



## Universidades Lusíada

Coelho, Miguel  
Gonçalves, José António

### **Mercados financeiros em tempos de guerra : os primeiros 90 dias de uma guerra (in)esperada**

<http://hdl.handle.net/11067/6543>

<https://doi.org/10.34628/2wxj-dw28>

#### **Metadados**

##### **Data de Publicação**

2022

##### **Resumo**

A (in)esperada guerra na Europa, com epicentro na Ucrânia, está a ter consequências geopolíticas e económicas complexas com duração e severidade ainda desconhecidas. Com efeito, para além do drama humano que o povo ucraniano diariamente enfrenta, existem efeitos de segunda ordem que colocam em causa os equilíbrios económicos mundiais com impacto no bem-estar da população mundial, conforme aliás tão bem ilustra James Gleick (1987) quando refere os efeitos de um “o simples bater de asa ...”. Neste...

The (un)expected war in Europe, with its epicenter in Ukraine, is having complex geopolitical and economic consequences of unknown duration and severity. Indeed, in addition to the human drama that the Ukrainian people face daily, there are second-order effects that jeopardize world economic balances with an impact on the well-being of the world population, as James Gleick (1987) so well illustrates when he refers the effects of a “simple flapping of a wing.....”. In this context, we intend to an...

##### **Palavras Chave**

Ucrânia - História - Invasão Russa, 2022, Crises Financeiras, Instituições Financeiras

##### **Tipo**

article

##### **Revisão de Pares**

Não

##### **Coleções**

[ULL-FCEE] LEE, n. 32 (2022)

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-10-02T05:13:54Z com informação proveniente do Repositório

---

**MERCADOS FINANCEIROS EM TEMPOS DE GUERRA.  
OS PRIMEIROS 90 DIAS DE UMA GUERRA (IN)ESPERADA**

**FINANCIAL MARKETS IN TIMES OF WAR.  
THE FIRST 90 DAYS OF AN (UN)EXPECTED WAR**

**Miguel Coelho**

Professor Auxiliar da Universidade Lusíada de Lisboa

Orcid: 0000-0003-3832-5030

miguel.a.t.coelho@gmail.com

**José António Gonçalves**

Licenciado em Organização e Gestão de Empresas

DOI: <https://doi.org/10.34628/2wxj-dw28>

Data de submissão / Submission date: 05/07/2022

Data de aprovação / Acceptance date: 05/09/2022



**Resumo:** A (in)esperada guerra na Europa, com epicentro na Ucrânia, está a ter consequências geopolíticas e económicas complexas com duração e severidade ainda desconhecidas.

Com efeito, para além do drama humano que o povo ucraniano diariamente enfrenta, existem efeitos de segunda ordem que colocam em causa os equilíbrios económicos mundiais com impacto no bem-estar da população mundial, conforme aliás tão bem ilustra James Gleick (1987) quando refere os efeitos de um “o simples bater de asa ...”.

Neste contexto, pretende-se analisar o comportamento dos mercados financeiros e de *commodities* nos primeiros 90 dias de guerra, comparando esse comportamento com o observado em crises anteriores de natureza semelhante.

Os resultados obtidos permitem concluir que a invasão da Ucrânia produziu um impacto nos mercados análogo às guerras cuja probabilidade já se adivinhava.

A evolução nos primeiros 90 dias é relativamente transversal nos mercados sendo, no entanto, notório que o impacto é menos acentuado nos Estados Unidos do que na Europa. Já na dívida pública, pese embora o estádio diferente, à partida, do mercado de taxas de juro na Europa e nos Estados Unidos, registaram-se subidas da ordem dos 100 pontos base em ambos.

**Palavras-chave:** Guerra da Ucrânia; Mercados financeiros.

**JEL:** E6, G1, G14, H5, H56

**Abstract:** The (un)expected war in Europe, with its epicenter in Ukraine, is having complex geopolitical and economic consequences of unknown duration and severity.

Indeed, in addition to the human drama that the Ukrainian people face daily, there are second-order effects that jeopardize world economic balances with an impact on the well-being of the world population, as James Gleick (1987) so well illustrates when he refers the effects of a “simple flapping of a wing.....”.

In this context, we intend to analyze the behavior of financial and commodity markets in the first 90 days of war, comparing this behavior with that observed in previous crises of a similar nature.

The results obtained allow us to conclude that the invasion of Ukraine produced an impact on the markets like those in wars whose probability was already anticipated.

The evolution in the first 90 days is relatively transversal across the markets,

although it is clear that the impact is less pronounced in the United States than in Europe. As for public debt, despite the different stage of the interest rate market in Europe and the United States, there were increases of around 100 basis points in both.

**Keywords:** Ukraine war; Financial markets.

**JEL:** E6, G1, G14, H5, H56

## 1. Enquadramento

A (in)esperada guerra na Europa, com epicentro na Ucrânia, está a ter consequências geopolíticas e económicas complexas com duração e severidade ainda desconhecidas.

Com efeito, para além do drama humano que o povo ucraniano diariamente enfrenta, existem efeitos de segunda ordem que colocam em causa os equilíbrios económicos mundiais com impacto no bem-estar da população mundial, conforme aliás tão bem ilustra James Gleick (1987) quando refere os efeitos de um “o simples bater de asa .....”.

Neste contexto, pretende-se analisar o comportamento dos mercados financeiros e de *commodities* nos primeiros 90 dias de guerra, comparando esse comportamento com o observado em crises anteriores de natureza semelhante.

## 2. Revisão da Literatura

A análise do impacto de fatores disruptivos nos mercados de capitais e designadamente da guerra é um assunto amplamente abordado na literatura.

Com efeito, ainda no decurso da I Grande Guerra (1914-1918), Huebner (1916) afirmava que “*Business in the United States is (...) on a war basis (...) and the security market is simply reflecting that abnormal condition*”. O impacto era descrito como globalmente positivo para o mercado de ações norte americano, mais acentuado nos sectores mais ligados aos fornecimentos relacionados com o conflito.

Sobre o efeito da Segunda Guerra Mundial (1939-1945) destaca-se o contributo de Choudhry (2010) que analisou os impactos de momentos particulares do conflito, quer no movimento dos preços do Dow Jones, quer na volatilidade das rendibilidades, concluindo que os momentos catalogados pelos historiadores como importantes se traduziram em pontos de viragem (*turning points*) dos mercados.

Por outro lado, Hudson e Urquhart (2015) estudaram o tema mais específico do impacto da Segunda Guerra Mundial no mercado acionista britânico, tendo os autores identificado um “*negativity effect*”, ou seja, que os eventos positivos na guerra tinham efeitos menos acentuados do que os eventos negativos. Por seu lado, Le Bris (2009) analisou os efeitos da guerra no mercado francês (em três momentos: a guerra franco-prussiana, a Grande Guerra e a Segunda Guerra Mundial).

Frey e Kucher (1999) analisam o impacto da guerra nos mercados de dívida governamental europeia, especificamente da dívida alemã e austríaca durante a Segunda Grande Guerra (negociadas na Suíça). O estudo conclui que nem todos os momentos históricos têm a mesma magnitude de impacto nos mercados. Como exemplo a reação significativa dos mercados ao deflagrar da guerra e o não reflexo nos preços da capitulação alemã em 1945.

De igual forma, Frey e Waldenstrom (2004) analisam os impactos da guerra em dívida governamental, negociada na Europa durante a guerra (em Zurique e em Estocolmo, mercados onde se negociou ao longo de toda a guerra a dívida pública alemã e belga). Os autores concluíram que a) a reação dos mercados aos eventos mais importantes é idêntica em ambas as bolsas, não sendo todavia assim em relação a todos os eventos ocorridos no período (esta ineficiência dos mercados pode dever-se a divergência na informação disponível ou na respetiva interpretação) e b) o comportamento de ambas as dívidas foi em alguns casos divergente entre si (descidas de preços no deflagrar da guerra em ambas, mas à medida que o resultado final da guerra se ia antevendo, a dívida belga subiu e a alemã desceu).

Na literatura produzida encontram-se também abordagens para períodos de tempo mais longos (ao invés da focalização apenas num conflito). Brune et al (2014) estudaram os impactos no mercado acionista decorrentes dos conflitos militares pós Segunda Guerra Mundial, tendo concluído, no caso de conflitos cuja probabilidade de se transformarem numa guerra é estimada e crescente, que esse aumento de probabilidade tem um efeito negativo no mercado mas o início da guerra traduz-se numa subida do mercado. Ao invés, se o deflagrar da guerra não era antecipado, quando o mesmo ocorre, o mercado acionista cai.

Schneider e Troeger (2006), analisaram três conflitos ao longo da última década do século passado: a primeira guerra do Iraque, o conflito Israelo-Palestino e a guerra na ex-Jugoslávia, e os respetivos impactos no Dow Jones (Nova York), no FTSE (Londres) e no CAC (Paris). Os autores concluem que, apesar do impacto da guerra ser negativo nos mercados, registam-se ocasionalmente “*war rallies*” (subidas dos mercados), designadamente no caso de guerras cuja deflagração não constituiu uma surpresa e nos mercados cujas economias são apenas marginalmente afetadas pela guerra.

Em relação à guerra mais recente, a invasão da Ucrânia pela Federação Russa (24 de fevereiro de 2022), destaca-se o trabalho de Bounghou e Yatié (2022) que analisam o impacto da invasão da Ucrânia nos mercados acionistas, a partir dos índices de 94 países e para um período de dois meses (desde um mês antes da data da invasão até um mês depois daquela data). O estudo começa por identificar um impacto negativo significativo da invasão nos mercados acionistas mundiais. Por outro lado, verificaram que o impacto foi mais negativo nos países limítrofes e nos países que exigiram a retirada da Rússia.

Por outro lado, Federle et al (2022), concluíram que o deflagrar de uma guerra expõe os países limítrofes ao risco de uma escalada e que, portanto, o ris-

co sobe e os mercados acionistas reagem em baixa. Assim, identificam um “custo de proximidade”, ou seja, que os mercados dos países limítrofes apresentam reações mais negativas à invasão da Ucrânia do que os mais distantes. De acordo com os autores, nas primeiras quatro semanas após a invasão, os mercados acionistas dos países limítrofes caíram em média 20%, que compara com uma média de 6% nos países mais distantes. A análise dos dados leva os autores a sugerir que por cada 1.000 km de distância da Ucrânia, o impacto no mercado é de menos 1,1 pontos percentuais.

### 3. Guerra na Ucrânia

A deterioração do contexto económico, social e político, resultado dos efeitos conjugados de uma crise pandémica não ultrapassada e de uma guerra (in) esperada, associada à alteração da política monetária em curso nos principais bancos centrais mundiais, tiveram impacto visível nos mercados financeiros internacionais.

Ainda assim, importa referir que o referido impacto não teve um carácter homogêneo no período compreendido entre o final de 2021, dias de véspera da guerra na Ucrânia, e final de maio, altura em que se tornou visível para os agentes económicos a alteração da política monetária em curso.

#### 3.1. Os Dias de Véspera

No dia 9 de dezembro de 2021, qual “crónica de uma morte anunciada”, o presidente russo Vladimir Putin, ao falar publicamente de uma eventual discriminação contra falantes de russo fora da Rússia lançou o mote para aquilo que 77 dias depois concretizou: a invasão da Ucrânia.

À medida que as ameaças foram subindo de tom, com particular intensidade a partir do início de janeiro de 2022, foi possível observar movimentos nos mercados financeiros que antecipavam o desfecho fatídico.

Por um lado, os mercados acionistas, que vinham registando uma performance positiva entre o início de dezembro de 2021 e 13 de janeiro de 2022 registaram, a partir dessa data e até dia 23 de fevereiro (vésperas do início da guerra), quedas acentuadas.

Destacam-se em particular os comportamentos do índice americano S&P500 (-9,4%), índice europeu Eurostoxx50 (-7,0%) e índice japonês Nikkei 225 (-6,0%), registando-se, simultaneamente, um aumento significativo da volatilidade nos mercados acionistas (i.e., índice VIX a subir mais de 50% depois de ter caído cerca de 35% no período anterior).

Por outro lado, no mercado dos derivados sobre mercadorias, a trajetória de crescimento de preços tem origem mais remota.

A título de exemplo, deste início de dezembro de 2021 até 13 de janeiro de

2022 o preço do Brent e do gás natural subiram, respetivamente, 22,1% e 24,0%, mantendo essa trajetória no período entre 14 de janeiro e 23 de fevereiro de 2022, no qual registaram subidas de 11% e 14,1%, respetivamente.

Comportamento semelhante, observou-se ao nível dos cereais que, com exceção do trigo, vinham a registar subidas desde o início de dezembro de 2021 – Tabela 1.

**Tabela 1.** Evolução do Preço das Mercadorias, Índices Acionistas e outros Índices antes do Início da Guerra

	Índice/Mercadora	1Dez-13Jan	14Jan-23Fev
<b>Índices Acionistas</b>	S&P500	3,23%	-9,4%
	Eurostoxx50	3,27%	-7,0%
	Hang-Seng	3,26%	-3,0%
	Nikkei	1,98%	-6,0%
<b>Mercadorias</b>	Brent	22,12%	11,0%
	Gás	24,02%	14,1%
	Cobre	5,45%	2,0%
	Milho	2,88%	12,6%
	Soja	11,60%	18,5%
	Trigo	-5,93%	14,5%
<b>Outros Índices</b>	Índice VIX	-34,74%	50,1%
	Bitcoin	-24,90%	-12,5%
	Índice Crédito Morgan Stanley 5y	-9,40%	29,6%

Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

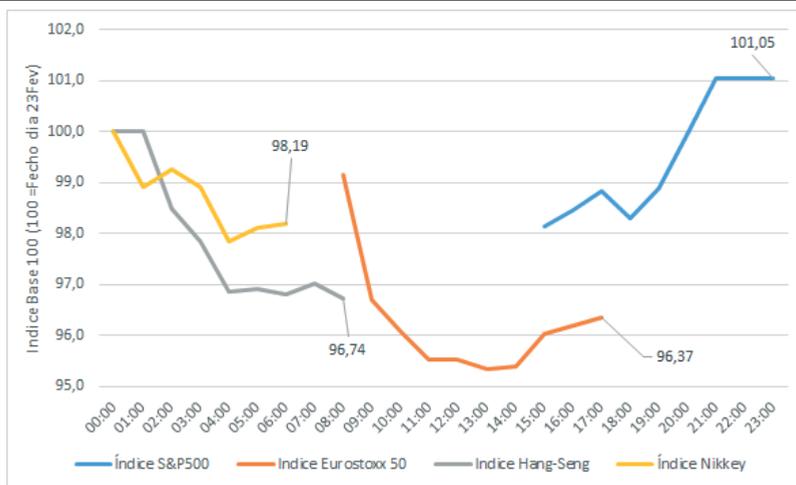
### 3.2. A Noite do Ataque

A guerra voltou a atingir a Europa, passava já das 03h30m de 24 de fevereiro (hora de Portugal continental), quando Vladimir Putin anunciou uma “operação militar especial”.

Quase à mesma hora, Putin ameaça o Ocidente, caso se decidissem pela interferência no conflito, enquanto Dmytro Kuleba, ministro dos Negócios Estrangeiros da Ucrânia, já escrevia, na rede social Twitter, que a Rússia tinha lançado “uma invasão em larga escala do “território ucraniano” e que “cidades pacíficas” do país estavam “sob ataque”.

Os mercados acionistas abertos àquela hora reagiram imediatamente, com o índice Nikkei 225 e o Hang Seng a caírem nessa madrugada 1,8% e 3,26%, respetivamente. Curiosamente, nesse mesmo dia os mercados europeus e americano (que abriram mais tarde) registaram comportamento paradoxal, com o Eurostoxx 50 a registar quedas superiores a 3,5% e o americano S&P500 a subir (!) mais de 1% - Figura 1.

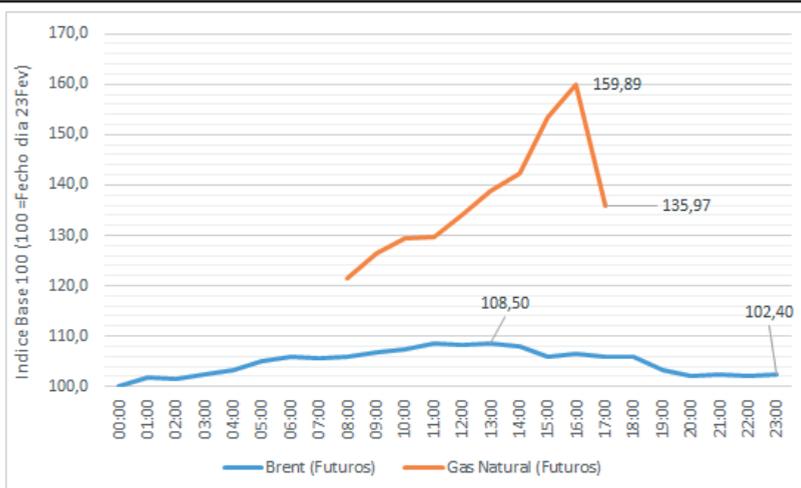
**Figura 1.** Evolução do Preço dos Índices Acionistas no dia do Início da Guerra (24 de fevereiro de 2022)



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

No que respeita ao preço das mercadorias, destaca-se o exponencial crescimento do preço do gás natural que entre as 8 horas e as 16 horas terá subido quase 60% - Figura 2.

**Figura 2.** Evolução do Preço do Gás e do Petróleo no dia do Início da Guerra (24 de fevereiro de 2022)



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

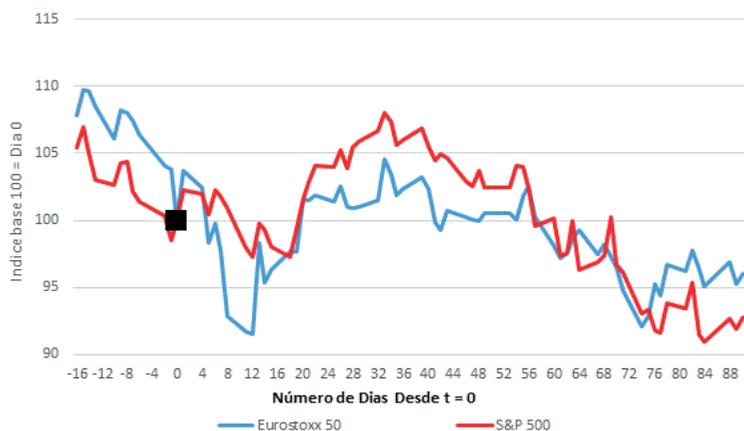
### 3.3. Os Primeiros 90 dias de Guerra

Os primeiros 90 dias de guerra foram caracterizados por comportamentos diversos ao nível dos mercados financeiros. Com efeito, depois de uma ligeira queda observada nos dias subsequentes ao início da guerra nos índices europeus, o mercado acionista volta a recuperar durante o mês de março, voltando a cair durante o mês de abril.

Durante o mês de maio observou-se um comportamento misto dos mercados acionistas, destacando-se, pela negativa, a queda de 2,4% no índice tecnológico Nasdaq e, pela positiva, a subida de 5,7% no índice português PSI20.

Após o período em análise, resultado das pressões inflacionistas e consequentes alterações de política monetárias, registou-se uma queda generalizada dos principais índices acionistas) – Figura 3 e Tabela 2.

**Figura 3.** Mercados Acionistas (S&P500 e Eurostoxx50)



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

**Tabela 2.** Evolução da Rendibilidade dos Principais Índices Acionistas Europeus e Norte-Americanos

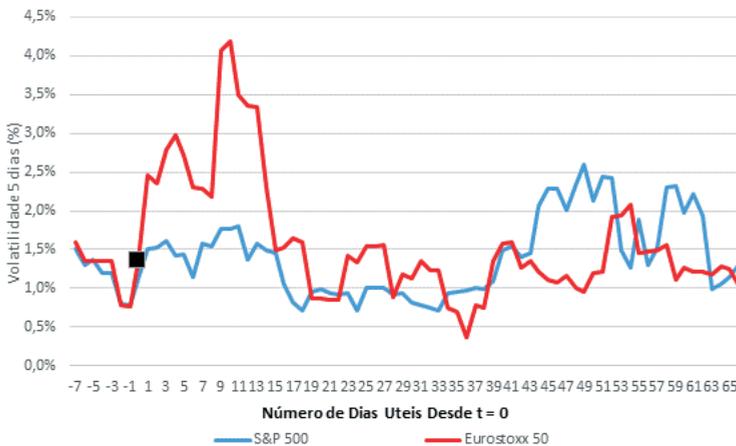
Período	S&P500	Dow Jones	Nasdaq	Stoxx 50	CAC 40	DAX	IBEX	FTSE Milão	PSI 20
23/2/2022	-10,9%	-8,6%	-15,8%	-7,4%	-5,3%	-7,6%	-3,1%	-5,0%	-2,5%
01/3/2022	1,9%	0,5%	3,9%	-5,1%	-5,5%	-4,8%	-2,9%	-5,9%	1,2%
31/3/2022	5,3%	4,2%	5,2%	3,7%	4,2%	3,7%	3,2%	2,7%	10,3%
29/4/2022	-8,4%	-4,8%	-12,4%	-2,5%	-1,9%	-2,2%	1,7%	-3,0%	-1,8%

Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Saliente-se que ao nível da volatilidade dos mercados (medida pelo desvio padrão das rendibilidades), registou-se um comportamento distinto entre o mercado norte-americano e o europeu.

Com efeito, a volatilidade no mercado europeu subiu de forma acentuada nos dias subsequentes ao início da guerra, ao contrário do que aconteceu no mercado acionista norte-americano, que manteve os níveis de volatilidade em valores próximos aos anteriores ao início do conflito – Figura 4.

**Figura 4.** Volatilidade dos Mercados Acionistas (S&P500 e Eurostoxx50)



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

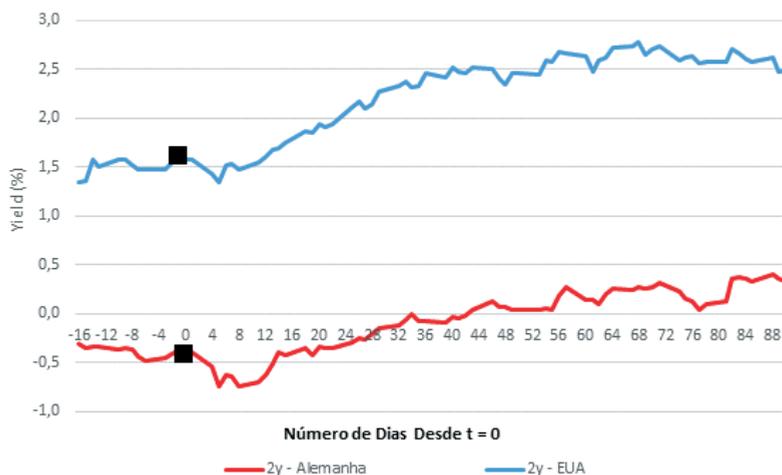
Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

No que se refere ao mercado obrigacionista, importa referir que os *yields* da dívida norte-americana e da dívida alemã apresentavam valores claramente distintos aquando do início da crise.

Com efeito, se no início da crise os *yields* da dívida alemã a 2 anos situavam-se em valores negativos, os *yields* da dívida americana situavam-se em valores próximos dos 1,5%.

Após o início da guerra, observou-se uma ligeira redução dos *yields* que rapidamente foi corrigida, tendo-se registado uma subida de *yields* próxima dos 100 pontos base no horizonte temporal de 90 dias – Figura 5.

**Figura 5. Mercados Obrigacionistas (2 anos)**

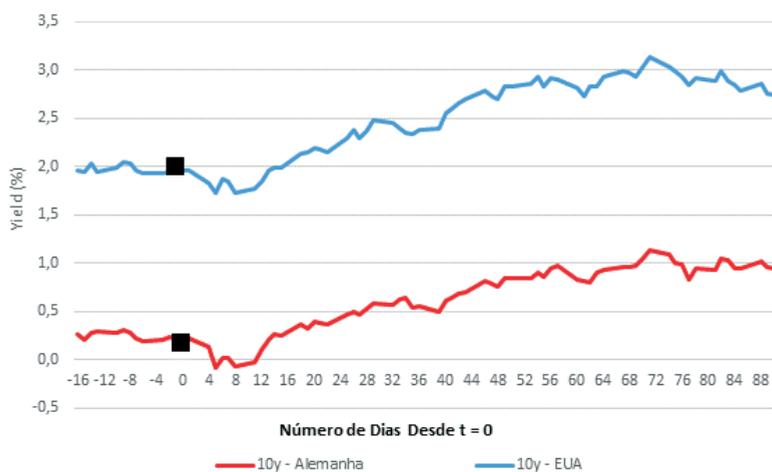


Fonte: Bloomberg

Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

Comportamento semelhante observou-se para a dívida com maturidade a 10 anos – Figura 6.

**Figura 6. Mercados Obrigacionistas (10 anos)**



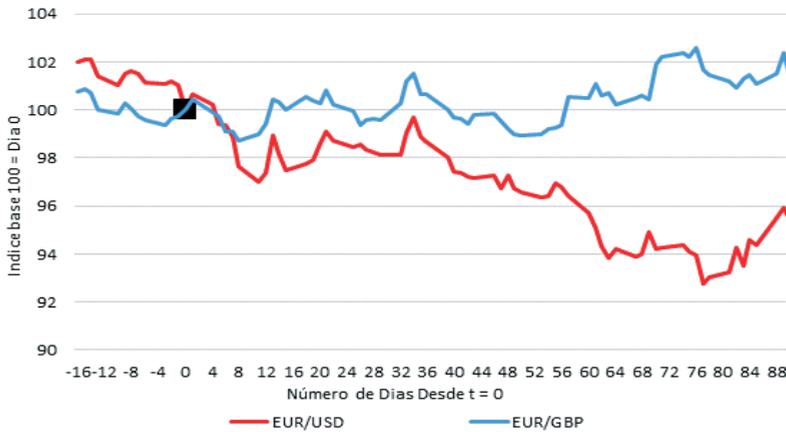
Fonte: Bloomberg

Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

No que respeita ao mercado cambial, importa salientar que o comportamento do euro face à libra foi distinto do observado face ao dólar norte-americano.

Com efeito, enquanto se registou uma ligeira apreciação do euro face à libra de cerca de 2%, a depreciação face ao dólar norte-americano atingiu os 4% no horizonte temporal considerado - Figura 7.

**Figura 7.** Taxa de Câmbio (EUR/USD e EUR/GBP)

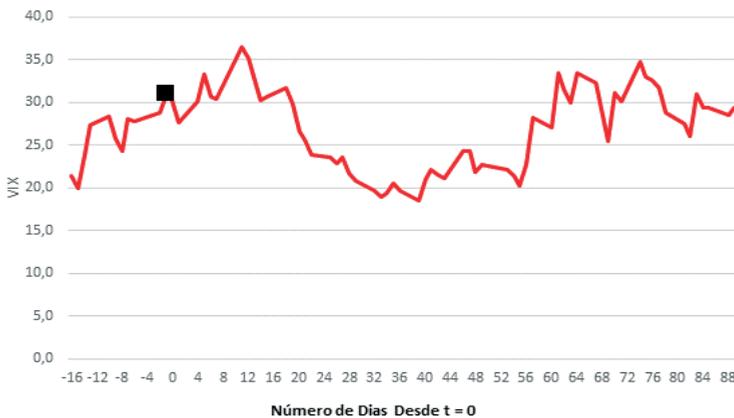


Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

No que respeita ao mercado da volatilidade, representado pelo índice VIX, destaca-se a ligeira subida após o início da invasão, voltando a níveis anteriores à crise ao fim de um mês de guerra, voltando a subir nos dois meses subsequentes - Figura 8.

**Figura 8.** VIX



Fonte: Bloomberg

Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

Por fim, e no que respeita ao mercado do petróleo (*i.e.*, preço do *Brent*), destaca-se a forte subida observada nos primeiros dias de guerra, com uma valorização superior a 30%, estabilizando em valores acima dos 10-15% no terceiro mês de guerra – Figura 9.

**Figura 9.** Petróleo (Brent)

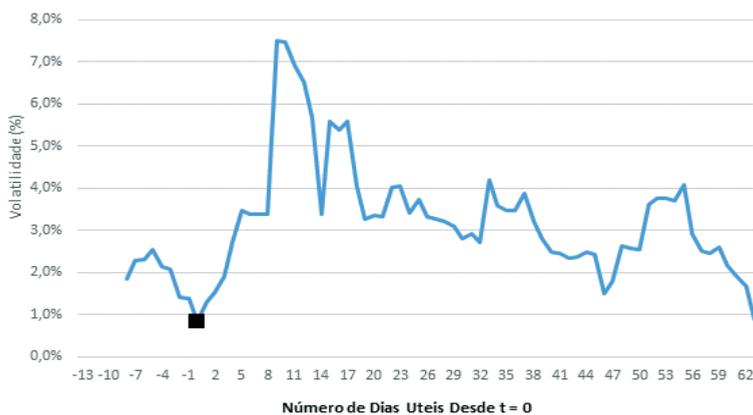


Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

De igual forma, a volatilidade registou forte aumento, voltando a estabilizar para níveis anteriores ao início da guerra apenas no final do mês de maio de 2022 – Figura 10.

**Figura 10.** Volatilidade do Mercado de Petróleo (Brent)



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Nota: O “momento zero” guerra da Ucrânia (t=0) corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2022.

#### 4. Impactos nos Mercados Financeiros: Análise Comparada

Para efeitos de comparação intertemporal de crises com a mesma origem/natureza, considerou-se dois eventos que marcaram a história do século XX: Ataque a Pearl Harbour (1941) e Primeira Guerra do Iraque (1990). Assim, considerou-se como “momento zero” dos diferentes eventos as seguintes datas:

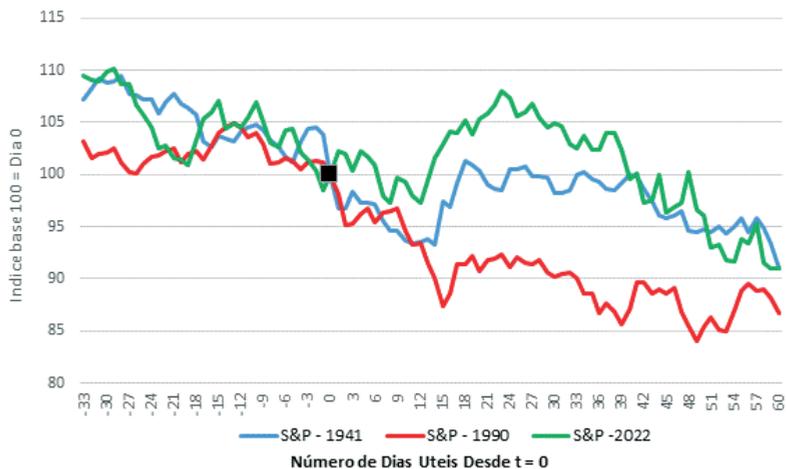
- Evento 1 - Ataque a Pearl Harbour: Segunda-Feira, dia 8 de dezembro de 1941, dia útil seguinte ao do ataque.
- Evento 2 - Primeira Guerra do Iraque: Dia 2 de agosto de 1990, data da invasão do Kuwait por parte do Iraque.
- Evento 3 - “Crise da Ucrânia” (2022-?): Dia 24 de fevereiro de 2022, data início da invasão russa à Ucrânia.

Tendo em consideração que os dados históricos disponíveis correspondem ao mercado acionista norte-americano, nomeadamente ao índice acionista Dow Jones e S&P500, optou-se pela utilização dos mesmos para efeitos de comparação histórica.

Os dados relativos à evolução dos referidos índices, permitem-nos retirar algumas conclusões:

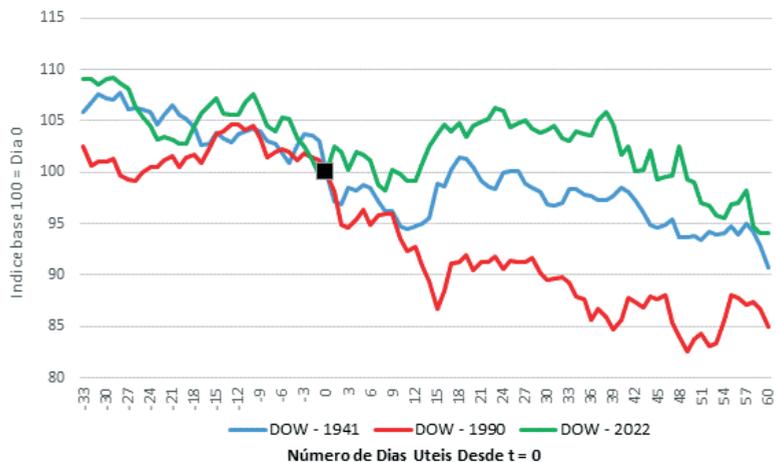
- A resposta imediata dos índices acionistas parece ter sido mais acentuada nos primeiros 10-15 dias úteis após o início do evento 2 do que no mesmo horizonte temporal após o início dos eventos 1 e 3 - Figuras 11 e 12 e Tabela 3.
- Na janela temporal correspondente ao período de quinze dias iniciado 10-15 dias úteis após os eventos, registaram-se recuperações nos mercados acionistas, ainda que mais acentuadas para os eventos 1 e 3 do que para o evento 2 - Figura 11 e 12 e Tabela 3.
- No horizonte temporal de 60 dias úteis após os eventos a queda acumulada no mercado acionista foi mais acentuada no evento 2 do que nos eventos 1 e 3 - Figura 11 e 12 e Tabela 3.
- Em todos os eventos a volatilidade do mercado acionista aumentou no período de 20 dias úteis após os eventos, tendo-se reduzido nos 20 dias úteis subsequentes. No período temporal de 20 dias úteis, iniciado 40 dias úteis após o evento, registou-se nova subida de volatilidade no caso do evento 2 e de forma ainda mais acentuada no evento 3 - Tabela 4.

**Figura 11.** Evolução do S&P 500 (1941, 1990 e 2022)



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

**Figura 12.** Evolução do Dow Jones (1941, 1990 e 2022)



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

**Tabela 3.** Evolução da Rendibilidade dos Principais Índices Acionistas Norte-Americanos (1941, 1990 e 2022)

Período	1941		1990		2022	
	S&P	DOW	S&P	DOW	S&P	DOW
[- 20 ; -1]	-2,71%	-2,47%	-0,04%	0,70%	-2,86%	-3,03%
[- 1 ; +20]	0,33%	0,52%	-9,32%	-9,47%	5,40%	4,47%
[- 1 ; +40]	0,00%	-1,53%	-12,93%	-14,39%	-0,39%	1,77%
[- 1 ; +60]	-9,03%	-9,26%	-13,31%	-14,96%	-9,03%	-5,91%

Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

**Tabela 4.** Evolução da Volatilidade dos Principais Índices Acionistas Norte-Americanos (1941, 1990 e 2022)

Período	1941		1990		2022	
	S&P	DOW	S&P	DOW	S&P	DOW
[- 20 ; -1]	0,78%	0,72%	0,69%	0,73%	1,23%	0,87%
[0 ; +20]	1,32%	1,13%	1,29%	1,36%	1,38%	1,17%
[+21 ; +40]	0,79%	0,68%	0,91%	0,91%	0,95%	0,75%
[+41 ; +60]	0,82%	0,71%	1,32%	1,36%	1,95%	1,57%

Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

## 5. Conclusões

Não há duas guerras iguais. A invasão da Ucrânia tem um conjunto de fatores distintivos, seja porque não havia um conflito na Europa, com potencial de se transformar num conflito regional (ou pior) desde 1945, seja porque a guerra vem deflagrar quando as economias ainda estavam (estão) a recuperar do impacto da pandemia e, em simultâneo, a lidar com o aumento da inflação e a consequente necessidade de implementação de políticas monetárias restritivas. O mercado abandonou os receios de deflação e passou a temer a estagflação.

Quer pelas pressões inflacionistas que se vinham sentido, quer pela escada de retórica da Federação Russa, os mercados acionistas já tinham registado quedas antes da guerra, a volatilidade tinha aumentado significativamente e os spreads de crédito tinham alargado. Ou seja, a guerra acabou por não ser de todo inesperada, uma vez que o mercado já tinha refletido o aumento da probabilidade de ocorrência.

Também os mercados de *commodities* e de energia tinham dado sinais semelhantes antes do início da guerra.

Neste sentido, a invasão da Ucrânia produziu um impacto nos mercados análogo às guerras cuja probabilidade já se adivinhava. Todavia o desempenho do mercado do gás no dia do início da guerra merece um destaque especial, com um aumento de 60% entre as 8 e as 16 horas do dia da invasão, refletindo a impor-

tância da dependência da Europa central dos fornecimentos oriundos da Rússia.

A evolução nos primeiros 90 dias é relativamente transversal nos mercados sendo, no entanto, notório que o impacto é menos acentuado nos Estados Unidos do que na Europa (em março o mercado americano subiu, ao invés dos mercados europeus) e, enquanto a volatilidade aumentou nos mercados europeus (comparativamente com o período antes da guerra), manteve-se praticamente inalterada no mercado americano.

Já na dívida pública, pese embora o estágio diferente, à partida, do mercado de taxas de juro na Europa e nos Estados Unidos, registaram-se subidas da ordem dos 100 pontos base em ambas.

A incerteza sobre o desfecho da guerra e o seu eventual “alastrar” provocou movimentos em ziguezague (descidas em março e maio, subida em abril), mas a sedimentação da ideia de que o desfecho não será rápido, associado ao movimento de subida das taxas de juro, parece estar a conduzir os mercados, principalmente acionistas, para uma correção significativa.

## Bibliografia

- Boungou, W. e Yatié, A. (2022), *The impact of the Ukraine-Russia war on world stock market returns*, Bordeaux Economics Working Papers.
- Brune, A, Thorsten, H. Rieger, M.O. e Wang, M (2014), *The war puzzle: contradictory effects of international conflicts on stock markets*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg (published online).
- Choudhry, T. (2010), *World War II events and the Dow Jones industrial index*, *Journal of Banking & Finance* 34.
- Federle, J., Muller, G., Meier, A. e Sehn, V. (2022), *Proximity to War: The stock market response to the Russian invasion of Ukraine*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper DP 17185.
- Frey, B. e Kucher, M. (1999), *Wars and Markets: How bond values reflect World War II*, CESifo Working Paper Series, no. 221.
- Frey, B. e Waldenstrom, D. (2004), *Markets work in war: World War II reflected in the Zurich and Stockholm bond markets*, *Financial History Review*.
- Gleick, J. (1987), *Caos - A Construção de uma Nova Ciência*, Coleção Ciência Aberta, Gradiva.
- Hudson, R. e Urquhart, A. (2015), *War and stock markets: The effect of World War Two on the British stock market*, vol. 40, issue C, *International Review of Financial Analysis*.
- Huebner, S. (1916), *The American Security Market during the War*, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 68.
- Le Bris, D. (2009), *The French Stock Market in War*, SSRN Electronic Journal.
- Schneider, G. e Troeger, V. (2006), *War and the World Economy - Stock Market reactions to International Conflicts*, *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 50, No. 5.