

**BBVA**

Asset Management &  
Global Wealth

GESTORES DA SUA CONFIANÇA

# Fortes quedas dos mercados

Coronavírus e petróleo, os detonadores

Equipa de Estratégia Global

12 de março de 2020

Criando Oportunidades

## Fortes quedas dos mercados financeiros

Nas últimas semanas temos vindo a assistir a quedas acentuadas nos mercados financeiros que têm poucos precedentes históricos. Depois de recentemente testemunharmos um ambiente propício ao bom desempenho dos ativos de risco, com novos patamares históricos em muitas bolsas mundiais, registaram-se quedas acumuladas de 20% a 25% desde os valores máximos. Simultaneamente, os títulos de dívida soberana dos EUA e da Alemanha registaram mínimos históricos de rentabilidade, configurando um cenário económico que nos parece excessivamente negativo.

Nesta nota, analisaremos as causas ou fatores de risco que causaram essa mudança repentina nos mercados, o impacto no ciclo económico, a situação dos mercados e dos principais ativos financeiros e iremos retirar as nossas conclusões.

### 1. Fatores de risco

#### 1.1. Coronavírus

O nosso cenário central é que o Covid-19 atinge o pico na Primavera, se mantiver o padrão de comportamento que o vírus teve na China até agora. Na prática é o mesmo que dizer que, em questão de semanas (assumindo medidas severas de contenção, como as que estão a ser tomadas), deveríamos ver que a taxa de contágio passa de aceleração para desaceleração, algo de que os mercados estão muito dependentes. Por outro lado, existe a possibilidade de que, no hemisfério norte, o aumento das temperaturas ajude a desacelerar a expansão do surto.

#### 1.2. Petróleo

A recusa da Rússia em reduzir a produção e a reação da Arábia Saudita em aumentar a sua produção de 9,7 milhões para 12,3 milhões de barris/dia afetaram fortemente o mercado do petróleo, com o Brent a cair para US\$35 quando na semana anterior negociava em torno dos US\$50.

### Implicações da descida do petróleo

A queda no preço do petróleo beneficia todos os consumidores, embora o seu impacto na confiança e no rendimento disponível leve algum tempo a materializar-se. Também a nível macroeconómico, a balança de pagamentos da Zona Euro, da China e da Índia melhora, porque são importadores líquidos de petróleo.

Os países perdedores são obviamente os produtores, com a Arábia Saudita a Rússia, os EUA e alguns outros na liderança. Mas também afeta negativamente o investimento ligado ao mundo do petróleo e os lucros das empresas petrolíferas, abrindo um cenário desconfortável no crédito destas empresas, com possíveis cortes de *rating* e maiores riscos de incumprimento no setor de energia.

Um preço excessivamente baixo do petróleo prejudica os três principais protagonistas: Arábia Saudita, Rússia e EUA. Nesta altura, não se vislumbra um novo acordo no curto prazo que contenha a oferta. Se considerarmos também o efeito de menor procura provocada pelo Covid-19, consideramos razoáveis os níveis de preços de referência de cerca de US\$40 no final de 2020 e de US\$50 no final do ano de 2021.

## 2. Impacto no ciclo económico

Em face dos últimos desenvolvimentos, devemos abandonar o discurso que vimos defendendo há uns anos, e em circunstâncias complicadas, de que não haverá uma recessão. O efeito económico do Covid-19 tem impacto na economia e especialmente no setor de serviços, portanto, podemos ter entre um e dois trimestres de declínio do PIB em algumas áreas ou países relevantes.

Devemos também acrescentar que o efeito "reflexivo" dos mercados financeiros na economia. Isto é, a turbulência nos mercados tensiona as condições financeiras, afeta a confiança económica, diminui a riqueza das famílias e, por fim, tem um custo económico. Nesse sentido, a curto prazo, a queda do petróleo agrava o cenário.

Para ter uma referência, o PIB global de 2020 pode cair de 3,0% a 2,5%, que é a zona de fronteira para marcar a contração global. Os EUA, podem cair de 1,8% para 1,4% e a Zona do Euro de 0,8% para 0,4%. Estas estimativas ainda poderão ser revistas em baixa.

Mas uma coisa é negar que nestas últimas semanas algo se alterou, outra é ser excessivamente alarmista. Embora seja difícil garantir quando é que ocorrerá a recuperação da atividade económica no curto prazo, caso o nosso cenário central se materialize e o pico do vírus seja atingido na Primavera ou no início do verão, a aplicação gradual das medidas de contenção deve provocar uma recuperação pronunciada da economia global no segundo semestre.

Além disso, de um ponto de vista mais estrutural, a situação inicial não se parece em nada com o prelúdio da crise de 2008/2009. Não há grandes desequilíbrios estruturais e sendo exaustivos, devemos afirmar que a situação do sistema financeiro nos EUA e na Europa, assim como no setor imobiliário, é muito melhor.

Não devemos esquecer também as medidas de estímulo económico que estão sendo implementadas. Entendemos que, neste caso, os estímulos fiscais são muito mais eficazes que os monetários. Abre-se um ciclo em que os limites dos déficits fiscais serão abandonados para atenuar o impacto sobre as famílias e as empresas, lançando-se isenções fiscais, linhas de liquidez para setores em dificuldade, apoio aos desempregados e planos de investimento de longo prazo em sustentabilidade e infra-estruturas. No entanto, na política monetária, a margem para taxas mais baixas é limitada nos EUA e quase nula na Zona Euro, com pouco impacto positivo na economia e até negativo no setor financeiro. De qualquer forma, renovações ou extensões do programa de compra de ativos, empréstimos em condições mais favoráveis e aligeiramento do coeficiente de reserva, são medidas prováveis que o Banco Central Europeu pode tomar.

## 3. Situação dos mercados

### Bolsas Mundiais

As quedas de 20% em média em vários índices assinalam uma maior probabilidade de um cenário de recessão leve. Ainda não começámos a ver as empresas a cortar estimativas de lucro, mas parece-nos razoável que as reduções para todo o ano dos benefícios, em termos agregados dos principais índices desenvolvidos possam atingir níveis de cerca de -10%, embora a disparidade entre os índices e setores seja grande.

As bolsas já descontam quedas nos lucros dessa magnitude ou superiores, juntamente com aumentos nos prémios de risco, mas no momento, há falta de visibilidade em eventos futuros. A incerteza de curto prazo é elevada e a volatilidade permanece. Na prática, os mercados de ações já incorporam um cenário negativo, mas, no curto prazo, podem até considerar um cenário pior, embora seja improvável que se concretize. Os mercados estão no processo de encontrar um terreno de suporte, em função do fluxo de notícias e, por sua vez, do sentimento, o que pode provocar adicionais fluxos de vendas.

### Obrigações de Governos *core*

A dívida pública americana em particular e, em menor grau, a alemã, foram mais uma vez um ativo de refúgio face à incerteza dos cenários macroeconómicos. O mercado desconta um corte adicional de 0,25% da FED, enquanto se esperam novos estímulos por parte do BCE.

É nossa percepção de que os títulos de 10 anos dos EUA atingiram mínimos históricos (aproximadamente 0,5%), porque são o refúgio global e recebem grandes fluxos de compras que vão além de uma leitura simplista do crescimento e da inflação americana. Parece-nos que é o ativo que coloca o cenário económico mais pessimista em preço e, para nós, mais difícil de justificar. Quando a visibilidade económica melhorar e a volatilidade nas bolsas de valores e do crédito diminuir, a taxa de juro a 10 anos nos EUA deverá voltar para níveis superiores a 1%. Quanto à curva alemã de longo prazo, vimo-la mais ancorada em níveis semelhantes às taxas atuais, ou um pouco mais alta.

Estruturalmente, é cada vez mais difícil que estes ativos funcionem como ativos de refúgio ou de cobertura, dadas as rentabilidades implícitas tão baixas que oferecem. Assim, a correlação entre as bolsas e o preço desses títulos pode-se tornar mais instável, tornando-se interessantes como cobertura de ativos de risco.

### Crédito

Estamos a assistir a aumentos significativos nos *spreads* de crédito, que respondem tanto à incerteza do momento, como a alguma iliquidez desta classe de ativos, especialmente no mercado secundário. Novamente, e tal como nas bolsas de valores, o diferencial de risco de crédito já reflete o nosso cenário central, mas o crédito poderá cair ainda mais, antes de começar a melhorar. E a razão principal pode ser o petróleo. O setor de energia corresponde a 13% do índice de *rating* mais especulativo nos EUA e se o preço do petróleo continuar a descer, veremos novos alargamentos dos *spreads*.

Mais estrategicamente, prevemos um período de alguma volatilidade, mas com o nosso cenário de recuperação económica no segundo semestre, não esperamos uma subida das taxas de incumprimento.

## 4. Conclusões

Na nossa perspetiva, para que se assista a uma redução significativa da atual volatilidade dos mercados financeiros, precisamos de ver a epidemia sob controlo e a eficácia das medidas de estímulo. Nesta fase, estamos sujeito ao fluxo de notícias, que com a devida cautela devem melhorar em algumas semanas, assim que a taxa de contágio começar a diminuir. Por outro lado, apesar da dificuldade em antecipar o impacto dos estímulos implementados, consideramos que um bom barómetro da situação é a curva de taxas de juro de longo prazo nos EUA. Se esta subir de forma gradual e constante, as bolsas e o crédito deverão melhorar, devido à menor aversão ao risco e porque os estímulos fiscais geram crescimento. Se não recuperar, e pior ainda, se continuar em declínio, será indício de que a conjuntura ainda não terá melhorado.

Não devemos entrar em pânico, mas também não devemos negar a realidade. No curto prazo, o cenário mudou, mas deve ser algo temporário e dentro de alguns meses, podemos encará-lo como mais um outro episódio de incerteza, que os mercados acabaram por superar.

O nosso processo de investimento é disciplinado. Continuamos a monitorizar os mercados e temos agido de acordo com os sinais táticos dos nossos modelos. O posicionamento ainda está ligeiramente acima da posição neutral no mercado acionista, mantemos um posição neutral em obrigações de dívida *core*, não mantemos grandes posições de crédito e estamos infraponderados no dólar.

Devemos concluir com uma frase óbvia, mas fácil de esquecer: "O mundo não acaba aqui". Enquanto investidores, precisamos de nos abstrair do alarme social, olhar mais longe e considerar friamente que a situação social e de mercado poderá estar melhor numa questão de semanas, uma vez que os mercados já estão a descontar em preço um cenário extremamente negativo.

## A Equipa de Estratégia Global

### BBVA AM&GW

#### AVISO LEGAL

Este documento foi preparado pelo Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. – Sucursal em Portugal (BBVA) é disponibilizado com fins meramente informativos, tendo por referência a data da sua publicação, podendo, por isso, tais informações sofrer alterações como consequência da flutuação dos mercados. O presente documento não constitui uma proposta, oferta, convite, conselho ou qualquer tipo de sugestão destinada à subscrição, aquisição de instrumentos financeiros ou à celebração de qualquer tipo de operação relativa a produtos ou serviços financeiros, nem o seu conteúdo constituirá a base de qualquer contrato, acordo ou compromisso.

A informação sobre o património ou produtos, que podem ser revelados tanto individualmente como conjuntamente, agrupados numa posição global, é classificada e valorizada com critérios e parâmetros que podem variar de uns produtos para outros.

O conteúdo desta comunicação baseia-se em informações disponíveis e disponibilizadas ao público em geral, consideradas fidedignas. Como tal, esta informação não foi independentemente verificada pelo BBVA e por isso nenhuma garantia, expressa ou implícita, poderá ser dada sobre a sua fiabilidade, integridade ou correção.

O BBVA reserva-se o direito de atualizar, modificar ou eliminar a informação contida na presente comunicação sem aviso prévio. Caso da informação contida neste documento resulte a referência a rendibilidades passadas de algum(ns) valor(es) mobiliário(s) ou a resultados históricos de determinados investimentos, tais referências não poderão em caso algum ser entendidas como garantia, indicação ou sugestão de rendibilidades futuras. Sem que tal constitua qualquer encargo para o CLIENTE, o BANCO poderá receber e fazer suas comissões pagas por entidades gestoras de ativos adquiridos em virtude do exercício da sua atividade de gestão de carteiras, tal não prejudicando os critérios de gestão criteriosa a que se encontra vinculado. Ao abrigo e em estrita observância da sua política de conflito de interesses, os seus colaboradores ou alguma entidade pertencente ao Grupo BBVA, poderá ter uma posição em qualquer dos valores objeto direta ou indiretamente deste documento, poderá negociar por conta própria ou alheia com tais valores, prestar serviços de intermediação financeira ou de outro tipo aos emitentes dos valores mencionados ou a empresas a ele vinculadas, bem como ter outros interesses nos ditos valores.

Em face do exposto, o BBVA não poderá em caso algum ser responsabilizado por decisões de investimento ou de operações sobre instrumentos financeiros que os leitores tomem com base no mesmo.