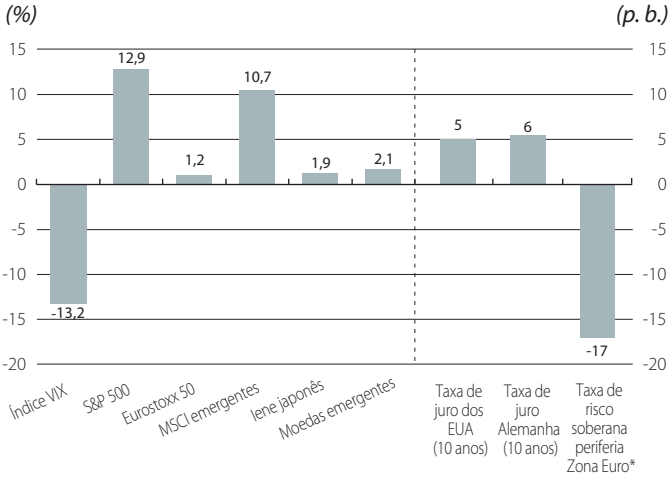
Um verão particularmente tranquilo nos mercados financeiros

A recuperação económica alimenta o apetite pelo risco. Num contexto de reativação da atividade e de apoio às políticas económicas de recuperação, por um lado, mas de aparecimento de novos surtos de COVID-19 e de moderação em termos de melhoria da mobilidade, por outro, durante os meses de julho e agosto o sentimento dos investidores pautou-se, geralmente, pelo otimismo, tendo propiciado um verão relativamente ameno nos mercados financeiros. Assim, a continuidade na recuperação do apetite pelo risco favoreceu o desempenho dos ativos de risco (com ganhos generalizados das bolsas, recuperação dos preços das matérias-primas e redução dos prémios de risco, tanto soberanos como das empresas) e diminuiu a pressão sobre os ativos de refúgio com a eclosão da pandemia (como o dólar norte-americano que na primavera valorizou fortemente, ou as obrigações soberanas dos EUA e da Alemanha). No entanto, na reta final de agosto, com o fim do período de férias, o sentimento dos investidores tornou-se mais prudente e suscetível às infeções por COVID-19, tendo sido registadas algumas sessões de volatilidade e retrocessos nos ativos de risco.

Bolsas em alta, especialmente nos EUA onde os níveis pré-pandemia estão a recuperar. A tendência otimista dos investidores refletiu-se na recuperação geral das principais bolsas mundiais durante os meses de julho e agosto. De uma forma geral, a melhoria foi impulsionada pelas cotações de setores mais sensíveis ao ciclo económico e, por regiões, destaque para o forte impulso da China (onde a atividade económica recuperou fortemente) e dos EUA (favorecido pelas cotações de empresas de tecnologia e comércio eletrónico). Nos dois países, os índices encerraram o mês de agosto superando confortavelmente os níveis pré-pandemia e com novos máximos anuais. Por outro lado, apesar de terem sido registados ganhos no conjunto da Europa, no final de agosto as bolsas europeias mantiveram uma tendência mais heterogénea, acumulando ainda perdas significativas em relação ao final de 2019. Num dos extremos, a queda do Ibex 35 espanhol em comparação com o início do ano foi de cerca de –30%, enquanto, no outro extremo, o DAX alemão encerrou o mês de agosto apenas 2% abaixo do fecho de 2019. Num ponto intermédio, as perdas que ainda afetavam Itália, França e Portugal no final de agosto eram de cerca de –15%. Da mesma forma, foi registada uma tendência geral ascendente entre os mercados emergentes, mas com um desempenho muito mais positivo na Ásia (índice MSCI +12,5% desde o final de junho e +7,2% no decorrer deste) do que na América Latina (+3,7% e –33,7%, respetivamente). Além disso, entre os países emergentes frágeis, destaque para o fraco desempenho das cotações turcas (Bolsa de Istambul –7,4% no acumulado de julho e agosto).

As moedas estão a recuperar face ao dólar. Com a significativa exceção da lira turca (que desvalorizou cerca de 7% desde o final de junho), a tendência geral dos mercados cambiais foi positiva e a melhoria do sentimento conduziu a uma recuperação da maior parte das moedas face ao dólar norte-americano. Este avanço foi generalizado entre as moedas emergentes, embora com valores relativamente comedidos, enquanto a valorização das moedas das economias desenvolvidas foi muito acentuada (euro +6%,

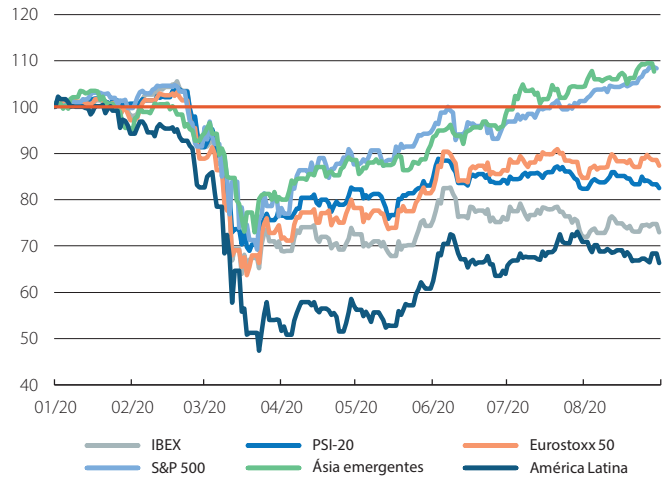
Variáveis financeiras selecionadas: variação entre 30 de junho e 31 de agosto de 2020



Nota: ** Média ponderada de Espanha, Itália e Portugal.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

Principais bolsas internacionais

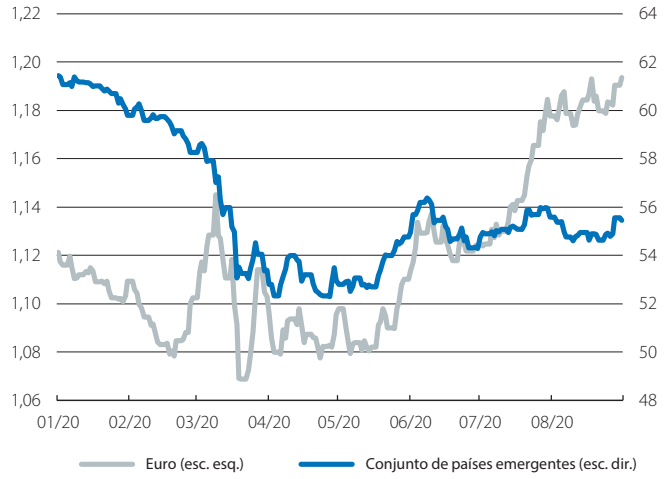
Índice (100 = janeiro 2020)



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

Moedas internacionais face ao dólar

(Dólares por euro) *Índice*



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

libra esterlina +8% e iene +2%). De facto, enquanto estas moedas avançadas atingiam valores máximos anuais, no final de agosto as moedas emergentes apresentavam ainda uma desvalorização significativa em comparação com o início do ano.

A melhoria do sentimento alavanca as matérias-primas. Na mesma linha, os mercados de matérias-primas registaram uma recuperação generalizada das cotações durante o verão, observada tanto nas matérias-primas energéticas como nos produtos agrícolas e metais. No mercado de petróleo, o barril de Brent também beneficiou dos cortes da OPEP e dos seus parceiros (de acordo com o estabelecido para acomodar a recuperação da economia global, em agosto a produção caiu, de 9,7 milhões de barris diários para 7,7) tendo o seu preço aumentado para cerca de 45 dólares. Além disso, devido à reativação da procura, os inventários de petróleo acumulados começaram a diminuir. No entanto, permanecem em níveis elevados (por exemplo, nos EUA, 15% acima da média dos últimos cinco anos) e deverão servir para amortecer possíveis picos de procura e atenuar os seus impactos nos preços.

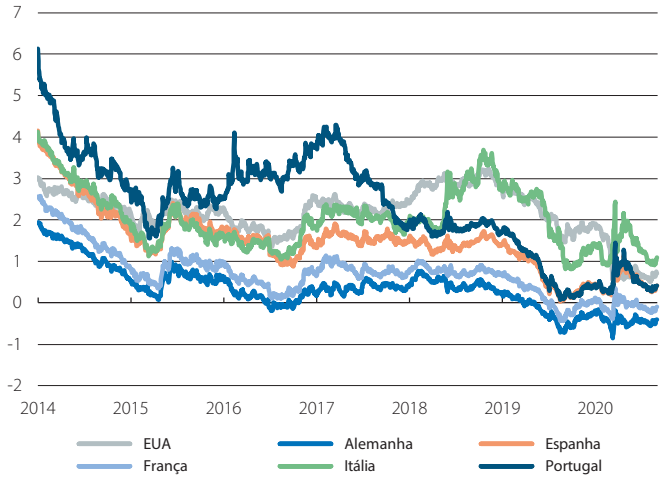
As taxas de juro estão ancoradas em níveis baixos. A melhoria do apetite pelo risco levou a uma certa recuperação das taxas de juro de dívidas soberanas consideradas mais seguras, como a dos EUA e da Alemanha, com as curvas a ganharem alguma inclinação. De qualquer forma, as taxas de juro permanecem em níveis muito mais baixos que no início do ano (as taxas de juro a 10 anos dos EUA e da Alemanha fecharam agosto 122 p.b. e 21 p.b., respetivamente, abaixo dos registos do final de 2019). Da mesma forma, os prémios de risco na Zona Euro continuaram a diminuir e aproximaram-se dos valores mais baixos do ano (na primavera tinham aumentado mais de 90 p.b. e 110 p.b. em Espanha e Portugal, respetivamente, e cerca de 150 p.b. em Itália).

A política monetária cimenta condições financeiras acomodatícias. As expectativas implícitas nas baixas taxas de juro cotadas no mercado sugerem um longo período de política monetária acomodatícia (no final de agosto, as taxas de juro implícitas não apresentavam movimentos de aumento de juros por parte da Fed antes de 2023 ou do BCE antes de 2024). Após a estabilização do ambiente financeiro, nas reuniões de julho os principais bancos centrais não alteraram a sua política monetária, mas reafirmaram que a mesma deve ser bastante acomodatícia para suportar a recuperação económica. Assim, embora a grande profundidade das medidas implementadas não faça prever anúncios significativos nas próximas reuniões, tanto a Fed como o BCE lembraram que estão dispostos a redobrar os seus esforços se a economia assim o precisar. Porém, por enquanto os bancos centrais deixaram de lado o seu papel de «apaga fogos» e colocaram o foco mais longe. Prova disso é que, no final de agosto, a Fed anunciou um reajustamento dos seus objetivos a longo prazo e do quadro estratégico que rege a sua política monetária. Por um lado, a Fed perseguirá uma taxa de inflação que, *em média ao longo do tempo*, é de 2%, tolerando períodos de inflação moderadamente superiores a 2% se forem precedidos de períodos com registos inferiores a 2%. Por outro lado, a Fed passa a avaliar o mercado de trabalho com um olhar assimétrico: em termos de *quanto abaixo* está em relação ao pleno emprego (até agora tinha-o vindo a fazer em termos de *desvios*, que podiam ser descendentes ou ascendentes). Além disso, destaque para a importância de se adotar uma visão «inclusiva» ao pensar no pleno emprego. No contexto atual, tudo isto sugere que a Fed manterá as taxas de juro baixas por mais tempo do que teria feito se o seu quadro estratégico anterior se mantiver.

Preço do petróleo Brent
(Dólares por barril)

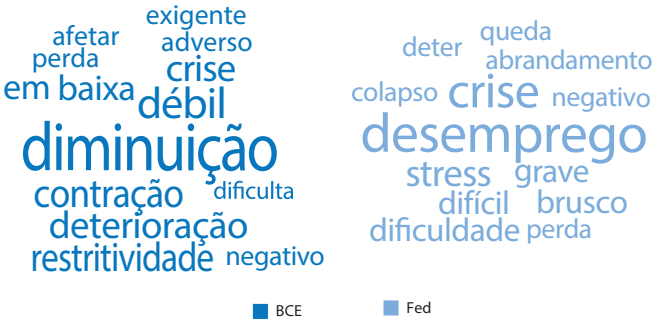
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos
(%)



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

Reuniões de julho: principais palavras negativas dos comunicados



Fonte: *BPI Research.*

Controlo da curva das taxas de juro: uma nova ferramenta para a Fed?

- **A Fed está a ponderar adicionar novos instrumentos à caixa de ferramentas do banco central. O controlo da curva das taxas de juro (*yield curve control* ou YCC) é uma alternativa a ser considerada.**
- **Apesar de ser uma ferramenta que apresenta riscos significativos, o Banco do Japão demonstrou que um banco central credível pode tornar o YCC um instrumento eficiente. Neste sentido, será uma alternativa relevante se a Reserva Federal dos EUA decidir adotar novas medidas.**

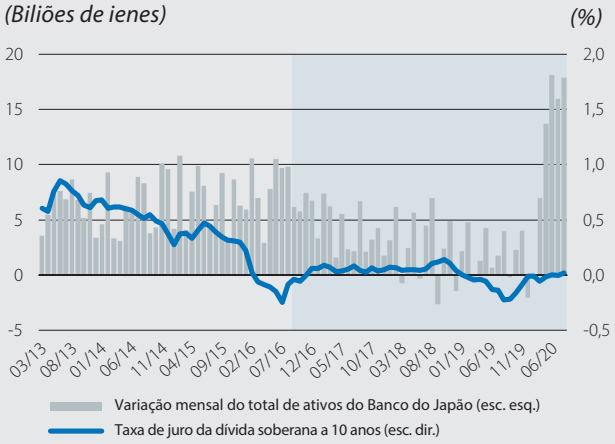
A resposta da Reserva Federal dos EUA à crise da COVID-19 foi rápida e vigorosa, com uma redução acentuada da taxa de juro de referência (–150 p. b.) e uma série de medidas destinadas a aumentar a liquidez, apoiar o crédito e ancorar um ambiente de baixas taxas de juro (linhas de *swaps* com outros bancos centrais, compras de dívida soberana e das empresas e programas de crédito para pequenas e médias empresas, entre outros). Mesmo assim, a situação continua a ser muito exigente. Se a Fed precisar de aumentar o estímulo, poderá optar por intensificar as medidas atuais, sendo que também foi considerada a opção de adotar novas ferramentas. Especificamente, foi aumentada a possibilidade de controlar diretamente a curva das taxas de juro, especialmente no intervalo médio/curto, conhecida como *yield curve control* ou YCC[1]. É esta uma alternativa plausível? Qual é a sua eficácia e quais são os riscos que isto implica?

O controlo direto da curva das taxas de juro ou YCC consiste em definir uma meta de taxa de juro para uma secção específica da curva das taxas de juro soberanas (por exemplo, obrigações a 3, 5 ou 10 anos) e comunicar a intenção de adquirir este tipo de ativos no montante necessário para manter a taxa de juro no nível desejado. Embora seja pouco convencional, esta ferramenta já foi utilizada algumas vezes. Em 1942, durante a Segunda Guerra Mundial, a Reserva Federal concordou com o Tesouro dos EUA em fixar temporariamente as taxas de juro para toda a curva das taxas de juro (enquanto a dívida soberana disparava devido ao financiamento da guerra). Por exemplo, inicialmente foi fixada a taxa de juro sobre o *treasury* a longo prazo em 2,5%, de sete a nove anos em 2% e de um ano em 0,875%. Mais recentemente, os bancos centrais do Japão e da Austrália também implementaram um esquema de controlo da taxa de juro soberana. Especificamente, o Banco do Japão manteve a taxa de juro soberana a 10 anos em 0% desde setembro de 2016, enquanto o seu homólogo australiano fixou, após o surto da pandemia da COVID-19, a taxa de juro a 3 anos em 0,25%.

O controlo da curva de taxa soberana pode ser muito eficiente...

Por um lado, com o YCC, a Fed poderá comunicar a sua política monetária de uma forma mais clara e transparente e transmitir maior segurança aos mercados financeiros. Por exemplo, enquanto as compras de ativos atuais ajudam a ancorar um ambiente de baixas taxas de juro, existe incerteza sobre o «quão baixas» a Fed quer que estas taxas de juro sejam – ou quanto tempo considera necessário para as manter baixas.

Japão: total de ativos do banco central e taxa de juro soberana a 10 anos



Nota: *A área a sombreado indica o período no qual o Banco do Japão utiliza o YCC. O recente aumento do balanço deve-se à resposta à crise económica provocada pela COVID-19.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

Por outro lado, o YCC tem o potencial de ser uma ferramenta mais eficiente que as compras de ativos atuais da Fed[2]. Especificamente, se os investidores estivessem convencidos da intenção e capacidade da Fed de definir uma taxa de juro num determinado nível, o banco central poderia atingir a sua meta com uma participação menos ativa no mercado de *treasuries* do que a atual. Tomemos o Banco do Japão como exemplo. Desde que anunciou o YCC, o Banco do Japão cumpriu razoavelmente bem a sua meta de manter a taxa de juro soberana a 10 anos em 0%, enquanto a dimensão do seu balanço aumentou muito mais gradualmente do que o fazia antes do YCC (ver o primeiro gráfico). Além disso, na Austrália (ver o segundo gráfico), desde que o banco central anunciou esta ferramenta, não foi necessário fazer compras de dívida soberana. Este aparente paradoxo deve-se ao efeito da credibilidade do banco central nos mercados: se os investidores

1. Uma alternativa seria implementar taxas de juro negativas mas a Fed tem sido muito clara ao expressar dúvidas sobre a utilização desta ferramenta.

2. Atualmente, a Fed anuncia o ritmo mensal de compra de ativos que pretende adquirir (cerca de 80.000 milhões de dólares).

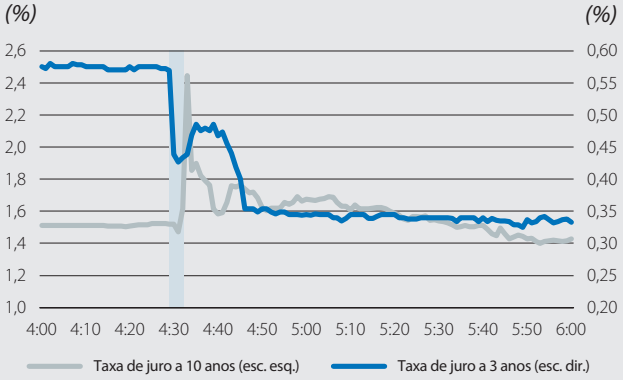
acreditarem, o banco central atuará com força para cumprir o objetivo definido, e as suas transações já estarão altamente condicionadas pela expectativa de que, no mercado, se verifique o preço que o banco central está a perseguir, razão pela qual não será necessária uma atuação tão forte. No entanto, esta é uma reflexão com dois lados. Para que não existam dúvidas sobre a credibilidade do YCC, a Fed deverá estar disposta e ser capaz de adquirir ativos de forma ilimitada[3], dado que em momentos de desconfiança poderá ser forçada a fazer muito mais compras do que as inicialmente previstas.

...contudo, é uma ferramenta arriscada

O YCC levanta algumas dúvidas[4], primeiro, sobre a independência do banco central. Na década de 1940, a Fed utilizou-o deliberadamente para reduzir o custo de financiamento do tesouro, uma situação que hoje em dia poderia levantar dúvidas sobre a independência do banco central. Segundo, o tamanho do balanço da Fed pode tornar-se mais volátil, sendo que a Fed poderá perder algum controlo sobre o mesmo. Especificamente, qualquer coisa que levante dúvidas sobre a disposição ou capacidade da Fed de implementar o YCC forçá-la-á a adquirir grandes volumes de dívida soberana para manter a sua meta da taxa de juro. Terceiro, o processo de retirada desta ferramenta também levanta questões. No início da década de 1950, quando a Fed deu por terminado o acordo com o Tesouro dos EUA, a saída do programa foi mais complexa do que o inicialmente previsto, tendo o Tesouro norte-americano (ou os contribuintes, afinal de contas) absorvido boa parte das perdas associadas[5]. Finalmente, num ambiente em que as taxas de juro soberanas já estão em níveis historicamente baixos (ver o terceiro gráfico), esta ferramenta não ofereceria um estímulo adicional muito significativo (embora pudesse funcionar como uma ferramenta comunicativa e proporcionar maiores certezas).

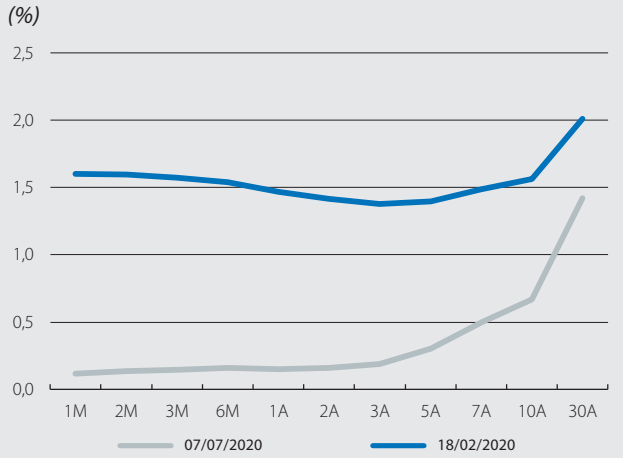
Em suma, esta ferramenta possui os seus prós e contras. A sua utilização nos EUA na década de 1940 foi um pouco turbulenta, tendo até ao momento a experiência no Japão sido razoavelmente positiva graças à credibilidade do banco central. Como a credibilidade é também uma palavra que caracteriza a Fed, a mesma poderia beneficiar das vantagens do YCC se o implementar no intervalo médio/curto da curva das taxas de juro[6].

Austrália: taxas de juro soberanas durante a reunião do banco central que teve lugar a 19 de março



Nota: *O comunicado do banco central foi publicado às 4:30, hora central europeia.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

EUA: curva das taxas de juro soberanas



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

3. A necessidade de que não haja limites de compras predefinidos sugere que é improvável que o BCE opte por aplicar o YCC na Europa. De facto, em maio, o Tribunal Constitucional alemão destacou a existência de limites predefinidos nos programas de compras do BCE como uma das garantias de que eles não implicam uma monetização da dívida soberana (proibida nos tratados).
4. Expressadas entre outras, na ata da reunião da Fed que decorreu entre 9 e 10 de junho de 2020.
5. Com a saída da Reserva Federal como detentora de obrigações soberanas, o preço das mesmas caiu, tendo deixado o saldo dos restantes detentores (principalmente instituições financeiras) numa posição comprometida, o que forçou o tesouro a atuar para apoiar estas mesmas instituições.
6. Diversos estudos indicam que o YCC é mais eficaz quando se concentra em taxas de juro a curto ou a médio prazo. O motivo é que, para ser credível, a taxa de juro estabelecida pelo YCC deverá ser consistente com a expectativa sobre as taxas de juro de referência futuras. Por exemplo, se for definida uma meta de X% para a taxa de juro soberana dos EUA a três anos, a meta X deverá ser coerente com a expectativa sobre a *fed funds rate* nos próximos três anos. Esta coerência é mais fácil de garantir com taxas de juro a curto e a médio prazo.

Taxas de juro (%)

	31-agosto	30-junho	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	**–0,48**	–0,42	–6	–9,4	–4,4
Euribor 12 meses	**–0,38**	–0,23	–16	–13,4	0,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	**–0,54**	–0,55	0	9,1	30,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	**–0,65**	–0,69	4	–5,1	27,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	**–0,40**	–0,45	6	–21,2	30,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	**0,41**	0,47	–6	–5,9	30,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	**0,42**	0,48	–5	–2,0	29,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	**0,25**	0,25	0	–150,0	–200,0
Libor 3 meses	**0,24**	0,30	–6	–166,8	–189,7
Libor 12 meses	**0,45**	0,55	–10	–155,1	–152,9
Dívida pública a 1 ano	**0,11**	0,15	–4	–145,4	–165,1
Dívida pública a 2 anos	**0,13**	0,15	–2	–143,8	–137,3
Dívida pública a 10 anos	**0,70**	0,66	5	–121,3	–79,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2020 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	**54**	67	–13	10,1	5,8
Itraxx Financeiro Sénior	**61**	80	–18	9,7	–0,2
Itraxx Financeiro Subordinado	**129**	167	–38	15,5	–5,8

Taxas de câmbio

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	**1,194**	1,123	6,2	6,4	8,7
EUR/JPY (ienes por euro)	**126,410**	121,240	4,3	3,8	8,2
EUR/GBP (libras por euro)	**0,893**	0,906	–1,4	5,5	–1,3
USD/JPY (ienes por dólar)	**105,910**	107,930	–1,9	–2,5	–0,3

Matérias-primas

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	**394,8**	360,1	9,6	–1,7	2,0
Brent ($/barril)	**45,3**	41,2	10,0	–31,4	–25,1
Ouro ($/onça)	**1.967,8**	1.781,0	10,5	29,7	29,4

Rendimento variável

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	**3.500,3**	3.100,3	12,9	8,3	19,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	**3.272,5**	3.234,1	1,2	–12,6	–4,5
Ibex 35 (Espanha)	**6.969,5**	7.231,4	–3,6	–27,0	–20,9
PSI 20 (Portugal)	**4.301,1**	4.390,3	–2,0	–17,5	–12,0
Nikkei 225 (Japão)	**23.139,8**	22.288,1	3,8	–2,2	11,8
MSCI emergentes	**1.101,5**	995,1	10,7	–1,2	11,9