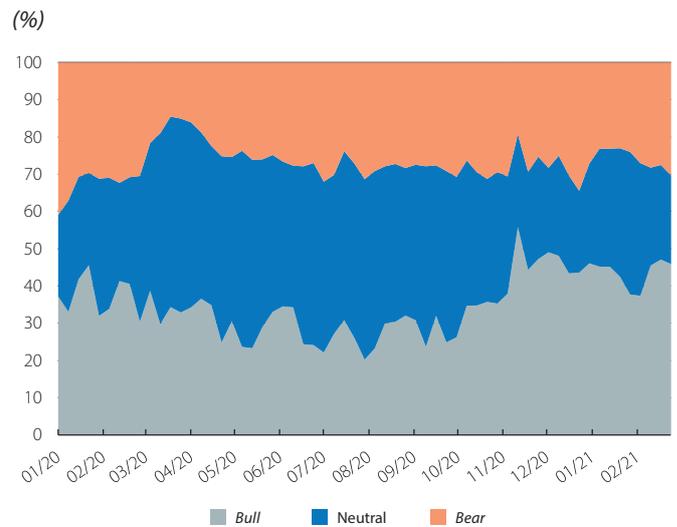


Os mercados financeiros reavaliam o cenário

Os investidores apostam na reflução. Até agora, neste ano os preços financeiros têm-se vindo a ajustar ao que tem sido denominado de cenário de reflução, ou seja, a expectativa que a atividade económica mundial recupere de forma sustentada e que a inflação saia da fragilidade e seja mais dinâmica, ambas amparados por estímulos fiscais e monetários. Assim, por um lado, o otimismo em relação ao crescimento económico impulsionou as ações e outros ativos de risco, como commodities, enquanto, por outro lado, as expectativas de inflação mais elevada levaram ao aumento das taxas de juro de mercado, especialmente nos prazos longos das curvas. Embora no curto prazo a economia mundial continue bastante afetada pela pandemia, este reajustamento nas expectativas dos investidores ganhou impulso nos mercados financeiros em fevereiro e levou a aumentos significativos das taxas de juro soberanas e a fortes aumentos na maior parte dos preços das matérias-primas. Além disso, nas bolsas, este reajustamento favoreceu os setores mais sensíveis ao ciclo económico que impulsionaram os principais índices bolsistas enquanto as cotações dos restantes setores mostraram uma maior hesitação. Inicialmente, os principais bancos centrais não mostraram preocupação face ao aumento das taxas de juro do mercado, apontando que o movimento reflete uma melhoria nas perspetivas económicas, mas quando as taxas começaram também a aumentar em termos reais, num mês sem reuniões de política monetária, vários membros da Fed e do BCE aproveitaram as suas intervenções públicas para relembrarem a necessidade e a intenção de serem mantidas condições financeiras acomodáticas num ambiente económico que permanece frágil e incerto.

As taxas de juro do treasury sobem para níveis anteriores à pandemia. Impulsionadas pelas expectativas de reflução nos mercados financeiros, as taxas de juro das obrigações soberanas dos EUA (os denominados *treasuries*) subiram fortemente em fevereiro, principalmente nos vencimentos a médio e longo prazo, dando continuidade à subida registada em janeiro e aproximando-se dos níveis anteriores à pandemia. Boa parte do aumento neste ano foi impulsionado por um aumento nas expectativas de inflação, com os olhos dos investidores centrados na proposta de um novo pacote fiscal por parte da Administração Biden. No entanto, desde meados de fevereiro, as taxas de juro nominais continuaram a subir enquanto as expectativas de inflação suavizavam, criando tensões nas taxas de juro reais, as quais até agora tinham registado um comportamento relativamente estável. Perante estas tensões, o presidente da Fed, Jerome Powell, aproveitou a sua comparecência regular perante o Senado dos EUA para reafirmar a intenção do banco central em manter uma política monetária acomodática e lembrar que a recuperação económica dos EUA demorará tempo em se aproximar dos objetivos da Fed.

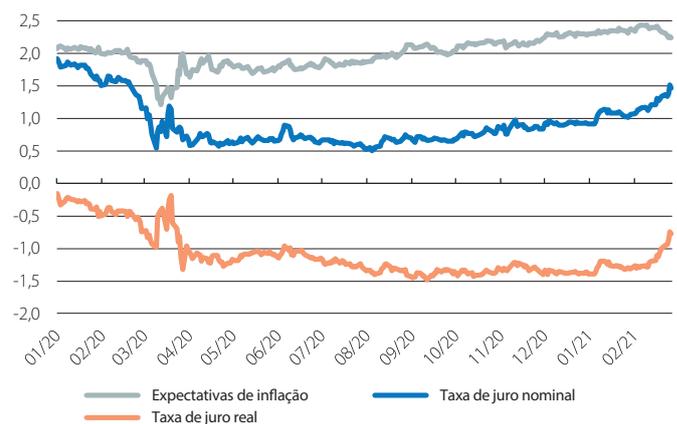
EUA: sentimento do mercado



Nota: Percentagem de investidores que respondem aos inquéritos da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), pessimista (bear) ou neutral.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

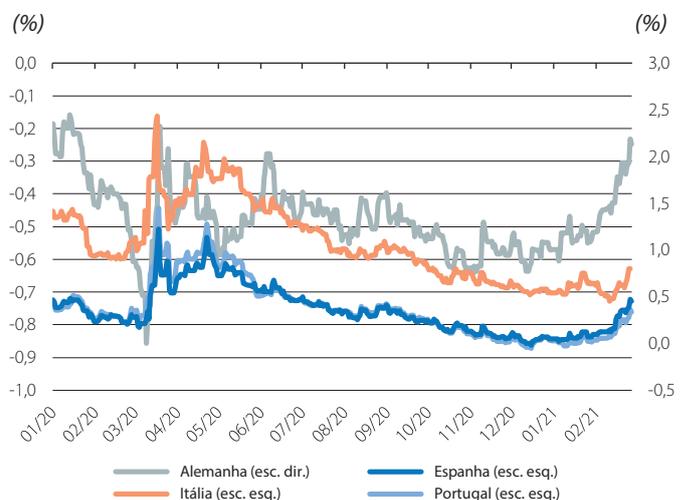
EUA: taxas de juro e expectativas de inflação

Taxa de juro das obrigações a 10 anos (%)
Forward de inflação de 5 em 5 anos (%)



Nota: A taxa de juro real é o resultado da subtração das expectativas de inflação da taxa de juro nominal.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Zona Euro: taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

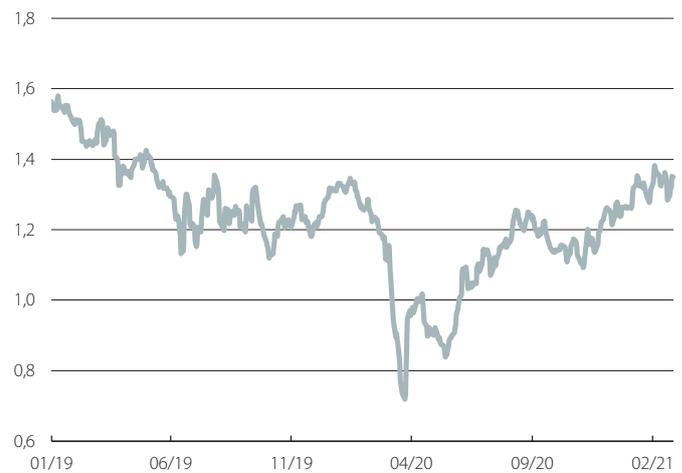
Na Europa, as taxas de juro soberanas europeias registam também o otimismo do cenário a médio prazo. O aumento das taxas de juro observado na curva de taxas de juro dos EUA impulsionou o aumento das taxas de juro a longo prazo da Zona Euro, tanto no núcleo como na periferia. Tal como aconteceu nos EUA, as taxas de juro reais europeias começaram também a gerar tensões em fevereiro, tendo vários membros do BCE enviado mensagens tranquilizadoras, referindo que a partir da instituição o movimento está a ser seguido de perto, reafirmando a necessidade de manter condições financeiras amplamente acomodáticas e lembrando que o banco central possui a capacidade e a vontade para atuar se estas condições começarem a apertar. Entretanto, na periferia da Zona Euro os prémios de risco de Espanha e de Portugal mantiveram-se contidos apesar de sofrerem um ligeiro aumento, enquanto os prémios de risco da Itália continuaram a descer após a formação do novo Governo com Mario Draghi como primeiro-ministro, tendo-se situado pontualmente abaixo dos 100 p.b. (em mínimos que não eram observados desde 2015).

A rotação setorial marca o ritmo nas bolsas. Os principais índices bolsistas iniciaram o mês com fortes subidas, motivadas por resultados das empresas no 4T 2020 acima das expectativas e estimuladas pela resiliência da atividade económica e pela expectativa de uma reativação mais consistente nos próximos trimestres. Foi observado um melhor desempenho bolsista nos setores mais sensíveis ao ciclo económico. No entanto, o forte aumento das taxas de juro nos dois lados do Atlântico suscitou dúvidas entre os investidores do mercado de rendimento variável. Com tudo isto, o maior peso dos setores cíclicos nos índices da Zona Euro fez com que terminassem o mês com ganhos generalizados (EuroStoxx 50 +4,5%, DAX +2,6%, CAC +5,6%, MIB +5,9%, Ibex 35 +6,0% e PSI-20 -1,9%), enquanto nos EUA a composição setorial foi menos favorável e os índices fecharam com uma tendência mais mista (S&P 500 +2,6% e Nasdaq -0,1%). Por sua vez, nos países emergentes as bolsas de valores registaram perdas generalizadas na América Latina (-3,1%) e uma tendência mais prudente na Ásia emergente (+0,9%) devido às preocupações com o aumento das taxas de juro.

A subida das matérias-primas alimenta as expectativas inflacionárias. O otimismo sobre a recuperação da atividade a nível global estendeu-se também ao mercado de matérias-primas, onde o petróleo e os metais industriais protagonizaram os maiores avanços, isolados dos receios dos investidores. Por um lado, o preço do Brent subiu até tocar, brevemente e pela primeira vez em 13 meses, os 67 dólares por barril, apoiado pelo lado da oferta no suporte permanente dos cortes de produção da OPEP e dos seus parceiros e na descida pontual dos inventários nos EUA (no meio de uma vaga de frio) e favorecido pela revisão em alta das expectativas da procura de crude para os próximos trimestres. Por outro lado, os metais industriais também se uniram à tendência ascendente. O cobre, indicador antecipado da atividade do setor industrial e veículo das pressões ascendentes sobre a inflação, valorizou 15% ao longo do mês, seguido do alumínio e do níquel.

Zona Euro: expectativas de inflação de mercado

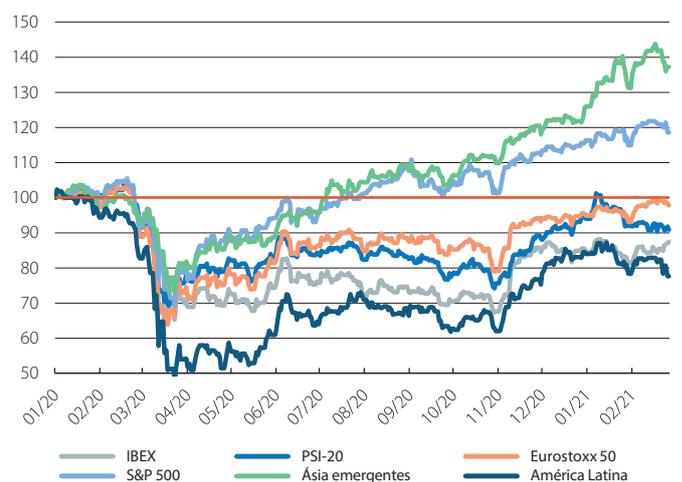
Forward de inflação a 5 anos em 5 anos (%)



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)

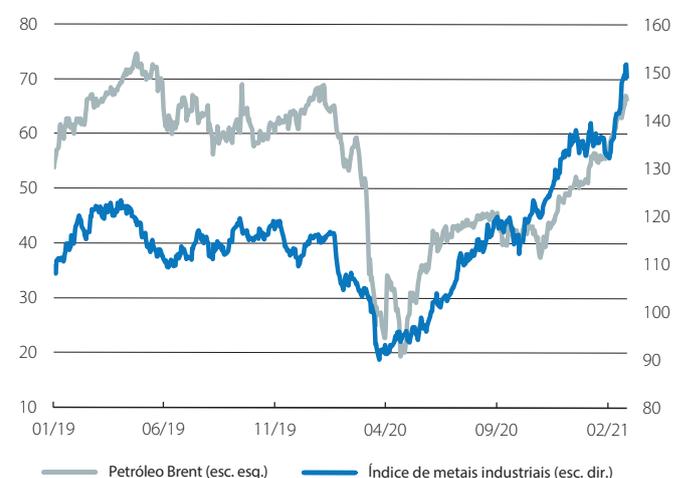


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preço do petróleo e dos metais industriais

(Dólares por barril)

(Índice de preços em dólares)



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

Bolsa americana: exuberância racional?

Desde os seus mínimos em março do ano passado, o principal índice da bolsa norte-americana, o S&P 500, subiu, com poucas pausas, cerca de 70%. A ascensão bolsista foi acompanhada, nas últimas semanas, por dinâmicas em certos segmentos das bolsas americanas que fizeram lembrar acontecimentos seguidos de correções bolsistas importantes no passado.

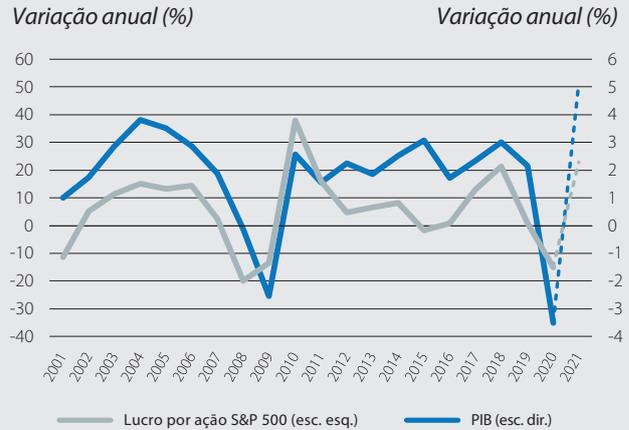
Assim, a atividade investidora retalhista tem-se situado nos seus máximos desde o *crash* de 2008, com o adicionar da utilização de derivados financeiros, instrumentos pensados em princípio para utilizações profissionais. As cotações em crescimento mais que exponencial de determinadas empresas tecnológicas ou de tecnologias emergentes trouxeram à tona o auge e a queda do Nasdaq no ano 2000 (a chamada crise das *dotcom*). Tudo isto num contexto de crescimento considerável das cotações em ativos de risco (outras bolsas, em particular as emergentes), de muito risco (matérias-primas) ou de muitíssimo risco (cripto-moedas).

Além do ruído financeiro e mediático, a combinação de um certa «doença de altura» com a bolsa americana em níveis de preços muito elevados e com estes comportamentos atípicos suscita uma dúvida razoável sobre se a bolsa norte-americana se pode estar a desligar dos fundamentos económicos.

Para enfrentar esta questão, convém lembrar primeiro que a atual tendência ascendente se dá no contexto de um ciclo prolongado que começou em abril de 2009. A chave deste grande arranque deve-se à coexistência de dois grandes fatores de apoio: as baixas taxas de juro e a evolução positiva da economia americana e, por extensão, dos lucros empresariais. Ambos os elementos fundamentam também a ascendência bolsista que tem vindo a ocorrer desde abril de 2020. Assim, de mãos dadas com um estímulo fiscal sem precedentes e com uma expansão monetária da Reserva Federal com uma intensidade nunca antes vista, as expectativas de recuperação económica foram muito reforçadas nos mercados. A melhoria das expectativas de crescimento económico também ficou refletida nas expectativas de crescimento dos lucros empresariais. Ou, por outras palavras, o crescimento económico esperado e os lucros empresariais estão em linha com a evidência histórica.

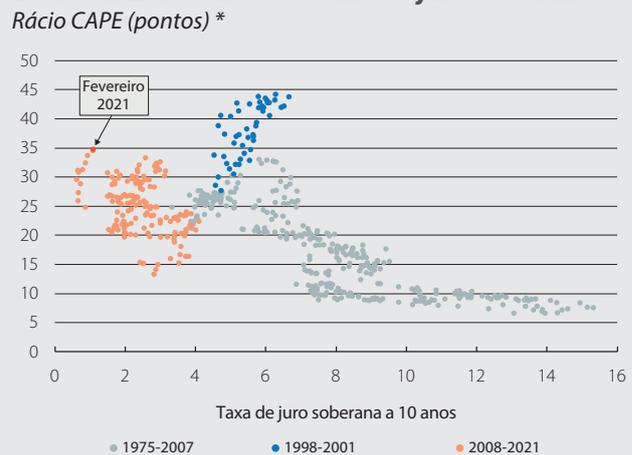
No entanto, este alinhamento de crescimento económico e do aumento de lucros poderá não ser suficiente para dissipar todas as dúvidas. A primeira preocupação, e talvez a mais crítica, é que, apesar dos benefícios positivos esperados, as cotações poderão ter-se situado em valores além do razoável, o que se traduziria na tensão de métricas que tradicionalmente capturaram momentos de sobrevalorização. Se nos centrarmos naquela que é talvez a medida essencial, o rácio de preços/lucros dos últimos 10 anos (CAPE), os dados sugerem que, efetivamente, estamos em níveis relativamente elevados. Embora não estejamos em níveis tão extremos como em 2000, estamos em níveis que duplicam a média histórica.

EUA: lucros empresariais do S&P 500 e PIB



Fonte: BPI Research, a partir dos dados e previsões da Bloomberg (lucro por ação), do Bureau of Economic Analysis (histórico do PIB) e de previsões próprias (PIB).

EUA: CAPE do S&P 500 e taxa de juro soberana



Nota: * O rácio CAPE apresenta o rácio entre a cotação bolsista do índice S&P 500 e a média dos últimos 10 anos de lucros das empresas do índice.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Robert J. Shiller disponíveis em <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Índices bolsistas

Índice (100 = dezembro 2014)



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

Não obstante, nesta comparação intertemporal falta um elemento importante: o elemento da taxa de juro sem risco - tendo em conta a igualdade de outros fatores, uma taxa de juro mais baixa justifica valorizações mais altas¹. Efetivamente, quando comparamos o CAPE e as taxas de juro em perspetiva temporal ampla, constatamos a solidez desta relação. O que nos diz dos atuais níveis de avaliação e de taxas de juro? Os níveis atuais não se situam longe da relação histórica, mas sim o suficiente para assinalarem um ponto de prudência².

Uma segunda fonte de preocupação resulta dos sinais de exuberância em certos segmentos, com os quais abrimos este artigo. É preciso distinguir aqui entre situações de natureza diferente. As menos preocupantes são, seguramente, as que maiores notícias suscitaram. A entrada de investidores retalhistas não deverá revestir, por si só, um grande risco de mercado. A utilização de *apps* de investimento e de instrumentos financeiros complexos sem se dispor dos conhecimentos suficientes ou inclusivamente a coordenação de posições retalhistas em determinados valores são, certamente, questões importantes em termos de regulação e de proteção do consumidor. Contudo, como risco de mercado, costumam ser fenómenos limitados. Em qualquer caso, a tendência de fundo de maior protagonismo de investidores retalhistas tem-se vindo a desenvolver desde 2009 paulatinamente e não parece ter disparado em 2020.

Mais relevante é o comportamento diferencial das empresas tecnológicas. Aqui temos que ser minuciosos e distinguir entre empresas com uma trajetória consolidada e que beneficiam da aceleração de tendências globais como a digitalização, o comércio eletrónico ou o teletrabalho, de outras empresas de tecnologias incipientes. Em termos gerais, os fundamentos das grandes empresas tecnológicas são bons e beneficiam, com uma intensidade especial, de taxas de juro baixas, pois grande parte da sua cotação atual reflete a expectativa de lucros no futuro. Não se pode dizer o mesmo de empresas que ainda não são capazes de gerar lucros, sobretudo em setores de tecnologias totalmente incipientes e muitas vezes de baixa capitalização. Neste âmbito, o risco é mais elevado.

Portanto, se, em termos gerais, a atual ascensão parece não considerar, de forma razoável, o cenário de recuperação económica nos EUA, podemos descartar de repente a bolsa como fonte de risco? Infelizmente não e isso deve-se a dois aspetos importantes a ter em conta: o não cumprimento do cenário macro e os riscos do contágio.

Assim, em primeiro lugar, o cenário macroeconómico que a bolsa desconta poderá não acontecer. Dizíamos antes que as bolsas estão a considerar uma recuperação económica sustentada e, além disso, sem excessivas pressões inflacionárias. No entanto, poderia acontecer que as expectativas de inflação, bem ancoradas até à data, come-

1. Em termos mais formais, se entendermos que o preço ou a cotação equivalem ao valor presente descontado dos lucros futuros, quanto menor for a taxa de juro maior é o valor presente desses lucros.

2. Com as atuais taxas de juro, a relação histórica sugeriria um CAPE entre 27 e 32 pontos, relativamente aos quase 35 pontos de fevereiro (ou aos 33 pontos nos quais se situaria se já tivesse sido materializada a recuperação dos lucros empresariais previstos para 2021). Ou seja, sugeriria uma cotação do S&P pelo menos 4% inferior.

Reação do S&P 500 e do Eurostoxx 600 face aos dados económicos dos EUA*

Eurostoxx 600 (variação diária, %)



Nota: * Os pontos correspondem a sessões nas quais foi publicada uma primeira estimativa da inflação (IPC) ou de dados do mercado de trabalho (Employment Situation) dos EUA.

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

çassem a ver-se pressionadas de forma ascendente e, como resultado, a taxa de juro também tomasse uma trajetória de subida³. O sucedido com a taxa de juro americana a longo prazo é uma chamada de atenção que este risco existe na mente dos investidores: neste ano até meados de fevereiro, a taxa de juro nominal da dívida soberana a 10 anos tinha aumentado 40 p.b., dos quais 25 p.b. refletiam maiores expectativas de inflação.

O segundo risco é o risco de contágio financeiro. Certamente, parte dos argumentos anteriores e de forma particular o da sobrevalorização relativa da bolsa americana, são menos prevalentes noutros setores da bolsa norte-americana e nas bolsas europeias e emergentes. No entanto, se nos concentrarmos no canal de contágio internacional, no caso hipotético da bolsa americana experimentar uma correção com uma determinada dimensão, os investidores poderão não discriminar suficientemente entre ativos, pelo menos a curto prazo. Tal como é possível observar no gráfico anexo, a bolsa europeia é condicionada por novidades nos fundamentos da economia americana⁴. Se estes últimos se tornassem adversos, o mais lógico seria esperar um certo contágio na Europa. Após este hipotético ajustamento, sem dúvida que operarão fatores idiossincráticos, sendo que resta esperar que os investidores façam uma discriminação entre países e setores. No entanto, enquanto chover, poderá talvez não haver chapéus de chuva para todos.

3. A título exemplificativo, se antes comentávamos que, com as atuais taxas de juro, a relação histórica sugeriria um CAPE de entre 27 e 32 pontos, com uma taxa de juro soberana de 2,5% (+100-150 p. b.), o CAPE previsto diminui para 25-28,5 pontos. Isto sugeriria uma cotação do S&P 500 pelo menos 14% inferior.

4. Com dados diários desde 1987, o S&P 500 e o Eurostoxx 600 têm-se mantido na mesma direção em 65% das sessões. O valor sobe acima de 70% se nos centrarmos exclusivamente em sessões nas quais foram publicados dados de inflação ou de mercado de trabalho nos EUA. Para além de um contágio para a Europa, também pode refletir o sincronismo entre os ciclos económicos dos EUA e da Europa: os indicadores de inflação e de mercado de trabalho dos EUA também dão pistas sobre o estado do ciclo económico europeu.

Taxas de juro (%)

	28-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	-0,53	-0,55	2	1,5	-13,7
Euribor 12 meses	-0,48	-0,51	3	1,6	-19,9
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,61	-0,65	5	10,6	-0,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,73	7	3,7	0,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,26	-0,52	26	30,9	17,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,42	0,10	33	37,6	18,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,32	0,04	28	28,7	5,1
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	-150,0
Libor 3 meses	0,19	0,20	-1	-5,0	-156,3
Libor 12 meses	0,28	0,31	-3	-5,8	-152,3
Dívida pública a 1 ano	0,07	0,08	-1	-3,8	-135,7
Dívida pública a 2 anos	0,13	0,11	2	0,6	-118,6
Dívida pública a 10 anos	1,40	1,07	34	49,2	-10,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	52	-1	3,2	4,8
Itraxx Financeiro Sénior	63	63	0	3,7	8,6
Itraxx Financeiro Subordinado	118	118	-1	6,7	3,0

Taxas de câmbio

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,208	1,214	-0,5	-1,2	8,9
EUR/JPY (ienes por euro)	128,670	127,130	1,2	2,0	7,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,886	-2,1	-3,0	3,2
USD/JPY (ienes por dólar)	106,570	104,680	1,8	3,2	-1,6

Matérias-primas

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	486,5	458,4	6,1	9,6	20,4
Brent (\$/barril)	66,1	55,9	18,3	27,7	13,7
Ouro (\$/onça)	1.734,0	1.847,7	-6,1	-8,7	9,1

Rendimento variável

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.811,2	3.714,2	2,6	1,5	18,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.636,4	3.481,4	4,5	2,4	-0,1
Ibex 35 (Espanha)	8.225,0	7.757,5	6,0	1,9	-12,2
PSI 20 (Portugal)	4.702,2	4.794,6	-1,9	-4,0	-10,5
Nikkei 225 (Japão)	28.966,0	27.663,4	4,7	5,5	24,8
MSCI emergentes	1.339,3	1.329,6	0,7	3,7	26,1