

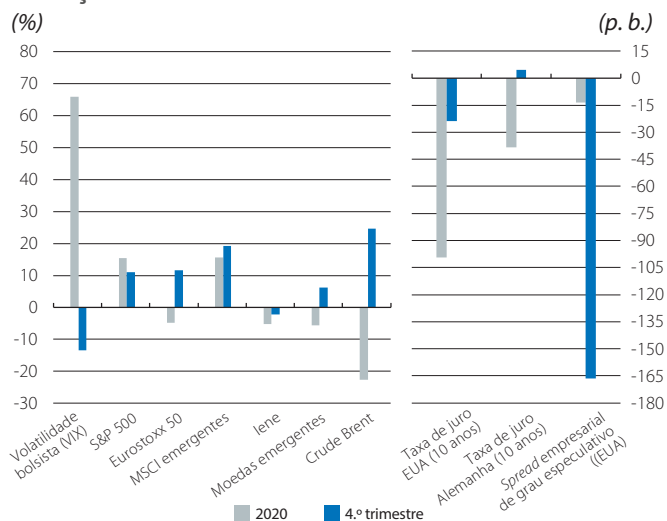
Um fim de ano otimista entre os investidores

Apetite pelo risco perante a esperança de um ano de 2021 de recuperação. Os investidores encerraram o ano dando continuidade à dinâmica ascendente que os mercados tinham acentuado em novembro. O seu desempenho foi favorecido pelo início das vacinações da COVID-19 a nível mundial, pelo desbloqueio do plano de recuperação europeu (Next Generation EU) e pela assinatura, na última semana de dezembro, do acordo comercial do *Brexit* e de um novo pacote de estímulo fiscal nos EUA. Além disso, nas respetivas reuniões de dezembro, os principais bancos centrais reafirmaram a intenção de manterem condições financeiras acomodáticas por um longo período. No seu conjunto, todos estes elementos alimentaram o otimismo e o apetite dos investidores por ativos de risco e com relação mais estreita com o ciclo económico. Assim, os mercados financeiros encerraram o ano com um mês de dezembro de subidas generalizadas nas bolsas, nos preços das matérias-primas e na maior parte dos câmbios-âncora das moedas em relação ao dólar. Esta dinâmica de subida trouxe avaliações relativamente elevadas que, por um lado, foram sustentadas na continuidade do apoio das políticas económicas e na expectativa de uma recuperação económica mais enérgica em 2021. Contudo, por outro lado, estas avaliações elevadas ressaltam também a vulnerabilidade do cenário financeiro global se as perspetivas económicas se deturparem. Assim, enquanto o início do processo de vacinação nivela o caminho da recuperação a médio prazo, a curto prazo as economias continuam a enfrentar um cenário de saúde muito exigente onde o sentimento investidor se manterá sensível à evolução da pandemia, ao apoio das políticas económicas e, a mais médio prazo, à emergência das cicatrizes que a COVID-19 possa deixar no tecido produtivo (destacam-se os riscos de um aumento das dívidas, incumprimentos, insolvências ou destruição de emprego).

As bolsas registam novas subidas. Num ano de quedas bolsistas históricas (em março a bolsa norte-americana sofreu a terceira pior sessão dos últimos 100 anos), as principais Bolsas de Valores terminaram o mês de dezembro com lucros generalizados. Além disso, índices como o MSCI global (All Country World), que inclui tanto países desenvolvidos como emergentes, ou o norte-americano S&P 500 conseguiram compensar as perdas da primavera e alcançaram, inclusivamente, novos máximos históricos em dezembro. Por sua vez, as bolsas europeias mostraram também um comportamento muito positivo no período final do ano, impulsionadas pela recuperação dos setores mais associados ao ciclo económico (como os setores da energia e financeiro). Além disso, os índices emergentes mostraram um bom desempenho (MSCI Emerging Markets +15,7% no 4T) alavancados especialmente pela recuperação das economias asiáticas.

O Brent supera a barreira dos 50 dólares. As expectativas em 2021 de maior atividade económica e do aumento da mobilidade de mercadorias e pessoas impulsionaram de forma generalizada os preços das matérias-primas, com aumentos mensais próximos de 10% nos índices agrícolas, de metais preciosos ou no próprio preço do petróleo. Especificamente, o barril de

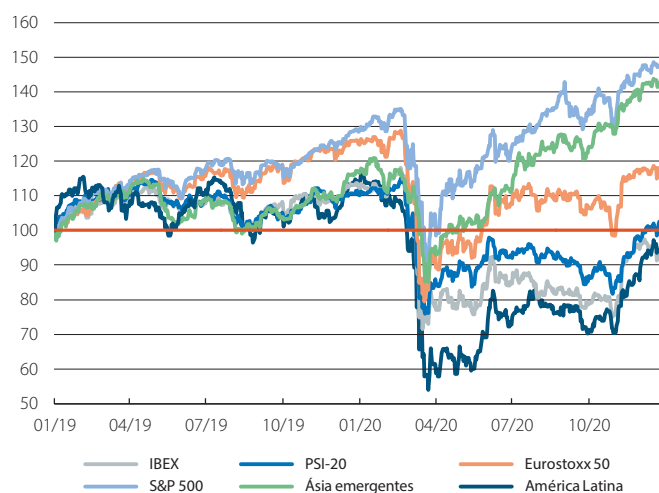
Variáveis financeiras selecionadas: variação em 2020 e no 4T 2020



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2019)



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

Petróleo: preço do barril de Brent

(Dólares por barril)



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

petróleo Brent continuou a escalada iniciada em novembro, tendo-se aproximado dos 52 dólares, o que pressupõe uma revalorização histórica de 160% desde o mínimo registado em abril. De facto, o preço do petróleo foi também apoiado pelas decisões da OPEP e dos seus parceiros, que em dezembro acordaram em aumentar a produção num valor muito inferior ao sugerido anteriormente (+500.000 barris diários a partir de janeiro, e com revisões mensais, relativamente às indicações iniciais de +2 milhões de barris por dia).

O BCE prolonga as medidas contra a COVID-19 além de 2021.

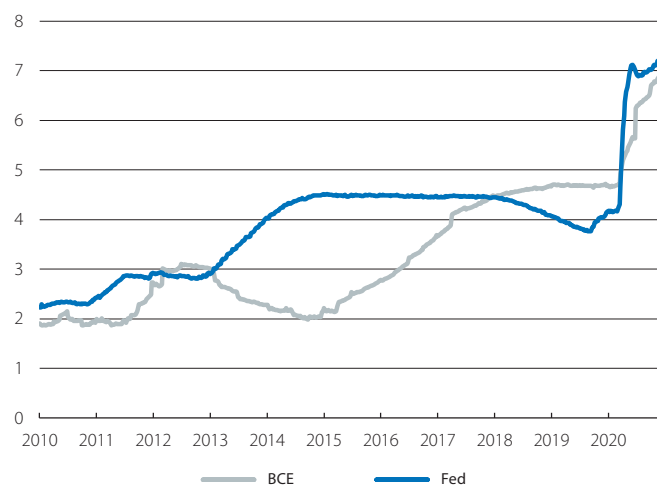
Em linha com o esperado, em dezembro o BCE relançou várias medidas para continuar a oferecer condições financeiras muito favoráveis e a encorajar a recuperação económica da Zona Euro. Entre elas, foi anunciada a extensão das compras líquidas do PEPP até, pelo menos, março de 2022 tendo sido aumentada a sua dotação em 500.000 milhões de euros até aos 1,85 biliões. Portanto, após terem sido gastos um pouco mais de 750.000 milhões em 2020, o PEPP entra em 2021 com uma capacidade de despesa restante de quase 1,1 biliões, aos quais se somam as compras líquidas do APP (20.000 milhões mensais). O BCE acordou também três novas injeções de liquidez TLTRO-III em 2021, com condições favoráveis que se prolongarão até junho de 2022 (ver todos os detalhes no Observatório BCE de 10 de dezembro). Neste contexto, nos mercados de rendimento fixo as taxas de juro e os prémios de risco soberano da Zona Euro mantiveram-se em níveis baixos, tanto nos países do núcleo como nos países da periferia.

A Fed fixa as compras de ativos em 2021. Da mesma forma que o BCE, a Fed reafirmou o seu compromisso em manter condições financeiras por um longo período. No entanto, nos o forte desempenho dos mercados (com as bolsas em máximos e uma volatilidade perto dos níveis mínimos da pré-pandemia) e a melhor resistência dos indicadores de atividade económica, somados às fortes medidas monetárias já em vigor, levaram a Fed a não adicionar estímulos adicionais. Assim, em dezembro a Fed manteve a taxa de juro de referência no intervalo de 0,00%-0,25%, as compras de ativos em 120.000 milhões mensais (80.000 em *treasuries* e 40.000 em MBS), tendo-se limitado a esclarecer que as compras se manterão pelo menos ao ritmo atual até existir um «progresso substancial adicional que vise as metas de máximo emprego e estabilidade de preços». Neste sentido, de acordo com o seu próprio quadro de previsões macroeconómicas, manter-se-ão até pelo menos ao final de 2021.

As moedas emergentes recuperam terreno face ao dólar. A melhoria do sentimento investidor em dezembro promoveu a transferência de fluxos de capital a partir de ativos de refúgio, como o dólar ou o iene, para outros ativos com rentabilidades mais atraentes, como as moedas de países emergentes. O conjunto destas moedas aumentou a sua valorização face ao dólar no decorrer do mês (+2,8%), com o peso chileno e a lira turca a protagonizarem as maiores subidas graças à melhoria dos seus cenários monetários internos e à recuperação da procura de matérias-primas. Nas economias avançadas, o euro prolongou a sua robustez até chegar aos 1,23 dólares, o nível mais alto dos últimos dois anos e meio, enquanto a taxa de câmbio da libra esterlina também valorizou fortemente (+2,6% face ao dólar) graças à assinatura do acordo comercial entre a UE e o Reino Unido.

Balanço dos bancos centrais

(Biliões de euros e dólares)



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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos

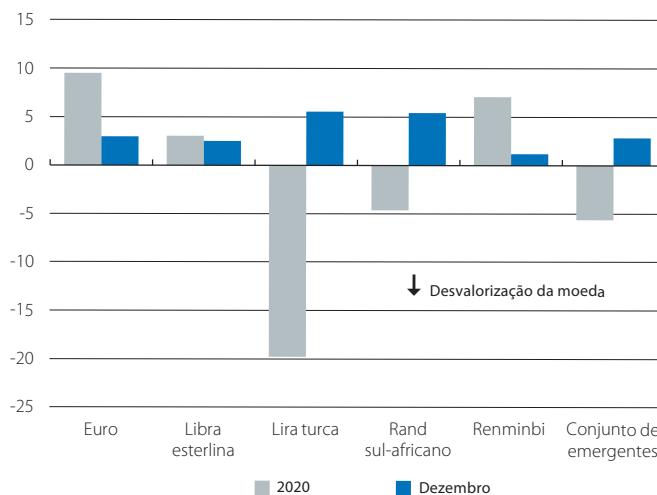
(%)



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

Moedas vs dólar

(%)



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

COVID-19 e risco-país na Zona Euro: desta vez é diferente!

- Com tudo o que a crise da COVID-19 implica em termos de queda do PIB e consequente aumento da dívida pública, deveremos observar um impacto mais persistente no risco-país. Contudo, isto não está a acontecer, em boa parte porque a política económica está a amortecer a transposição do choque da pandemia ao risco-país.
- A nossa análise mostra que, nos países mais afetados pela pandemia, o *rating* publicado situa-se numa posição intermédia entre o que se deduz dos CDS e o resultante dos fundamentos macroeconómicos.

A intuição diz-nos que um choque como o da COVID-19 deverá aumentar o risco-país, assim confirmam os dados. Como é possível observar no primeiro gráfico, o prémio dos CDS das obrigações soberanas a 5 anos¹ aumentou consideravelmente na fase culminante da primeira vaga do coronavírus numa vasta amostra de países com boa ou muito boa qualidade creditícia². Posteriormente, o risco-país foi-se reduzindo, fruto da menor incidência da pandemia e da tomada de medidas para apoiar a economia.

No entanto, nesta fase de remissão do risco-país surge uma dissonância: os países com grau de investimento da Zona Euro experimentaram uma descida ligeiramente mais significativa do risco-país, apesar de esta ser uma das regiões com maior incidência da pandemia. Por outras palavras, com tudo o que implica a crise da COVID-19 em termos de queda do PIB e consequente aumento da dívida pública, deveríamos observar um impacto mais persistente no risco por país, situação que não está a acontecer.

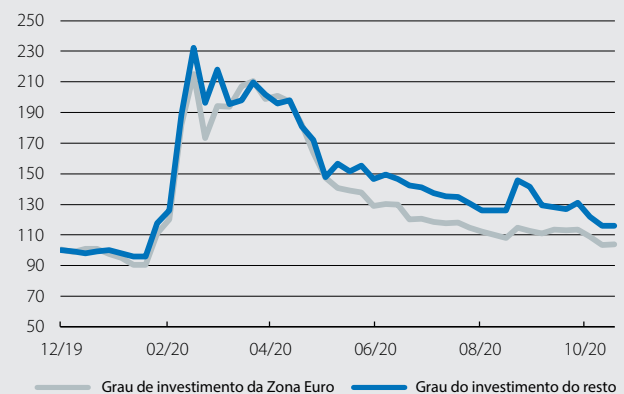
As datas são úteis para identificar que fatores provavelmente os investidores estão a ter em conta para lerem o risco-país da Zona Euro com uma visão mais positiva. A melhoria do diferencial da Zona Euro em risco-país é materializada em junho, logo após 27 de maio, dia em que a Comissão Europeia propôs a implementação de um ambicioso plano de recuperação a nível europeu, o Next Generation EU (NGEU). Além disso, este plano somava-se aos novos programas de compra de dívida pública lançados em março pelo BCE, que asseguravam que as necessidades de financiamento resultantes da pandemia poderiam ser cobertas. Assim, indiretamente, isto ajudou

1. O CDS (*credit default swap*, ou *swap* de risco de incumprimento, em português) é um derivado financeiro no qual o comprador paga um prémio periódico ao vendedor em troca de que este último assuma o risco de falta de pagamento de um ativo financeiro, no nosso caso obrigações soberanas a 5 anos. Neste sentido, quanto maior for o prémio dos CDS, maior é o risco de falta de pagamento recebido do ativo financeiro. Devido à sua natureza, no caso dos CDS sobre obrigações soberanas, quanto maior o risco do país ou risco soberano, maior será o prémio pago.

2. Com o objetivo de averiguar quais são os países que possuem grau de investimento, utilizamos um modelo próprio. Trata-se de um algoritmo (máquina de suporte vetorial) que a partir das relações históricas é capaz de atribuir uma nota creditícia a cada país segundo o valor do prémio dos CDS das suas obrigações a 5 anos. Baseando-nos neste algoritmo, os países com um CDS de 207 pontos, ou menor, equivalem a um grau de investimento. Esta metodologia possui a vantagem de integrar praticamente em tempo real informação que as agências podem demorar mais a recolher. No primeiro gráfico, na categoria «Grau de investimento restante» incluímos países da Europa não pertencentes à Zona Euro (12), da América (9), Ásia (14), África (1) e da Oceânia (1).

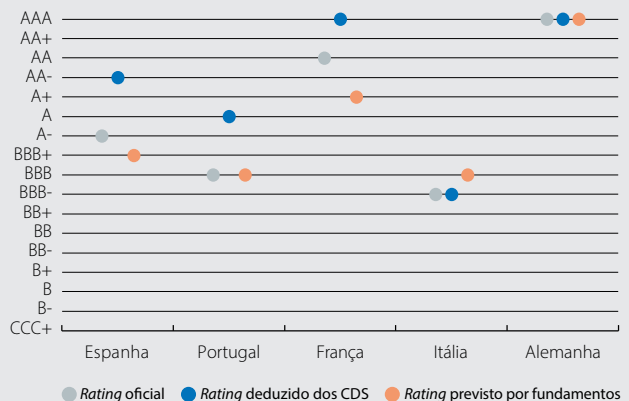
CDS a 5 anos

Média simples de dados semanais
(índice 100 = 27/12/2019)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream.

Zona Euro: rating publicado, deduzido dos CDS e previsto por fundamentos macroeconómicos no 3T 2020



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream e da Oxford Economics.

também a apaziguar as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública na Europa.

Portanto, o NGEU e o BCE parecem ser fatores relevantes para amortecer a transposição do choque da pandemia ao risco-país. Para discernir a importância destes elementos, estimamos que o *rating* baseado na evidência histó-

3. A 12 de março, o BCE anunciou uma dotação adicional de 120.000 milhões de euros para o programa APP (*Asset Purchase Programme*) a distribuir durante o ano de 2020, tendo a 18 de março anunciado o programa PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) dotado com um volume de 750.000 milhões de euros, também a distribuir durante o ano de 2020.

ca será coerente com a situação macroeconómica dos principais países da Zona Euro⁴ e comparamo-lo com o *rating* que se deduz dos prémios dos CDS soberanos com o *rating* publicado pela agência Fitch (ver o segundo gráfico).

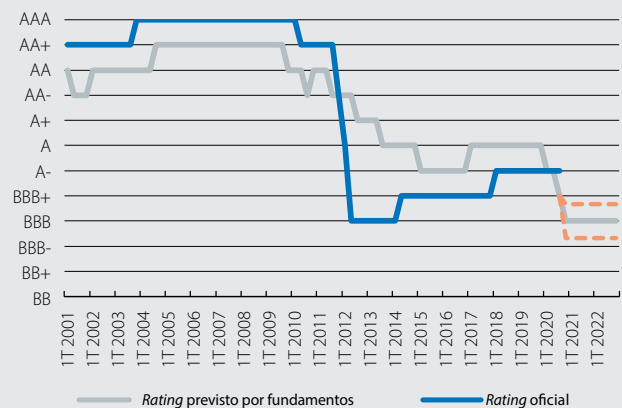
Desta comparação obtemos duas grandes conclusões. A primeira é que os mercados financeiros atualmente tendem a estabelecer uma melhor qualidade creditícia que a resultante dos fundamentos macroeconómicos. Este diagnóstico reforça o papel determinante do NGEU e do BCE como «amortecedores» do risco-país. Se os investidores estiverem a tratar apenas informação resultante da situação macroeconómica, terão um maior risco. É também significativa a repartição geográfica, dado que a discordância entre o *rating* descontado nos mercados e o coerente com os fundamentos macroeconómicos é mais notória nos países mais afetados pela pandemia, como a Espanha ou a França, e inexistente na Alemanha, um país que, de longe, registou a menor incidência entre os países que analisamos e que possui uma situação macroeconómica mais robusta. Portanto, a narrativa dos investidores será que nos estados mais afetados pela COVID-19 o impacto atenuante do NGEU e do BCE é maior: nada menos que quatro notas creditícias nos casos da Espanha e da França, e três no caso de Portugal. É uma distância muito significativa, pois implica que o impacto combinado de ambos os elementos é equivalente à distância do *rating* publicado entre a Espanha e a França, por exemplo.

A segunda conclusão tem que ver com o *rating* oficial. De forma geral, nos países mais afetados pela pandemia, o *rating* publicado situa-se numa posição intermédia entre o que se deduz dos CDS e o que resulta dos fundamentos macroeconómicos. Que implicações tem isto para a evolução prevista do *rating* publicado, que afinal é o que mais conta para a tomada de decisões de investimento? Existem duas questões possíveis a ter em consideração: a questão da inércia das agências de *rating* e a questão da avaliação do risco por país em períodos excecionais. A primeira é relativamente menos alarmante: é provavelmente uma questão de tempo até que as agências de *rating* aproximem a sua avaliação à avaliação resultante dos CDS (as agências efetuam revisões em momentos específicos,

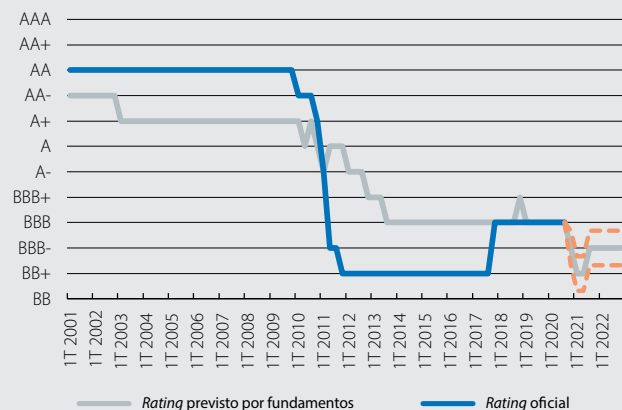
4. Utilizamos um modelo estimado mediante mínimos quadrados ordinários, que permite atribuir uma nota creditícia a cada país em função da evolução de um conjunto de variáveis macroeconómicas. Mais detalhadamente, estas variáveis são o PIB per capita, a dívida pública, taxa de inflação, previsão de crescimento do PIB durante os quatro trimestres posteriores, volatilidade do crescimento do PIB durante os últimos três anos e uma variável binária igual a 1 se no trimestre tiver ocorrido uma descida do *rating*. O período de amostra para efetuar as estimativas abrange desde o 1T de 2000 até ao 4T de 2018. Para mais informação sobre este tipo de modelos, ver Broto, C. e Molina, L. (2014). «Sovereign ratings and their asymmetric response to fundamentals». Documentos de Trabalho do Banco de Espanha.

Rating previsto por fundamentos macroeconómicos e publicado

Espanha



Portugal



Nota: As linhas laranjas a tracejado representam um intervalo de confiança que é calculado somando (limite superior) e subtraindo (limite inferior) o erro de previsão médio do modelo.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream e da Oxford Economics.

enquanto os CDS possuem uma cotação em forma contínua). De facto, em tempos normais é o que acontece: geralmente os CDS antecipam alterações que as agências costumam validar posteriormente.

Contudo, é exatamente aqui que incide a questão: os tempos que correm não são tempos normais. Na presença de um choque inaudito como o da COVID-19, que acarretou a tomada de medidas históricas, os modelos macroeconómicos certamente não capturam de forma adequada todos os fatores intervenientes no momento de determinar a qualidade creditícia dos países. Isto exige um maior peso do julgamento da experiência, que é precisamente o fator corretor que fornecem as agências de *rating*. Assim, os modelos devem ser lidos como geradores de cenários mais adversos (ver o último gráfico), porque não integram todos os elementos com os quais os investidores e as agências lidam (CDS, embora estes não possam ser sempre isolados do sentimento global do mercado).

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	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	-0,55	-0,53	-2	-16,2	-16,1
Euribor 12 meses	-0,50	-0,49	-1	-25,0	-26,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,71	-0,67	-4	-7,6	-11,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,70	-0,74	4	-9,9	-8,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,57	-0,57	0	-38,4	-29,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,05	0,08	-3	-42,1	-33,9
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,03	0,03	0	-41,2	-32,9
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	-150,0	-150,0
Libor 3 meses	0,24	0,23	1	-167,0	-163,6
Libor 12 meses	0,34	0,33	1	-165,4	-162,2
Dívida pública a 1 ano	0,10	0,11	0	-146,2	-142,0
Dívida pública a 2 anos	0,12	0,15	-3	-144,8	-140,4
Dívida pública a 10 anos	0,91	0,84	7	-100,4	-87,5

Spreads da dívida corporativa (p.b.)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p.b.)	Variação acum. em 2020 (p.b.)	Variação homóloga (p.b.)
Itraxx Corporativo	48	49	-1	3,8	3,2
Itraxx Financeiro Sénior	59	61	-2	7,4	5,2
Itraxx Financeiro Subordinado	111	113	-2	-2,6	-2,4

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,222	1,193	2,4	8,9	9,5
EUR/JPY (ienes por euro)	126,180	124,420	1,4	3,6	4,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,894	0,895	-0,2	5,7	4,7
USD/JPY (ienes por dólar)	103,250	104,310	-1,0	-4,9	-4,5

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	443,8	428,4	3,6	10,5	10,7
Brent (\$/barril)	51,8	47,6	8,8	-21,5	-24,5
Ouro (\$/onça)	1.898,4	1.777,0	6,8	25,1	22,3

Rendimento variável

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.756,1	3.621,6	3,7	16,3	16,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.552,6	3.492,5	1,7	-5,1	-5,8
Ibex 35 (Espanha)	8.073,7	8.076,9	0,0	-15,5	-16,3
PSI 20 (Portugal)	4.898,4	4.604,7	6,4	-6,1	-6,6
Nikkei 225 (Japão)	27.444,2	26.433,6	3,8	16,0	16,0
MSCI emergentes	1.291,3	1.205,1	7,2	15,8	14,9