

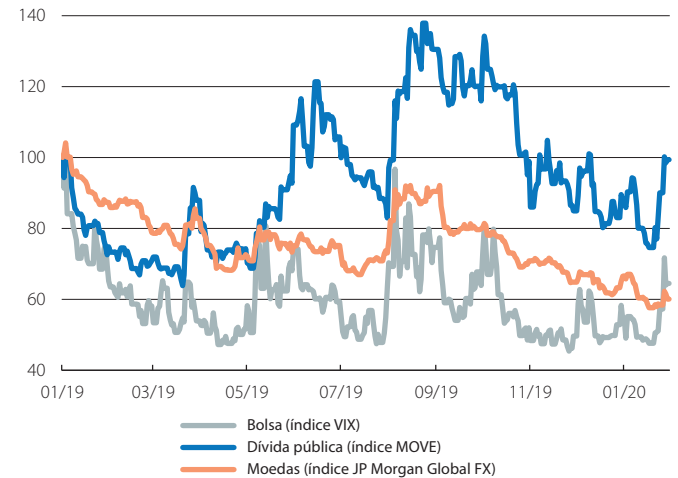
Ressurgimento da volatilidade

A aversão ao risco marca o início do ano. O alívio das tensões entre os EUA e a China, que se plasmou na assinatura da primeira fase do acordo comercial, a estabilização das perspetivas de crescimento económico e a confirmação de um *Brexit* acordado a 31 de janeiro deram continuidade, nas primeiras sessões de 2020, ao sentimento prudentemente otimista com o qual os investidores enfrentaram a reta final de 2019. Além disso, o reacender das tensões políticas entre os Estados Unidos e o Irão teve uma incidência leve nos mercados financeiros, enquanto os investidores também beneficiaram do compromisso dos principais bancos centrais para com uma política monetária acomodatória, reafirmado nas suas primeiras reuniões do ano. No entanto, o sentimento do mercado foi abalado pela emergência sanitária do coronavírus, com origem na China, e que desencadeou um aumento da aversão ao risco devido ao receio de prejudicar a atividade económica nos próximos meses (especialmente na China e nos seus principais parceiros comerciais). Assim, janeiro terminou com descidas nos preços dos ativos mais ligados à evolução do ciclo económico, como as bolsas de valores e as matérias-primas, e com aumentos nos preços dos ativos de refúgio, como a dívida soberana dos EUA e da Alemanha, o ouro e o iene.

Os bancos centrais reafirmaram o seu compromisso com condições financeiras acomodatórias. Por um lado, na reunião de janeiro, o BCE estava ligeiramente mais otimista em relação ao cenário económico, mas manteve o mapa de riscos com tendência negativa (devido a fatores geopolíticos, protecionismo e a vulnerabilidades nas economias emergentes). Desta forma, reafirmou o seu compromisso com a compra de ativos no valor de 20.000 milhões de euros por mês, iniciado em novembro, bem como a intenção de não alterar as taxas de juro (taxa de juro depo de -0,50%, taxa de juro refi de 0,00% e a taxa de juro da facilidade marginal de crédito em 0,25%) até que ocorra uma recuperação robusta da inflação. Assim, após reforçar a ideia de que não alterará a política monetária nos próximos trimestres, a reunião de janeiro incidiu no anúncio formal de uma revisão da sua estratégia de política monetária, que estudará possíveis alteração na meta da taxa de inflação, abordará com maior profundidade a eficácia dos instrumentos de política monetária e avaliará o papel que o BCE pode desempenhar no combate a transformações como as alterações climáticas (analisamo-lo no artigo «BCE e Fed: dois mandatos, um objetivo» nesta edição da *Informação Mensal*). Por sua vez, a Reserva Federal dos EUA também manteve as taxas de juro inalteradas no intervalo de 1,50% – 1,75%. A decisão foi unânime e foi suportada numa avaliação do cenário macroeconómico «cautelosamente otimista», nas palavras do próprio presidente Jerome Powell, e que reflete a atenuação das fontes de risco geopolíticas (acordo comercial entre os EUA e a China, e um *Brexit* acordado a 31 de janeiro) e alguns sinais de melhoria no ciclo industrial global. Prevendo as próximas reuniões, a Fed revelou pouca disposição para alterar as suas taxas de juro e Powell destacou que esta situação exigiria uma mudança significativa nas perspetivas económicas dos EUA. Finalmente, a Fed afirmou que espera começar a reduzir as compras de bilhetes

Volatilidade implícita nos mercados financeiros

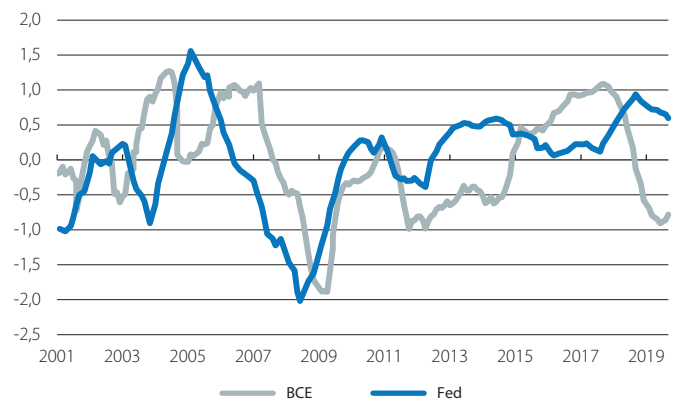
Índice (100 = janeiro 2019)



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

Índice de sentimento económico dos bancos centrais

Índice



Nota: O índice de sentimento do banco central mede o pessimismo ou optimismo que o comunicado de imprensa da Fed e a conferência de imprensa do BCE publicam nas suas respetivas reuniões. Para mais informações veja o artigo «O "sentido e a sensibilidade" das mensagens do BCE» na IM11/2019. Fonte: BPI Research.

Ativos de dívida com rentabilidade negativa

(% da totalidade da dívida com grau de investimento)



Nota: Dados recolhidos pelo índice Barclays Global Aggregate. O índice inclui ativos de dívida pública e privada com qualificação de grau de investimento.

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

do tesouro e as injeções de liquidez no mercado repo durante o 2T 2020, pois estima que está perto de atingir um nível suficientemente abundante de reservas no sistema.

As taxas de juro soberanas perdem terreno. A tendência positiva do sentimento dos investidores durante as primeiras sessões do ano e a perspetiva de uma política monetária acomodatória ao longo de 2020 sustentaram um contexto de taxas de juro relativamente estáveis nas primeiras semanas de janeiro. No entanto, este caminho foi interrompido pelo aumento da incerteza ligada ao coronavírus, que repercutiu numa forte descida das taxas de juro da dívida soberana (cerca de -40 p.b. nos EUA e de -25 p.b. na Alemanha) pelo seu valor tradicional como ativo de refúgio. Por outro lado, na periferia da Zona Euro os prémios de risco permaneceram estáveis em Portugal (onde a Moody's manteve o *rating* soberano em Baa3 com perspetiva positiva) e em Espanha, enquanto o prémio de risco italiano desceu mais de 20 p.b. depois de os resultados das eleições regionais terem atenuado o receio dos investidores de quebra do governo de coligação nacional.

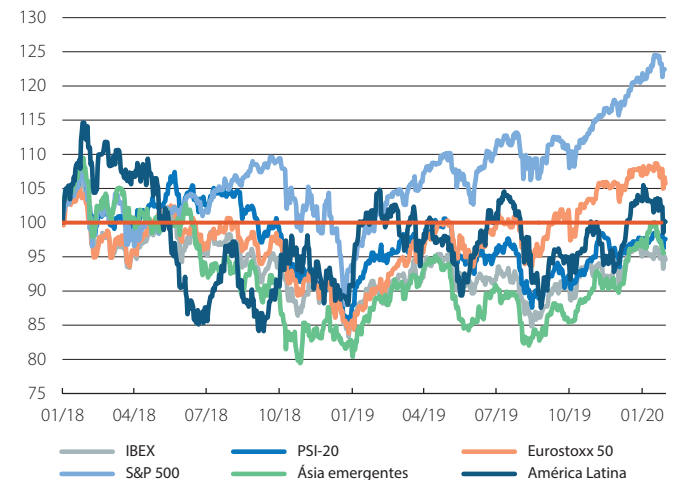
Os resultados empresariais mostram um lado mais benévolo. Dentro do contexto de aversão com o qual terminou janeiro, os principais índices bolsitas foram afetados negativamente pelo aumento da volatilidade e fecharam o mês com tendências mistas. Por um lado, os índices bolsistas europeus e emergentes registaram perdas significativas (EuroStoxx 50 -2,8% e MSCI Emerging Markets -4,7%), impulsionadas pelas quedas nas cotações dos setores mais expostos ao impacto económico do coronavírus, como o turismo, a energia e o luxo. Por outro lado, as bolsas de valores norte-americanas fecharam praticamente sem alterações (S&P 500 -0,2%) favorecidas pelo bom início da campanha de resultados empresariais do 4T 2019. Até ao momento desta publicação, 40% das empresas do S&P 500 tinham divulgado os seus números com um balanço melhor do que o esperado pelo consenso dos analistas, principalmente no setor financeiro e tecnológico.

Descida do preço do petróleo devido à incerteza sobre a procura. Nos mercados das matérias-primas, o preço do barril de Brent também esteve sujeito a um contexto de volatilidade. No início do mês, as tensões políticas entre os EUA e o Irão e as interrupções de fornecimento na Líbia e no Iraque fizeram aumentar o preço, ultrapassando pontualmente os 70 dólares. No entanto, o episódio de aversão ao risco desencadeado pelo coronavírus acabou por impor-se, empurrando o preço do petróleo para menos de 60 dólares.

As moedas emergentes continuam a desvalorizar. Entre as moedas das economias avançadas, os fluxos de capital para ativos de refúgio fortaleceram o iene japonês, o franco suíço e o dólar americano, enquanto o euro continuou a flutuar cerca dos 1,10 dólares. A outra face da moeda foi protagonizada pela desvalorização das moedas da maior parte das economias emergentes (o cabaz de moedas do bloco emergente desvalorizou mais de 2% face ao dólar) e as das moedas daquelas economias altamente dependentes das exportações de matérias primas (como o dólar australiano ou o real), debilitadas pelo receio de que uma nova queda na atividade global prejudique o valor das suas exportações.

Principais bolsas internacionais

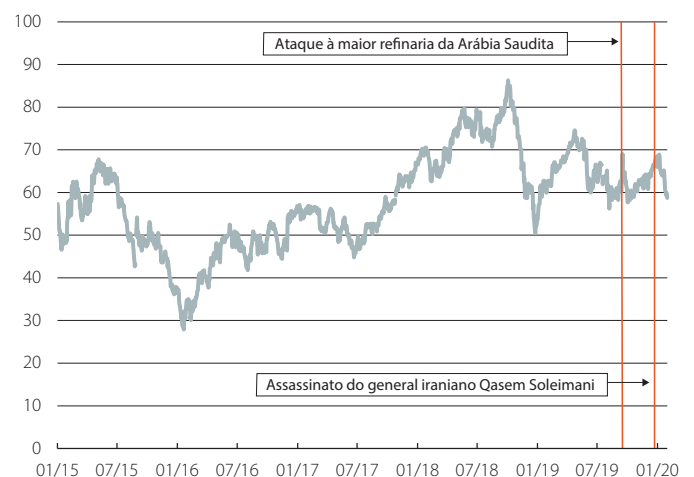
Índice (100 = janeiro 2018)



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

Preço do petróleo Brent

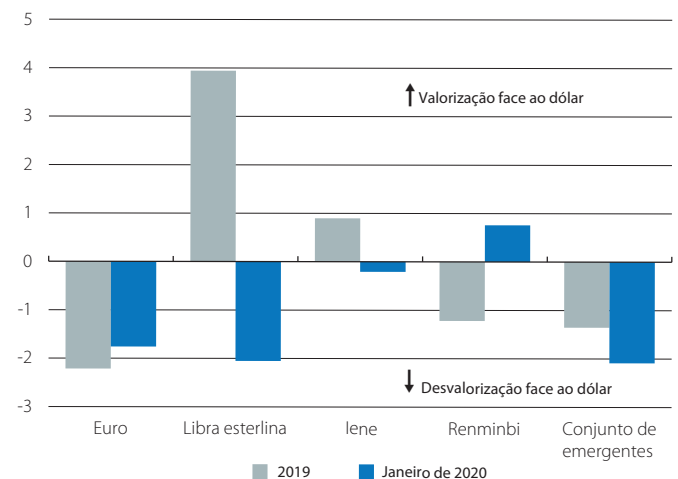
(Dólares por barril)



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

Moedas internacionais face ao dólar

Variação (%)



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

BCE e Fed: dois mandatos, um objetivo

- O BCE e a Fed iniciaram um processo de revisão da sua estratégia cujos resultados serão publicados ao longo de 2020. Algumas mudanças estruturais nas economias avançadas, como a queda da taxa de juro de equilíbrio ou o alisamento da curva de Phillips, motivaram esta revisão.
- Apesar de não prevermos mudanças disruptivas, é provável que a Fed reforce a simetria da sua meta de inflação e o BCE adote um modelo semelhante, com o objetivo de sustentar as expectativas de inflação.

Christine Lagarde anunciou formalmente em janeiro uma revisão estratégica da política monetária do BCE. Nos EUA, a Fed iniciou este mesmo processo no início de 2019, sendo que as duas instituições preveem publicar as suas conclusões entre meados e final de 2020¹. Poderiam aumentar as suas metas de inflação (por exemplo, até 4%)? E incorporar novas ferramentas de política monetária (como a ampliação da compra de ativos)?

O que pode mudar nesta revisão... e o que não

Para analisar as análises estratégicas da Fed e do BCE, devemos distinguir entre o mandato e o objetivo dos bancos centrais. Por um lado, **os seus mandatos são determinados pelo Congresso dos EUA e o Tratado da UE, respetivamente, elemento que nem a Fed nem o BCE podem alterar**². Por exemplo, no caso do BCE, o artigo 105 do Tratado atribui-lhe assegurar principalmente a estabilidade dos preços e, no caso da Fed, o Congresso confia-lhe a estabilidade dos preços, o máximo emprego e taxas de juro moderadas a longo prazo.

Por outro lado, o objetivo de um banco central requer a interpretação quantitativa deste mandato, sendo aqui onde a instituição monetária possui espaço de manobra. Por exemplo, após uma primeira revisão estratégica em 2003, o BCE passou de definir o seu objetivo de estabilidade de preços como uma inflação «abaixo de 2%» para «abaixo, mas cerca de 2% a médio prazo».

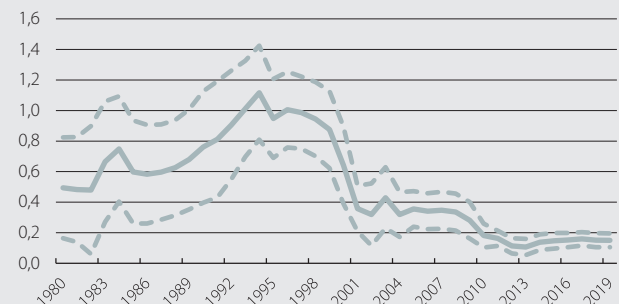
Porque é que os dois bancos centrais reviram agora a sua estratégia?

Diferentes transformações estruturais alteraram o ambiente económico e a capacidade dos bancos centrais de agir. Em primeiro lugar, **a queda da taxa de juro de equilíbrio nas principais economias avançadas**³ aumenta a probabilidade de ir ao encontro da taxa de juro mínima factível (*effective lower bound*) e reduz o espaço de manobra dos bancos centrais para estimular a economia em recessões futuras.

Em segundo lugar, **a relação entre o desempenho da atividade e a taxa de inflação diminuiu**, conforme ilustra o

EUA: sensibilidade da inflação à taxa de desemprego

Coefficiente

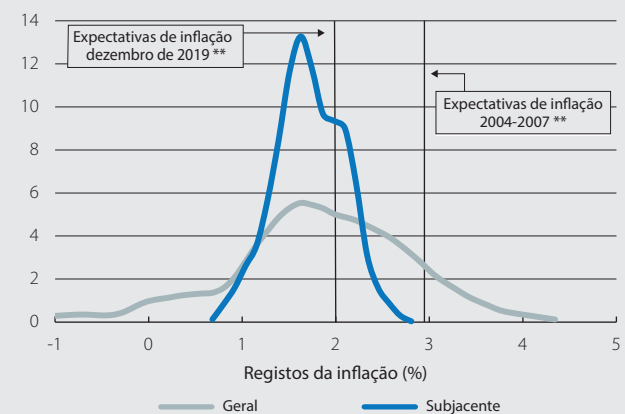


Nota: Mostramos a evolução do coeficiente β_1 da equação $\pi_t = \beta_0 - \beta_1 * slack_t + \beta_2 * \pi_{t-1} + u_t$, onde $slack_t$ é a diferença entre a taxa de desemprego e a taxa de desemprego de equilíbrio de acordo com o Congressional Budget Office, π_t é a inflação do IPC e u_t é um termo de erro. Os dados são anuais e cada ponto é a estimativa da equação com os dados dos 20 anos anteriores ao ano mostrado. As linhas a tracejado mostram um desvio padrão da estimativa de β_1 .

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg e da Reserva Federal de St. Louis.

EUA: distribuição dos registos da inflação *

Frequência (%)



Notas: * Inflação de acordo com o Personal Consumption Expenditure (PCE) e com dados entre 2000 e 2019. ** Expectativas de acordo com os swaps de inflação 5y5y.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do U.S. Bureau of Economic Analysis e da Bloomberg.

primeiro gráfico para o caso dos EUA. As razões são diversas⁴, entre elas a diminuição das margens empresariais, o impacto da globalização (que aumenta a proporção de bens e serviços importados) e a incerteza em torno do grau de saturação do mercado de trabalho. De facto, neste último ponto, vários estudos mostram que as dinâmicas da taxa de inflação na Zona Euro são melhor explicadas

4. Draghi, M. (2018). «Monetary policy in the euro area». Discurso proferido em Sintra.

1. O Banco da Inglaterra e o Banco do Canadá também deram início a uma revisão das suas estratégias.

2. Neste sentido, é pouco provável que o processo implique a incorporação da estabilidade financeira dentro do mandato.

3. Esta queda deve-se a fatores como o envelhecimento, menor crescimento da produtividade ou maior aversão ao risco. Ver o Dossier «O futuro das condições financeiras: mudança de paradigma?» no IM02/2019.

quando consideramos medidas mais amplas em termos de desemprego⁵. Além disso, neste contexto, **as expectativas de inflação tornaram-se muito mais importantes para determinar a taxa de inflação.**

Estas transformações contribuem para explicar o **constante incumprimento das metas de inflação da Fed e do BCE nos últimos anos** (desde 2012 que a meta não é atingida na Zona Euro) e causaram uma queda nas expectativas de inflação (ver o segundo e terceiro gráfico), reforçando a necessidade de rever as estratégias de política monetária após a turbulência económica da última década ter sido ultrapassada.

As perguntas às quais darão resposta

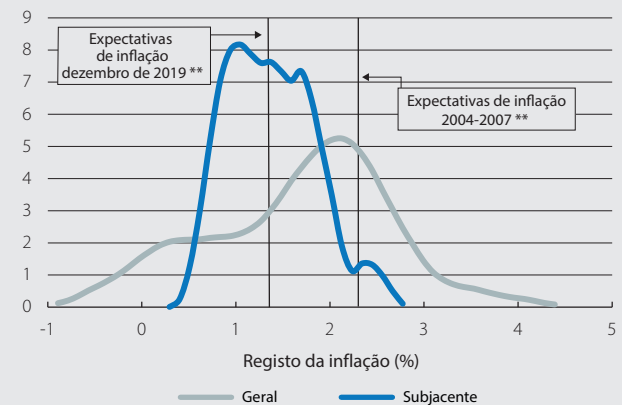
Em primeiro lugar, **a meta de inflação deve ser redefinida?** Face aos registos baixos dos últimos anos, foi defendido um aumento dos objetivos (a fim de aumentar as expectativas de inflação) e uma diminuição (aceitando que a inflação é estruturalmente mais baixa). No entanto, os bancos centrais dificilmente quererão assumir a perda de credibilidade que implicaria mudar o objetivo quando não são capazes de o alcançar. Assim, é provável que mantenham as metas de inflação de 2% e incorporem alguma pequena recalibração. Por um lado, a Fed anunciou que manterá o objetivo de 2% do PCE, mas estudará se é possível refiná-lo com regras que procurem compensar desvios anteriores de cerca de 2% (por exemplo, definir o objetivo em matéria de nível dos preços ou uma média de 2% da inflação num determinado período).

Por sua vez, a definição do BCE (abaixo, mas cerca de 2%) foi criticada por não ser esclarecedora (quão cerca de 2%?) e possui uma tendência de baixa (de facto, desde 2000 que mais de 60% dos registos da taxa de inflação foram inferiores a 2%). Assim, **o BCE poderia reajustar a meta de inflação para especificar que é uma meta simétrica de cerca de 2%.** Além disso, manter a referência de 2% (em vez de a especificar numa décima, por exemplo, 1,9%) manteria uma certa indefinição no objetivo, dando flexibilidade ao BCE⁶.

Da mesma forma, também pode ser necessário que **ambos os bancos considerem se os seus índices de referência medem corretamente a inflação.** Problemas como a influência da globalização na formação dos preços ou a representatividade do cabaz de consumo (por exemplo, o IPCH captura o preço da habitação, essencialmente, através dos alugueres e com um peso de apenas 6,5%) são desafios que o banco central deve considerar.

Em segundo lugar, **precisam de mudar as ferramentas com as quais implementam a política monetária?** Ambos os bancos centrais adotaram medidas não convencionais após a Grande Recessão (compra de ativos e *forward guidance*) e podem tirar proveito das suas revisões para forma-

Zona Euro: distribuição dos registos da inflação *



Notas: * Inflação de acordo com o índice harmonizado de preços no consumidor e com dados entre 2000 e 2019. ** Expectativas de acordo com os swaps de inflação 5y5y.

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

lizar a sua incorporação ao conjunto de instrumentos disponíveis (o que lhes permitiria antecipar melhor as suas funções de reação). Também podem analisar maneiras de implementar a política monetária com maior eficácia. Por exemplo, em 2008 o BCE decidiu mudar a forma como oferecia liquidez a curto prazo e, desde então, que o faz com um sistema que vai ao encontro de todos os pedidos (*full allotment*). Por sua vez, a Fed, após decidir em janeiro de 2019 que operaria num contexto de reservas abundantes, poderia reajustar a maneira como utiliza as suas taxas de juro oficiais para influenciar melhor a meta de taxa de juro⁷.

Em terceiro lugar, **é necessário melhorar a comunicação da política monetária?** A comunicação é um aspeto em que possivelmente a Fed está mais avançada do que os restantes bancos centrais. Por este motivo, é de esperar que esta questão tenha uma presença maior na revisão do BCE, com propostas que o aproximem da sua congénere americana, como a introdução de votações regulares para aprovar decisões de política monetária ou a publicação das expectativas dos membros do BCE sobre as taxas de juro a longo prazo (especialmente relevantes para reduzir a incerteza no momento em que começar uma trajetória de aumentos das taxas de juro).

No entanto, **provavelmente nem a Fed nem o BCE serão muito disruptivos.** No que diz respeito ao BCE, a mudança mais significativa poderia ser uma redefinição da meta de inflação para um intervalo simétrico em torno de 2,0% (talvez 1,5%-2,5%). Da mesma forma, é improvável que a Fed abandone a atual meta de inflação e, possivelmente, opte por insistir ainda mais na simetria da meta de 2%. De qualquer forma, **ambos terão dado o primeiro passo para se adaptarem às mudanças do contexto económico** onde a incerteza é elevada, razão pela qual é possível que mais tarde, à medida que a sua compreensão em relação a estas mudanças estruturais melhore, ajustem as suas estratégias.

5. Ver o Focus «A inflação e os seus elementos determinantes: uma medida da nossa ignorância» na IM02/2018.

6. Ver Cœuré, B. (2019). «Monetary policy: lifting the veil of effectiveness». Discurso proferido em Frankfurt.

7. Ver o Focus «São as taxas de juro controladas pela Fed?» na IM09/2018.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2020 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,39	-0,38	-1	-1,0	-8,5
Euribor 12 meses	-0,28	-0,25	-4	-3,5	-17,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,60	-0,64	4	3,5	-7,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,67	-0,60	-7	-6,9	-8,9
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,43	-0,19	-25	-24,9	-60,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,24	0,47	-23	-23,3	-98,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,27	0,44	-18	-17,6	-137,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	1,75	0	0,0	-75,0
Libor 3 meses	1,75	1,91	-16	-15,7	-98,2
Libor 12 meses	1,81	2,00	-19	-19,0	-115,5
Dívida pública a 1 ano	1,42	1,57	-14	-14,3	-113,4
Dívida pública a 2 anos	1,31	1,57	-26	-25,6	-118,9
Dívida pública a 10 anos	1,51	1,92	-41	-41,1	-117,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2020 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	46	44	2	2,2	-24,5
Itraxx Financeiro Sénior	54	52	3	2,6	-32,2
Itraxx Financeiro Subordinado	115	114	1	1,2	-63,5

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,109	1,121	-1,1	-1,1	-3,2
EUR/JPY (ienes por euro)	120,170	121,770	-1,3	-1,3	-4,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,840	0,846	-0,7	-0,7	-4,1
USD/JPY (ienes por dólar)	108,350	108,610	-0,2	-0,2	-1,1

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	404,2	401,6	0,6	0,6	-2,1
Brent (\$/barrel)	58,2	66,0	-11,9	-11,9	-7,3
Ouro (\$/onça)	1.589,2	1.517,3	4,7	4,7	20,6

Rendimento variável

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.225,5	3.230,8	-0,2	-0,2	19,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.640,9	3.745,2	-2,8	-2,8	14,8
Ibex 35 (Espanha)	9.367,9	9.549,2	-1,9	-1,9	3,9
PSI 20 (Portugal)	5.252,0	5.214,1	0,7	0,7	2,7
Nikkei 225 (Japão)	23.205,2	23.656,6	-1,9	-1,9	11,6
MSCI emergentes	1.062,3	1.114,7	-4,7	-4,7	1,2