

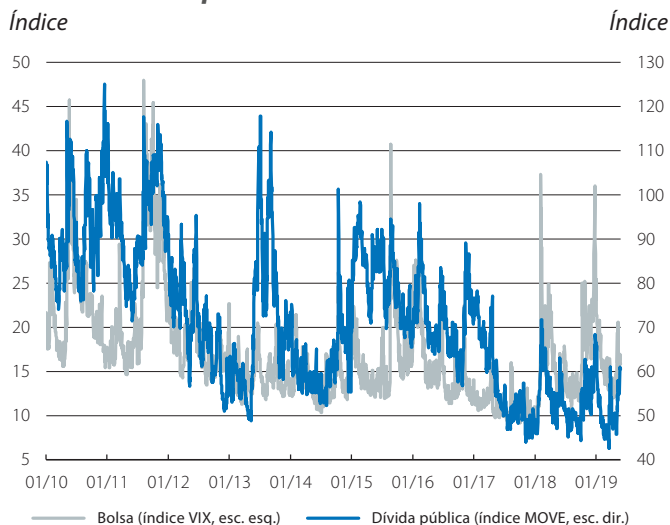
A aversão ao risco impõe-se entre os investidores

As tensões comerciais desestabilizam os mercados financeiros. Quebrando a relativa bonança que tinha dominado o cenário financeiro durante os primeiros meses do ano, a aversão ao risco prevaleceu nos mercados globais em maio. O otimismo dos investidores durante os meses anteriores, com base no novo aumento das tensões comerciais, na pausa no aperto da política monetária dos principais bancos centrais e em dados económicos favoráveis, mudou bruscamente quando o governo dos EUA anunciou um aumento das taxas aduaneiras às importações chinesas. Este anúncio, que apanhou de surpresa o mercado, pressupôs um reajustamento das expectativas por parte dos investidores e despertou os receios de que as tensões comerciais iriam ter um maior peso no crescimento económico. Esta situação traduziu-se num aumento da volatilidade e da aversão ao risco, aumentando a preferência por ativos de refúgio (como a dívida soberana dos EUA e da Alemanha, o dólar e o ouro). Por outro lado, dentro deste contexto de maior incerteza, os bancos centrais mantiveram a sua mensagem de paciência, reafirmando a intenção de não levar a cabo um maior aperto da política monetária nos próximos tempos, e oferecendo uma visão relativamente positiva do contexto macroeconómico no médio prazo, embora observando que os riscos continuam a ser negativos.

Oscilações nas bolsas. Durante os primeiros quatro meses do ano, o otimismo dos investidores traduziu-se em revalorizações significativas das bolsas (índice MSCI mundial +15,6%). Contudo, esta situação mudou em maio. O novo aumento das tensões comerciais entre os EUA e a China e a publicação de dados de atividade que confirmam que a economia mundial está a evoluir a um ritmo mais moderado fizeram diminuir a confiança em termos de investimento. A relevância que os investidores deram a estes elementos foi tal, que passaram para segundo plano elementos como os surpreendentes resultados empresariais positivos do 1T nas principais economias (liderados pelos setores do consumo e da tecnologia). Assim, num contexto de maior incerteza e volatilidade, foram registadas perdas em todos os índices bolsistas globais, tendo o S&P 500, o EuroStoxx 50 e o índice MSCI para o conjunto dos emergentes perdido quase 7%. Por região, as perdas foram particularmente intensas nas bolsas asiáticas, tendo o índice MSCI para a Ásia emergente registado uma queda de cerca de 9%. Por sua vez, na América Latina as bolsas foram mais afetadas por fatores idiossincráticos da região, com o índice MSCI da América Latina a registar uma queda de 2,5%.

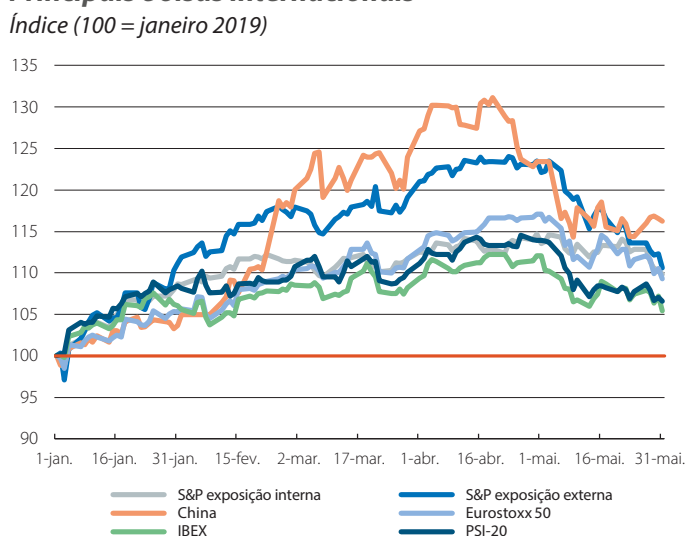
As taxas de juro soberanas estão em valores mínimos. Nos mercados de rendimento fixo, o aumento da aversão ao risco traduziu-se numa mudança nas preferências dos investidores, que optaram por ativos considerados mais seguros, como a dívida soberana dos EUA e da Alemanha. Isto fez com que as taxas de juro soberanas a 10 anos das duas economias alcançassem níveis mínimos, de dois anos no caso do *treasury* norte-americano e de três no caso do *bund* (que voltou a entrar em

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



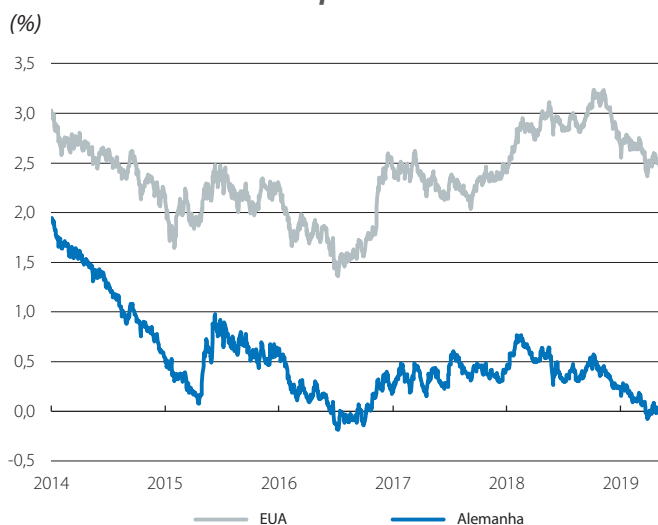
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais bolsas internacionais



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

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



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

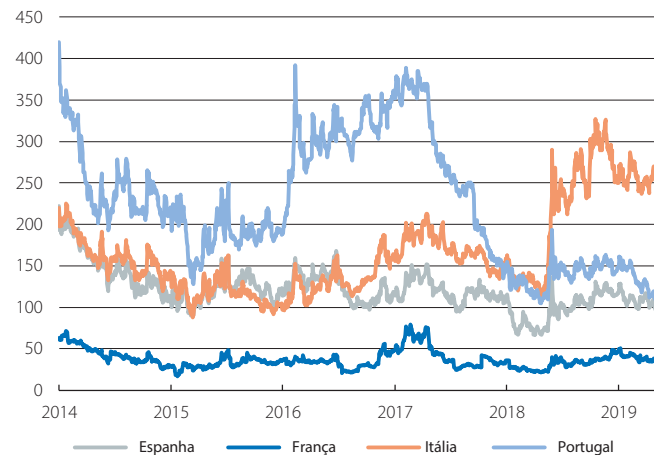
terreno negativo). Além disso, a curva soberana norte-americana inverteu novamente, com uma taxa de juro a 10 anos inferior à taxa de juro soberana a 3 meses (que tradicionalmente sempre foi um sinal antecedente a uma recessão, embora existam razões para pensar que desta vez poderá ser diferente, tal como analisámos em publicações anteriores). Por sua vez, os prémios de risco desceram em Espanha e Portugal, embora em menor escala do que em abril, colocando a rentabilidade das obrigações a 10 anos em novos valores mínimos históricos, ao fecharem o mês abaixo de 0,80% e 0,90%, respetivamente. Em contrapartida, em Itália o aumento das tensões em torno da política fiscal do governo e as afirmações contraditórias neste sentido, aumentaram o prémio de risco do país.

O dólar mantém a sua força e petróleo recua. O aumento dos receios entre os investidores e a sua preferência por ativos mais seguros fizeram com que o dólar norte-americano valorizasse face às principais moedas – de forma especial face ao yuan chinês – num movimento que contrasta com a ligeira tendência de desvalorização do dólar observada nos meses anteriores. O caso particular foi dado pelo iene japonês, que no seu papel de ativo de refúgio perante as turbulências financeiras valorizou face ao dólar, enquanto a libra esterlina se debilitou por causa do aumento da incerteza sobre o futuro do Governo britânico e do *Brexit*. Nos mercados de matérias-primas, o preço dos metais industriais, altamente correlacionado com o ciclo económico, caiu para níveis de há dois anos devido a receios sobre os efeitos que a disputa comercial poderá exercer no crescimento global. Por sua vez, o preço do barril de Brent demonstrou uma maior volatilidade do que nos meses anteriores, ao ser influenciado pelo aumento das pressões por parte de fatores de oferta (as sanções impostas pelos EUA ao Irão, as tensões no Médio Oriente e a expectativa de que a OPEP possa aumentar os cortes na produção na sua reunião de 25 e 26 de junho) e pelas menores pressões sobre a procura (relacionadas com o pessimismo dos investidores em maio), que acabaram por se impor e arrastar o preço do barril de Brent para 65 dólares no final do mês.

Enquanto aguardam pelas reuniões de junho, os bancos centrais reafirmam as mensagens de paciência. Confrontados com as turbulências financeiras do mês, os membros dos principais bancos centrais (que não tiveram reuniões de política monetária em maio) continuaram a afirmar, através de diversas comunicações públicas, a intenção de não apertar a política monetária nos próximos meses. Neste sentido, como refletem as atas das últimas reuniões do BCE (10 de abril) e da Fed (1 de maio), os principais bancos centrais continuam a mostrar prudência face à presença de riscos negativos, embora possuam uma visão positiva em relação ao cenário económico a médio prazo. Por outro lado, ambas as instituições concordaram em salientar que as pressões inflacionistas continuam a ser moderadas, apoiando a atitude paciente para os próximos meses. No entanto, outros membros da Fed defenderam que os fatores que afetaram negativamente a taxa de inflação norte-americana são de carácter temporário e vão desaparecer nos próximos meses, enquanto na Europa os membros do BCE afirmaram que os sinais de maior dinamismo salarial reforçam a confiança na recuperação da taxa de inflação a médio prazo.

Zona Euro: prémios de risco da dívida pública a 10 anos

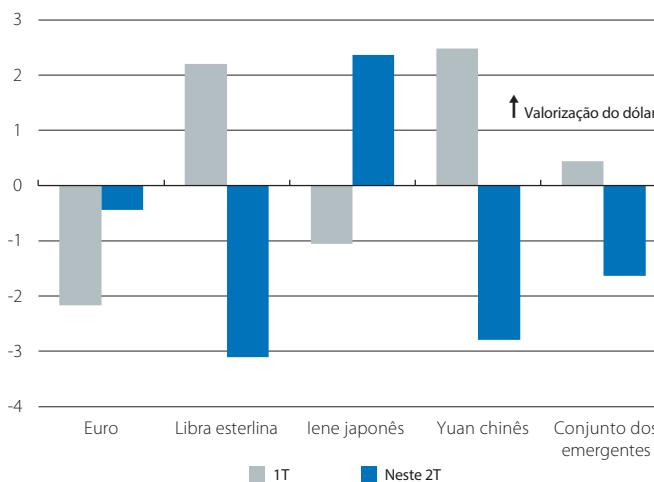
(p.b.)



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

Moedas internacionais face ao dólar

Variação (%)



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

Preços das matérias-primas

Dólares por barril

Índice (100 = janeiro de 2015)



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

O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar? Parte II

- Enquanto a dívida das famílias se encontra numa situação relativamente confortável, ocorreram vulnerabilidades financeiras na dívida das empresas.
- Especificamente, mostramos como os investidores possuem agora nos seus balanços dívidas de empresas com um perfil de risco mais elevado e como estão ligeiramente menos protegidos.

A atual fase de expansão dos EUA está a caminho de ser a mais longa da história e, até agora, tem decorrido sem grandes sobressaltos. No entanto, nos últimos anos têm-se vindo a desenrolar alguns desequilíbrios financeiros, especialmente no setor empresarial, que poderiam desestabilizar o conjunto da economia para um cenário macroeconómico adverso.¹ Analisaremos a seguir esta situação mais pormenorizadamente.

Os riscos estão concentrados na dívida das empresas

Nos últimos anos, a dívida das empresas não financeiras aumentou fortemente, até se situar em níveis semelhantes aos de 2007. Em parte, este aumento baseou-se no crescimento dos lucros das empresas, favorecido pelos ventos favoráveis da expansão económica global e por um contexto de taxas de juro baixas, o que faz com que o custo da dívida seja mais suportável. Neste sentido, algumas instituições – como o FMI – garantem que os balanços das empresas estão, de forma geral, em bom estado. No entanto, esta visão global positiva coexiste com alguns sinais que sugerem a deterioração na qualidade da dívida das empresas e uma maior tomada de risco nalguns segmentos de mercado. Particular destaque para o endividamento das empresas com pior perfil de crédito, diminuição da utilização de cláusulas que protegem o mutuante e aumento da dívida emitida por empresas altamente endividadas.

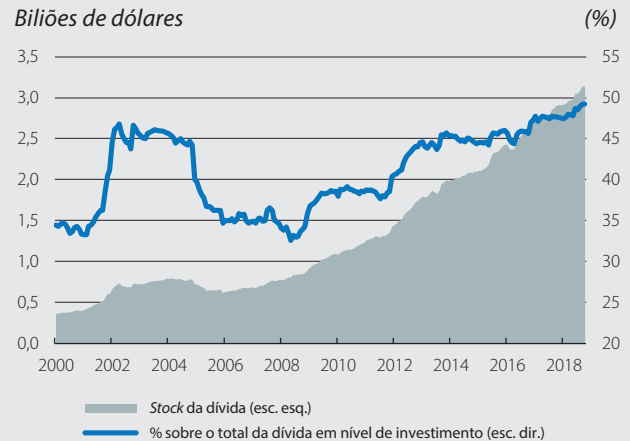
A evidência do aumento da dívida das empresas com pior perfil de crédito é grande. Por exemplo, a dívida com uma nota de crédito de BBB está atualmente em patamares históricos (ver o primeiro gráfico).² Isto é especialmente relevante dado que normalmente quando a economia entra em recessão, grande parte desta dívida sofre uma deterioração da classificação de risco de crédito, terminando em nível especulativo. Isto obriga muitos dos seus detentores – tais como fundos de investimento ou companhias de seguros – a vendê-la, pois por razões de regulação existe um limite máximo de ativos com nível especulativo que podem manter em carteira.³

1. Para uma visão panorâmica do estado do ciclo do crédito dos EUA ver «O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?» na IM04/2019.

2. A nota de crédito BBB é a mais baixa dentro do nível de investimento, no qual estão as empresas com maior solvência. Os ativos com uma nota de crédito inferior a BBB possuem uma classificação de «nível especulativo».

3. Ver Ellul, A., Jotikasthira, C. e Lundblad, C. T. (2011). «Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market» *Journal of Financial Economics*, 101(3), 596-620.

EUA: dívida das empresas com classificação BBB



Nota: Dentro da categoria BBB está incluída a dívida com rating BBB+, BBB e BBB-.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI.

Também existem indicações de que os investidores estão menos protegidos contra o risco. Normalmente, quando uma empresa emite títulos, os mutuantes estão protegidos por várias cláusulas (como por exemplo a obrigação do emissor manter os índices de endividamento abaixo de um determinado limite ou limitar as utilizações que podem dar à dívida emitida). No entanto, tal como sugerem a OCDE e o FMI, a utilização destas cláusulas tem-se vindo a reduzir desde 2002, especialmente nos ativos que possuem maior risco (como por exemplo a dívida das empresas com a categoria de «nível especulativo».⁴

Finalmente, é particularmente preocupante a crescente acumulação de dívida por parte das empresas que já estão altamente endividadas (conhecida como *leveraged loans*), dado que acentua a probabilidade de incumprimento. Em particular, de acordo com dados do FMI, a dívida acumulada por estas empresas duplicou entre 2007 e 2018, de 0,6 bilhões de dólares para 1,2 bilhões. Além disso, os *leveraged loans* são geralmente colocados num *pack* para criar novos ativos (os denominados *collateralized loan obligations* ou CLO, em inglês), posteriormente vendidos no mercado secundário. Este processo de titularização dos

4. Segundo o índice elaborado pela OCDE, que mede a utilização de cláusulas que protegem o mutuante, a diferença da sua utilização entre as empresas em nível especulativo e em nível de investimento reduziu para metade nos últimos 15 anos. Ver Çelik, S., Demirtas, G. e Isaksson, M. (2019). «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Markets Series, Paris.

leveraged loans pode ser uma reminiscência da titularização de empréstimos hipotecários que esteve no centro da crise financeira de 2008, fazendo com que o mutuante possua menos incentivos para efetuar uma análise exaustiva da solvência do crédito da empresa que emite originalmente dívida. Entretanto, várias análises como as elaboradas pela Fed indicam que a estrutura financeira dos CLO é mais robusta e que não são uma fonte significativa de risco sistémico (de facto, o mercado dos CLO resistiu razoavelmente à turbulência de 2008).⁵

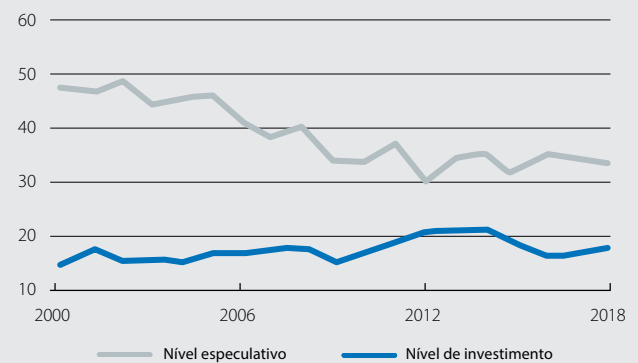
A dívida das famílias não é uma fonte de risco sistémico

No conjunto, o endividamento familiar é uma fonte de risco menos preocupante do que no passado. Vários fatores contribuem para esta visão: por um lado, as famílias endividaram-se significativamente em relação aos níveis da crise financeira. Pelo outro, a qualidade da dívida hipotecária – principal componente da dívida das famílias – melhorou, sendo que são concedidas novas hipotecas às famílias com um perfil *a priori* mais solvente (ver o terceiro gráfico). Enquanto entre 2004 e 2007, a percentagem média de novas hipotecas concedidas às famílias com um *credit score*⁶ baixo ou muito baixo foi de 23%, no 1T 2019 representavam apenas 10%. Além disso, a concessão de hipotecas para famílias com um *credit score* maior é atualmente de 56%, em comparação com os 25% registados nos anos anteriores à crise financeira.

As fontes de risco na dívida familiar encontram-se em componentes que possuem um peso relativamente pequeno no endividamento das famílias, como por exemplo nos empréstimos para estudos. Os empréstimos duplicaram desde 2009, representando 11% da dívida das famílias, e possuem a maior taxa de incumprimento de todos os tipos de dívida das famílias (10,9% no 1T 2019). No entanto, devido ao seu tamanho relativamente pequeno e por estarem garantidos pelo Departamento de Educação dos EUA, não representam riscos para a estabilidade financeira ou um entrave para o crescimento económico: existem várias opiniões que alertam para o facto de que os elevados níveis de dívida que os novos licenciados que entram no mercado de trabalho possuem são um travão para o consumo e para o acesso à habitação por parte dos jovens.⁷

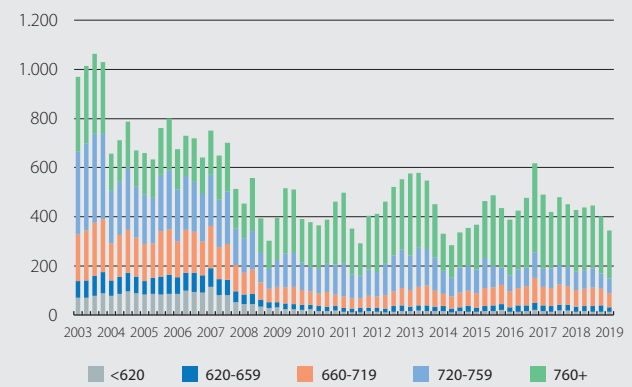
Em suma, as vulnerabilidades da dívida privada encontram-se principalmente no setor empresarial e refletem, principalmente, uma deterioração na qualidade da dívida

EUA: índice de proteção através de cláusulas nos contratos para empresas não financeiras (%)



Fonte: Çelik, S. et al. (2019) «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Market Series, Paris.

EUA: nova concessão de empréstimos hipotecários de acordo com o credit score (Milhares de milhões de dólares)



Nota: Valores baixos do *credit score* sugerem uma menor capacidade de pagamento da dívida. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de Nova Iorque.

e uma maior tomada de riscos. Com perspetivas económicas razoavelmente positivas, os EUA podem evitar que estas vulnerabilidades condicionem o cenário. No entanto, existe o receio de que se as perspetivas se deteriorarem para além do previsto, estas vulnerabilidades poderão desestabilizar o conjunto da economia. Quais seriam as consequências num cenário mais adverso? Saberemos brevemente no próximo artigo da série «O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?».

5. Ver Kaplan, R. (2019). «Corporate Debt as a Potential Amplifier in a Slowdown». E a Fed (2019). «Vulnerabilities Associated with Elevated Business Debt», Financial Stability Report de abril.

6. O *credit score* é um indicador que mede a capacidade de pagamento dos indivíduos nos EUA.

7. Dudley, W. C. (2017), «Opening Remarks at the Economic Press Briefing on Household Borrowing, Student Debt Trends and Homeownership». Reserva Federal de Nova Iorque.

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,32	-0,31	-1	-1,3	-0,1
Euribor 12 meses	-0,17	-0,11	-5	-5,1	1,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,62	-0,53	-9	-4,7	2,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,58	-8	-4,9	-3,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,20	0,01	-22	-44,4	-58,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,72	1,00	-29	-70,1	-72,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,81	1,12	-31	-91,2	-107,0
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,50	2,50	0	0,0	75,0
Libor 3 meses	2,50	2,58	-7	-30,5	18,5
Libor 12 meses	2,51	2,72	-21	-49,5	-21,4
Dívida pública a 1 ano	2,20	2,37	-17	-39,6	-5,7
Dívida pública a 2 anos	1,92	2,27	-34	-56,6	-55,0
Dívida pública a 10 anos	2,12	2,50	-38	-56,0	-77,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	71	58	13	-17,4	3,4
Itraxx Financeiro Sénior	92	69	23	-16,7	12,8
Itraxx Financeiro Subordinado	187	141	46	-41,2	17,0

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,117	1,122	-0,4	-2,6	-4,2
EUR/JPY (ienes por euro)	120,960	125,020	-3,2	-3,9	-5,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,884	0,860	2,8	-1,6	1,2
USD/JPY (ienes por dólar)	108,290	111,420	-2,8	-1,3	-1,1

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	416,0	422,1	-1,5	1,7	-6,7
Brent (\$/barril)	64,5	72,8	-11,4	19,9	-16,0
Ouro (\$/onça)	1.305,5	1.283,6	1,7	1,8	0,9

Rendimento variável

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.752,1	2.945,8	-6,6	9,8	0,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.280,4	3.514,6	-6,7	9,3	-5,0
Ibex 35 (Espanha)	9.004,2	9.570,6	-5,9	5,4	-6,5
PSI 20 (Portugal)	5.044,0	5.390,6	-6,4	6,6	-8,6
Nikkei 225 (Japão)	20.601,2	22.258,7	-7,4	2,9	-7,1
MSCI emergentes	998,0	1.079,2	-7,5	3,3	-11,7