

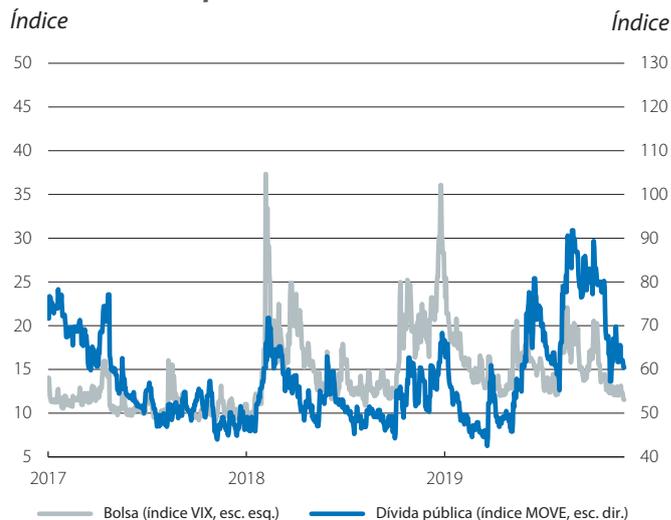
Os mercados enfrentam o fecho do ano com uma dinâmica positiva

Sem novos catalisadores, os investidores mantiveram um otimismo controlado em novembro. Se olharmos para o início do ano e enumerarmos os fatores mais relevantes que influenciaram o futuro dos mercados financeiros no decorrer destes meses, no topo desta lista estariam o conflito comercial entre os EUA e a China, o *Brexit*, a desaceleração do crescimento global e o regresso ao cenário de estímulos monetários por parte da Fed e do BCE. Assim, em novembro, alguns destes fatores continuaram a suportar a melhoria do sentimento de investimento iniciada no final de setembro. Especificamente, a possível assinatura da primeira fase de um acordo comercial entre Washington e Pequim e a publicação de dados macroeconómicos que, apesar de registarem dados mistos – em muitos casos de forma surpreendentemente favoráveis – reforçaram o otimismo dos investidores e o seu maior apetite pelo risco. Neste sentido, os mercados enfrentam o final de 2019 com um sentimento mais otimista, mas que também permanece frágil perante mudanças eventuais nos eventos políticos e nas mensagens dos bancos centrais.

As bolsas continuam em alta. A melhoria das expectativas em relação ao contexto comercial e a estabilização de alguns indicadores de atividade nas principais economias favoreceram o apetite pelo risco dos investidores durante o mês de novembro. Neste contexto, os índices das bolsas nos dois lados do Atlântico totalizaram ganhos de cerca de 3%, generalizados entre os vários setores (ver o segundo gráfico). Neste aspeto, também tiveram influência as campanhas de resultados do 3T. No caso do S&P 500, 78% das empresas superaram as previsões dos analistas (percentagem superior à média dos últimos cinco anos, que era de 71%). Na Zona Euro, as empresas apresentaram resultados mais em linha com as estimativas de consenso, sendo que 57% das mesmas superaram as previsões. Para 2020, a evolução das expectativas de ganhos por ação sugere, por agora, uma melhoria relativa das margens no caso das empresas europeias. Nos EUA, entretanto, deu-se uma ligeira redução nas expectativas de ganhos por causa das tensões comerciais e devido à robustez do dólar. Por outro lado, as bolsas dos países emergentes registaram um comportamento misto. Enquanto os índices asiáticos cresceram devido às melhores perspetivas relacionadas com as negociações comerciais, as tensões socio-políticas em vários países da América Latina penalizaram as bolsas da região, com perdas de cerca de -5%.

As taxas de juro soberanas continuam em níveis baixos. O apetite pelo risco favoreceu uma recuperação intensa das taxas de juro soberanas nos EUA e na Alemanha durante as primeiras semanas do mês. No entanto, a falta de materialização nas negociações comerciais entre os EUA e a China ofuscou o sentimento de investimento no período final de novembro. Este aspeto, juntamente com a leitura das atas das respetivas reuniões da Fed e do BCE (que reforçaram a continuidade de um

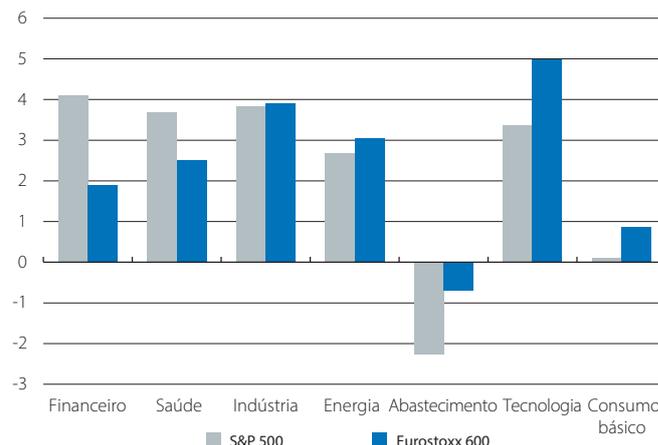
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

S&P 500 e Eurostoxx 600: evolução dos principais setores

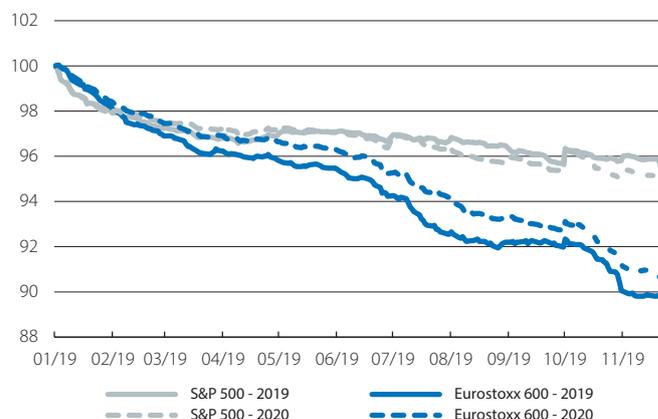
Varição acumulada em novembro (%)



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

Evolução das expectativas dos ganhos empresariais de 2019 e 2020

Índice (100 = janeiro 2019)



Nota: Evolução da expectativa dos ganhos por ação de 2019 e 2020.

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

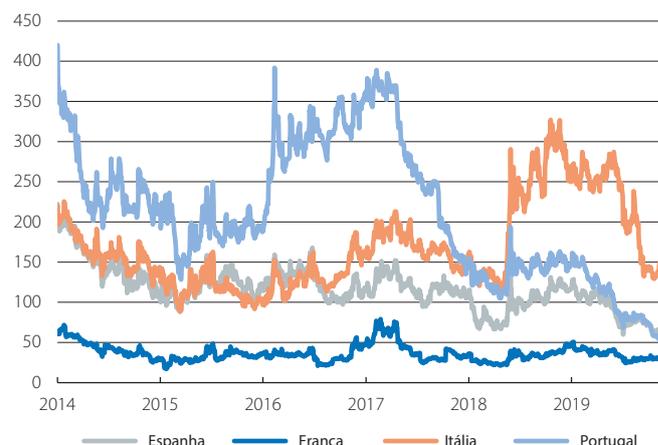
contexto monetário acomodatório), fizeram com que as taxas de juro das obrigações entendidas como seguras abrandassem o seu aumento na segunda metade do mês. Por outro lado, os prémios de risco da periferia da Zona Euro aumentaram, em parte devido à reação dos investidores aos resultados das eleições em Espanha, e mesmo considerando que a Moody's, a Fitch e a DBRS não alteraram os *ratings* de crédito de Espanha, Portugal e Itália, respetivamente.

Os bancos centrais reforçam as condições financeiras acomodatórias. Em novembro, o protagonismo no âmbito das políticas monetárias concentrou-se na leitura dos detalhes disponíveis nas atas das reuniões de outubro da Fed e do BCE. Por um lado, na reunião da Fed, a maior parte dos seus membros concordou que a intensidade dos riscos tinha diminuído, apesar de continuar elevada. Também refletiu que, de acordo com a maior parte dos membros da Fed, após o corte de 25 p. b. (para o intervalo de 1,50%-1,75%), o atual nível das taxas de juro continua bem calibrado e é o mais adequado para suportar um crescimento moderado, um mercado de trabalho robusto e para aproximar a taxa de inflação à meta simétrica de 2%. Por sua vez, a ata do BCE refletia preocupação com a persistência de riscos sobre o cenário, uma taxa de inflação moderada e um crescimento económico incipiente na Zona Euro. Portanto, a instituição reiterou a importância de implementar o pacote de estímulos anunciado em setembro (redução da taxa de juro de 0,50%, reatamento das compras líquidas de ativos e condições mais favoráveis para as TLTRO). Finalmente, nas economias emergentes, o Banco Central da China deu um primeiro passo em direção a uma política monetária mais acomodatória. Especificamente, reduziu a taxa de juro do *reverse repo* a 7 dias pela primeira vez em quatro anos (-5 p. b. para 2,50%) e a taxa de juro de referência para novos créditos às empresas (-5 p. b. para 4,15%), numa nova tentativa de suportar a confiança dos investidores e reduzir a carga financeira do setor empresarial. Até agora, as autoridades chinesas tinham vindo a utilizar outras ferramentas, como reduções no coeficiente de reservas dos bancos, mas o seu impacto não atingiu as expectativas de dinamizar o crédito e o consumo interno, de acordo com o consenso dos analistas.

O petróleo consolida acima dos 60 dólares à espera da reunião da OPEP. A continuidade de um sentimento de investimento favorável fez aumentar o preço de várias matérias-primas ligadas ao ciclo económico. Entre elas, o barril de Brent subiu 3,7%, favorecido pela expectativa de prolongamento dos cortes à produção de petróleo na reunião da OPEP no início de dezembro (como se veio a verificar). Por sua vez, no mercado cambial, destaque para a desvalorização das moedas latino-americanas face ao dólar, fruto dos seus indicadores económicos e de maiores tensões sociopolíticas na região. A maior queda registada no mês foi protagonizada pelo peso chileno, cujo valor marcou mínimos históricos e acumulou uma desvalorização de cerca de -9% face ao dólar, seguida pelo real brasileiro (-5,8%) e pelo peso colombiano (-5,4%).

Zona Euro: prémios de risco da dívida pública a 10 anos

(p. b.)



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

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos

(%)



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

Preço do petróleo Brent e moedas emergentes

(Dólares por barril)

Índice



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

Porque é que a Reserva Federal desceu as taxas de juro?

- A Fed cortou as taxas de juro em 2019 pela primeira vez em 11 anos. Contudo, apenas reduziu ligeiramente as suas perspetivas de crescimento para os EUA e justificou o corte com a debilidade da taxa de inflação e a persistência de riscos.
- É possível que a Fed tenha mudado a sua função de reação? Os resultados da análise deste artigo assim o sugerem. No entanto, não é a primeira vez que a Fed responde mais aos riscos do que aos próprios dados, sendo que esta viragem pode ser explicada por mudanças estruturais na economia, como o alisamento da curva de Phillips.

Da *forward guidance* à dependência dos dados

Quando a Reserva Federal dos EUA deu início ao ciclo de aumentos das taxas de juro em 2015, fê-lo de forma gradual e previsível, oferecendo orientações claras sobre a evolução esperada das mesmas (*forward guidance*). Depois de aumentá-las 225 p. b. e alcançar o nível da taxa de juro natural de acordo com as estimativas de alguns membros do FOMC (ver o primeiro gráfico), a Fed comunicou, no final de 2018, a sua intenção de abandonar a *forward guidance* e adotar uma atitude mais dependente dos dados económicos e financeiros¹.

Após esta mudança de estratégia, num contexto de desaceleração global e de pressões inflacionistas moderadas, durante o primeiro semestre de 2019 a Fed foi paciente e não alterou as taxas de juro, apesar da robustez do mercado de trabalho. No entanto, em julho, a intensificação da incerteza geopolítica (devido principalmente à intensificação das tensões comerciais entre os EUA e a China, e o que parecia ser um aumento da probabilidade de um *hard-Brexit*) e a queda nas expectativas de inflação levaram a Fed a descer as taxas de juro em 50 p. b. no 3T e mais 25 p. b. no passado mês de outubro.

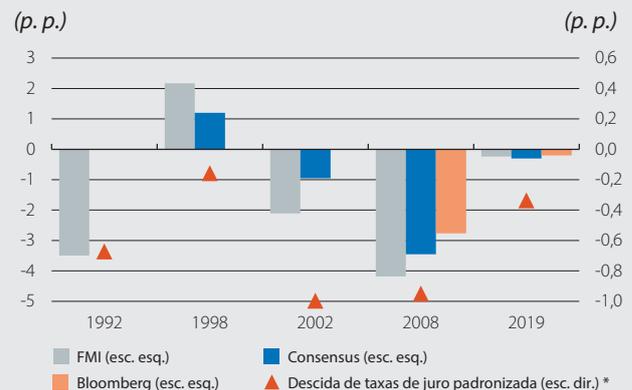
Da dependência dos dados à gestão dos riscos

Os leitores mais perspicazes já perceberam que a Fed desceu as taxas de juro não só devido à evolução dos dados (debilidade da inflação e das suas expectativas), mas também por causa de mudanças no mapa de riscos. De facto, as previsões de crescimento económico dos analistas (e dos próprios membros da Fed) não mudaram significativamente desde outubro de 2018, sugerindo que a reação da Fed deveria ter sido menos agressiva. Especificamente, se utilizarmos uma regra que relacione os movimentos das taxas de juro oficiais do passado com as mudanças nas previsões de crescimento que as acompanharam, a Fed deveria ter descido as taxas de juro em 15 p. b. em 2019, em vez de 75 p. b.²

1. Ver «Fed: de refém das suas palavras a refém dos dados» na IM02/2019.
2. Estimamos $\Delta i_t = \beta_1 \Delta g_t^e + \beta_2 \Delta g_{t-1}^e + u_t$, onde Δi_t é a alteração na taxa de juro da Reserva Federal, Δg_t^e é a alteração na previsão de crescimento do PIB por parte do FMI no *World Economic Outlook* em comparação com o anterior e u_t é um termo de erro. Introduzimos as revisões efetuadas pelo FMI desde outubro de 2018.

Além disso, convém não esquecer que a redução das taxas de juro em 75 p. b. em 2019 esgota uma parte substancial da margem operacional descendente que a Fed possui em comparação com a que tinha em 2000, por exemplo. A descida da taxa de juro natural reduz a margem de manobra da Reserva Federal (e de outros bancos centrais) para estimular a economia mediante medidas convencionais, ou seja, não é o mesmo reduzir as taxas de juro 2 p. p. quando a taxa de juro natural é de 1% do que quando é de 5%. Por este motivo, se ajustarmos a queda acumulada na taxa de juro pelo nível da taxa de juro nominal natural³ e compararmos a reação da Fed com outros ciclos de queda da taxa de juro, podemos observar que a reação da Fed foi um pouco exagerada: enquanto a revisão das previsões durante a Grande Recessão foi 17 vezes maior do que a atual, a resposta da política monetária foi apenas três vezes mais reativa. É verdade que naquela ocasião a Fed estimulou ainda mais a economia por intermédio de ferramentas não convencionais (QE e *forward guidance*). Contudo, se fizermos a mesma análise para o ciclo de descidas de 1992 ou 2002, observamos que a revisão das previsões foi 15 e 9 vezes maior do que a atual e que a resposta da política monetária foi apenas 2 e 3 vezes mais reativa,

EUA: revisões de previsões de crescimento do PIB



Notas: Mudanças na previsão de crescimento do PIB dos EUA em torno dos ciclos de descidas da Fed. * Dividimos a descida acumulada na taxa de juro oficial da Fed entre a taxa de juro natural nominal estimada de acordo com Holston, Laubach e Williams (2017).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg, Consensus Economics e do FMI.

3. Dividimos a queda acumulada das taxas de juro por parte da Fed pela taxa de juro natural nominal em vigor antes da primeira queda com a intenção de aproximar o espaço de política monetária convencional consumido.

respetivamente. Além disso, a esta queda nas taxas de juro devemos adicionar a mudança de expectativas. A Fed no segundo semestre de 2018 não só descartava a redução das taxas de juro, como também sugeriu vários aumentos nas taxas de juro em 2019 até elevá-las para 3,1%.

A função de reação da Fed mudou, mas isto não é nenhuma novidade

Esta evidência sugere que Reserva Federal mudou a sua função de reação e que agora pondera menos o seu cenário central e mais os riscos nas suas previsões. De facto, isto foi reconhecido por vários membros da Fed⁴, que defendem uma política monetária que se movimenta com precaução num contexto como o atual (ou seja, no qual coexistem riscos negativos significativos com um desempenho da atividade razoavelmente bom).

Por outro lado, não é a primeira vez que a Reserva Federal age desta maneira. De acordo com as atas das próprias reuniões da Fed, desde 1987 que a incerteza tem sido referida em várias ocasiões para evitar alterações nas taxas de juro que, de outra forma, seriam levadas a cabo. Por exemplo, em 1998, os receios de um aumento da inflação apoiavam um aumento nas taxas de juro. Contudo, face ao risco de que a crise da dívida russa naquele ano afetasse substancialmente a procura externa, a Fed fez exatamente o contrário: reduziu-as. Naquela época, os membros do FOMC interpretaram que o custo de um sobreaquecimento da economia era menor do que o de uma reação exagerada da política monetária⁵.

A Fed mudou... Ou mudou o mundo ao seu redor?

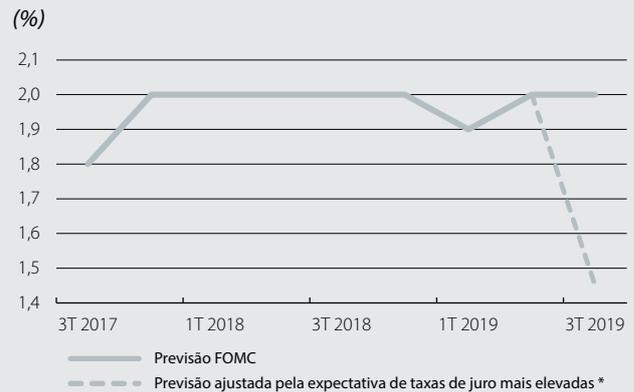
A mudança de comportamento da Fed também pode ser explicada por mudanças no funcionamento da economia. Por um lado, há anos em que a taxa de inflação permanece contida e com tendência a ficar abaixo do objetivo simétrico de 2%, apesar da taxa de desemprego registar mínimos históricos dos últimos 50 anos. Isto sugere que a curva de Phillips não está a funcionar com os mesmos parâmetros que costumavam estar presentes historicamente, razão pela qual é natural que a Fed atue de maneira diferente para estimular a inflação.

Por outro lado, a revisão das perspetivas económicas, tanto por parte dos analistas como do FMI ou da própria Fed, foi moderada, em parte devido à expectativa de que uma política monetária mais acomodatória poderia compensar parte da desaceleração. Especificamente, ocorreu uma mudança nas expectativas de política monetária que ajudou a atenuar o que poderia ter sido uma revisão

4. Ver, entre outros, Williams, J. (2019). «Monetary Policy and the Economic Outlook» Discurso no Euromoney Real Return XIII: The Inflation-Linked Products Conference, New York. E Evans, C. (2019) «Revisiting Risk Management in Monetary Policy». Discurso na conferência Credit Suisse Asian Investment, Hong Kong.

5. Evans, C., Fisher, J., Gourio, F. e Krane, S. (2015). «Risk management for monetary policy near the zero lower bound». Brookings Papers on Economic Activity, 141-219.

Reserva Federal: previsão de crescimento do no 4T 2020



Notas: Evolução da previsão de crescimento homólogo para o 4T 2020 de acordo com o votante médio do FOMC. * Subtraímos desta previsão a reação do crescimento do PIB a uma queda da taxa de juro consistente com a revisão das expectativas do FOMC (passaram de 3,4% para 1,9% em setembro de 2019).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e de Willis, J. e Cao, G. (2015).

muito mais abrupta das previsões de crescimento do PIB: em setembro de 2018, o membro mediano da Fed estimava que a taxa de juro oficial seria de 3,4% no final de 2020, enquanto na última atualização de setembro a sua estimativa era de 1,9%. Com esta revisão, se considerarmos o impacto que historicamente tiveram os movimentos na taxa de juro da Reserva Federal sobre o crescimento do PIB e a subtraímos da previsão atual da Fed, podemos observar que a revisão em baixa das previsões teria sido muito maior (ver o último gráfico)⁶.

E, a partir de agora, o que podemos esperar?

Se prever a evolução das taxas de juro já era complicado desde que a Reserva Federal abandonou a *forward guidance*, a maior sensibilidade aos riscos sobre a conjuntura acrescenta mais incertezas às decisões do FOMC. Além disso, a este *cocktail* junta-se a pressão sobre a independência da Reserva Federal num ano de eleições presidenciais nos EUA em que muito provavelmente o presidente e futuro candidato, Donald Trump, vai exigir estímulos monetários adicionais. Assim, apesar da Fed insistir que o nível das taxas de juro é adequado e de não prever qualquer tipo de alteração se se cumprirem as suas expectativas em relação à economia (crescimento do PIB de cerca de 2%, mercado de trabalho robusto e a aproximação da taxa de inflação à sua meta), é possível que a Fed mantenha uma tendência acomodatória ao longo de 2020 e faça alguns ajustamentos adicionais nas taxas de juro face ao aumento da incerteza ou a maiores sinais de desaceleração económica. De facto, as previsões que mostramos nesta edição da *Informação Mensal* assim fazem transparecer.

(Veja uma versão estendida deste artigo em bancobpi.pt)

6. Especificamente, utilizamos os resultados do vetor autorregressivo de Willis, J. L. e Cao, G. (2015), «Has the US economy become less interest rate sensitive?», *Economic Review* (01612387), 100(2), através do qual estimamos a reação do PIB dos EUA a uma alteração na taxa de juro da Fed.

Taxas de juro (%)

	30-novembro	31-outubro	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	-0,40	-0,39	-1	-9,2	-8,5
Euribor 12 meses	-0,27	-0,27	0	-15,6	-12,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,62	-0,63	1	-5,1	1,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,63	-0,66	3	-1,7	-3,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,36	-0,41	5	-60,2	-67,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,42	0,24	18	-100,0	-108,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,40	0,17	24	-132,1	-142,6
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	1,75	0	-75,0	-50,0
Libor 3 meses	1,91	1,90	0	-90,2	-83,1
Libor 12 meses	1,95	1,96	0	-105,3	-116,8
Dívida pública a 1 ano	1,59	1,49	9	-101,1	-109,2
Dívida pública a 2 anos	1,61	1,52	9	-87,6	-117,5
Dívida pública a 10 anos	1,78	1,69	8	-90,8	-121,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	48	52	-4	-40,9	-32,8
Itraxx Financeiro Sénior	57	60	-4	-52,0	-47,8
Itraxx Financeiro Subordinado	118	125	-7	-110,1	-92,5

Taxas de câmbio

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,102	1,115	-1,2	-3,9	-2,6
EUR/JPY (ienes por euro)	120,610	120,490	0,1	-4,1	-6,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,852	0,862	-1,1	-5,2	-4,0
USD/JPY (ienes por dólar)	109,490	108,030	1,4	-0,2	-3,6

Matérias-primas

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	386,4	389,5	-0,8	-5,6	-7,1
Brent (\$/barril)	62,4	60,2	3,7	16,0	6,3
Ouro (\$/onça)	1.463,9	1.512,9	-3,2	14,2	19,7

Rendimento variável

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.141,0	3.037,6	3,4	25,3	13,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.703,6	3.604,4	2,8	23,4	16,7
Ibex 35 (Espanha)	9.352,0	9.257,5	1,0	9,5	3,0
PSI 20 (Portugal)	5.127,4	5.119,6	0,2	8,4	4,3
Nikkei 225 (Japão)	23.293,9	22.927,0	1,6	16,4	4,2
MSCI emergentes	1.040,1	1.042,0	-0,2	7,7	4,6