

26 de Setembro de 2016

José Miguel Cerdeira

Debate intenso, decisão cautelosa

De acordo com o revelado por Janet Yellen, a *Fed Funds* rate foi mantida no mesmo nível em Setembro. Se por um lado o colectivo de decisores do FOMC reconhecem o progresso da economia americana, nomeadamente na criação de emprego, havendo agora mais argumentos para um aumento da taxa de juro de referência, os mesmos decisores querem esperar por mais provas de um continuado progresso em direcção aos objectivos do mandato da Reserva Federal. Ao mesmo tempo, as projecções quanto ao crescimento e inflação sofreram nova revisão negativa.

A Reserva Federal tem um duplo mandato, de promover o máximo emprego, e de conter os preços num nível estável. Assim, correspondem às preocupações dos governadores estes dois tipos de factores. Na conferência de imprensa após o término da reunião da Reserva Federal foi possível entender, à luz destes critérios, **as razões para a actual política monetária, que se tem pautado por um certo grau de hesitação**, requerendo sinais mais assertivos para o que seria uma expectável normalização das taxas de juro.

Ao falar do crescimento económico americano, Janet Yellen, refere que estará a **haver uma aceleração depois de um crescimento modesto durante a primeira metade do ano**. A Presidente da Reserva Federal sublinhou o desempenho do consumo das famílias, suportado por aumentos no rendimento e na confiança dos consumidores, enquanto relevou também, como fragilidade, o investimento das empresas, em particular no sector energético, mas não exclusivo a este sector.

Em relação ao emprego, à primeira vista uma criação de emprego média de cerca de 180 mil postos de trabalho por mês desde o início do ano, bem acima dos 100 mil considerados como um indicativo do necessário para empregar os novos ingressos no mercado de trabalho, seria suficiente para justificar um novo aumento na taxa de referência. Porém, Yellen justifica o pensamento da Reserva Federal desta maneira: **enquanto se verifica esta melhoria, no mesmo período, a taxa de desemprego manteve-se em 4.9%, o mesmo nível que em Janeiro**. E se isto indica que estão ao mesmo tempo a ser criados empregos e a trazer mais pessoas da inactividade para a força de trabalho, o que é uma boa notícia, o que essa notícia positiva mostra, é que **existe ainda folga no mercado de trabalho, e por sua vez, na economia**. Se tanta criação de emprego não fez baixar a taxa de desemprego, e ao mesmo tempo a criação de emprego não abranda demasiado, **há margem para que haja mais emprego criado sem um sobreaquecimento da economia. Portanto, não há ainda necessidade de aumentar a taxa de juro**.

É igualmente mostra desta falta de sobreaquecimento o comportamento da inflação: olhando para o índice PCE (medida preferida da Reserva Federal no que se trata de inflação), esta esteve ainda abaixo dos 1% em Julho. Mesmo utilizando a medida *core*, que exclui os preços mais voláteis da energia e alimentação, esta não ultrapassou ainda os 1.6%. **Ou seja, mesmo com o crescimento existente, a economia não está a sobreaquecer, também em termos de preços**.

Além desta visão sobre o presente cenário económico, há ainda duas conclusões importantes que se podem tirar das declarações de Janet Yellen, e ambas reforçam a **perspectiva gradualista** para o processo de normalização de taxas. A primeira é que a *Fed* considera adequada a sua estratégia de ser bastante cautelosa a subir taxas exactamente porque se encontra perto de zero – a explicação é de que, neste nível, a potencial consequência negativa de demorar a subir taxas (inflação demasiado alta) terá uma resposta mais fácil do que a potencial consequência negativa de subir demasiado rápido

(quebra económica e mais desemprego), porque a munição para uma política mais expansionista é mais limitada. Ou seja, **a Reserva Federal não considera demasiado problemática uma aceleração rápida da inflação**, pelo menos em comparação com uma potencial quebra na recuperação económica. A segunda é de que, nas actuais condições económicas, a *neutral nominal federal funds rate* (o nível de taxa que não seria nem expansionista nem contraccionista) é relativamente baixa. O que isto significa na prática é que, sendo que o nível “de equilíbrio” da taxa é mais baixo do que o normal, considera-se que **a política aplicada de momento não é tão expansionista como se poderia pensar**. A consequência é que bastará então, à *Fed*, um percurso mais curto para atingir o nível de taxas adequado para prevenir o sobreaquecimento da economia.

Finalmente, durante a reunião foram feitas novas projecções pelos governadores das várias Reservas Federais, que esperam agora **um crescimento de 1.8% da economia americana este ano, abaixo dos 2.0% previstos em Junho (a OCDE prevê 1.4%)**. Para 2017 e 2018 as previsões mantêm-se, com a expectativa de crescimento de 2.0% em cada um destes anos. A inflação para este ano foi revista também em baixa, por uma décima para 1.3%, com 1.9% e 2.0% a serem esperados, respectivamente, para 2017 e 2018.

Análise Técnica

Principais factores de mercado

O índice PMI da Markit, que mede a evolução da actividade económica da Zona Euro, atingiu em Setembro o valor mais baixo em 20 meses, sinalizando uma situação de enfraquecimento da região. O indicador PMI composto recuou de 52.9 pontos em Agosto para 52.6 em Setembro. Leituras acima de 50 indicam expansão da actividade económica, sendo que quando o índice recua significa que a actividade está a crescer a um ritmo mais baixo. De acordo com a Markit, a maior responsável para esta evolução é a performance do sector dos serviços, enquanto o sector industrial deu sinais de melhoria. De facto, o índice PMI dos serviços na Zona Euro recuou de 52.8 para 52.1, no período em análise. Já o índice PMI da manufatura subiu de 51.7 para 52.6.

O abrandamento do índice geral ficou a dever-se ao comportamento da Alemanha, onde o índice PMI composto desceu de 53.3 para 52.7 (representa um mínimo de 16 meses) e, enquanto os serviços viram o índice recuar de 51.7 para 50.6, a manufatura subiu de 53.6 para 54.3. Em França o índice PMI composto subiu de 51.9 para 53.3. As estimativas da Markit apontam para que o PIB da Zona Euro tenha registado um crescimento próximo de 0.3% no terceiro trimestre, em linha com o verificado nos três meses anteriores. Na apresentação destes valores, o economista da Markit confirmou que a recuperação da economia ainda é frágil, não estando a conseguir ganhar tracção.

	Fecho 23-set	Suportes	Resistências	Tendência	Comentário técnico
EUR/USD	1,1221	1,1181 1,1119	1,1257 1,1283	◀ ▶	Mantém-se uma certa indefinição na tendência de curto prazo, embora exista a habitual volatilidade.
USD/JPY	100,99	99,91 99,53	102,78 103,34	◀ ▶	Aparentemente, a aproximação aos níveis mínimos parou. A que não é alheio o receio de intervenções do Banco do Japão.
FUTURO EUR 3M	100,315	100,310 100,300	100,330 100,345	▼	Embora a evolução seja muito lateral, regista-se uma ligeira aproximação aos valores mínimos verificados nas últimas semanas.
FUTURO BUND 10Y	165,08	164,37 164,32	165,33 165,67	◀ ▶	Nova aproximação aos valores máximos. Contudo, prevê-se que o "tecto" funcione e o mercado estabilize.
DJI (*)	18.346,57	18.294 18.255	18.450 18.552	▲	Não obstante a volatilidade (tomada de proveitos). A tendência é <i>bullish</i> .
NASDAQ (*)	4.875,36	4.854 4.844	4.895	▲	Não obstante a volatilidade (tomada de proveitos). A tendência é <i>bullish</i> .
EUROSTOXX 50	3.030,50	2.999 2.981	3.063 3.102	▲	Não obstante a volatilidade (tomada de proveitos). A tendência é <i>bullish</i> .
IBEX 35	8.820,70	8.748 8.686	8.894 8.966	▲	Não obstante a volatilidade (tomada de proveitos). A tendência é <i>bullish</i> .
PSI 20	4.571,73	4.539 4.508	4.626 4.637	▲	Não obstante a volatilidade (tomada de proveitos). A tendência é <i>bullish</i> .

(*) Abertura

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

Quadro de política monetária

	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	3ºT 16	4ºT 16	1ºT 17	2ºT 17
BCE	0.00%	10 Mar 16 (-5 bp)	20-Out	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Fed	0.375%	16 Dez 15 (+25/+25 bp)	02-Nov	0.375%	0.375%	0.625%	0.875%	0.875%
BoJ*	-	19 Dez 08 (-20 bp)	01-Nov	-	-	-	-	-
BoE	0.25%	4 Ago 16 (-25 bp)	03-Nov	0.25%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%
BNS**	-0.750%	15 Jan 15 (-50 bp)	15-Dez	-0.750%	-	-	-	-

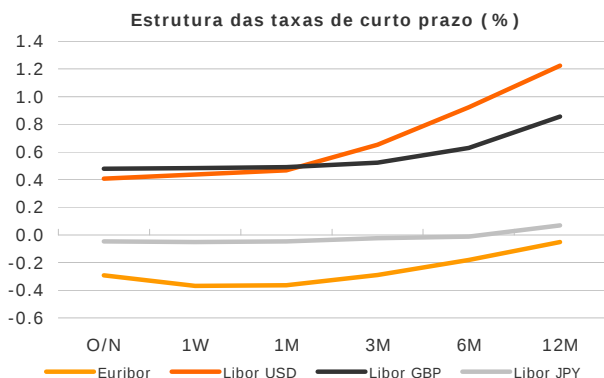
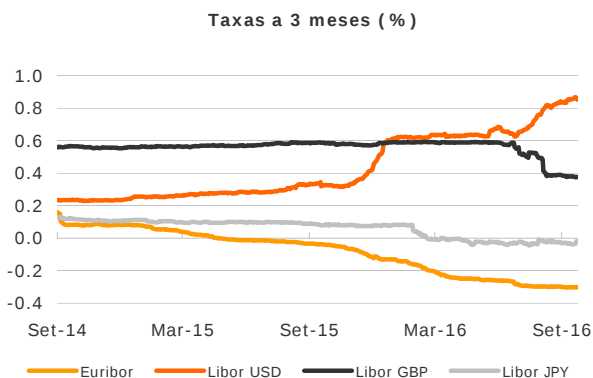
* A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

** O nível actual e as previsões BPI referem-se ao valor médio do objectivo do SNB para a Libor 3 meses do CHF.

Taxas de curto-prazo

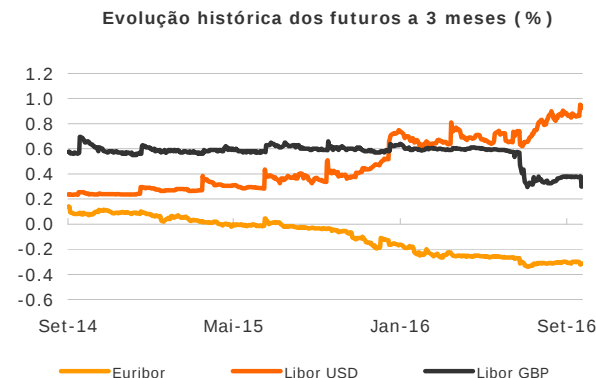
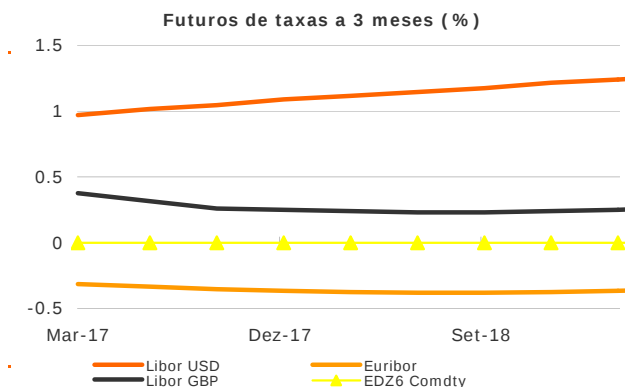
	3 meses			6 meses			12 meses		
	Euro	USD	GBP	Euro	USD	GBP	Euro	USD	GBP
23-Set-16	-0.28%	0.65%	0.23%	-0.20%	0.93%	0.19%	-0.08%	1.38%	0.15%
<i>Variação (em pb)</i>									
-1 semana	3.00	-3.59	0.17	2.00	0.00	0.36	-0.50	-	-0.53
-1 ano	-23.00	20.15	-27.79	-22.00	65.00	-31.45	-18.00	-	-39.88
<i>Previsões**:</i>									
1 mês	-0.32%	0.88%	0.40%	-0.22%	0.98%	0.50%	-0.05%	1.18%	0.80%
6 meses	-0.36%	1.00%	0.25%	-0.26%	1.10%	0.35%	-0.09%	1.30%	0.65%
12 meses	-0.38%	1.25%	0.25%	-0.28%	1.35%	0.35%	-0.09%	1.55%	0.65%

* As taxas publicadas neste quadro são taxas multicontribuídas; ** As previsões são para as taxas Euribor e Libor produzidas pelo BPI.



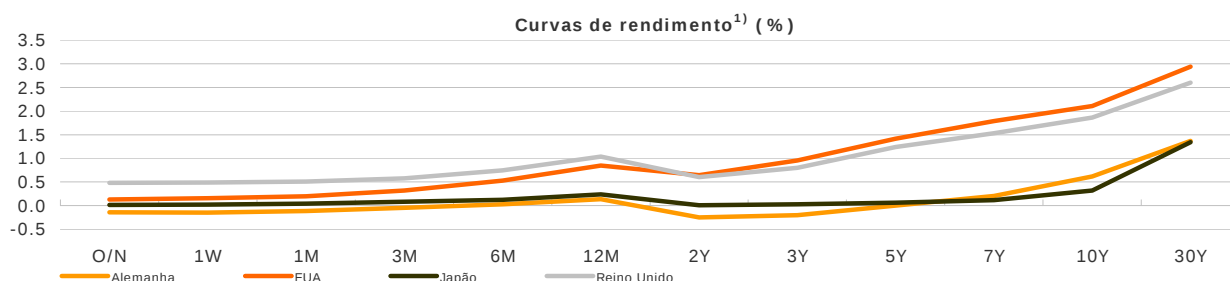
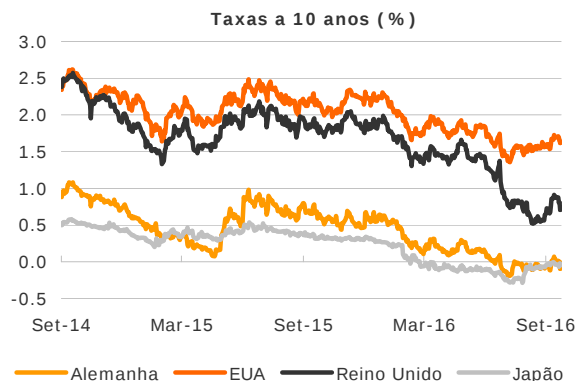
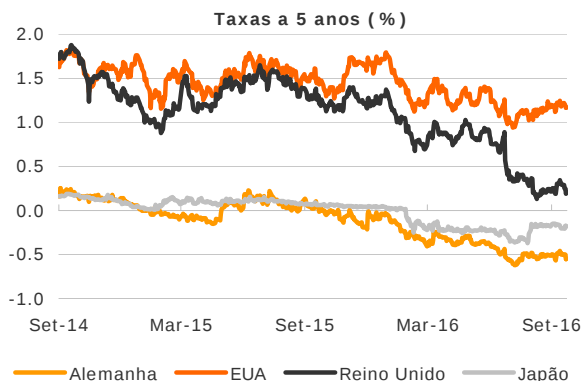
Nota: a Libor do JPY no prazo overnight, devido à ausência de informação, refere-se ao prazo spot next (contratos com entrega no dia seguinte)

Futuros



Dívida Pública

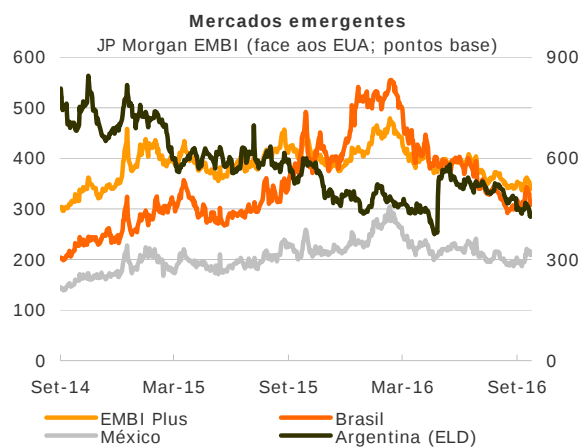
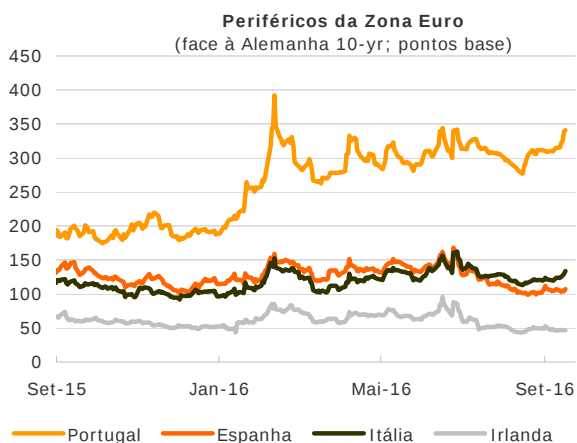
Taxas de juro: economias avançadas



¹⁾ Com base em *yields* de obrigações do Tesouro e taxas EURIBOR/LIBOR até um ano.

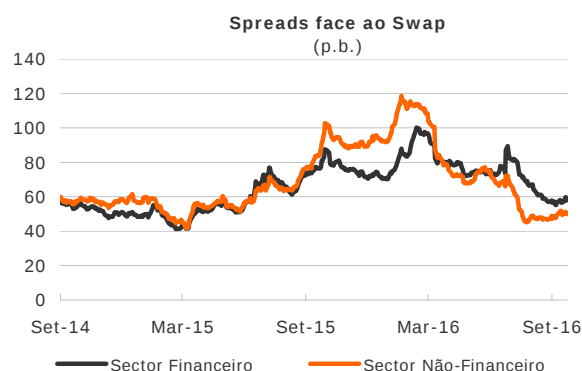
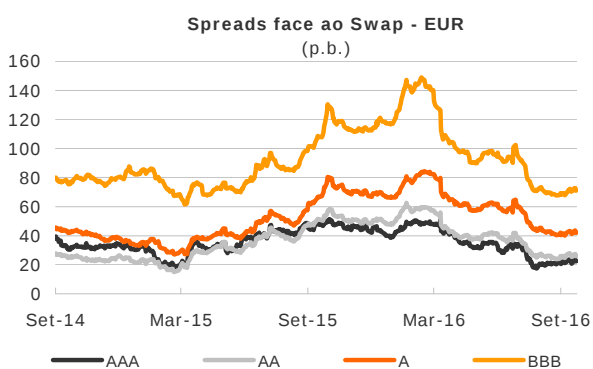
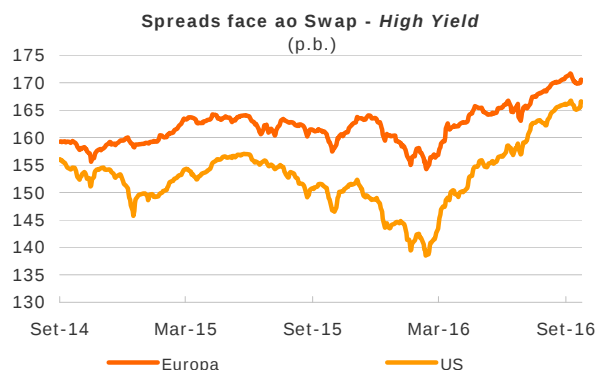
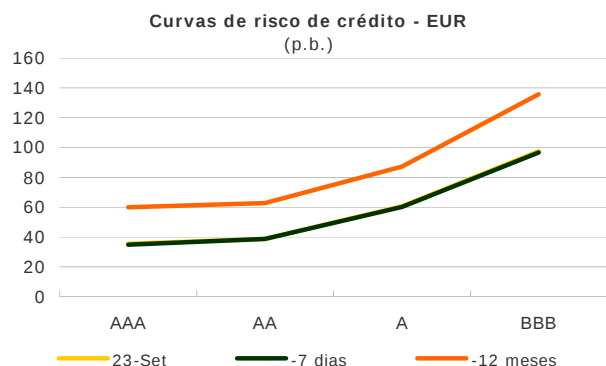
	Alemanha		EUA		Reino Unido		Portugal	
	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)
2 anos	-0.67%	-3.7	0.77%	2.9	0.10%	-2.2	0.45%	-5.7
5 anos	-0.55%	-2.4	1.17%	3.4	0.21%	1.2	2.06%	20.6
10 anos	-0.08%	1.8	1.63%	8.0	0.73%	18.5	3.38%	36.6
30 anos	0.49%	8.3	2.35%	12.1	1.44%	17.7	4.24%	40.2

Spreads



Dívida Corporate

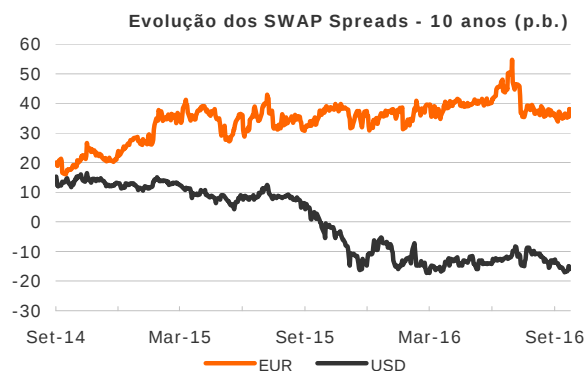
Spreads de dívida corporate face ao swap



	23-Set	Variação (b.p.)					Últimos 2 anos		
		-7 dias	-1 mês	-3 meses	YTD	-12 meses	Máximo	Médio	Mínimo
AAA	35.5	0.8	1.3	-9.9	-16.7	-24.4	51.4	36.0	17.4
AA	38.6	0	1.6	-11.4	-21.7	-24.1	62.5	36.6	14.9
A	60.5	0.4	0.9	-15.1	-24.1	-26.8	84.5	52.7	27
BBB	97.5	0.8	2.7	-20.7	-45.9	-38.3	149	92.8	61.5
Financieiras	78.2	1.5	-0.5	-17.3	-12.1	-18.4	100.2	66.0	41.2
Indústria	73.1	-0.3	2.7	-17.1	-45.4	-37.5	118.7	69.5	41.7
Total	74.3	0.5	1.6	-17.3	-31.0	-29.6	108.8	68.1	41.6

Swap spreads

	USD	EUR
23-Set	-12.5	40.6
Variação (em p.b.)		
-1 semana	1.0	0.1
YTD	-7.0	-0.7
-12 meses	-15.5	-0.9
Máx. últimos 12 meses	16.5	54.7
Min. últimos 12 meses	-17.3	16.0



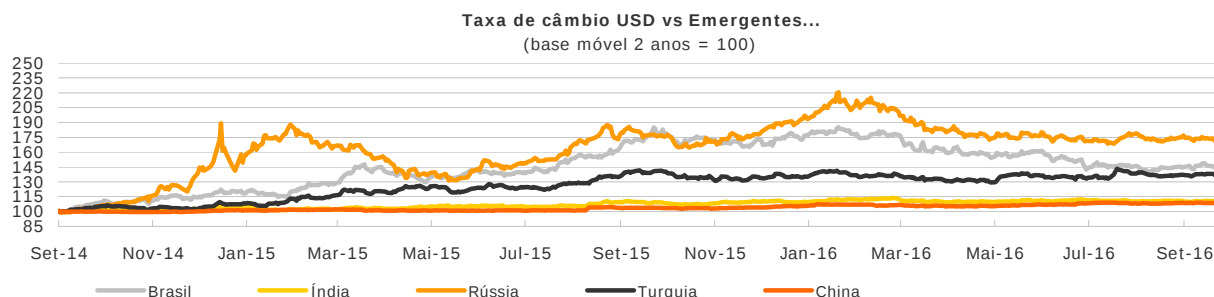
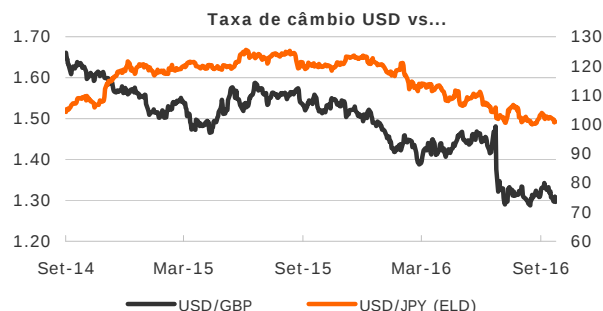
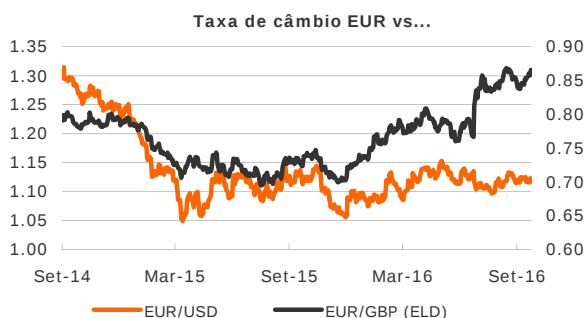
Mercado Cambial

Taxas de câmbio

			Variação (%)					Últimos 12 meses	
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...	USD	E.U.A.	1.1223	0.54%	-0.84%	3.29%	0.44%	1.16	1.05
	GBP	R.U.	0.866	0.90%	1.05%	17.45%	17.97%	0.87	0.70
	CHF	Suiça	1.09	-0.34%	0.04%	0.28%	-0.29%	1.12	1.06
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.30	-0.84%	-1.69%	-12.01%	-15.06%	1.55	1.28
	JPY	Japão	101.00	-1.29%	0.78%	-15.97%	-15.97%	123.77	98.92
Emergentes									
	CNY	China	6.67	-0.07%	0.36%	2.81%	4.47%	6.73	6.31
	BRL	Brasil	3.23	-1.74%	0.20%	-18.49%	-21.96%	4.17	3.07

Taxas de câmbio efectivas nominais

			Variação (%)					Últimos 12 meses	
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR			98.4	-0.14%	-0.40%	2.67%	1.35%	99.33	93.36
USD			122.6	0.97%	2.42%	-0.29%	2.52%	126.24	117.97

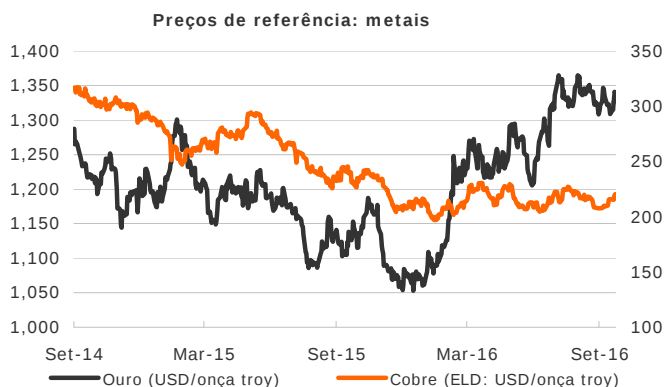
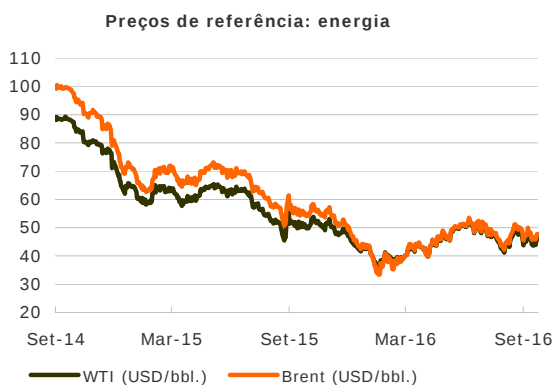


Taxas de câmbio forward

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.122	0.866	7.455	9.100	1.089	101.000	0.971	1.297
Tx. forward 1M	1.124	0.866	7.454	9.111	1.089	100.847	0.969	1.297
Tx. forward 3M	1.127	0.867	7.453	9.133	1.088	100.626	0.966	1.299
Tx. forward 12M	1.141	0.873	7.447	9.239	1.084	99.300	0.949	1.307
Tx. forward 5Y	1.237	0.909	-	9.892	1.060	91.030	0.857	-

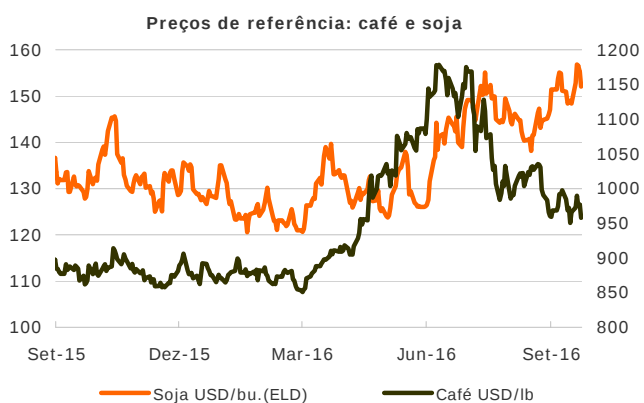
Commodities

Energia & metais



	23-Set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	46.2	5.9%	-5.3%	6.5%	53.4	55.1	56.7
Brent (USD/bbl.)	47.7	4.2%	-5.2%	10.2%	58.6	61.2	62.8
Gás natural (USD/MMBtu)	2.96	0.5%	6.0%	33.4%	2.8	2.9	3.0
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	1,339.8	2.4%	-0.1%	18.3%	1158.8	1152.1	1161.9
Prata (USD/ onça troy)	19.8	5.3%	4.4%	33.7%	15.9	16.0	16.3
Cobre (USD/MT)	220.4	2.0%	3.7%	-2.1%	238.9	235.9	236.3

Agricultura

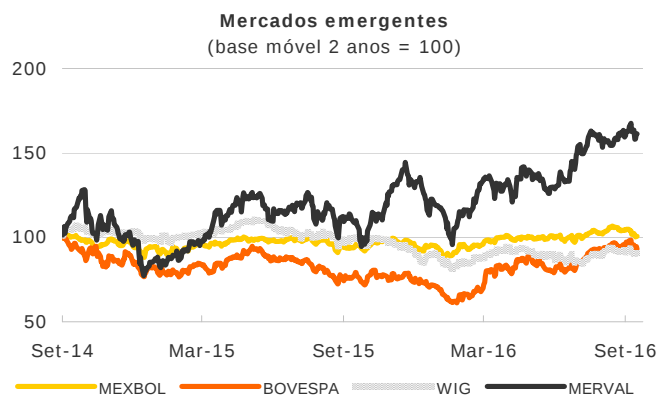
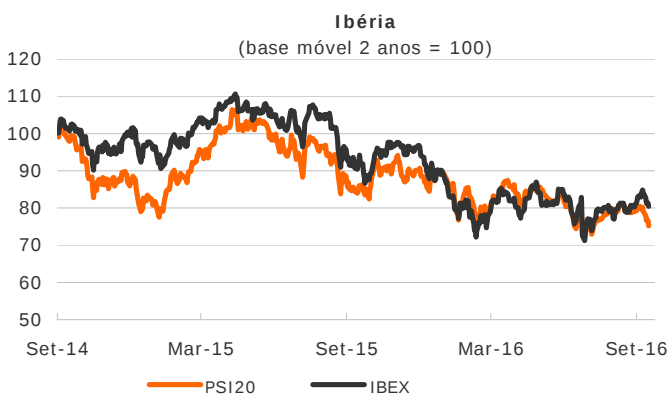
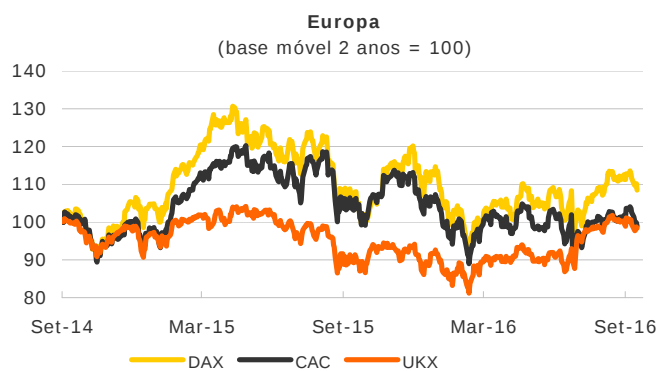
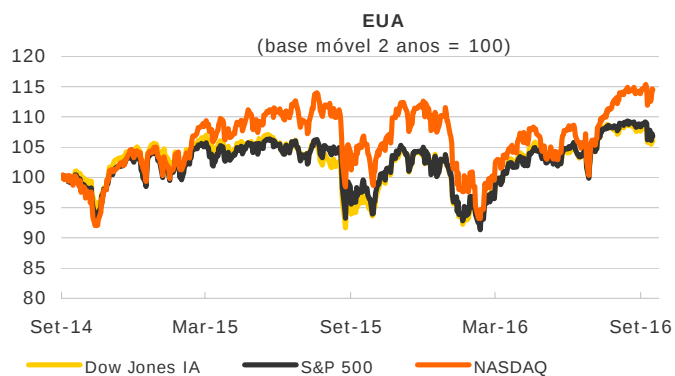


	23-Set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	367.5	-	-0.4%	-13.0%	-	429.5	433.5
Trigo (USD/bu.)	513.5	0.3%	-5.4%	-18.3%	-	542.8	556.0
Soja (USD/bu.)	875.3	-0.9%	-7.4%	5.8%	893.8	908.0	911.0
Café (USD/lb.)	133.5	2.5%	3.3%	11.5%	-	150.2	155.2
Açúcar (USD/lb.)	14.4	0.4%	6.7%	32.6%	-	13.9	14.3
Algodão (USD/lb.)	61.2	4.7%	2.9%	22.2%	62.1	61.8	61.8

Mercado de Acções

Principais índices bolsistas

País	Índice	Valor Actual	Máximo 12 meses		Mínimo 12 meses		Variação		
			Data	Nível	Data	Nível	Semanal	Homóloga	YTD
Europa									
Alemanha	DAX	10,618	30-Nov	11,431	11-Fev	8,699	3.3%	10.5%	-1.2%
França	CAC 40	4,485	6-Nov	5,012	11-Fev	3,892	3.5%	1.2%	-3.3%
Portugal	PSI 20	4,571	4-Nov	5,625	24-Jun	4,175	2.2%	-9.1%	-14.0%
Espanha	IBEX 35	8,818	4-Nov	10,632	27-Jun	7,580	2.1%	-6.9%	-7.6%
R. Unido	FTSE 100	6,906	15-Ago	6,955	11-Fev	5,500	2.9%	14.5%	10.6%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	3,030	30-Nov	3,524	11-Fev	2,673	3.2%	-1.6%	-7.3%
EUA									
	S&P 500	2,172	15-Ago	2,194	11-Fev	1,810	1.5%	12.0%	6.3%
	Nasdaq Comp.	5,324	22-Set	5,343	11-Fev	4,210	1.5%	12.0%	6.3%
	Dow Jones	18,335	15-Ago	18,668	20-Jan	15,451	1.2%	12.6%	5.2%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	16,754	1-Dez	20,012	24-Jun	14,864	0.8%	-7.3%	-12.0%
Singapura	Straits Times	2,054	7-Set	2,074	12-Fev	1,818	2.7%	5.6%	4.7%
Hong-Kong	Hang Seng	23,686	9-Set	24,364	12-Fev	18,279	1.5%	11.2%	8.1%
Emergentes									
México	Mexbol	47,770	15-Ago	48,956	20-Jan	39,924	4.0%	11.0%	11.2%
Argentina	Merval	16,433	23-Set	16,643	24-Set	8,660	3.8%	72.6%	40.8%
Brasil	Bovespa	58,975	8-Set	60,310	20-Jan	37,046	3.3%	30.1%	36.0%
Rússia	RTSC Index	990	8-Set	1,017	21-Jan	607	2.9%	26.5%	30.7%
Turquia	SE100	79,756	20-Abr	86,931	21-Jan	68,230	4.9%	6.9%	11.2%



Calendário de Indicadores Económicos

Data	Hora	Código país/ região	Indicador	Período	Consensus (Bloomberg)	Anterior
26-Set	9:00	DE	Ind. IFO conf. empresarial (índice)	Set	106.3	106.2
	15:00	US	Vendas de novas habitações (m/m %)	Ago	-8.3	12.4
27-Set	7:00	DE	Índice de preços das importações (y/y %)	Ago	-2.5	-3.8
	9:00	EU	Agregado monetário M3 (y/y %)	Ago	4.9	4.8
	14:00	US	Índice de preços hab. Case-Shiller (m/m %)	Jul	0.0	-0.1
	14:45	US	PMI serviços (índice)	Set P	51.2	51.0
	14:45	US	PMI composto (índice)	Set P	-	51.5
	15:00	US	Ind. Conf. consumidor - Conference Board	Set	98.8	101.1
	-	ES	Saldo orçamental (var mensal EUR mil milhões)	Ago	-	-29.8
28-Set	7:00	DE	Indicador conf. do consumidor - Gfk (índice)	Out	10.1	10.2
	13:30	US	Enc. bens capital, excl. def. e aviação (m/m %)	Ago P	-0.1	1.5
29-Set	8:00	ES	IPC (y/y %)	Set P	0.1	-0.1
	8:55	DE	Variação do desemprego (m/m milhares)	Set	-5.0	-7.0
	8:55	DE	Taxa de desemprego (%)	Set	6.1	6.1
	9:30	PT	Indicador de clima económico (índice)	Set	-	1.4
	10:00	EU	Ind. de sentimento económico (índice)	Set	103.5	103.5
	10:00	EU	Indicador de clima empresarial (índice)	Set	0.1	0.0
	10:00	EU	Ind. Conf. no sector da indústria transf. (índice)	Set	-4.2	-4.4
	10:00	EU	Ind. de confiança no sector dos serviços	Set	10.0	10.0
	10:00	EU	Ind. de confiança do consumidor (índice)	Set F	-8.2	-8.2
	13:00	DE	IPC (y/y %)	Set P	0.6	0.4
	13:30	US	Stocks nos grossistas (m/m %)	Ago P	0.0	0.0
	13:30	US	PIB (q/q anualizado %)	2T	1.3	1.1
	13:30	US	Consumo privado (q/q %)	2T	4.5	4.4
	13:30	US	Ped. iniciais subs. Desemp. (var.sem., mil.)	24 Set	260.0	252.0
	13:30	US	Ped. contin. subs. Desemp. (var. sem., mil.)	17 Set	-	2113.0
30-Set	0:30	JP	Taxa de desemprego (%)	Ago	3.0	3.0
	0:30	JP	IPC (y/y %)	Ago	-0.5	-0.4
	2:45	CN	PMI ind. transformadora - HSBC (índice)	Set	50.1	50.0
	7:00	DE	Vendas a retalho (m/m %)	Ago	-0.2	0.6
	7:45	FR	IPC (y/y %)	Set P	0.4	0.2
	9:00	ES	Balança corrente (EUR mil milhões)	Jul	-	2.0
	9:30	GB	PIB (y/y %)	2T F	2.2	2.2
	10:00	EU	Taxa de desemprego (%)	Ago	10.0	10.1
	10:00	EU	IPC estimativa (y/y %)	Set	0.4	0.2
	10:00	EU	IPC core (y/y %)	Set A	0.9	0.8
	11:00	PT	Vendas a retalho (y/y %)	Ago	-	4.6
	11:00	PT	Produção industrial (y/y %)	Ago	-	-1.6
	13:30	US	Rendimento particulares (m/m %)	Ago	0.2	0.4
	13:30	US	Despesa privada (m/m %)	Ago	0.1	0.3
	15:00	US	Ind. Conf. consumidor - Univ. Michigan (índice)	Set F	90.0	89.8

Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Por opção própria, os autores não escrevem segundo o novo Acordo Ortográfico. Os números são apresentados na versão anglo-saxónica, ou seja, utilizando a vírgula como separador de milhares e o ponto como separador decimal e utilizando a designação de "milhar de milhão" para 10^9 .

BANCO BPI S.A.

Rua Tenente Valadim, 284 4100 - 476 PORTO
Telef.: (+351) 22 207 50 00; Telefax: (+351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º 1269-067 LISBOA
Telef.: (+351) 21 724 17 00; Telefax: (+351) 21 353 56 94
