

Os receios da recessão têm impacto nos mercados financeiros

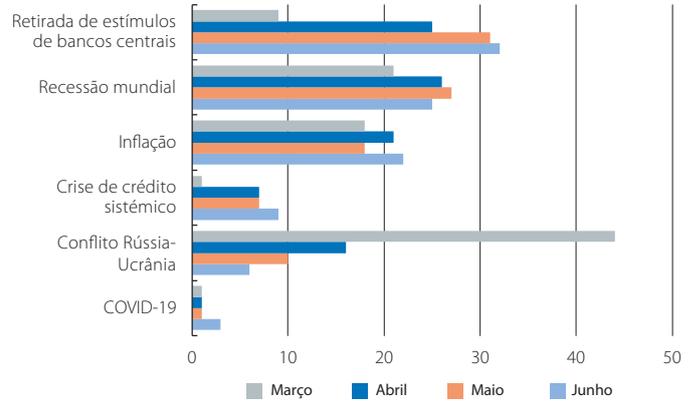
Incerteza e volatilidade, um binómio prejudicial para os mercados. A deterioração do sentimento dos investidores continuou durante todo o mês de junho e princípios de julho. Os receios de uma possível recessão económica, motivada pela direção da política monetária e pelas persistentes pressões inflacionistas, permaneceram entre as principais preocupações dos investidores. O pessimismo ganhou terreno à medida que o tom decepcionante de alguns dados macroeconómicos nas principais economias avançadas contrastava com a determinação dos responsáveis das suas políticas monetárias de manter os planos de retirar os estímulos monetários, relativamente cedo no caso da Fed. Aspetos como a recuperação da atividade na China, após o grave confinamento de várias regiões em abril e maio, apenas impediram que o avanço da narrativa da recessão económica se repercutisse nos mercados financeiros e se materializasse num novo episódio de aversão ao risco. Assim, os mercados financeiros mundiais terminaram o 2T com o seu pior desempenho desde março de 2020.

A Fed mantém-se firme na sua batalha contra a inflação. Na sua reunião de junho, a autoridade monetária decidiu aumentar as taxas de juro em 75 p.b. para o intervalo 1,50%-1,75%, o maior ajustamento desde 1994. Apesar de, no período entre reuniões, vários membros da Fed terem declarado a intenção de as aumentar em 50 p.b., o aumento do IPC em maio (8,6% homólogo) e o aumento das expectativas inflacionistas justificaram o aumento mais forte da taxa dos *fed funds*. Tendo em conta o *dot plot*, os membros considerariam adequados aumentos semelhantes para as próximas reuniões, com o objetivo de situar a taxa oficial acima dos 3% até ao final de 2022 e acima dos 4% em 2023. Contudo, nas semanas que se seguiram, a defesa de Jerome Powell perante o Congresso dos EUA da necessidade de continuar a apertar as condições financeiras para dominar a inflação, apesar da fraqueza sentida em alguns indicadores económicos, alimentou os receios dos investidores de uma recessão económica durante os próximos meses. Esta reviravolta nas expectativas implicou a queda do rendimento da obrigação a 10 anos para abaixo dos 3% e a redução da inclinação da curva dos *treasuries*.

O BCE adere ao processo de normalização monetária, mas a um ritmo diferente. Na sua reunião de junho, embora deixando as taxas de juro inalteradas, o BCE adotou várias alterações nas ferramentas de política monetária. Por um lado, clarificou o *forward guidance* para os próximos meses. Comprometeu-se a aumentar as taxas em 25 p.b. na reunião de julho, e possivelmente mais 25 p.b. em setembro se as perspetivas de inflação a médio prazo permanecerem elevadas, bem como a antecipar uma tendência gradual mas sustentada de aumentos das taxas nos próximos trimestres. Por outro lado, a entidade confirmou a cessação das compras líquidas do APP a partir de 1 de julho.

Inquérito: qual considera ser principal risco nos mercados financeiros?

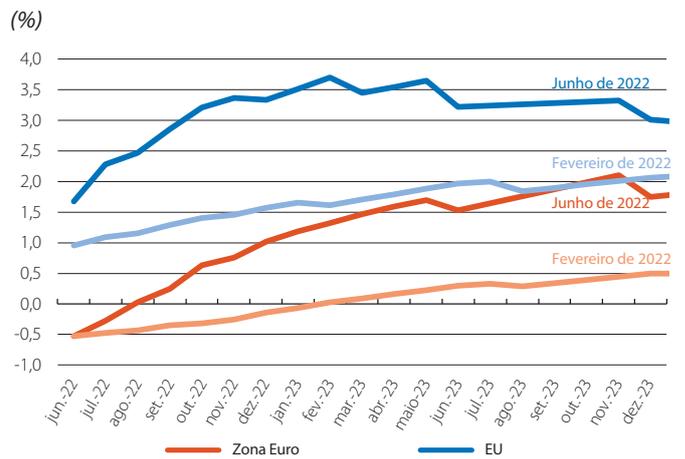
(% do total de inquiridos)



Nota: Inquérito realizado entre 288 gestores de ativos em diferentes países nas primeiras semanas do mês de referência.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bank of America Global Fund Manager Survey.

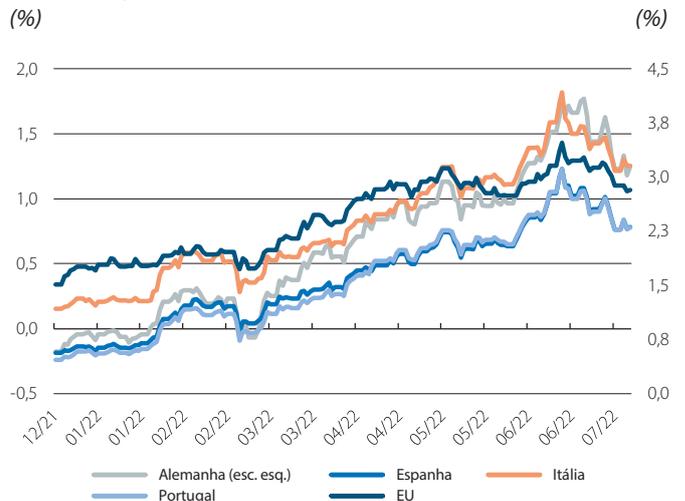
Previsões sobre as taxas de juro de referência do BCE e da Fed



Nota: Forwards sobre o EFR e a taxa OIS da zona euro derivados a partir de curvas de juro de mercado.

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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Notas: EU, Espanha, Itália e Portugal, escala direita. Dados a 6 de julho de 2022.

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

O tom *hawkish* de Christine Lagarde e a falta de detalhes sobre possíveis ferramentas para evitar a fragmentação financeira da zona euro, motivaram a subida dos rendimentos das obrigações soberanas da região, especialmente as dos países periféricos. Perante o alargamento significativo dos prémios de risco destes países, a autoridade monetária reuniu-se de emergência para discutir a implementação de uma ferramenta «antifragmentação» para salvaguardar a estabilidade financeira. Os investidores receberam favoravelmente o acompanhamento do BCE e os diferenciais da dívida estreitaram-se, apesar da falta de mais detalhes por parte da entidade e da incipiente deterioração das expectativas de crescimento da zona euro.

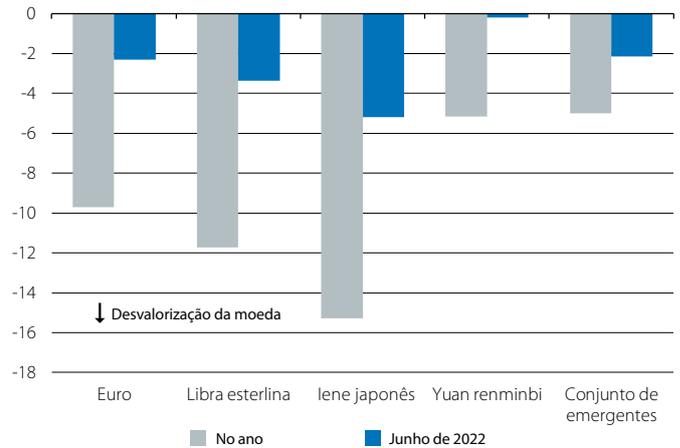
Os receios de recessão afundam o euro para mínimos de 20 anos. O aumento das restrições nos fluxos de gás natural russo para a Europa nas últimas semanas de junho acelerou os receios dos investidores quanto ao risco de recessão económica na zona euro. Este aspeto, a fraqueza observada nos inquéritos de atividade da região e o diferente ritmo da normalização monetária entre a zona euro e os EUA ajudaram na desvalorização do euro face ao dólar para o nível de 1,02 dólares em 6 de julho, o nível mais baixo desde 2002. O perfil do dólar como um ativo de refúgio aumentou a sua força face às restantes moedas do G-10 e dos mercados emergentes.

Os preços da energia permanecem no centro das atenções. O risco de recessão e a incerteza associada à evolução da guerra na Ucrânia continuam a dominar a evolução dos preços do petróleo e do gás natural europeu. A preocupação dos investidores sobre o impacto da recessão económica na procura global de petróleo ultrapassou as tensões existentes do lado da oferta (protagonizadas pelos limites à produção da OPEP e pelas sanções do ocidente sobre o crude russo), favorecendo a redução do preço do barril de Brent para 100 dólares, em 6 de julho. No entanto, no caso do gás natural, a redução de 40% do fluxo de gás russo para a Alemanha na época de acumulação de inventários e as dúvidas sobre o futuro da sua evolução para o inverno fizeram aumentar o preço do gás natural TTF em mais de 100% entre 14 de junho e 6 de julho.

A aversão ao risco afeta significativamente as bolsas. O cenário de incerteza e volatilidade teve um impacto negativo nos principais índices bolsistas, que no caso da S&P 500 registou o seu pior semestre desde 1970, acumulando um declínio de 20% desde o início do ano até 6 de julho. A rotação das carteiras para valores mais defensivos não evitou que o EuroStoxx 50 terminasse o mês de junho com um saldo negativo de cerca de 9%. O enfraquecimento dos indicadores económicos, a retórica *hawkish* dos bancos centrais e a persistência dos preços das matérias-primas em níveis elevados levaram muitas empresas cotadas a começar a alertar para um possível agravamento das suas margens nos próximos trimestres. De facto, o consenso dos analistas começou a ajustar em baixa as suas previsões de resultados para os próximos trimestres, um aspeto que também pesará sobre o ânimo dos investidores.

Moedas face ao dólar

(%)

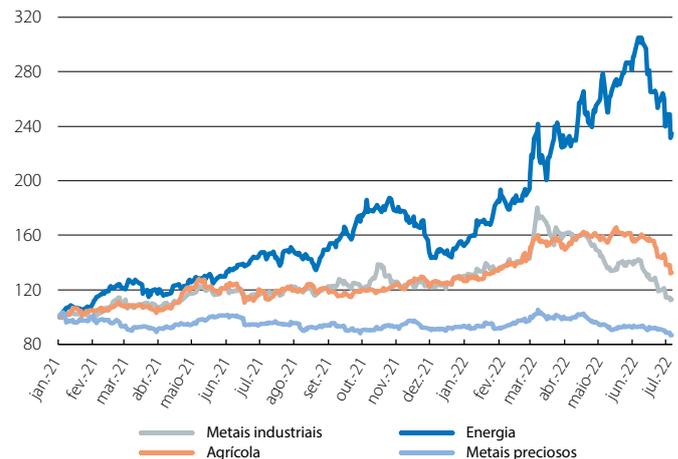


Nota: Os dados do ano abrangem o período até 5 de julho de 2022.

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

Preços das matérias-primas

Índice (100 = janeiro 2021)

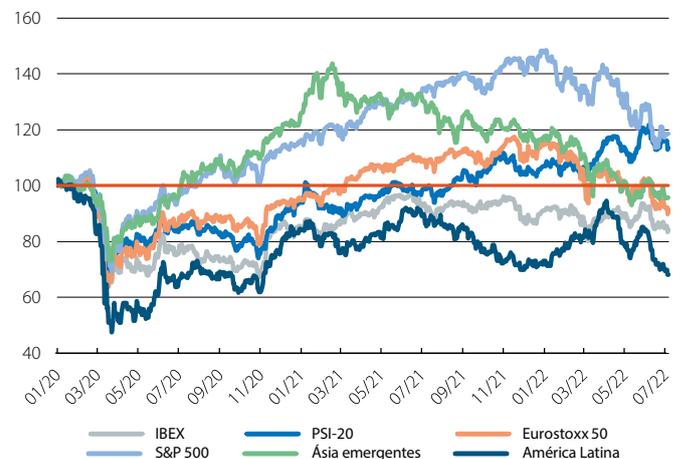


Nota: Dados a 6 de julho de 2022.

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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)



Nota: Dados a 6 de julho de 2022.

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

Perguntas e respostas sobre a Euribor

O BCE respondeu à intensificação das pressões inflacionistas na Zona Euro com um plano de retirada progressiva dos estímulos monetários: em primeiro lugar, através da cessação das compras líquidas de ativos no início de julho e, em segundo lugar, através de aumentos graduais das taxas de juro oficiais, com o objetivo de terminar o período de taxas negativas no 3T 2022.

Os mercados financeiros reagiram às medidas do BCE, com uma maior tensão das condições financeiras da região. Neste artigo vamos centrar-nos nos mercados interbancários e no seu indicador de referência, a Euribor que, no seu prazo a 12 meses (12M doravante), recuperou de -0,50% no final de 2021 para mais de 1,0% na segunda quinzena de junho, o seu valor mais alto desde o início de 2014. As seguintes perguntas, entre outras, serão respondidas abaixo: Por que motivo a Euribor subiu? O que podemos esperar nos próximos meses? Que impacto tem a subida na economia?

O que é a Euribor?

A Euribor é a taxa europeia de oferta interbancária (*Euro Interbank Offered Rate*, em inglês), ou seja, a taxa de juro à qual os bancos emprestam dinheiro entre si a diferentes vencimentos (uma semana, um mês, três meses, seis meses e um ano).¹ Para calcular a Euribor, os bancos do painel (atualmente 18) reportam diariamente ao European Money Market Institute (EMMI) a taxa à qual estes empréstimos foram produzidos e, para cada um dos vencimentos, é calculada a média, sem as observações mais extremas. Para as operações a um dia, a taxa de referência é conhecida como €STR e é calculada pelo BCE com uma metodologia semelhante à utilizada pelo EMMI para as várias taxas Euribor.

Qual é a relação entre a Euribor 12M e o BCE?

O BCE não estabelece a Euribor, mas as suas decisões determinam-na. Pode dizer-se que a Euribor 12M de hoje reflete, em certa medida, a média esperada para as taxas a curto prazo, por exemplo, a €STR, a taxa a um dia, durante os próximos 12 meses, mais um prémio.² A €STR, por sua vez, tem uma ligação estreita com a taxa de juro sobre a facilidade de depósito (*depo*), fixada pelo BCE, de modo que quando a *depo* aumenta (ou diminui) a €STR também o faz, aproximadamente na mesma magnitude. Assim, a Euribor 12M depende do que os mercados financeiros

1. São empréstimos *unsecured*, o que significa que não existe um colateral para garantir o reembolso do capital e dos juros no seu vencimento.

2. Este prémio reflete vários elementos, tais como o risco de contraparte esperado, o nível de liquidez do sistema financeiro ou a incerteza sobre a política monetária, entre outros fatores.

Zona Euro: taxa de juro sobre a facilidade de depósitos e taxas interbancárias a diferentes prazos



Notas: * A €STR existe desde outubro de 2019, para os períodos anteriores utilizamos a definição atual da EONIA (EONIA = €STR + 0,085 p. p.). Os dados correspondem à média mensal de observações diárias.

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

esperam que aconteça com as taxas de juro oficiais do BCE.

Para além de afetar a Euribor através das expectativas sobre a *depo*, o BCE também influencia a determinação do prémio temporário. Por exemplo, as operações de financiamento a prazo por parte do BCE, tais como as TLTRO, aumentaram a liquidez dos mercados interbancários, o que por sua vez resultou numa tendência de redução do prémio temporário e, por conseguinte, da Euribor.

Por que motivo a Euribor subiu em 2022?

O aumento da Euribor 12M desde o início do ano foi incentivado por uma mudança acentuada nas expectativas dos mercados sobre como o BCE irá atuar face às elevadas e muito persistentes taxas de inflação na Zona Euro (a 8,6% em junho). Assim, as taxas implícitas nos mercados monetários sobre a €STR, que podem ser interpretadas como a evolução esperada pelos mercados financeiros para a *depo*, aumentaram substancialmente em 2022 (ver segundo gráfico). Por outras palavras, enquanto em meados de janeiro estas taxas implícitas implicavam a primeira subida de taxas do BCE em fevereiro de 2023, agora incorporam em julho deste ano e esperam subidas de 1,25 p.p. antes do final de 2022. De facto, as referidas taxas implícitas revelaram uma volatilidade involuntária nas últimas semanas.

Irá a tendência ascendente da Euribor continuar nos próximos meses?

Se as expectativas dos investidores sobre o BCE forem cumpridas, a Euribor 12M continuará a aumentar. De facto, no nosso cenário central, prevemos que a Euribor 12M

recupere para 1,8% até ao final de 2023, um pouco abaixo do que os mercados financeiros esperam (2,0% até ao final de 2023, de acordo com as taxas implícitas de finais de junho). Esta diferença deve-se principalmente ao número de aumentos de taxas que antecipamos face às cotadas atualmente nos mercados. O BPI Research estima que o BCE irá aumentar a taxa da facilidade de depósito para 1,25% no final de 2023, enquanto os mercados esperam que este aumento seja de pelo menos 1,5%.

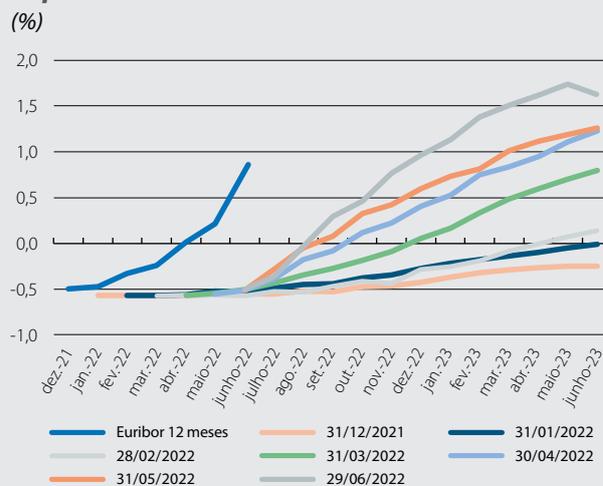
Contudo, se estas expectativas não se concretizarem e, por exemplo, o BCE aumentar as taxas de juro de forma mais agressiva, a Euribor 12M poderá subir acima do seu nível atual. De igual modo, se a normalização das taxas de juro oficiais fosse encurtada por um abrandamento pronunciado da atividade económica com efeitos desinflacionistas, o aumento da Euribor 12M seria mais moderado.

Que importância tem a Euribor no dia a dia das famílias e das empresas?

A importância da Euribor deve-se ao seu papel como índice de referência para uma grande parte da dívida privada, tanto das famílias como das empresas. De facto, a Euribor é utilizada como referência nos empréstimos hipotecários, empréstimos sindicados e emissões de dívida a taxa variável, entre outros instrumentos financeiros.

No caso dos empréstimos para compra de habitação, o Banco de Portugal revela que mais de 93% dos contratos vigentes em 2020 era a taxa variável, com 24,5% desses a utilizarem a Euribor 12M como índice de referência (e que aumenta para 37,4% quando considerado o montante em dívida). Normalmente, pelo menos uma vez por ano, a taxa de juro destes empréstimos é revista, pelo que o esforço hipotecário das famílias é afetado. Num artigo recente, apresentamos um exemplo ilustrativo sobre o impacto do aumento da Euribor nas prestações hipotecárias. Assim, recordando o exemplo prático usado nesse artigo (empréstimo de 120.000 euros, a 33 anos), estaríamos a falar de um aumento em torno de 100 euros da prestação mensal no final de 2022, em comparação com o que pagava no final de 2021.³

Euribor a 12 meses observada e taxas implícitas sobre a €STR



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

3. Para mais informações, ver Focus "Como pode o aumento das taxas de juro afetar o orçamento das famílias em Portugal?", no IM06/2022

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,20	-0,34	14	37,7	35,1
Euribor 12 meses	1,04	0,39	65	153,8	152,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	0,41	0,05	36	105,3	103,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	0,65	0,50	15	126,9	132,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	1,34	1,12	21	151,3	157,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,42	2,23	20	185,8	205,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,42	2,26	16	195,0	206,8
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	1,00	75	150,0	150,0
Libor 3 meses	2,29	1,61	67	207,6	214,7
Libor 12 meses	3,62	2,74	88	303,6	337,5
Dívida pública a 1 ano	2,74	2,05	69	236,6	268,4
Dívida pública a 2 anos	2,95	2,56	40	222,1	272,0
Dívida pública a 10 anos	3,01	2,84	17	150,3	158,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	119	88	31	71,2	73,1
Itraxx Financeiro Sénior	128	97	31	73,6	75,1
Itraxx Financeiro Subordinado	245	184	61	137,4	145,8

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,048	1,073	-2,3	-7,8	-11,6
EUR/JPY (ienes por euro)	142,260	138,110	3,0	8,7	8,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,852	1,1	2,3	0,3
USD/JPY (ienes por dólar)	135,720	128,670	5,5	17,9	22,2

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	596,7	629,5	-5,2	3,2	7,6
Brent (\$/barril)	114,8	122,8	-6,5	47,6	52,8
Ouro (\$/onça)	1.807,3	1.837,4	-1,6	-1,2	1,1

Rendimento variável

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.785,4	4.132,2	-8,4	-20,6	-13,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.454,9	3.789,2	-8,8	-19,6	-15,4
Ibex 35 (Espanha)	8.098,7	8.851,5	-8,5	-7,1	-9,1
PSI 20 (Portugal)	6.044,6	6.257,5	-3,4	8,5	17,4
Nikkei 225 (Japão)	26.393,0	27.279,8	-3,3	-8,3	-8,3
MSCI emergentes	1.000,7	1.077,7	-7,1	-18,8	-26,2