



## Tema: "Tempestade Perfeita" no Petróleo

O preço do contrato de futuro do petróleo nos EUA (*WTI - West Texas Intermediate*) transacionou no dia 20 de abril, pela primeira vez na história, a valores negativos. Embora esta situação específica seja transitória, associada ao receio de falta de capacidade de armazenamento, espelha profundas disrupções ao nível da oferta e da procura, com implicações diversas, que poderão resultar numa maior volatilidade a longo prazo dos preços. Não obstante, atendendo ao peso reduzido do setor petrolífero nas principais classes de ativos e às diversas medidas de estímulo que estão atualmente a ser implementadas, o contágio a outros mercados foi relativamente limitado.

### Contratos de futuros sobre matérias-primas

Um contrato sobre o preço futuro de uma matéria-prima consiste num acordo para comprar ou vender o referido bem a um preço pré-determinado. Tipicamente, expira numa frequência mensal, sendo que a maioria estabelece que a liquidação ("*settlement*") deve ser efetuada através da entrega física do bem, como é o caso dos contratos sobre o petróleo para entrega nos EUA. Noutros casos, como os futuros sobre o preço do petróleo no Mar do Norte ("*Brent*"), a referência para a Europa, existe a opção de a liquidação ser financeira.

Neste mercado existem vários tipos de intervenientes com objetivos específicos. Como exemplo, os produtores e comerciantes recorrem a estes contratos para mitigar possíveis variações futuras dos preços e, desta forma, aumentar a previsibilidade da sua atividade. No entanto, a grande maioria dos participantes são investidores financeiros, cujo objetivo primordial é o de maximizar a rentabilidade da sua carteira com o menor nível de risco possível. Desta forma, grande parte das posições nestes derivados são fechadas antes da data do vencimento e, consequentemente, da data da entrega física do bem.

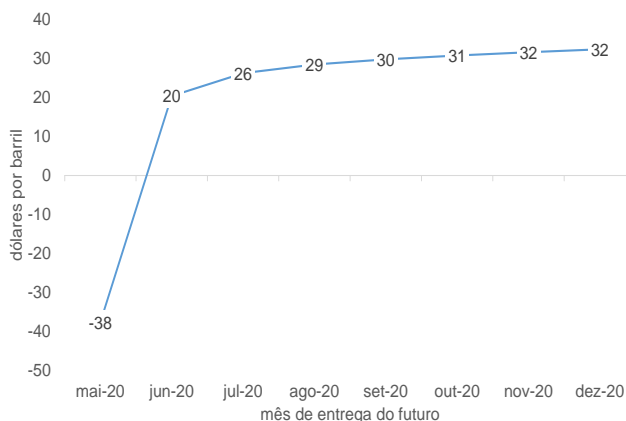
O primeiro mercado de transações de contratos sobre preços futuros de matérias-primas foi a *Dōjima Rice Exchange (DJE)*, no Japão, por volta de 1730. A *DJE* permitia aos samurais obterem alguma estabilidade nos seus rendimentos, dado que os mesmos eram pagos em arroz e precisavam de um valor estável para a sua conversão. Em 1864, surge a *Chicago Board of Trade (CBOT)*, nos EUA, a primeira bolsa com derivados standardizados para *commodities* que, no seu início, transacionava contratos sobre milho, trigo e algum gado.

### "A tempestade perfeita" - aumento da oferta em momento de colapso da procura

A 20 de abril, o preço do contrato de futuro do *WTI* para entrega em maio, que tinha o seu vencimento no dia seguinte, transacionou pela primeira vez na história a valores negativos, tendo encerrado a -38 dólares por barril. Conforme mencionado, existe um número significativo de intervenientes no mercado de derivados que, pelas suas características e objetivos, naquela data foram obrigados a vender as suas posições a contrapartes que pudessem efetivamente efetuar a liquidação física e, em consequência, receber a mercadoria física (os barris de petróleo). Normalmente, este é um processo que decorre

sem incidentes, contudo, nos meses que antecederam esta situação verificou-se um profundo desajustamento entre a oferta global, a incrementar, e a procura, em contração, por sua vez acentuada pelos efeitos da pandemia da COVID-19. Desta forma, os níveis de armazenamento estavam a aumentar, suscitando incertezas quanto à capacidade disponível ainda existente.

### Preços do petróleo para entrega dos EUA (*WTI*) em 20 de abril



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; CME Group

As projeções de alguns analistas nesse momento apontavam para a falta de capacidade de armazenamento disponível para a quantidade associada ao contrato de maio em *Cushing - Oklahoma*, local onde se efetua a entrega física do derivado *WTI*. O Departamento de Energia americano estimava que, no início de abril, a capacidade de armazenamento neste local ascendesse a 76 milhões de barris, estando já 72% ocupada, sugerindo que em poucas semanas poder-se-ia atingir o limite e que quem não tivesse já arrendado o espaço necessário, poderia não o conseguir efetuar.

Por esta razão, assistiu-se ao pânico dos investidores com posições longas nos futuros, perante a perspectiva de não existir local para o seu armazenamento, o que exponenciou a queda dos preços. No entanto, os contratos para entrega noutros meses mantiveram-se em valores positivos, com o de junho a encerrar a referida sessão a cerca de 20 dólares por barril. Em consequência, verificou-se um elevado diferencial positivo entre os preços dos instrumentos com maturidades mais distantes face aos de maturidades mais próximas (em terminologia de (...))



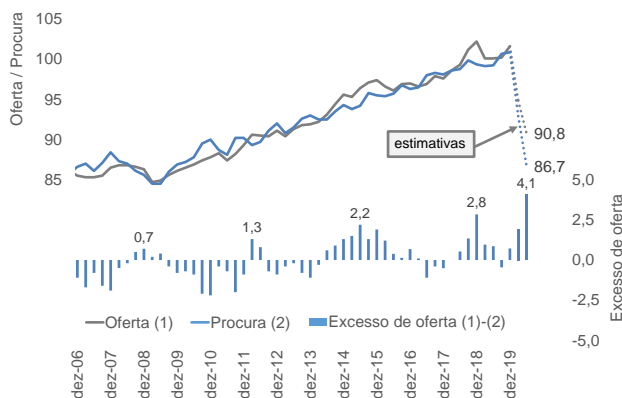
(...) mercado apelidado de “contango”). Este diferencial é principalmente influenciado pelos custos de armazenamento, que nesta situação se tornaram extremamente elevados.

A forte pressão sentida sobre os preços do petróleo não é exclusiva a este evento, mas é uma situação já visível desde o final de fevereiro, em virtude de desequilíbrios profundos entre a oferta e a procura, com a produção em níveis elevados face às correspondentes necessidades.

A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), ao longo dos últimos anos, evidenciou uma estratégia proactiva de suporte à cotação, tendo reduzido a produção e estabelecido acordos para este efeito com outros países produtores. Contudo, em março, na sequência do colapso do acordo entre a OPEP e a Rússia, a Arábia Saudita anunciou, em retaliação, que iria aumentar a produção e proceder a cortes nos preços. Esta estratégia resultou numa desvalorização acentuada dos preços por barril que, naquele momento, registaram inclusivamente a maior queda diária desde a 1ª Guerra do Golfo, em 1991. O preço do barril de *brent* chegou a cair mais de 30%, durante o dia 9 de março, fechando abaixo de 35 dólares, o valor mínimo desde 2016.

Nesta conjuntura, foi agendada uma reunião extraordinária para o início de abril que contou com a presença de vários países aliados da OPEP, como os EUA, e que culminou num acordo para a redução da produção em 10 milhões de barris por dia. Contudo, em virtude da resistência de alguns dos maiores produtores americanos em procederem a uma redução significativa na produção, os preços continuaram pressionados.

## Evolução da procura e oferta de petróleo (Mb/d)



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; AIE - Agência Internacional de Energia; OPEP  
Nota: Mb/d = Milhões de barris por dia

No que concerne à procura mundial, o encerramento das economias como medida de prevenção do surto pandémico contribuiu para a contração acentuada da atividade global e, por conseguinte, da procura de petróleo.

Vários organismos internacionais têm alertado para a redução da procura, como a AIE (Agência Internacional de Energia), que considerou que poderá cair 20%. No relatório divulgado em abril, a OPEP estima que a procura de petróleo no 2º trimestre seja de 86,7 milhões de barris diários, o que compara com a oferta no último trimestre de 2019, de aproximadamente 100 milhões de barris diários. Este desequilíbrio, potenciado pelos constrangimentos na capacidade de armazenamento disponível, poderá continuar a contribuir para manter os preços sob elevada pressão.

## Implicações da queda do petróleo na economia

À semelhança do colapso do preço do petróleo de 2014-2016, esta queda não deverá ser suficiente para estimular a atividade económica global, mesmo para os países importadores de petróleo. Ademais, esta situação deriva, em larga medida, de uma quebra da procura, à que se une, num primeiro momento, um aumento da oferta. Normalmente, uma descida do preço do petróleo traduz-se numa transferência de rendimento dos países exportadores desta matéria-prima para os importadores, que em média apresentam uma maior propensão para o consumo, possibilitando um aumento da procura global. Assim, uma descida do preço do petróleo tipicamente tem efeitos positivos para a atividade dos países importadores (tais como a China, a Índia ou a Área Euro), dado que aumenta o rendimento disponível dos seus agentes económicos. No entanto, a causa da referida descida desempenha um papel importante para aferir os seus potenciais impactos. Atendendo a que esta desvalorização foi motivada pela queda abrupta da procura, em função do encerramento de muitas economias, não será expectável que o aumento do rendimento disponível, advindo da queda dos preços, se traduza num aumento do consumo.

Neste sentido, o enquadramento de recessão severa a nível mundial (contração de 3% do PIB em 2020 segundo o Fundo Monetário Internacional), conjugado com o aumento da restritividade das condições financeiras, condicionará o referido efeito positivo que normalmente gera nos países importadores de petróleo. Por um lado, a descida do preço do petróleo irá impactar negativamente o investimento no setor energético dos países produtores (nomeadamente nos EUA, na Arábia Saudita, na Rússia, no Canadá entre outros) e, por outro, resultar na deterioração da situação financeira das empresas petrolíferas, o que deverá acarretar uma deterioração das condições económicas em algumas regiões mais expostas a este setor. Finalmente, apesar de se refletir em preços dos combustíveis mais baixos, não é expectável que se venha a assistir a um aumento do seu consumo, dado o contexto de algumas restrições à movimentação dos cidadãos.

Por seu turno, para os países exportadores, em especial os do bloco emergente, o efeito será negativo e alguns casos potencialmente problemático. A descida dos (...)



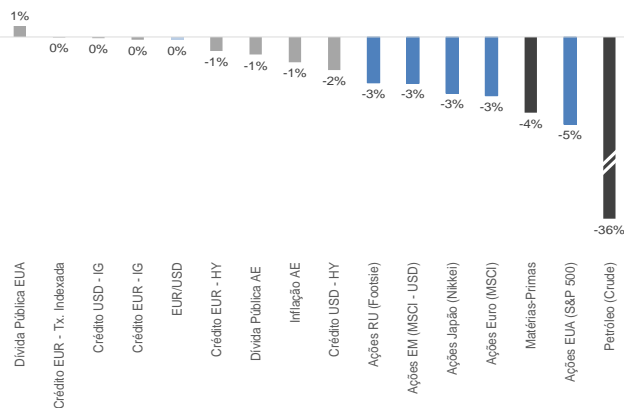
(...) preços do petróleo implica uma diminuição das receitas fiscais, forçando a cortes da despesa pública. Os danos serão exacerbados em função do grau de dependência da economia a esta matéria-prima, do défice orçamental, dos níveis de endividamento público e privado (em especial se a denominação for noutra moeda que não a doméstica), entre outros fatores. Por exemplo, a Arábia Saudita apresenta uma elevada exposição à indústria petrolífera, que representa cerca de 40% do PIB, aproximadamente 70% das receitas fiscais e quase 80% das exportações. Este país registou um défice orçamental de 4,5% em 2019, sendo perspetivado pelo FMI que atinja os 12,6% em 2020. Neste âmbito, importa notar que segundo os dados desta organização, o preço do petróleo que permitiria à Arábia Saudita ter um saldo orçamental equilibrado (vulgo em inglês *Fiscal Breakeven Oil Price*) é de 76 dólares por barril. Aliás, nas regiões do Médio Oriente e do Norte de África, o *breakeven* fiscal do preço do petróleo varia entre 40 dólar por barril, no Qatar, e 389 dólares por barril no Irão (importa referir que o país atravessa uma recessão).

Por sua vez, a Rússia também é prejudicada pela queda do preço do petróleo, contudo, ao longo dos últimos tempos, tem vindo a implementar várias medidas para gerir mais eficazmente as variações dos seus preços. Neste âmbito, salienta-se o fundo soberano para gerir as receitas provenientes do petróleo e do gás natural, a melhoria das contas públicas, tendo obtido um *superavit* orçamental de 1,9% em 2019 (embora se perspetive um défice de 4,8% em 2020) e uma taxa de câmbio flexível. Por fim, para os EUA, que se tornaram exportadores líquidos de petróleo no final de 2018, o referido efeito na atividade também deverá ser negativo. Nos últimos anos, o investimento em infraestruturas relacionadas com a exploração de petróleo e gás tem sido significativo. Em 2019, representou cerca de 4% do investimento empresarial e 0,5% do PIB (segundo o *Bureau of Economic Analysis*).

## Impacto nas principais classes de ativos

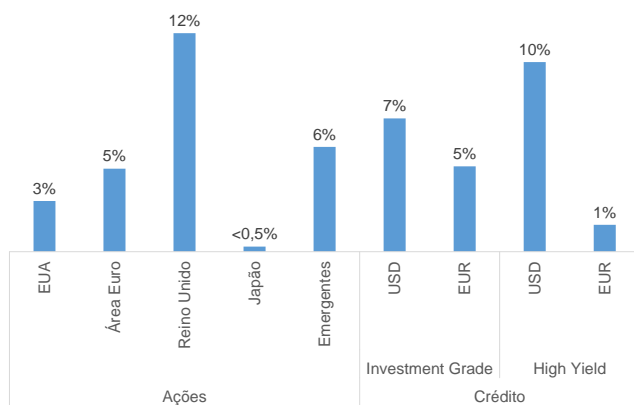
O impacto imediato do colapso dos preços do petróleo no mercado, entre o dia 17 e 21 de abril, foi em parte minorado pelo efeito das políticas monetárias e fiscais em vigor. A classe acionista registou as maiores perdas no período, com o *S&P 500* a apresentar a desvalorização mais significativa, apesar de ser um dos índices que tem a menor exposição a empresas do setor petrolífero ou diretamente relacionadas com este. O suporte das medidas monetárias, com destaque para o programa de compra de dívida privada, foi especialmente importante para o comportamento dos índices de crédito. O seu efeito estabilizador permitiu que, à exceção do segmento de *high yield* em dólares, os restantes obtivessem perdas inferiores a 1%. Já os mercados de dívida pública foram beneficiados pelo retorno dos receios de deflação, o que se traduziu numa descida das *yields*, em especial das obrigações do tesouro dos EUA.

## Desempenhos entre 17 e 21 de abril



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; Barclays; Bloomberg-Commodity  
Nota: Rendibilidades totais efetivas

## Exposição a empresas relacionados com o petróleo e com o gás natural



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; S&P; MSCI; FTSE; Nikkei; Barclays

Em suma, enquanto perdurar o elevado desequilíbrio entre a oferta e a procura e os constrangimentos associados à capacidade de armazenamento disponível, os preços do petróleo poderão manter-se pressionados, em especial os dos contratos com vencimento mais próximo. Neste sentido, na ausência de uma recuperação da procura, no curto prazo as medidas com vista à redução da produção serão fundamentais para evitar uma nova ocorrência de valores negativos no vencimento dos futuros. No entanto, perante a possibilidade de moderação nos próximos meses das medidas implementadas para conter a progressão do COVID-19, poder-se-á assistir a um aumento gradual da procura de petróleo a nível global. Em simultâneo, a manutenção por um período alargado de preços baixos poderá condicionar os planos de investimento na indústria extrativa o que, por seu turno, deverá limitar a oferta futura e gerar preços mais elevados que os atualmente descontados no mercado.



Para além da Direção de Estratégia, contribuiu para a elaboração deste documento a Direção de Supervisão e *Compliance*, na revisão do mesmo.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

[www.caixagestaodeativos.pt](http://www.caixagestaodeativos.pt)

*Esta informação não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato.*

*A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos por perdas ou danos causados pelo seu uso.*

*A informação contida neste documento é realizada com um objetivo informativo, sendo enviada como um instrumento auxiliar, não podendo servir de base a qualquer investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.*

*As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura.*

*A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta das Informações Fundamentais destinadas aos Investidores e dos Prospetos, disponíveis em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).*

*Não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.*

*A Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos, S.A. alterou, em setembro de 2019, a sua denominação para Caixa Gestão de Ativos Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A.. A partir de abril de 2020, a Caixa Gestão de Ativos Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A. passou a denominar-se Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A..*