes da crise financeira mundial (GFC): tendo em conta uma taxa *refi*, o BCE estimava a procura de liquidez do sistema bancário no seu conjunto e fornecia-lhe empréstimos (a uma semana) concedidos à taxa *refi* (as chamadas operações de refinanciamento, que eram realizadas por leilão). Quando o BCE forneceu a totalidade da liquidez, o mercado interbancário foi responsável pela sua redistribuição entre os bancos. Conforme se pode observar no primeiro gráfico, os limites mínimos e máximos fixados pela *depo* e pela MLF garantiram que, nesta distribuição, as taxas de mercado estivessem sempre dentro do corredor e, antes da crise financeira mundial, o BCE conseguiu ancorá-las no meio (à taxa *refi*), injetando uma oferta total muito próxima da procura.

Contudo, com a crise financeira global e o congelamento do mercado interbancário, o BCE teve de adotar um papel mais direto. Os empréstimos à taxa *refi* tornaram-se, em 2008, *fixed-rate full allotment* (FRFA): em vez de leiloar montantes fixos, cada instituição podia obter do BCE toda a liquidez que desejasse. Este facto, e o forte crescimento da liquidez no sistema, acabaram por ancorar as taxas de mercado à *depo*: a possibilidade de depositar liquidez no BCE tornou-se a âncora para o preço de todas as outras utilizações alternativas desta liquidez abundante.

Porque é que existe tanta liquidez?

A abertura da porta foi feita pelo sistema FRFA em 2008, mas a liquidez começou a acumular-se de forma mais significativa em 2010-2012, na sequência do lançamento de instrumentos de estabilização financeira (com as compras do *Securities Markets Programme* e as injeções de VLTRO, entre outros), e foi muito intensificada pelos programas de compra de ativos lançados em 2015 (APP) e 2020 (PEPP) e pelas várias rondas de TLTRO direcionadas (empréstimos de longo prazo concedidos pelo BCE entre 2014 e 2021).

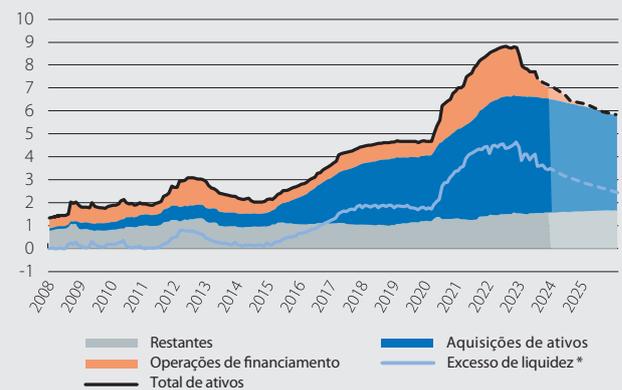
BCE: taxas de juro oficiais e de mercado



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

Balanço do BCE: ativos totais

(Biliões de euros)



Nota: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

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

Com os reembolsos das TLTRO direcionadas a partir de 2022 e a redução do APP a partir de 2023, iniciou-se uma diminuição sustentada do balanço do banco central e da liquidez sistémica. Justamente por isso, o BCE está agora a rever um quadro operacional baseado no excesso de liquidez.

Quais são as vantagens de aplicar taxas com excesso de liquidez?

O excesso de liquidez e o papel de âncora da taxa *depo* reduziram a volatilidade das taxas de juro do mercado. Adicionalmente, em comparação com o sistema anterior à crise financeira mundial, o BCE já não tem de estimar com exatidão as necessidades mínimas de liquidez do sistema regulatório.

1. Não se trata de um esforço pequeno, visto que as necessidades de liquidez são maiores (nomeadamente, por razões regulatórias e por uma maior perceção do risco) e mais incertas.

tema,¹ embora também não as possa flexibilizar: mesmo que a liquidez seja elevada no sistema como um todo, pode ocorrer turbulência se for distribuída de forma desigual, como exemplificado pelo *flash crash* no mercado de *fed funds* dos EUA em setembro de 2019. Por fim, uma liquidez abundante tem a vantagem de manter um grande volume de ativos seguros no sistema e, como medida de precaução, de garantir amortecedores contra episódios de stress.

Existem alguns inconvenientes?

A contrapartida mais direta é a grande dimensão do balanço que o banco central tem de manter, com a consequente pegada nos mercados financeiros (influenciando um vasto universo de taxas de juro e com efeitos secundários como a escassez de obrigações nos mercados secundários). Acresce que também acarreta riscos financeiros para a conta de resultados do próprio banco central. O excesso de liquidez injetado pelo banco central pode também desincentivar o mercado interbancário e distorcer o reporte das taxas de juro *benchmark*, como a €STR.²

Existe uma opção que equilibre os custos e os benefícios?

Aparentemente, as declarações favorecem um sistema com liquidez abundante e a continuidade do quadro atual,³ mas com uma aplicação algo diferente.⁴ Embora o excesso de liquidez tenha sido agora injetado proativamente pelo BCE, uma alternativa seria oferecer operações de refinanciamento abundantes e regulares, sendo a própria procura a determinar e a satisfazer as suas necessidades de liquidez. O Banco de Inglaterra, instituição que adoptou o sistema, lança estas operações à mesma taxa que a taxa de remuneração das reservas. Se, por outro lado, o BCE seguisse o exemplo do Riksbank, que utiliza um sistema semelhante, poderia estabelecer um intervalo mais estreito: por exemplo, com operações de refinanciamento à taxa *refi*, e isto dentro de um corredor estreito entre a *depo* e a MLF (o corredor do Riksbank é de ± 10 p. b.).

Este sistema, para além de ser mais autorregulador (a procura é autossuficiente e é assegurada uma distribuição adequada da liquidez),⁵ tem as vantagens de ser robusto face às flutuações das reservas e de permitir ao banco central deter uma carteira de obrigações mais reduzida, com

2. A €STR, que capta a taxa de empréstimo overnight entre instituições financeiras, é transacionada abaixo da *depo* (o seu limite inferior teórico). A €STR «tem fuga por baixo da *depo*» porque inclui transações entre instituições com acesso à facilidade permanente de depósito e instituições sem acesso: estas transações ganhariam peso relativo num mercado interbancário pouco dinâmico, acentuando a «fuga».

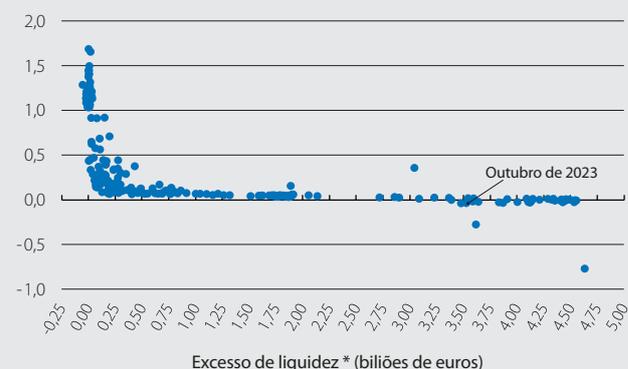
3. Philip Lane, *Central bank liquidity: a macroeconomic perspective*, 9 de novembro de 2023.

4. Isabel Schnabel, *Back to normal? Balance sheet size and interest rate control*, 27 de março de 2023.

5. Para isso, é essencial que as operações de refinanciamento não sejam estigmatizadas.

Zona Euro: spreads entre taxas de juro e excesso de liquidez

Spread entre a taxa OIS e a taxa *depo* (p. p.)



Nota: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

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

uma menor presença nos mercados.

Quais são as perspectivas imediatas para o BCE?

A análise operacional do BCE determinará a dimensão e a composição do seu balanço de longo prazo. Estimamos que, em 2024 e 2025, ainda manterá um balanço relativamente elevado e continuará a operar com liquidez abundante. Até 2023, em particular, o balanço do BCE terá sido reduzido em 1 bilhão de euros devido aos reembolsos das TLTRO (-0,85 bilhões) e ao fim dos reinvestimentos APP (-0,2 bilhões). Tal dinâmica prosseguirá em 2024 e 2025, intensificada pelo fim dos reinvestimentos do PEPP, mas, mesmo que passassem a ser 1 para 1 sobre o excesso de liquidez, no final de 2025 este continuaria a ser superior a 2 bilhões (ver segundo gráfico),⁶ um nível confortável em que a *depo* continuaria a ser a âncora de referência para as taxas de mercado (ver terceiro gráfico).⁷

6. A presente projeção baseia-se no reembolso de todas as TLTRO remanescentes (cerca de 500 mil milhões de euros até dezembro de 2024), na utilização passiva do APP (zero reinvestimentos) e na utilização passiva do PEPP a partir do verão de 2024 (três meses com reinvestimentos a 50%, mais três meses a 30% e depois a 0%).

7. A relação histórica está sujeita às precauções habituais: alterações estruturais na procura de reservas podem fazer com que a taxa de mercado se desancore em níveis mais elevados de excesso de liquidez do que no passado.

Taxas de juro (%)

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	250,0
Euribor 3 meses	3,96	3,97	-1	183,2	199,2
Euribor 12 meses	3,93	4,05	-13	63,5	108,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,43	3,64	-21	82,8	129,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,82	3,02	-20	5,2	78,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,45	2,81	-36	-12,4	63,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,47	3,88	-41	-19,1	65,9
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,14	3,53	-39	-44,9	40,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	100,0	150,0
SOFR 3 meses	5,37	5,38	-1	78,2	91,9
Dívida pública a 1 ano	5,12	5,45	-33	43,0	50,2
Dívida pública a 2 anos	4,68	5,09	-41	25,4	45,3
Dívida pública a 10 anos	4,33	4,93	-60	45,2	82,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	68	86	-18	-23,1	-19,9
Itraxx Financeiro Sénior	78	98	-20	-21,2	-18,7
Itraxx Financeiro Subordinado	142	179	-37	-29,8	-29,6

Taxas de câmbio

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,089	1,058	3,0	1,7	3,5
EUR/JPY (ienes por euro)	161,370	160,410	0,6	14,9	13,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,863	0,870	-0,9	-2,6	0,4
USD/JPY (ienes por dólar)	148,200	151,680	-2,3	13,0	9,5

Matérias-primas

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	529,9	539,5	-1,8	-4,5	-6,4
Brent (\$/barril)	82,8	87,4	-5,2	-3,6	-4,7
Ouro (\$/onça)	2.036,4	1.983,9	2,6	11,6	12,9

Rendimento variável

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.567,8	4.193,8	8,9	19,0	12,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.382,5	4.061,1	7,9	15,5	10,0
Ibex 35 (Espanha)	10.058,2	9.017,3	11,5	22,2	19,6
PSI 20 (Portugal)	6.474,6	6.257,1	3,5	13,1	9,2
Nikkei 225 (Japão)	33.486,9	30.858,9	8,5	28,3	18,6
MSCI emergentes	987,1	915,2	7,9	3,2	0,9