

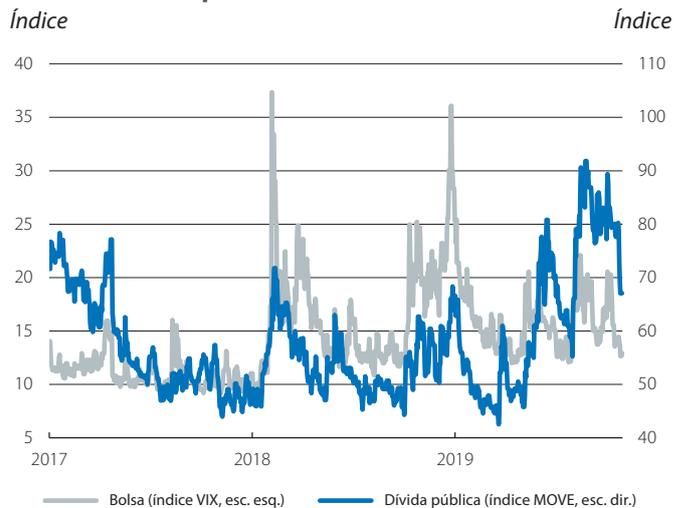
Pausa nos mercados financeiros

Recuperação do apetite pelo risco. Após um verão turbulento, desde setembro que os estímulos monetários adotados pela Fed e pelo BCE serviram como ponto de partida para uma melhoria progressiva do sentimento dos investidores. Além disso, em outubro a tendência dos mercados financeiros continuou a recuperar de forma gradual, com os investidores a avaliar positivamente a abordagem comercial entre os EUA e a China e os avanços no *Brexit* (consultar a secção de Economia Internacional). No entanto, em torno desta tendência de melhoria, a volatilidade de todos os ativos financeiros (e especialmente os da dívida pública) permaneceu relativamente elevada devido à ausência de soluções firmes nos dois conflitos. Assim, nalguns mercados sensíveis às declarações e às mensagens políticas dos bancos centrais, em outubro as principais bolsas mundiais fecharam em terreno positivo e recuperaram parte das perdas sofridas durante o verão, as taxas de juro soberanas dos dois lados do Atlântico recuperaram com força e os preços das matérias-primas aumentaram.

As bolsas sobem de forma generalizada. Além da recuperação do sentimento, outubro ofereceu aos mercados de rendimento variável outro argumento para apoiar a melhoria das expectativas: o início da época de divulgação dos resultados das empresas no 3T 2019. A maior parte dos lucros apresentados até à data de fecho desta *Informação Mensal* superaram largamente as previsões dos analistas, especialmente nos EUA (embora convém lembrar que, desde o início do ano, os analistas diminuíram de forma generalizada as suas previsões devido ao agravamento das perspetivas de crescimento económico). Assim, os índices bolsistas das economias desenvolvidas registaram ganhos no conjunto do mês (S&P 500 +2,0% e EuroStoxx 50 +1,0%). Em termos setoriais, a recuperação do sentimento dos investidores refletiu-se na revalorização das empresas financeiras (favorecidas pelo aumento das taxas de juro soberanas) e das cíclicas (aquelas cujos lucros são mais sensíveis ao ciclo económico). Por outro lado, os índices bolsistas das economias emergentes também experimentaram aumentos (MSCI Emerging Markets +4,1%), na expectativa de uma melhoria das relações comerciais entre Washington e Pequim.

As taxas de juro soberanas continuam a recuperar. Apesar de no início de outubro as taxas de juro soberanas dos EUA e da Zona Euro terem caído novamente devido à publicação de alguns dados de atividade débeis, no decorrer do mês recuperaram novamente graças aos desenvolvimentos positivos em torno das negociações comerciais entre os EUA e a China e o *Brexit*. Além disso, nos EUA, a curva soberana reverteu pela primeira vez desde junho, com a taxa de juro a 10 anos acima da taxa de juro a três meses (historicamente, uma curva invertida antecipou uma entrada em recessão após alguns trimestres). Da mesma forma, na Europa, a melhoria do apetite pelo risco significou um aumento na rentabilidade do *bund* alemão (em cerca de +20 p.b.), e a redução dos prémios de risco da periferia da Zona Euro para os níveis mais baixos do ano.

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = setembro 2018)



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

EUA: inclinação da curva das taxas de juro

(p. b.)



Nota: Diferença entre as taxas de juro soberanas a 10 anos e 3 meses.

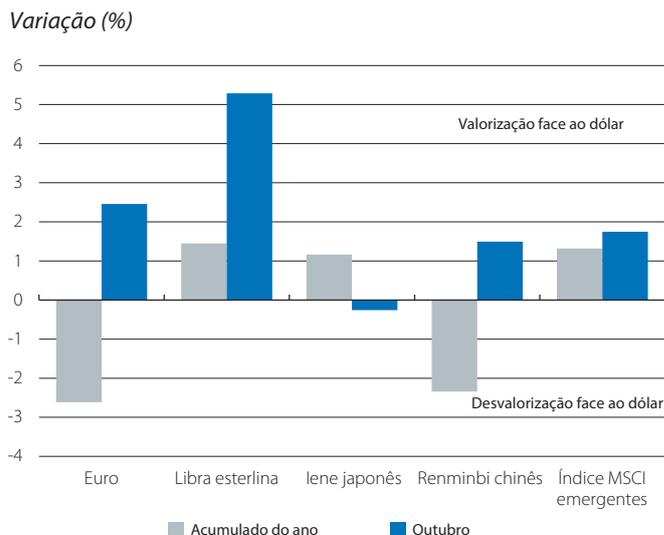
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Valorização da libra após o acordo do Brexit. O otimismo dos investidores em relação ao *Brexit* também se estendeu para o mercado cambial através da taxa de câmbio da libra, que valorizou mais de 4% (face ao dólar e ao euro) após a publicação do acordo de saída entre o Reino Unido e a UE. Além disso, e como reflexo de uma menor aversão ao risco, o dólar norte-americano desvalorizou face à maior parte das moedas das economias avançadas e emergentes (o peso argentino foi uma das exceções, com uma desvalorização ligeiramente acima dos 3% perante as perspetivas de uma mudança no governo após as eleições gerais realizadas a 24 de outubro).

O BCE defende o estímulo de setembro na despedida de Draghi. Após as importantes medidas anunciadas em setembro (principalmente, o corte na taxa de juro depo para -0,50% e o restabelecimento das compras líquidas de ativos a um ritmo de 20.000 milhões de euros por mês), não surgiram novidades na reunião de outubro do BCE. Os membros do Conselho do BCE destacaram a persistência do cenário de baixo crescimento económico, de uma taxa de inflação débil e a elevada incerteza para apoiar as decisões tomadas em setembro e reafirmar a necessidade de uma política fiscal mais expansiva. Além disso, pediram unidade e deixar para trás o desacordo evidenciado no mês anterior. Por outro lado, esta foi a última reunião de Mario Draghi à frente do BCE (Christine Lagarde assumirá o cargo em novembro), sendo que grande parte da conferência de imprensa posterior foi dedicada a avaliar o seu legado. Neste sentido, Draghi defendeu a política de taxas de juro negativas e outras medidas de política monetária não convencional, enquanto também foram recordadas as suas palavras *Whatever it takes* (o que for preciso), com as quais será lembrado por ter posto termo, em 2012, ao receio de uma rutura da Zona Euro.

A Fed desce as taxas de juro pela terceira vez este ano. Apoiando-se novamente na persistência de riscos no cenário e em pressões inflacionistas moderadas, a Reserva Federal reduziu as taxas de juro em 25 p.b. para o intervalo 1,50%-1,75%. Na conferência de imprensa após a reunião, o presidente Jerome Powell referiu que este nível de taxas de juro é o indicado para o cenário económico da Fed, que prevê um crescimento moderado, um mercado de trabalho robusto e uma aproximação da taxa de inflação ao seu objetivo. Neste sentido, Powell também sugeriu que, face à ausência de mudanças significativas no cenário, não haverá alterações nas taxas de juro nos próximos meses. Embora esta referência seja aplicada de forma equitativa a possíveis subidas e descidas, os comentários de Powell sugeriram uma menor predisposição para aumentar as taxas de juro, sendo provável que a Reserva Federal mantenha uma tendência acomodatória nos próximos trimestres. Por outro lado, no início de outubro, a Fed decidiu – numa reunião de emergência – comprar dívida pública a curto prazo a um ritmo de 60.000 milhões de dólares por mês, com o objetivo de aumentar as reservas bancárias e a liquidez nos mercados interbancários. Em relação a esta decisão, os membros da Fed afirmaram que não se trata de um novo QE, dado que em comparação com as compras de ativos levadas a cabo após a Grande Recessão (centradas em ativos com vencimentos a longo prazo), desta vez não existe um objetivo de redução do prémio temporário da dívida soberana.

Moedas internacionais face ao dólar



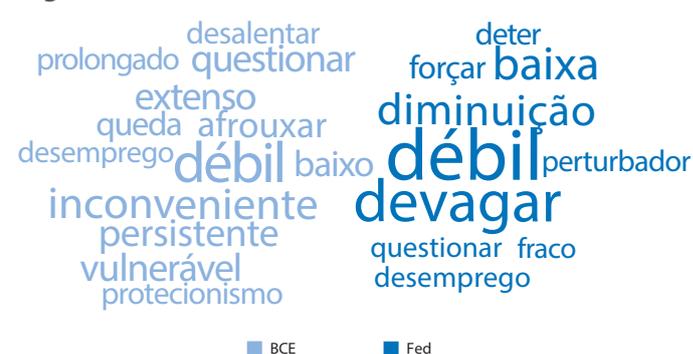
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Zona Euro e EUA: expectativas de inflação do mercado



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

Reuniões de outubro: principais palavras negativas dos comunicados



Fonte: BPI Research.

O «sentido e a sensibilidade» das mensagens do BCE

- A comunicação é uma das ferramentas mais poderosas da política monetária. Neste sentido, o BPI Research desenvolveu um índice que mede o sentimento das comunicações do BCE.
- O nosso índice de confiança do BCE possui uma forte associação com os indicadores de atividade da Zona Euro e antecipa mudanças nas taxas de juro de referência.
- O índice mostra uma forte deterioração do sentimento do BCE entre o final de 2017 e o 3T 2019 e mostra como a incerteza geopolítica impactou na visão do BCE sobre a conjuntura económica.

É uma verdade (quase) universalmente reconhecida que a **comunicação é uma das ferramentas mais poderosas da política monetária**.¹ Esta situação é ilustrada pela reação do mercado à reunião do BCE no passado mês de setembro, que mostra um contraste acentuado entre o momento da publicação das decisões de política monetária (13:45 horas) e as reações durante a conferência de imprensa (14:30-15:30 horas), na qual Mario Draghi contextualizou e avaliou as decisões com uma visão detalhada do cenário (incluindo as novas previsões económicas). Podemos analisar quantitativamente o sentimento desta e das restantes comunicações do BCE?

Índice BPI Research de sentimento: uma análise quantitativa da comunicação do BCE

O índice de sentimento do BCE mede o pessimismo ou otimismo emitido pelos comunicados lidos pelo presidente do BCE na conferência de imprensa após cada reunião de política monetária.² Estes comunicados, redigidos para refletir a visão acordada do Conselho do BCE,³ apresentam uma avaliação dos indicadores mais recentes (como os registos de atividade mais recentes ou a evolução dos mercados financeiros), os principais riscos e as perspetivas para a Zona Euro: ou seja, **ou seja, sintetizam a visão do banco central sobre a conjuntura económica**.

Para avaliar da forma mais objetiva possível o quão otimistas ou pessimistas são estas declarações, utilizamos dois dicionários económicos que classificam cerca de 90.000 palavras em três categorias: positiva, neutra ou negativa.⁴ Por exemplo, «sólido» é um termo positivo e «débil» é negativo. Contudo, «crescimento» é neutro (pode ser «sólido» ou «débil»). Assim, calculamos o sentimento de cada reunião do BCE como a diferença entre o número de palavras positivas e negativas no comunicado em questão, normalizadas pelo total de palavras do comunicado:⁵

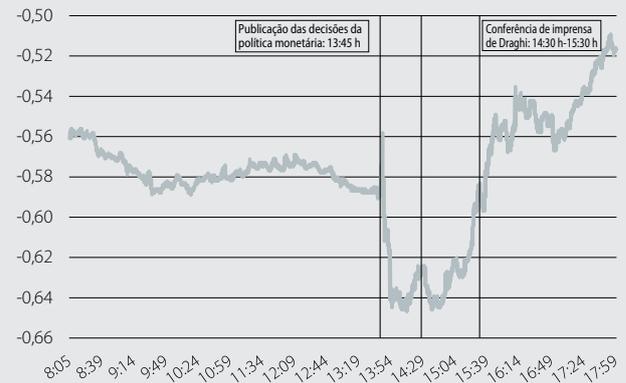
$$\text{Sentimento} = \frac{\sum \text{palavras positivas} - \sum \text{palavras negativas}}{\text{Total de palavras}}$$

Apesar da aparente simplicidade deste cálculo, o segundo gráfico mostra que **o nosso índice de sentimento do BCE possui uma forte associação com os indicadores de atividade da Zona Euro** (como o índice de sentimento económico [ESI] elaborado pela Comissão Europeia). Além

1. O artigo «Mario Draghi e a sua 'parole, parole'» na IM01/2018 analisa o poder da comunicação como ferramenta da política monetária.
 2. A análise começa em janeiro de 2000 e engloba um total de 217 comunicados de imprensa e 151.296 palavras.

Alemanha: taxa de juro a 10 anos da dívida soberana

Cotações de 12 de setembro de 2019 (%)



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

Zona Euro: sentimento económico



Fonte: CaixaBank Research e Comissão Europeia.

3. Excluimos da análise a secção de perguntas da imprensa.
 4. As fontes utilizadas são o Dicionário Loughran/McDonald (Loughran, T. e McDonald, B., 2011, «When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks». Journal of Finance, 66:1, 35-65) e o Dicionário para a Estabilidade Financeira da Reserva Federal (Correa, R. et al. (2017). «Sentiment in Central Banks' Financial Stability Reports». International Finance Discussion Papers 1203). É necessário utilizar estes dicionários específicos, pois noutros mais generalistas é atribuído um caráter positivo ou negativo a palavras que – do ponto de vista económico – são neutras (como por exemplo «imposto»).

5. O índice de sentimento do BCE é uma versão padronizada da média móvel de 12 meses deste indicador, com pesos decrescentes (atribuem uma maior importância aos comunicados mais recentes).

O adeus de (Super) Mario Draghi

- A 31 de outubro terminou o mandato de Mario Draghi, um presidente que deixa um banco central na fronteira tecnológica da política monetária.
- Sob a batuta de Draghi, o BCE ofereceu um apoio muito significativo à recuperação da Zona Euro. No entanto, as medidas mais recentes levantaram dúvidas sobre a margem de ação e a eficácia da política monetária.
- Christine Lagarde, com um perfil menos técnico, mas com uma visão de continuidade em termos de política monetária, assume uma situação económica sombria, onde surgiram sinais de fragmentação entre os membros do BCE.

Após um mês de setembro repleto de anúncios, a reunião de 24 de outubro do BCE foi transitória, pelo menos num sentido: a 31 de outubro de 2019 terminou o mandato de Mario Draghi, o presidente mais carismático¹ da história da instituição.

O legado: um banco central na fronteira tecnológica

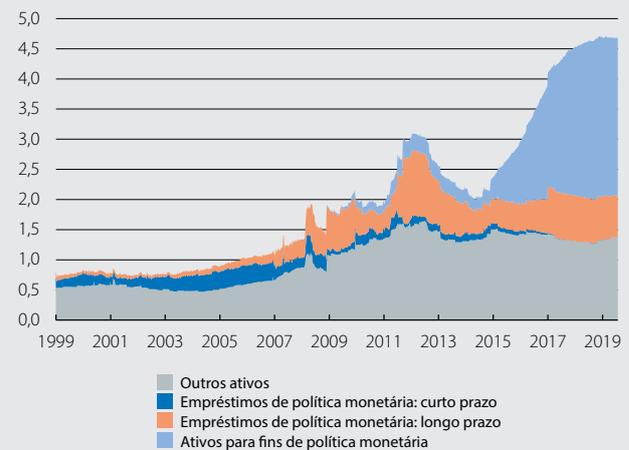
É possível resumir o legado de Draghi na sua frase mais famosa: *Whatever it takes*.² Três palavras com as quais Draghi, com apenas nove meses de mandato, pôs termo em 2012 ao medo a uma rutura da Zona Euro com a promessa de dirigir um BCE disposto a fazer o que fosse necessário para garantir a sobrevivência do euro. Com menos de 15 anos de história e com a exigência da recessão mais intensa das últimas décadas, sob o mandato de Draghi o BCE ergueu-se como o grande baluarte para estabilizar a economia europeia e revolucionou a política monetária da Zona Euro com a adoção de ferramentas na «fronteira tecnológica» dos bancos centrais: compras de ativos, taxas de juro de referência em níveis negativos, uso intensivo da comunicação,³ injeções de liquidez etc.

Esta revolução reflete-se no balanço do BCE, cujo tamanho mais que duplicou (+150%) desde 2011.⁴ E não só, dado que a sua composição também é muito reveladora: como é possível observar no primeiro gráfico, as compras de ativos e os empréstimos a longo prazo deixaram de ser praticamente inexistentes no período de pré-crise para passarem a representar atualmente 70% o balanço do BCE, refletindo a utilização intensa de ferramentas de política monetária não convencional.⁵

Tudo isto resultou numa política monetária amplamente acomodatória, que, segundo algumas estimativas, seria equivalente a ter reduzido a taxa de juro de referência do BCE para cerca de -7%.⁶ Além disso, se antes da crise financeira a política monetária ajustava-se muito mais às necessidades dos países do núcleo do que às da periferia, entre 2009 e 2015, o BCE encontrou um ponto intermédio entre as duas áreas. Desde então, o segundo gráfico mostra como a política monetária dei-

1. Assim mostram as alcunhas que recebeu durante o seu mandato: de «Super Mario» (um herói dos videojogos) até à mais recente, «Drácula Draghi», assim denominado pelos críticos por causa das baixas taxas de juro.
2. Ou seja, «o que for preciso».
3. O artigo «Mario Draghi e a sua «parole, parole» na IM01/2018 analisa o poder da comunicação como ferramenta da política monetária.
4. Em percentagem do PIB, o tamanho do balanço do BCE (40%) excede em muito o da Fed (ligeiramente abaixo de 20%).
5. Por trás desta mudança estão, principalmente, a compra de ativos por um valor total de 2,6 biliões de euros do programa APP que teve início em 2015 (principalmente dívida pública e corporativa) e as diferentes rondas de injeções de liquidez no sistema financeiro através de empréstimos a longo prazo (a última foi a TLTRO-III, anunciada no passado mês de março), cujo stock é de 0,7 biliões de euros.

BCE: composição dos ativos do balanço (Biliões de euros)



Nota: Os empréstimos a curto e longo prazo consistem essencialmente em operações MRO e TLTRO, respetivamente. Os ativos para fins de política monetária incluem principalmente compras no âmbito do programa APP e outros programas anteriores (CBPP, SMP). A categoria «outros ativos» inclui ouro, dinheiro, reservas estrangeiras, outras operações de política monetária etc.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

Zona Euro: regras de Taylor e taxa de juro sombra do BCE



Nota: O núcleo é composto pela Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Holanda e Itália. A periferia é composta pela Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal. A fórmula usada para as regras de Taylor $i_t = 1 + 1,5\pi_t - (u_t - u_t^*)$, onde π_t é a taxa de inflação subjacente e u_t^* é a taxa de desemprego natural estimada pela OCDE.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Wu e Xia (2016), Eurostat e OCDE.

6. Estas estimativas são baseadas na denominada «taxa de juro sombra»: a taxa de juro refi que observaríamos no contexto atual se não estivesse ancorada em 0%. Wu, J. C. e Xia, F. D. (2016). «Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound». *Journal of Money, Credit, and Banking*. Ver também o artigo «Descobrimo a política monetária na sombra» na IM02/2016.

xou para trás as prescrições tradicionais⁷ e entrou num terreno cada vez mais acomodaticio, possivelmente porque estas prescrições estão baseadas no funcionamento da economia em tempos normais e não incluem a preocupação que provoca a incerteza atual (geopolítica, mas também em torno da fragilidade da inflação ou do verdadeiro grau de subutilização dos recursos produtivos).⁸ De facto, **entre os êxitos de Draghi, destaca-se a sua capacidade de alcançar consensos** na implementação desta política monetária, apesar da heterogeneidade das economias da Zona Euro.

O impacto macroeconómico do BCE de Draghi

Estima-se que as medidas do BCE, especialmente as anunciadas a partir de 2014, foram um suporte muito importante para a recuperação da Zona Euro. Especificamente, as estimativas sugerem que **o BCE seria responsável por quase 25% do crescimento da atividade e cerca de 40% da recuperação da inflação entre 2016 e 2018**,⁹ com um crescimento do PIB da Zona Euro que acelerou para 2,2% na média destes três anos (1,1% em 2013-2015). Assim, com uma taxa de inflação subjacente que começava a aproximar-se de 1,5% em meados de 2018, o BCE preparou-se para finalizar a compra de ativos, indicar o primeiro aumento das taxas de juro e, em suma, começar a retirar o estímulo monetário.

As últimas decisões: Um BCE no limite?

No entanto, a intensificação e persistência de riscos (por exemplo, tensões geopolíticas, vulnerabilidades em economias emergentes ou turbulências financeiras) e a desaceleração da atividade que trouxeram consigo fizeram com que o BCE desse uma volta de 180 graus. **Draghi poderia ter-se despedido com o primeiro aumento das taxas de juro. Contudo, fê-lo com um novo pacote de estímulos**, lançado no passado mês de setembro: corte de 10 p. b. na taxa de juro da facilidade de depósito (para -0,50%) e reatamento das compras líquidas de ativos (QE) a um ritmo de 20.000 milhões de euros mensais.¹⁰

No entanto, estas medidas, **levantaram dúvidas sobre a margem de ação do BCE e a sua eficácia**. Por um lado, embora desde o BCE se argumente que não existem problemas para continuar a comprar ativos, as estimativas sugerem que podem ter uma trajetória relativamente limitada e que, segundo os critérios atuais, **o BCE poderia ficar sem capacidade para comprar mais ativos da dívida pública por volta do final de 2020**.¹¹ Por outro lado, com o recente corte nas taxas de juro, **o BCE poderia estar a aproximar-se do denominado «nível de reversão»**: o limiar onde uma nova descida das taxas de juro de referência teria efeitos de contração sobre a economia. Especificamente, a análise da sensibilidade das taxas de juro sobre os depósitos e empréstimos de famílias e empresas a alterações nas taxas de juro do BCE sugere que o «nível de reversão» poderia estar em torno de -1,0% (ver o último gráfico),

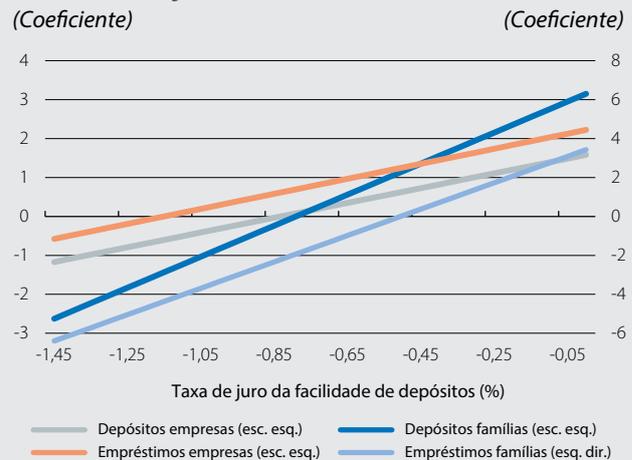
7. Como a regra de Taylor, que nos diz qual deve ser a taxa de juro oficial em função da taxa de juro natural, a inflação (subjacente) e uma medida do quão longe a atividade económica se encontra do seu potencial.

8. Por outro lado, a divergência entre as prescrições tradicionais e a posição efetiva da política monetária também ilustra a existência de um debate sobre a idoneidade das últimas medidas adotadas pelo BCE.

9. BCE (2019), «Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases». Economic Bulletin 02/2019.

10. Para além de melhores condições para a TLTRO-III, um esquema de *tiering* e uma comunicação que sugere que este novo estímulo poder-se-ia estender por um longo período de tempo.

Sensibilidade das taxas de juro a alterações nas taxas de juro do BCE



Nota: A sensibilidade é a derivada da regressão $i_t = \alpha + \beta r_t^{BCE} + \gamma (r_t^{BCE})^2 + \epsilon_t$. Ou seja, o coeficiente representado no gráfico é graficado em $\beta + 2\gamma r_t^{BCE}$. Os valores negativos sugerem que os cortes do BCE podem traduzir-se em aumentos das taxas de juro do mercado. Todas as estimativas são significativas em 95%.

Fonte: BPI Research.

uma estimativa semelhante aos resultados de análises mais sofisticadas¹² e relativamente perto de -0,50%, no qual se encontra a taxa de juro da facilidade de depósito do BCE.

Christine Lagarde assume o cargo no meio de turbulências

Assim, **Mario Draghi dá lugar a Christine Lagarde** (nomeada pelas instituições europeias no passado mês de julho) **dentro de um contexto mais sombrio** do que o esperado há um ano. Além disso, no meio de dúvidas sobre o novo programa de estímulo, **surgiram sinais de fragmentação entre os membros do BCE**: os governadores dos bancos centrais da Alemanha, Holanda e França (entre outros) declararam publicamente que se opunham ao reatamento do QE, e Sabine Lautenschläger, membro do Comité Executivo, apresentou a sua demissão no final de setembro. Neste contexto, e apesar de ter um perfil menos técnico do que o seu antecessor, serão fundamentais as grandes habilidades de comunicação e de obtenção de consensos que Lagarde mostrou à frente do Ministério da Economia de França e como diretora-gerente do FMI, posições em que viveu na linha de frente as transformações económicas da última década e nas quais defendeu as ferramentas não convencionais e o rumo da política monetária implementada por Draghi.

(Veja uma versão alargada deste artigo em [bancobpi.pt](#))

11. O BCE autoimpõe-se a não comprar mais de 33% dos ativos de uma mesma emissão ou de um mesmo emissor e distribui as compras de acordo com o capital que cada país contribui para o BCE. Por exemplo, as compras acumuladas da dívida alemã já estão muito próximas de 30% do seu universo elegível de 1,5 biliões de euros: se a dívida pública cobrir 75% das novas compras (um valor em linha com o histórico) e se a fração da Alemanha estiver perto de 25%, as compras da dívida alemã atingirão o limite de 33% daqui a aproximadamente 12 meses (na ausência de maiores emissões acompanhadas, por exemplo, por um estímulo fiscal). Além disso, embora o aumento do peso das compras de obrigações corporativas ou a diminuição dos limites pudessem permitir aumentar a margem, o aparecimento de dúvidas retira eficácia à política monetária do BCE.

12. Ver Brunnermeier, M. K., e Koby, Y. (2018). «The reversal interest rate». National Bureau of Economic Research n.º w25406. Também Radde e Stehn (2019). «How much could the ECB cut?» Goldman Sachs European Economics Analyst.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,39	-0,42	2	-8,5	-7,6
Euribor 12 meses	-0,27	-0,33	6	-15,6	-12,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,63	-0,68	5	-6,4	1,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,77	11	-5,0	-4,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,41	-0,57	16	-64,9	-83,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,24	0,15	9	-117,9	-133,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,17	0,16	1	-155,6	-171,8
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	2,00	-25	-75,0	-50,0
Libor 3 meses	1,90	2,09	-18	-90,5	-69,0
Libor 12 meses	1,96	2,03	-8	-105,0	-115,0
Dívida pública a 1 ano	1,49	1,74	-25	-110,1	-118,0
Dívida pública a 2 anos	1,52	1,62	-10	-96,4	-138,0
Dívida pública a 10 anos	1,69	1,66	3	-99,3	-152,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	55	-4	-37,0	-19,0
Itraxx Financeiro Sénior	60	64	-4	-48,0	-26,5
Itraxx Financeiro Subordinado	125	139	-15	-103,5	-51,3

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,115	1,090	2,3	-2,7	-2,1
EUR/JPY (ienes por euro)	120,490	117,800	2,3	-4,2	-6,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,887	-2,8	-4,1	-1,9
USD/JPY (ienes por dólar)	108,030	108,080	0,0	-1,5	-4,6

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	389,5	387,6	0,5	-4,8	-6,8
Brent (\$/barril)	60,2	60,8	-0,9	12,0	-17,3
Ouro (\$/onça)	1.512,9	1.472,4	2,8	18,0	22,7

Rendimento variável

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.037,6	2.976,7	2,0	21,2	11,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.604,4	3.569,5	1,0	20,1	12,1
Ibex 35 (Espanha)	9.257,5	9.244,6	0,1	8,4	2,9
PSI 20 (Portugal)	5.119,6	4.973,8	2,9	8,2	2,8
Nikkei 225 (Japão)	22.927,0	21.755,8	5,4	14,6	3,1
MSCI emergentes	1.042,0	1.001,0	4,1	7,9	4,5