

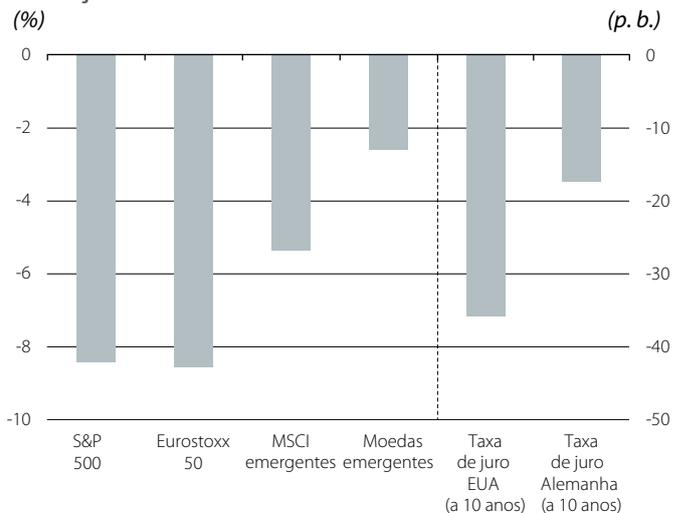
O coronavírus contagia os mercados financeiros

O coronavírus espalha-se pelos mercados financeiros. Tal como aconteceu no período final de janeiro, o coronavírus ganhou destaque no fluxo dos mercados financeiros e adicionou fortes doses de cautela no ânimo dos investidores. O seu contágio silencioso nos cinco continentes e o elevado grau de incerteza sobre as suas implicações económicas no mundo inteiro tornaram-se na principal fonte de volatilidade e risco nos mercados financeiros. Os fluxos de capital para ativos de refúgio, como o dólar, a dívida soberana dos EUA e da Alemanha e o ouro intensificaram-se nas últimas sessões do mês e foram uma punição severa para os ativos mais ligados ao ciclo económico, como as bolsas, as moedas emergentes e as matérias-primas. Paralelamente ao alerta sanitário, os resultados empresariais e os dados económicos começaram a mostrar os primeiros sinais de debilidade, principalmente na China, e ofuscaram a modesta melhoria da atividade empresarial e a confiança que os indicadores das economias avançadas ainda refletiam. Neste contexto, as atenções voltaram-se para o apoio dos bancos centrais. Na China, o banco central adotou diferentes medidas acomodáticas para atenuar os efeitos económicos da crise sanitária, enquanto a Fed cortou a sua taxa de juro objetivo em 50 p.b. e o BCE irá certamente anunciar medidas na reunião de março.

A incerteza sobre a procura afeta o preço das matérias-primas. O receio dos investidores de um abrandamento da procura (a China é o principal importador mundial de petróleo e consome 50% do total de metais industriais) provocou uma descida generalizada do preço das matérias-primas. Por um lado, o preço do barril de Brent caiu mais de 10% no conjunto do mês, impulsionado também pela redução das previsões de procura de petróleo elaboradas pela OPEP para o 1T 2020. Por outro lado, o preço dos metais industriais vinculados ao ciclo económico (entre os quais se destacam o cobre, o níquel e o zinco) caiu para níveis de há quatro anos atrás. No mercado cambial, a aversão ao risco e a incerteza sobre o desempenho da atividade nas economias emergentes aceleraram a desvalorização das suas moedas, intimamente ligada à evolução das suas exportações de matérias-primas, face às moedas consideradas ativo de refúgio (o dólar norte-americano, o franco suíço e o iene japonês).

Queda das taxas de juro soberanas. Devido à incerteza económica, os investidores refugiaram-se em ativos considerados seguros, efetuando um movimento conhecido como *flight to quality* (fuga para a qualidade). Como ocorreu em ocasiões anteriores, procuraram refúgio na dívida soberana dos EUA e da Alemanha, provocando uma descida acentuada nas taxas de juro a 10 anos, amplificada pela expectativa de um novo relaxamento da política monetária da Fed e do BCE. Nos EUA a taxa de juro dos *treasuries* caiu para níveis mínimos históricos. Além disso, a curva soberana reverteu novamente e a taxa de juro a 10 anos chegou a situar-se 17 p.b. abaixo da taxa de juro a

Variáveis financeiras selecionadas: variação em fevereiro de 2020



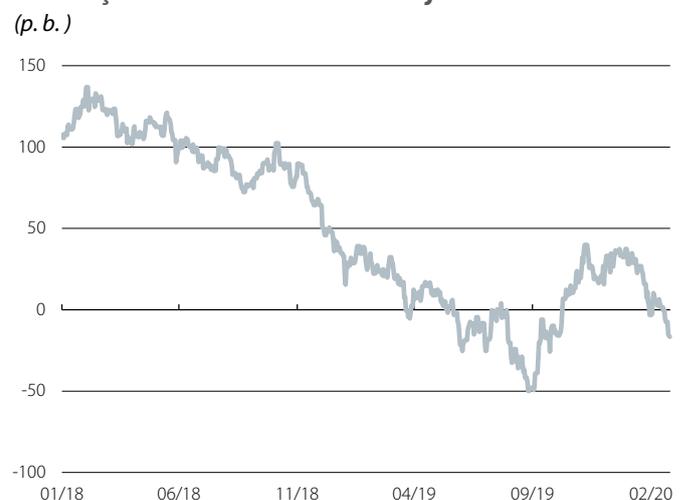
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preço do petróleo Brent e dos metais industriais



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

Inclinação da curva das taxas de juro: EUA



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

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

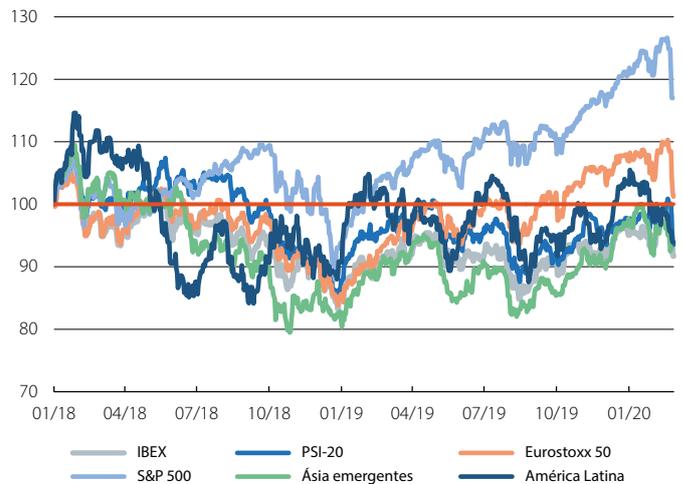
3 meses, um facto que tradicionalmente antecipava a entrada dos EUA em recessão entre 6 e 18 meses depois. Na Alemanha, as taxas de juro também caíram para os níveis mais baixos do ano e aproximaram-se dos valores mínimos históricos registados no verão passado. Por outro lado, os prémios de risco da periferia da Zona Euro foram envolvidos em fluxos para ativos de menor risco e fecharam o mês com expansões significativas após o aumento das infeções por vírus em Itália e Espanha.

As bolsas registam as piores quedas dos últimos anos. No contexto descrito, o aumento da aversão ao risco por parte dos investidores significou um castigo severo para as bolsas de valores, que no início da crise sanitária amorteceram a incerteza com descidas moderadas. No entanto, em fevereiro, o maior avanço da epidemia foi acompanhado pelo aviso de importantes empresas de tecnologia sobre o efeito negativo do vírus nas suas cadeias de fornecimentos provenientes da China e, portanto, nos seus benefícios. Devido à deterioração do sentimento de investimento, os principais índices bolsistas nas economias avançadas sofreram fortes perdas (S&P 500 -8,4% e EuroStoxx 50 -8,6%). No caso da Europa, não era observada uma correção mensal desta dimensão desde 2011, enquanto no caso dos EUA é preciso voltar à queda de dezembro de 2018 (-9,2%) e, antes disso, à de maio de 2010. No entanto, as valorizações da bolsa continuam em níveis relativamente altos e, após as quedas de fevereiro, o S&P 500 e o Eurostoxx 50 encontram-se em níveis do passado mês de outubro e agosto, respetivamente.

Os mercados analisam o apoio que os bancos centrais podem oferecer. Na China, o banco central assumiu um papel ativo na tomada de decisões para enfrentar o impacto económico do coronavírus. Especificamente, cortou em 10 p.b. a taxa de juro da facilidade de depósito a médio prazo e as taxas de juro *repo*, efetuou diversas injeções de liquidez, com o objetivo de atenuar os efeitos negativos da paralisação da atividade no país. Por outro lado, nas economias avançadas os bancos centrais mostraram inicialmente receio em agir contra o coronavírus, reconhecendo o risco da epidemia, mas reafirmando que os indicadores de atividade continuavam favoráveis. No entanto, com a intensificação de novos casos de coronavírus fora da China e a forte turbulência que começou a abalar os mercados financeiros, no final do mês, a Fed, o BCE e os restantes bancos centrais avançados deram um passo em frente, dando a entender que em março anunciarão um novo relaxamento das suas políticas monetárias. De facto, no caso da Fed, a mesma já anunciou – com carácter de urgência – um corte nas taxas de juro de referência em 50 p.b., para o intervalo de 1,00-1,25% (no fecho do mês, as cotações financeiras refletiam a expectativa de um corte de 100 p.b. no conjunto do ano). Por sua vez, o BCE possui uma margem muito menor para reduzir ainda mais as taxas de juro (os mercados financeiros refletiam a expectativa de apenas um corte de 10 p.b.), mas poderia concentrar o apoio maior em aplicar medidas que garantam uma liquidez ainda mais abundante, com o objetivo de evitar que o coronavírus possa afetar aquelas empresas solventes que devido a perturbações na cadeia produtiva apresentem problemas de liquidez.

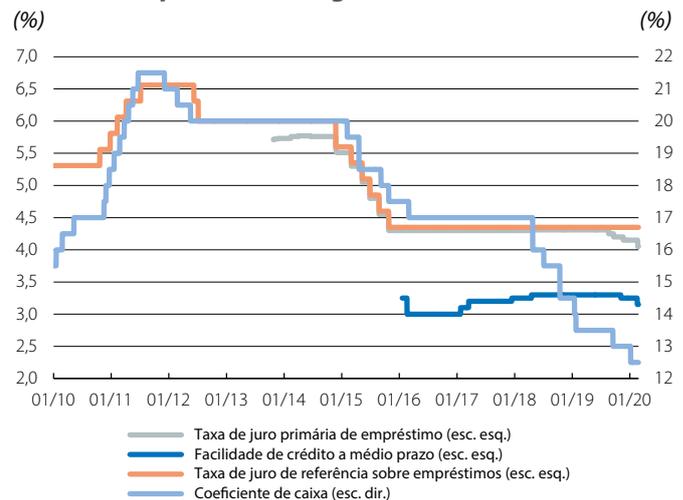
Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2018)



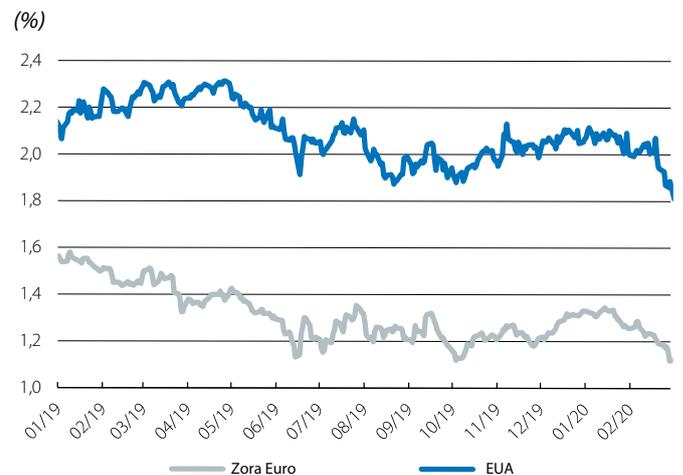
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais taxas de juro da China e o coeficiente de reservas para a banca grossista



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

Expectativas de inflação do mercado para a Zona Euro e EUA



Nota: Forward de inflação de 5 em 5 anos.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

O custo das taxas de juro negativas: o caso do Riksbank

• A experiência do Riksbank fez sobressair as dúvidas sobre as taxas de juro negativas: apesar do agravamento das perspetivas económicas da Suécia, o banco aumentou a taxa de juro de $-0,25\%$ para 0% no passado mês de dezembro.

A entrada do BCE no campo de taxas de juro mais negativas coexiste com a questão de saber se esta política é eficaz. Partindo da teoria, não existem regras contrárias às taxas de juro (ligeiramente) negativas, que podem transmitir-se para a economia da mesma forma que as positivas¹. No entanto, a experiência do banco central sueco (Riksbank) ilustra que, na prática, existem dúvidas sobre a sua eficácia.

2019 na Suécia: o contexto económico deteriora-se... e o Riksbank aumenta as taxas de juro

A 19 de dezembro de 2019, o Riksbank aumentou a sua taxa de juro de $-0,25\%$ para 0% . Em parte, este aumento (e o que ocorreu em dezembro de 2018 de $-0,50\%$ para $-0,25\%$) foi uma reação que surgiu (voluntariamente) tarde: a saúde interna da economia sueca suportou os aumentos das taxas de juro em 2017 e 2018. Contudo, após um longo período com uma taxa de inflação baixa, o Riksbank optou por estender um pouco mais a política monetária acomodatória. No entanto, é significativo que o mesmo tenha aumentado a taxa de juro agora, num contexto de deterioração das perspetivas económicas (ver o primeiro gráfico)². Isto sugere que, pelo menos em parte, a decisão reflete dúvidas sobre a eficácia das taxas de juro negativas. De facto, numa amostra relativamente explícita destas dúvidas, alguns membros do Riksbank declararam que não consideravam recomendável permanecer em terreno negativo se a situação não o tornasse estritamente necessário³.

Dúvidas sobre as taxas de juro negativas

O Riksbank estava em terreno negativo desde 2015, e uma das razões reconhecidas para regressar aos 0% é precisamente o tempo: não é o mesmo operar com taxas de juro negativas durante um curto período do que prolongar este contexto durante muitos anos. Se, por exemplo, a compressão das margens dos juros persistir, a mesma poderá acabar por afetar as posições de capital do sistema financeiro, aumentar o custo do acesso ao crédito para as famílias e empresas e provocar um efeito de contração na economia.

Os bancos centrais que implementaram taxas de juro negativas argumentam que o efeito líquido das suas medidas tem sido positivo até agora. No entanto, alguns estudos documentam a existência de efeitos adversos nalguns segmentos da economia. No caso da Suécia, Eggertsson e co-autores⁴ detetam uma quebra na transmissão

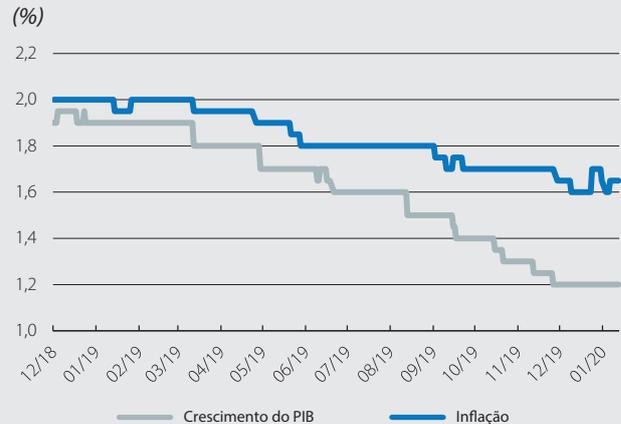
1. O dinheiro em numerário, que oferece uma taxa de juro de 0% , limita as taxas de juro negativas. Contudo, os riscos e custos de armazená-lo fisicamente permitem a implementação de taxas de juro ligeiramente negativas.

2. A deterioração foi generalizada a nível mundial, embora existam sinais de maturidade do ciclo idiossincrático da Suécia (como a desaceleração do mercado imobiliário ou o aumento do desemprego desde o início de 2018).

3. Nas palavras de Henry Ohlsson, «it is a good idea not to have negative interest rates unless it is quite necessary to have them» ou de Stefan Ingves, «a zero policy rate is a better vantage point than a negative policy rate».

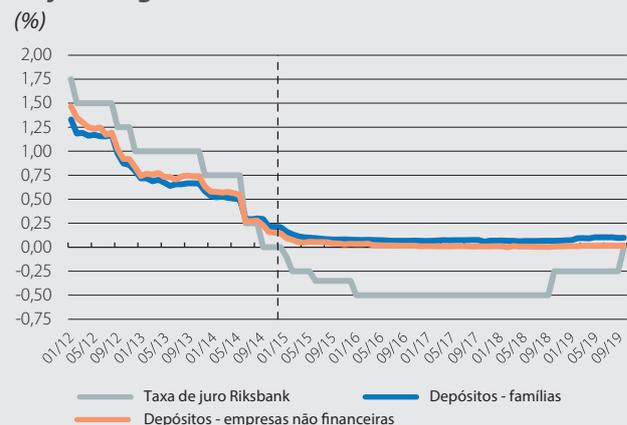
4. Eggertsson, G. B. et al. (2019), «Negative nominal interest rates and the bank lending channel». Documento de trabalho 25416 do National Bureau of Economic Research.

Suécia: evolução das previsões para 2020



Nota: Previsões de acordo com o consenso da Bloomberg.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Suécia: taxas de juro antes e depois das taxas de juro negativas



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

da política monetária: quando o Riksbank entrou em terreno negativo, as taxas de juro dos depósitos deixaram de responder aos cortes do banco central (ver também o segundo gráfico), enquanto as taxas de juro dos empréstimos também perderam sensibilidade e, nalguns casos, até aumentaram⁵.

O banco central sueco foi pioneiro em sair do terreno negativo, mas isto não significa abandonar uma política monetária acomodatória. O Riksbank declara publicamente que espera manter as taxas de juro em níveis baixos durante um longo período. O aumento nas taxas de juro de dezembro não provocou tensões nas expectativas de mercado que também sugerem a continuidade de uma política monetária acomodatória nos próximos trimestres.

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

5. O aumento no custo do crédito é mais provável quando as instituições dependem mais dos depósitos como fonte de financiamento.

Taxas de juro (%)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,42	-0,39	-3	-4,1	-11,4
Euribor 12 meses	-0,31	-0,28	-3	-6,2	-20,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,72	-0,60	-12	-8,5	-19,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,77	-0,67	-10	-16,8	-26,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,61	-0,43	-17	-42,2	-79,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,28	0,24	5	-18,6	-91,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,35	0,27	9	-8,9	-113,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	1,75	0	0,0	-75,0
Libor 3 meses	1,46	1,75	-29	-44,6	-113,6
Libor 12 meses	1,38	1,81	-43	-61,5	-149,8
Dívida pública a 1 ano	1,01	1,42	-41	-55,7	-153,5
Dívida pública a 2 anos	0,91	1,31	-40	-65,6	-164,0
Dívida pública a 10 anos	1,15	1,51	-36	-76,9	-160,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	64	46	18	20,2	1,7
Itraxx Financeiro Sénior	76	54	21	23,9	-0,2
Itraxx Financeiro Subordinado	157	115	42	43,5	1,7

Taxas de câmbio

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
EUR/USD (dólares por euro)	1,103	1,109	-0,6	-1,7	-3,0
EUR/JPY (ienes por euro)	118,990	120,170	-1,0	-2,3	-6,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,860	0,840	2,4	1,7	0,0
USD/JPY (ienes por dólar)	107,890	108,350	-0,4	-0,7	-3,6

Matérias-primas

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Índice CRB de matérias primas	395,1	404,2	-2,2	-1,6	-4,5
Brent (\$/barril)	50,5	58,2	-13,1	-23,5	-22,4
Ouro (\$/onça)	1.585,7	1.589,2	-0,2	4,5	22,6

Rendimento variável

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
S&P 500 (EUA)	2.954,2	3.225,5	-8,4	-8,6	5,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.329,5	3.640,9	-8,6	-11,1	0,5
Ibex 35 (Espanha)	8.723,2	9.367,9	-6,9	-8,6	-5,9
PSI 20 (Portugal)	4.765,7	5.252,0	-9,3	-8,6	-9,0
Nikkei 225 (Japão)	21.143,0	23.205,2	-8,9	-10,6	-2,1
MSCI emergentes	1.005,5	1.062,3	-5,3	-9,8	-4,4