



Notas da Semana - Economia e Mercados Financeiros

1. Economia e Mercados Financeiros

1.1 2020: um ano imprevisível

2020. No final do ano anterior, os analistas e investidores estavam “*moderadamente otimistas*” acerca das perspetivas económicas para 2020. Embora o crescimento da economia global em 2019 tivesse sido o mais baixo desde a crise financeira de 2008-2009, o grau de incerteza relativo a diversos fatores, nomeadamente, a guerra comercial entre os EUA e a China, a instabilidade política e social na Europa e o processo do *Brexit* havia diminuído. As perspetivas para o consumo eram favoráveis, alicerçadas no desemprego historicamente baixo e no crescimento salarial superior ao da inflação. Os bancos centrais mantinham uma política monetária ultra-expansionista e os decisores de política fiscal comprometiam-se em disponibilizar apoio fiscal quando, e se necessário, para prolongar o ciclo que, em muitos casos (EUA) era já o mais longo desde a Segunda Guerra Mundial. Embora o grau de incerteza geopolítica permanecesse elevado, as projeções apontavam para uma melhoria marginal do crescimento global em 2020.

O choque pandémico. No entanto, um fator que geralmente se encontra numa posição irrelevante nas matrizes de risco iria despoletar o impacto socioeconómico mais profundo das últimas décadas. A pandemia de *Covid-19* resultou até agora em mais de 80 milhões de infeções e mais de 1,8 milhões de mortes em todo o mundo. A escala do surto colocou uma enorme pressão nos serviços nacionais de saúde e forçou os governos a impor medidas de distanciamento social, isolamento e restrições de viagens para conter a propagação da doença. O bloqueio das economias resultou em contrações *record* da atividade, no aumento do desemprego, em perdas permanentes na produção e na redução muito significativa do crescimento potencial, embora os efeitos permanentes estejam ainda por avaliar. A OCDE estimou recentemente que os danos infligidos às principais economias são quatro vezes superiores aos registados aquando da crise financeira de 2008-2009. O levantamento controlado de restrições a partir de maio ajudou a aliviar algumas das pressões económicas e muitos países registaram uma recuperação robusta entre junho e agosto. No final do ano, a projeção mediana dos analistas era de uma contração da economia mundial de 3.5% em 2020, o que corresponde ao pior desempenho desde a Grande Depressão.

Mercado de trabalho. A Organização Internacional do Trabalho estima que durante o bloqueio do segundo trimestre mais de 15% de todas as horas de trabalho em todo o mundo foram perdidas, o que corresponde a quase 500 milhões de empregos. Só nos EUA, mais de 21 milhões de pessoas perderam os seus postos de trabalho no auge da crise, em março e abril. Na Europa, também se assistiu a quedas significativas das horas trabalhadas, embora menos perdas de empregos, já que os governos implementaram programas especiais de manutenção dos postos de trabalho, cobrindo a diferença nos salários, geralmente até um limite de 80%. As economias asiáticas e as restantes emergentes com elevados índices de empregos no setor público também mantiveram os mercados de trabalho relativamente estáveis durante a crise, ao contrário dos países com baixa proteção (EUA e alguns emergentes) que sofreram uma turbulência significativa, com uma vaga de despedimentos durante o bloqueio, embora seguida de um maior número de contratações na fase de recuperação.

Inflação. Com os salários sob pressão e os níveis de desemprego elevados e ainda a aumentar em diversas regiões, a inflação permaneceu muito moderada. A expectativa de que a inflação global continue em 2021 em valores inferiores aos observados antes da crise permitirá que os bancos centrais não tenham urgência em aumentar as taxas de juros e suspender os programas monetários expansionistas. Em 2020, a Federal Reserve dos EUA juntou-se a outros bancos centrais de relevo no corte das taxas para zero, e no relançamento e/ou extensão dos principais programas de compra de ativos, com o propósito de reduzir ainda mais as taxas de juros reais, a fim de impulsionar a

recuperação económica.

Liquidez e apoio fiscal. Em março, os líderes do G20 comprometeram-se a fazer o que fosse preciso e a utilizar todos os instrumentos disponíveis de política económica para minimizar o impacto da pandemia. A dimensão do choque que todos os países sofreram obrigou os centrais bancos a reforçar de forma colossal os estímulos monetários, através da redução das taxas de juros para novos mínimos históricos ou da injeção de montantes sem precedentes de liquidez no sistema financeiro. Os governos, por seu lado, aprovaram programas fiscais expansionistas, prevenindo que as empresas dispensassem trabalhadores e mobilizando avultados empréstimos, subsídios e garantias de crédito. Recentemente o FMI estimou que o total de ajudas atingiu \$11.7 triliões, quase 12% do PIB global. O FMI estima também que a dívida soberana dos países desenvolvidos aumentará 20 pontos percentuais, para 125% do PIB, e em mais de 10 pontos percentuais nas economias emergentes, para 65% do PIB, no final de 2021.

2021. Embora a crise pandémica tenha causado um impacto muito perturbador em 2020, a economia global e os mercados financeiros revelaram uma notável resiliência, com o crescimento a normalizar assim que grande parte dos bloqueios foram levantados durante a primavera e o verão. A normalização deverá ser alcançada após a vacinação de uma parte significativa da população, o que deverá suceder no segundo semestre de 2021. Os analistas perspetivam, em termos medianos, um crescimento de 5.2% da economia global em 2021, assim como um ligeiro aumento da inflação.

1.2 Economia - os últimos eventos de 2020

Portugal. A **capacidade de financiamento da economia portuguesa** sofreu uma redução nos 12 meses terminados no terceiro trimestre de 2020, passando de 0.9% do PIB para aproximadamente zero. O Rendimento Disponível Bruto (RDB) e o PIB nominal diminuíram 0.9% e 1.0% no mesmo período (-2.8% e -3.3% no trimestre anterior, respetivamente). A capacidade de financiamento das *Famílias* aumentou 0.3 p.p., para 4.3% do PIB, enquanto a taxa de poupança atingiu 10.8% (10.5% no trimestre anterior), o nível mais elevado desde o segundo trimestre de 2013. As necessidades de financiamento das *Sociedades Não Financeiras* diminuíram 1.0 p.p., fixando-se em -2.2% do PIB, refletindo sobretudo a redução do Imposto sobre o Rendimento e da Formação Bruta de Capital, em 19.6% e 2.4%, respetivamente.

A capacidade de financiamento das *Sociedades Financeiras* permaneceu inalterada em 1.9% do PIB. As necessidades de financiamento das Administrações Públicas (APs) aumentaram em 2.1 p.p., para 4.0% do PIB. Tomando como referência valores trimestrais e não o ano acabado no trimestre, o saldo das AP no terceiro trimestre de 2020 cifrou-se em -€1.975.6 milhões (-3.8% do PIB, o que compara com -10.5% no trimestre anterior). Considerando o conjunto dos três primeiros trimestres de 2020, o saldo das APs fixou-se em -4.9% do PIB (0.7% em igual período de 2019).

Portugal. Segundo o Banco de Portugal, até outubro de 2020 registou-se um défice de €90 milhões no conjunto das balanças corrente e de capital, o que compara com o excedente de €1.621 milhões em igual período de 2019.

O défice acumulado até outubro resulta dos défices das balanças de bens e de rendimento primário, que foram parcialmente compensados pelos excedentes das balanças de serviços, de rendimento secundário e de capital.

Portugal. O Indicador de **Clima Económico** publicado pelo INE registou uma variação de -0.1% (mm3m) em novembro, inferior em 0.1 p.p. ao registado no mês anterior. O Indicador de Atividade Económica, ainda de outubro, revelou uma variação negativa de 2.1% (vh%), menos 1.1 p.p. em relação ao mês anterior.

EUA. Após longas negociações, **os líderes democratas e republicanos do Congresso chegaram a um acordo relativo ao montante do novo pacote de estímulos fiscais**, no valor de \$900.000M. Trata-se do segundo pacote de ajudas após os \$2.3 trilhões aprovados em março. Este novo pacote inclui um pagamento direto de \$600 por pessoa, uma extensão dos subsídios de desemprego de \$300/semana, ajudas às pequenas empresas e financiamento para a vacina. Inclui também uma extensão das moratórias de despejo e ajudas para o pagamento dos arrendamentos. Os pontos que suscitavam mais desacordo entre democratas e republicanos, tais como a assistência a Estados e aos governos locais, sem apoio por parte dos republicanos, e a proteção contra a responsabilidade das empresas por questões relacionadas com a *Covid-19*, sem apoio por parte dos democratas, não estão incluídas no acordo. Este novo pacote de estímulos faz parte de uma categoria do financiamento orçamental de \$1.4 trilhões que evitará o encerramento parcial da Administração. Estas medidas são consideradas necessárias para evitar uma queda acentuada no rendimento das famílias no final do ano, uma vez que muitas das ajudas fiscais existentes terminavam no final do mês. Estas ajudas incluíam subsídios ao desemprego e outras medidas de apoio, tais como a moratória dos empréstimos aos estudantes, a suspensão de despejos ou o adiamento dos pagamentos das hipotecas. Além disso, o mercado de trabalho denota claros sinais de abrandamento devido aos novos surtos de *Covid* e às medidas de contenção mais recentes. A elevada eficácia das vacinas é uma boa notícia para a atividade económica a médio prazo. No entanto, a imunidade e a normalização da atividade económica poderão demorar ainda muitos meses, o que torna necessário a aprovação destes estímulos.

UE. O Conselho e o Parlamento Europeu acordaram o instrumento com as **regras para aceder ao Fundo de Recuperação**. Definiram seis áreas políticas de relevância: (i) a transição verde, (ii) transição digital, (iii) a coesão económica e competitividade, (iv) a coesão social e territorial, (v) a reação institucional às crises, bem como (vi) políticas para a próxima geração (incluindo educação e competências). Além disso, definiu-se que apenas estará disponível para Estados comprometidos com o estado de direito e os valores fundamentais da EU.

Japão: O **Banco do Japão** manteve a taxa de referência em -0.10% e prolongou o programa de compra de ativos pelo menos até setembro de 2021. Como referência, os estímulos aplicados até à data representam 53% do PIB japonês (\$2.9 trilhões). É esperado que o Banco Central do Japão mantenha a sua política ultra acomodatória, com o objetivo de alcançar um nível de inflação de 2%, e prolongue o programa de “*yield control*” no que concerne à taxa das obrigações a 10 anos perto dos 0%, bem como continue a disponibilizar a liquidez que o sistema financeiro necessitar, dando assim suporte ao mercado acionista, entre outros.

Ainda no Japão, importa destacar a persistência da inflação em valores inferiores a zero, tendo-se acentuado recentemente as leituras em terreno ainda mais negativo, consequência do constrangimento da atividade provocada pelo endurecimento das restrições perante a nova vaga de *Covid-19*.

1.3 Mercados Financeiros (atualizado sexta-feira, 23 de dezembro, às 12h00)

Os mercados financeiros foram condicionados na primeira metade de 2020 pelos efeitos negativos associados à pandemia do *COVID-19* e a incerteza resultante. O clima de aversão ao risco levou os mercados a atingir valores máximos em termos de volatilidade e quedas abruptas nas principais classes de ativos. A prontidão e amplitude das medidas monetárias e orçamentais introduzidas pelos bancos centrais e governos mundiais suportou a recuperação e inversão de sentimento dos investidores, o que se veio a traduzir, em termos históricos, num dos anos com maior valorização de numerosas classes de ativos.

No **mercado monetário**, o impacto inicial da crise na atividade económica e o período de confinamento desencadeou um receio generalizado de crise de liquidez, o que se traduziu no súbito incremento das principais taxas de referência até aos valores mais altos do ano, em abril. No entanto, os pacotes de estímulos monetários introduzidos pelo BCE, assim como o reforço de um discurso

acomodatício, sincronizado com outros bancos centrais, levou as taxas a retomar a tendência de descida ainda no segundo trimestre, tendo permanecido em valores negativos e nos mais baixos de sempre. A variação anual ficou compreendida entre -13.5 p.b. a 1 mês (-0.573%) e -24.6 p.b. a 12 meses (-0.495%). A inclinação da curva continuou a reduzir-se, passando a diferença entre os prazos de 18.9 p.b. no início do ano para 7.8 p.b. no final de 2020. A curva de futuros da Euribor a 3 meses registou um decréscimo significativo até dezembro de 2025 (-64.0 p.b.), permanecendo em valores negativos até essa data (-0.305%).

As *yields* das **obrigações de dívida soberana europeia** terminaram o ano com uma diminuição generalizada embora, e à semelhança do mercado de curto prazo, a incerteza despoletada pela crise epidémica levou a fortes aumentos em março. A rápida intervenção do BCE, através do reforço dos programas de compras de obrigações soberanas, assim como a disponibilização de linhas de crédito permanentes, aliado ao esforço orçamental dos governos, foram fundamentais no suporte das *yields* e na recuperação da confiança, afastando o risco de uma nova crise de dívidas soberanas.

Apesar de oscilações intra-anuais superiores a 150 p.b., as taxas a 10 anos de Itália, Espanha e Portugal, encerraram 2020 com descidas de 83.6, 41.2 e 39.6 p.b., respetivamente, atingindo novos mínimos históricos. Nos casos de Portugal e de Espanha passaram a situar-se em terreno negativo. As taxas de França e da Alemanha fixaram-se em -0.34% e -0.59%, com a inclinação da curva de rendimentos a registar uma redução, indicador de expectativas de inflação a longo prazo reduzidas e de suporte monetário por parte do BCE. Nos EUA, observou-se já uma inversão da curva (+45.4 p.b.) sinal de recuperação da economia. Neste caso, as *yields* a 10 e a 30 anos encerraram o ano com uma diminuição de 99 e 73 p.b., respetivamente, fixando-se em 0.92% e 1.66%.

Nos **mercados de crédito**, o ambiente de maior volatilidade traduziu-se no incremento dos *spreads* das obrigações de investimento especulativo, em 53.3 p.b. para 260 p.b., assim como as de *rating* superior (7.6 p.b.) para 51.8 p.b..

Nos **mercados acionistas** assistiu-se a uma forte aversão ao risco no início de março com a implementação das medidas restritivas de atividade económica e confinamentos obrigatórios a nível mundial, traduzido em quedas em torno de 40%. Os setores de serviços foram os mais afetados devido aos efeitos duradouros das restrições de contato direto entre pessoas, assim como a contenção natural por parte dos consumidores face à incerteza futura em termos de mercado de trabalho. No entanto, a recuperação dos principais índices de ações acompanhou a retoma de alguns indicadores económicos com as perspetivas de normalização da atividade, à medida que as notícias em torno das vacinas foram divulgadas, a par de estímulos dados às empresas, e após o resultado eleitoral nos EUA ter tranquilizado dos investidores, face à perspetiva de redução da instabilidade comercial e política.

Na Europa, o *Eurostoxx600* desceu 5.6%, influenciado pelo *IBEX* espanhol (-16.4%) e pelo *Footsie* britânico (-14.5%). Em termos setoriais, o setor *tecnológico* subiu 12.0% enquanto a *energia* depreciou 26.8%. Pela positiva, o *DAX* alemão recuperou para terreno positivo em termos anuais (+1.8%) e atingiu novos máximos históricos, sucedendo o mesmo nos EUA, com o *S&P500* e o *Dow Jones* a subirem 14.1% e 5.2%, e o *NASDAQ* (setor de tecnologia) a destacar-se com um incremento de 42.7%. Nos mercados emergentes, o *MSCI* valorizou 12.0%.

Nos **mercados cambiais**, o *dólar* norte-americano terminou o ano muito pressionado, e em termos efetivos depreciou-se 6.2%. Face às intervenções de política monetária a partir do final de março, os investidores preferiram investir no *euro* (+8.7% face ao *dólar* e 5.4% em termos efetivos) e em moedas emergentes. A perspetiva de manutenção das taxas de juro reduzidas nos EUA e o seu elevado endividamento fiscal continuam a prejudicar o *dólar*.

Nos mercados de **moedas digitais**, o *Bitcoin* subiu mais de 200%, fixando-se acima de \$20 mil.

Nas **matérias-primas** verificou-se uma forte valorização da maioria dos ativos, reflexo da expectativas de recuperação da economia mundial a partir de 2021. Nos metais preciosos, destaque para a prata, o cobre e o ouro (+41.7%, +26.7% e +22.6% em 2020). Nos produtos agrícolas, a soja e o milho subiram 33.4% e 15.0%. Em sentido descendente, o *brent* e o *crude* terminaram 2020 com uma perda superior a -20% face à redução da procura global e devido sobretudo aos meses de março e abril, onde a cotação atingiu os valores mais baixos mais de 20 anos.

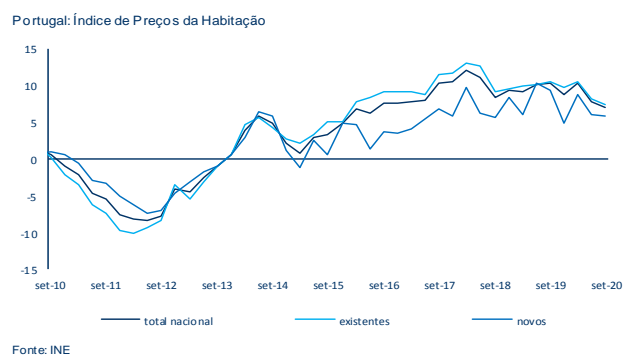
2. Temas da semana

2.1 Portugal – Preços das habitações (3º trimestre) - INE

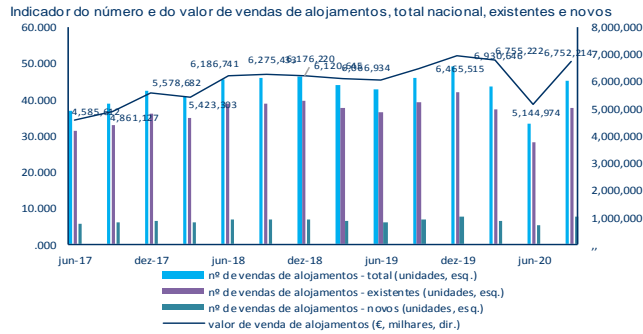
O INE divulgou os dados referentes ao Índice de Preços das Habitações em Portugal, relativos ao 3º trimestre de 2020.

Neste período, o indicador apresentou um crescimento homólogo de 7.1%, uma ligeira moderação face aos 7.8% do trimestre anterior, o que correspondeu ao segundo trimestre consecutivo de desaceleração nos preços das habitações transacionadas, e o mínimo desde o segundo trimestre de 2016, evidenciando o impacto inicial da pandemia Covid-19 sobre o mercado imobiliário. Em cadeia, o índice cresceu 0.5%, entre o segundo e o terceiro trimestre, após 0.8%, o que corresponde à variação trimestral mais baixa desde o terceiro trimestre de 2015.

O preço das habitações existentes aumentou 7.4%, enquanto o das habitações novas subiu 5.8%, pelo que o comportamento do índice foi em grande parte influenciado pelos preços das transações no segmento de habitações existentes. Em média, nos últimos quatro trimestres, as habitações existentes apresentaram um crescimento dos preços de 9.0%, mais 2.6 pp do que o aumento nas novas habitações (6.4%).

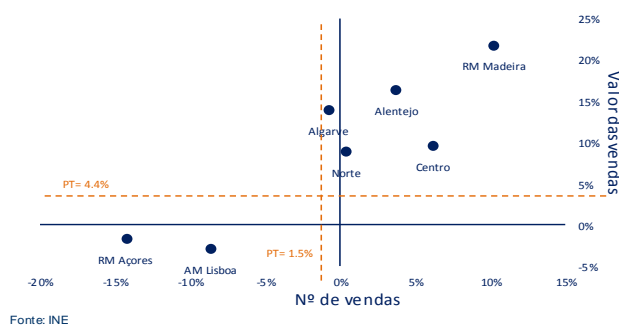


No terceiro trimestre foram comercializadas 45.136 habitações, resultando numa diminuição homóloga de 1.5%. Ao nível das diferentes categorias de habitação, as evoluções foram muito distintas. Enquanto na categoria das habitações existentes verificou-se uma redução no número de vendas com -3.7%, as novas habitações tiveram um crescimento de 10.9%, ambos em termos homólogos. Em cadeia, o número de transações aumentou 35.1%, após -23.3% no segundo trimestre de 2020, período em que as restrições impostas no contexto da pandemia de Covid-19 tiveram o maior impacto sobre a economia. Também neste caso, o crescimento do número de transações de novas habitações excedeu o registado para as habitações existentes, com 43.9% contra 33.5%, respetivamente. Em termos de valor, as vendas de habitações corresponderam a cerca de 6.8 mil milhões de euros. As transações de habitações existentes continuaram a representar grande parte deste valor, com 5.2 mil milhões de euros, ou seja, 77.7% do total.



A distribuição das vendas por regiões revela que 31.3% do número total de vendas verificou-se na Área Metropolitana de Lisboa (14.141 transações) e 29.6% na região Norte (13.351 transações). O maior aumento do peso relativo ocorreu no Centro com 9.631 transações, o que corresponde a 21.3%. No Algarve, foram transacionadas 3 305 habitações, o que representa 7.3% do total. Assim, as restantes regiões (Alentejo, RM da Madeira e RM dos Açores) representaram 10.4% das transações. O valor das transações na Área Metropolitana de Lisboa foi de 2.9 mil milhões de euros, ou 43.4% do total, um valor superior ao peso do número de transações. A região Norte com 1.7 mil milhões de euros e o Centro com 934 milhões de euros representaram os valores mais elevados a seguir à AM de Lisboa. Todas as regiões apresentaram variações homólogas, em valor e em número de transações superiores à média nacional, com exceção da RM dos Açores e da AM de Lisboa, as quais apresentaram quedas tanto em valor como em número.

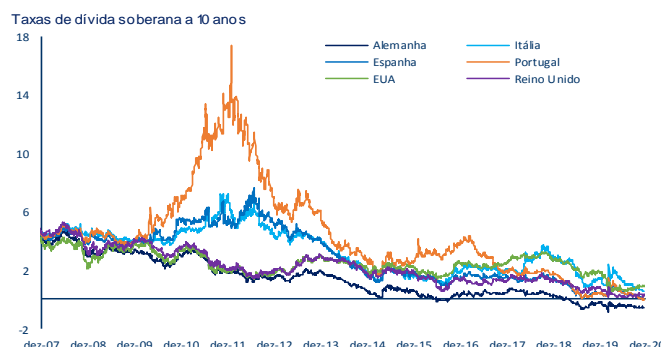
Portugal: Crescimento homólogo do número e do valor de vendas de alojamentos por região



2.2 Expetativas de evolução das taxas de juro soberanas

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas continuaram a registar quedas em 2020, tendo atingido novos mínimos históricos.

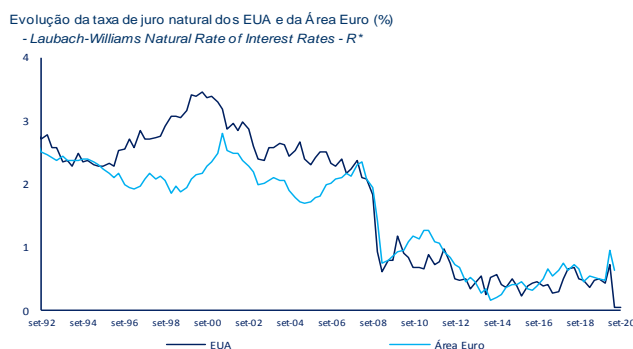
No caso da maturidade a 10 anos, as quedas anuais mais pronunciadas, entre as economias europeias, tiveram lugar em Itália (-85.9 p.b.), logo seguido pela Grécia (-81.5 p.b.). As *yields* soberanas de Espanha (-42.7 b.p.) e de Portugal (-41.6 b.p.) registaram variações mais diminutas, embora próximas das quedas das taxas da Alemanha (-41.0 p.b.) e da França (-47.0 p.b.). No caso da taxa norte-americana, a redução foi mais substancial do que em qualquer um dos referidos países europeus, com uma diminuição de 99.5 p.b., tendo neste caso o mínimo de sempre sido atingido no início de agosto.



Nos próximos meses, a evolução das *yields* deverá refletir a interação de um conjunto de fatores, designadamente as taxas de equilíbrio, a evolução da política monetária, inflação, prémios de risco e dinâmicas da procura e da oferta na valorização, especialmente porque a moeda parece encontrar-se historicamente subvalorizada.

Taxas de equilíbrio. O nível das taxas de juro naturais (R^*) não regressou aos valores anteriores a 2008 nem nos EUA, nem na Área Euro. A narrativa estabelecida de que fatores estruturais impediram uma normalização deverá continuar válida nos próximos anos. Com base nas estimativas de crescimento potencial de médio prazo (cerca de 1.8% nos EUA e 1.0% na Área Euro), os valores atualmente estimados para a R^* apontam para números que se encontram em torno dos níveis atuais.

O nível muito baixo do R^* não deve proporcionar aos responsáveis dos principais bancos centrais incentivos para aumentar as taxas de juros acima dos níveis implícitos nas curvas de futuros. A Reserva Federal reforçou essa mensagem recentemente ao alterar a meta de inflação para uma meta de médio-longo prazo, admitindo um desvio temporário do valor central. Como tal, as taxas deverão permanecer essencialmente ancoradas às taxas de juro diretas. A melhoria das perspetivas económicas poderá afetar o segmento mais longo em primeiro lugar, traduzindo-se na dinâmica de continuo aumento da inclinação da curva de rendimentos.



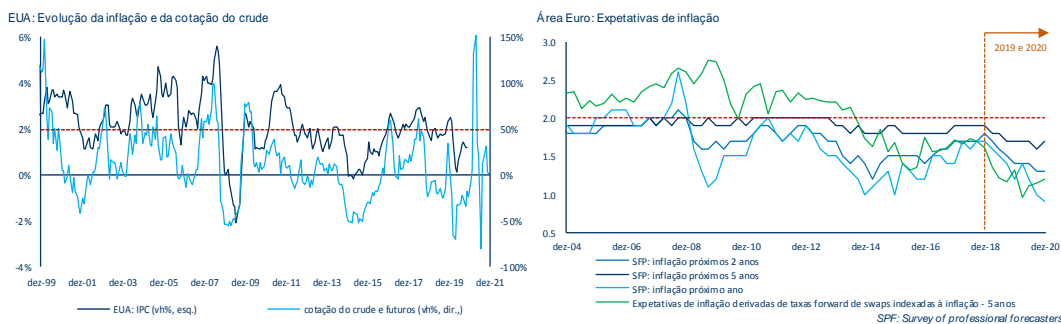
Inflação. É reconhecido que, nos últimos anos, diversas forças estruturais (v.g. globalização, entrada da China no OMC em 2000) contribuíram para conter as pressões inflacionárias.

Ainda assim, seria imprudente subestimar as expectativas de inflação como fonte de volatilidade das *yields* soberanas no decurso dos próximos meses. Após um período negativo para os mercados de matérias-primas devido ao choque da procura, sobretudo no primeiro trimestre de 2020, as curvas dos futuros do petróleo têm implícitas, por efeito base, um contributo bastante significativo para a inflação no consumidor, durante a primeira metade de 2021, importando avaliar se os decisores de

política económica irão ou não perceber esse aumento como temporário e função do contributo energético.

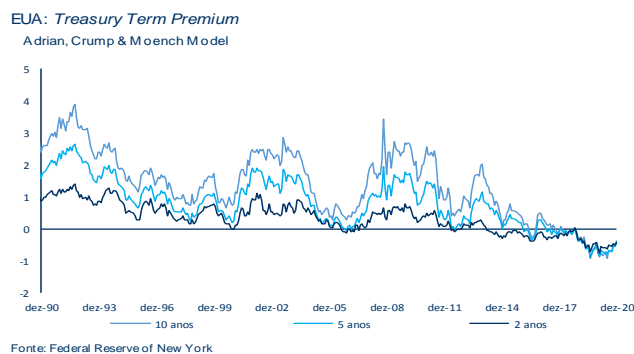
Embora se acredite que os bancos centrais “olhem para lá” de episódios temporários de inflação/desinflação, a história sugere que existe sempre um grau de incerteza sobre os potenciais efeitos secundários.

Apesar disso, as medidas relativas às expectativas de inflação, com origem no mercado ou nos analistas, mantiveram até ao final de 2020 a tendência de redução que revelam desde o início de 2019, sinalizando deste modo que os investidores e analistas estão dispostos a considerar o aumento esperado de inflação nos próximos meses como um evento temporário. As expectativas de inflação para os próximos dois anos, de acordo com o *Survey of Professional Forecasters*, relatório trimestral divulgado pelo BCE, desceram de 1.8% para 1.3% em 24 meses. De acordo com o mesmo relatório, a inflação a um ano deverá ser mais próxima de 1 p.p. do que do objetivo do BCE: “*below, but close to, 2% over the medium term*”.



Prémios de risco. Além de taxas de juro diretas baixas e orientação quanto ao futuro (“*forward guidance*”), os bancos centrais deverão continuar a recorrer a outros instrumentos do seu balanço. O efeito nas taxas de juro pode ser avaliado através da compressão dos *credit premia* e do controlo dos prémios de risco.

Este último aspeto é particularmente relevante no contexto de uma convergência destes prémios quer no caso norte-americano, quer no caso europeu. Embora esse prémio de risco seja normalmente visto como residual, é normalmente uma indicação sobre a perceção dos investidores acerca da volatilidade futura. Assim sendo, pode também ser visto como uma medida de complacência e, como tal, uma fonte de risco de posicionamento.

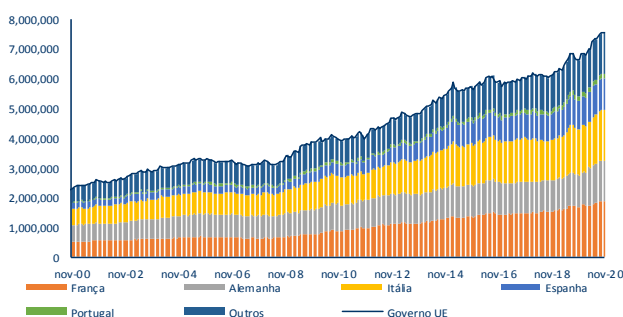


Oferta de títulos. Embora o endividamento soberano tenha aumentado muito acentuadamente em 2020, as condições de financiamento devem permanecer muito favoráveis, já que os bancos centrais

irão manter as taxas de juros diretas em níveis extremamente baixos. O mercado de títulos de dívida soberana registou alterações substanciais - de um mercado com uma duração média baixa, uma dimensão mais reduzida e com taxas de juros elevadas, o mercado passou a ter uma duração maior, assim como uma dimensão muito considerável, enquanto as taxas de juro desceram significativamente. Um problema de financiamento traria, naturalmente, ajustes necessários ao nível das taxas.

A questão não será tanto quem refinanciará esse *stock* de títulos ano após ano - a suposição tácita é a de que serão os bancos centrais - mas sim se quando esses mesmos bancos centrais detiverem montantes ainda mais significativos de dívida, isso pode tornar-se uma restrição. Numa época de inflação e crescimento persistentemente baixos, não parecem existir restrições. Uma interação entre a política fiscal e monetária, ao estilo do Japão, fomenta a atual atuação dos BCs, assim como a “*reviravolta da posição*” do FMI em relação à “*austeridade a todo custo*” vivida depois da crise de 2008/2009.

Capitalização do mercado de obrigações (euros, milhares)



Conclusão. Nos próximos meses, mesmo perdurando o otimismo induzido pelas vacinas, as perspetivas apontam para que as taxas de juro permaneçam fortemente restritas pelos fundamentais. O aumento do desemprego e os danos estruturais ao tecido económico constituem argumentos a favor da preservação das taxas de juro em valores muito deprimidos. Em adição, os decisores políticos não deverão tolerar uma interrupção do mecanismo que financia o esforço para conter (e terminar) a pandemia - os bancos centrais serão muito cautelosos sobre as condições financeiras gerais. Um aumento repentino das taxas nas diferentes maturidades poderia causar impactos muito negativos nos balanços de empresas e de governos. Por outro lado, um incremento na inflação, mesmo de curta duração, provavelmente aumentará o nível de alerta para investidores que foram “gentilmente orientados” para a extensão da duração. Relativamente à inflação, os bancos centrais, assim como os investidores, deverão “*olhar para além*” dos períodos de inflação mais elevados, que deverão ter uma duração muito temporária.

3. Anexo de Informação Financeira

(atualizado sexta-feira, dia 23 de dezembro, às 12h00)

MERCADO MONETÁRIO

	Valor observado (%):					Variação (p.p.):				
	31-dez-19	19-fev-20	31-mar-20	2-nov-20	23-dez-20	1/jan - 19/fev	19/fev-31/mar	31/mar-2/nov	2/nov-23/dez	2020 (até 23/dez)
EURIBOR Act/360 dias										
1 mês	-0.438	-0.467	-0.423	-0.540	-0.573	↓ -0.029	↑ 0.044	↓ -0.117	↓ -0.033	↓ -0.135
3 Meses	-0.383	-0.402	-0.363	-0.520	-0.541	↓ -0.019	↑ 0.039	↓ -0.157	↓ -0.021	↓ -0.158
6 Meses	-0.324	-0.353	-0.287	-0.513	-0.521	↓ -0.029	↑ 0.066	↓ -0.226	↓ -0.008	↓ -0.197
12 Meses	-0.249	-0.288	-0.171	-0.486	-0.495	↓ -0.039	↑ 0.117	↓ -0.315	↓ -0.009	↓ -0.246
LIBOR USD Act/360 dias										
LIB 1 mês	1.763	1.639	0.993	0.141	0.145	↓ -0.123	↓ -0.647	↓ -0.852	↑ 0.005	↓ -1.617
LIB 3 meses	1.908	1.696	1.451	0.220	0.245	↓ -0.212	↓ -0.246	↓ -1.230	↑ 0.025	↓ -1.664
LIB 6 meses	1.912	1.699	1.175	0.246	0.261	↓ -0.213	↓ -0.524	↓ -0.929	↑ 0.015	↓ -1.652
LIB 12 meses	1.996	1.769	0.998	0.332	0.333	↓ -0.227	↓ -0.771	↓ -0.665	↑ 0.000	↓ -1.664

OBRIÇÕES DE GOVERNO - 10 anos

	Valor observado (%):					Variação (p.p.):				
	31-dez-19	19-fev-20	31-mar-20	2-nov-20	23-dez-20	1/jan - 19/fev	19/fev-31/mar	31/mar-2/nov	2/nov-23/dez	2020 (até 23/dez)
Portugal	0.442	0.274	0.868	0.094	0.046	↓ -0.168	↑ 0.594	↓ -0.774	↓ -0.048	↓ -0.396
Espanha	0.468	0.271	0.677	0.121	0.056	↓ -0.197	↑ 0.406	↓ -0.556	↓ -0.065	↓ -0.412
Grécia	1.468	0.968	1.679	0.927	0.650	↓ -0.500	↑ 0.711	↓ -0.752	↓ -0.277	↓ -0.818
Itália	1.412	0.953	1.523	0.748	0.576	↓ -0.459	↑ 0.570	↓ -0.775	↓ -0.172	↓ -0.836
França	0.118	-0.183	-0.015	-0.353	-0.344	↓ -0.301	↑ 0.168	↓ -0.338	↑ 0.009	↓ -0.462
Alemanha	-0.185	-0.418	-0.471	-0.640	-0.590	↓ -0.233	↓ -0.053	↓ -0.169	↑ 0.050	↓ -0.405
Reino Unido	0.822	0.599	0.356	0.219	0.196	↓ -0.223	↓ -0.243	↓ -0.137	↓ -0.023	↓ -0.626
Suíça	-0.471	-0.703	-0.328	-0.525	-0.544	↓ -0.232	↑ 0.375	↓ -0.197	↓ -0.019	↓ -0.073
EUA	1.918	1.566	0.670	0.843	0.920	↓ -0.351	↓ -0.897	↑ 0.174	↑ 0.076	↓ -0.998
Japão	-0.011	-0.047	0.022	0.045	0.012	↓ -0.036	↑ 0.069	↑ 0.023	↓ -0.033	↑ 0.023

	Valor observado					Variação (%):				
	31-dez-19	19-fev-20	31-mar-20	2-nov-20	23-dez-20	1/jan - 19/fev	19/fev-31/mar	31/mar-2/nov	2/nov-23/dez	2020 (até 23/dez)
Eurostoxx 600	416	434	320	348	392	↑ 4.3%	↓ -26.2%	↑ 8.7%	↑ 12.8%	↓ -5.6%
IBEX	9549	10084	6785	6586	7981	↑ 5.6%	↓ -32.7%	↓ -2.9%	↑ 21.2%	↓ -16.4%
CAC	5978	6111	4396	4691	5492	↑ 2.2%	↓ -28.1%	↑ 6.7%	↑ 17.1%	↓ -8.1%
DAX	13249	13789	9936	11788	13489	↑ 4.1%	↓ -27.9%	↑ 18.6%	↑ 14.4%	↑ 1.8%
FTSE	7542	7457	5672	5655	6447	↓ -1.1%	↓ -23.9%	↓ -0.3%	↑ 14.0%	↓ -14.5%
PSI20	5214	5436	4070	4019	4774	↑ 4.3%	↓ -25.1%	↓ -1.2%	↑ 18.8%	↓ -8.4%
S&P 500	3231	3386	2585	3310	3687	↑ 4.8%	↓ -23.7%	↑ 28.1%	↑ 11.4%	↑ 14.1%
Nasdaq	8973	9817	7700	10958	12808	↑ 9.4%	↓ -21.6%	↑ 42.3%	↑ 16.9%	↑ 42.7%
Topix	1721	1672	1403	1608	1765	↓ -2.9%	↓ -16.1%	↑ 14.6%	↑ 9.8%	↑ 2.5%
MSCI Emerg	1115	1104	849	1115	1249	↓ -1.0%	↓ -23.1%	↑ 31.4%	↑ 12.0%	↑ 12.0%
Shanghai	3050	2975	2750	3225	3382	↓ -2.4%	↓ -7.6%	↑ 17.3%	↑ 4.9%	↑ 10.9%

CÂMBIOS e MATÉRIAS-PRIMAS

	Valor observado					Variação (%):				
	31-dez-19	19-fev-20	31-mar-20	2-nov-20	23-dez-20	1/jan - 19/fev	19/fev-31/mar	31/mar-2/nov	2/nov-23/dez	2020 (até 23/dez)
EUR/USD	1.1213	1.0805	1.1031	1.1641	1.2186	↓ -3.6%	↑ 2.1%	↑ 5.5%	↑ 4.7%	↑ 8.7%
EUR/JPY	121.77	120.35	118.64	121.94	126.08	↓ -1.2%	↓ -1.4%	↑ 2.8%	↑ 3.4%	↑ 3.5%
EUR/GBP	0.8459	0.8363	0.8882	0.9012	0.9084	↓ -1.1%	↑ 6.2%	↑ 1.5%	↑ 0.8%	↑ 7.4%
EUR/CHF	1.0856	1.0633	1.0604	1.0699	1.0847	↓ -2.1%	↓ -0.3%	↑ 0.9%	↑ 1.4%	↓ -0.1%
EUR/AOA	537.16	529.96	571.98	774.26	796.46	↓ -1.3%	↑ 7.9%	↑ 35.4%	↑ 2.9%	↑ 48.3%
EUR/MZN	69.12	69.95	73.61	85.29	91.19	↑ 1.2%	↑ 5.2%	↑ 15.9%	↑ 6.9%	↑ 31.9%
Petróleo (Brent \$)	66.42	59.07	21.47	38.07	49.74	↓ -11.1%	↓ -63.7%	↑ 77.3%	↑ 30.7%	↓ -25.1%
Ouro (\$)	1517.27	1611.70	1577.18	1895.48	1859.67	↑ 6.2%	↓ -2.1%	↑ 20.2%	↓ -1.9%	↑ 22.6%
Prata (\$)	17.85	18.43	13.97	24.09	25.29	↑ 3.2%	↓ -24.2%	↑ 72.4%	↑ 5.0%	↑ 41.7%
Cobre (\$)	279.70	260.60	222.80	307.70	354.35	↓ -6.8%	↓ -14.5%	↑ 38.1%	↑ 15.2%	↑ 26.7%
Soja (\$)	943.00	897.25	886.00	1050.75	1257.75	↓ -4.9%	↓ -1.3%	↑ 18.6%	↑ 19.7%	↑ 33.4%
Milho (\$)	387.75	380.50	340.75	397.50	446.00	↓ -1.9%	↓ -10.4%	↑ 16.7%	↑ 12.2%	↑ 15.0%

DISCLAIMER

Esta informação não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato.

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Geral de Depósitos e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Geral de Depósitos por perdas ou danos causados pelo seu uso.

A informação contida neste documento é realizada com um objetivo informativo, sendo enviada como um instrumento auxiliar, não podendo servir de base a qualquer investimento que possa ser realizado.

Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rendibilidade futura.

Não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Geral de Depósitos não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.