

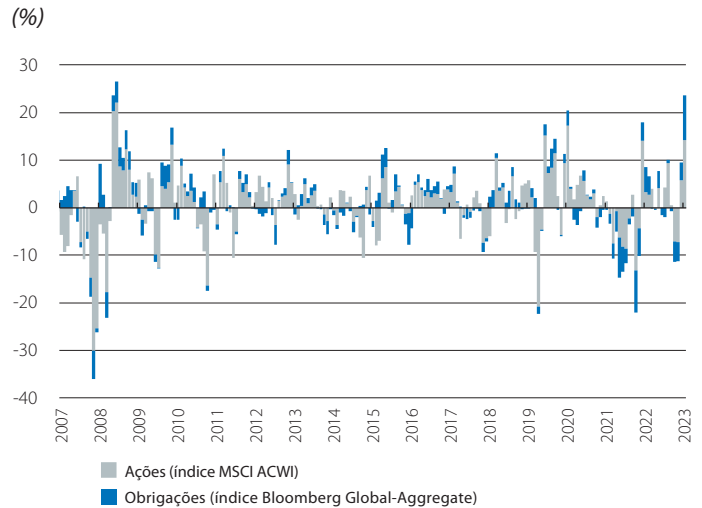
2023: um ano de ganhos generalizados em obrigações e ações

Investidores mantêm forte apetite pelo risco em dezembro. O intenso movimento do mercado desencadeado no final de outubro, quando os investidores passaram da expectativa de taxas de juro mais elevadas durante mais tempo para taxas mais baixas já em 2024, continuou em dezembro. No entanto, o ímpeto pareceu esmorecer no final do mês, com os investidores a fecharem posições em toda a linha para não mancharem os bons registos anuais e enfrentarem calmamente a paragem no Natal, deixando o mercado com um baixo volume de transações e bastante estável nas duas últimas semanas do ano. Assim, 2023 termina com ganhos na maioria das bolsas mundiais, com o índice global MSCI ACWI a subir 20%, e com os índices chineses como principal – e quase exclusiva – nota negativa. No que respeita às obrigações, os índices globais agregados de obrigações (que incluem dívidas soberanas e obrigações de empresas) também encerraram o ano com ganhos, com o índice Bloomberg Global-Aggregate bond a avançar quase 6%, graças à forte dinâmica do final do ano. Em dezembro, este índice registou o ganho bimestral mais forte desde 1990 (mais de 9%) e o desempenho dos últimos dois meses tornou o ano muito positivo para as duas principais classes de ativos.

Os bancos centrais procuram conter as expectativas do mercado quanto a cortes nas taxas. A Fed e o BCE mostraram uma clara divergência nas suas reuniões de dezembro: se a Fed anunciou o fim do ciclo de subida de taxas e mostrou no seu *dot-plot* uma expectativa do votante mediano do FOMC de três cortes de taxas em 2024 (ou seja, 75 bps), no BCE Lagarde foi menos explícita e disse que, para já, o BCE não discutiu cortes de taxas. Não obstante esta discrepância, após as reuniões respetivas, as declarações de vários responsáveis pela política monetária de ambos os bancos centrais centraram-se no controlo das expectativas dos investidores quanto à descida das taxas, que acumularam um ajustamento assinalável (descida de até 120 p.b. entre 31 de outubro e 31 de dezembro nos *forwards* da *effective fed funds rate* para os próximos 12 meses). Mas no final do ano, os futuros do mercado monetário estavam a descontar o primeiro corte de taxas nos EUA em março e na Zona Euro em abril, esperando entre cinco e seis cortes de taxas (ou seja, entre 125 e 150 pontos base) em 2024 em ambas as regiões.

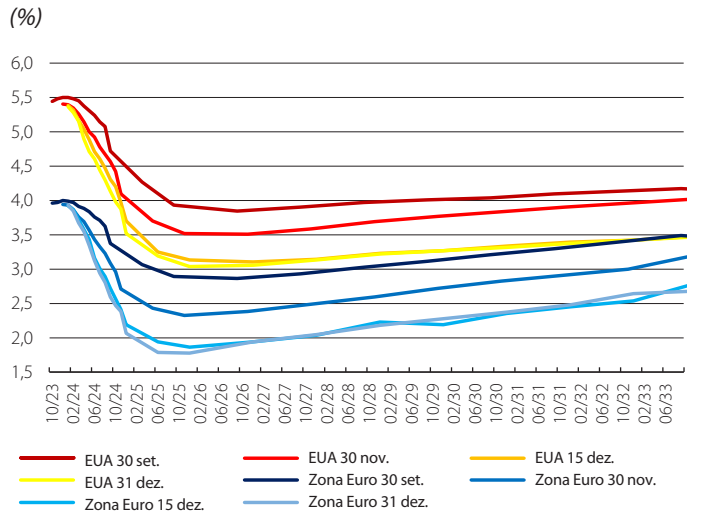
Queda acentuada das *yields* das dívidas soberanas, com abrandamento no final do mês. À semelhança do resto do mercado, as taxas soberanas também abrandaram no final de dezembro, após a forte tendência descendente de novembro, com os investidores a reavaliarem as suas expectativas de taxas de juro mais baixas em 2024, tendo em conta a forte correção dos preços e a resiliência da economia dos EUA. Porém, os movimentos de dezembro nas dívidas públicas continuaram a ser significativos, com os índices de referência a 10 anos em ambos os lados do Atlântico a caírem entre 40 e 50 p.b. em dezembro. Isto significa que os *treasuries* dos EUA terminaram o ano sem alterações, enquanto que para os *benchmarks* europeus, as descidas de rendimento foram significativas. Esta situação, associada a uma forte redução dos diferenciais,

Ganhos bimestrais globais de obrigações e ações



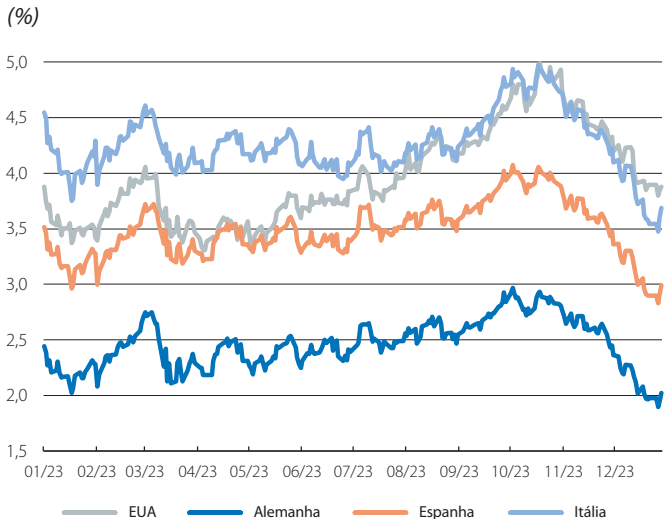
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Expectativas sobre as taxas de juro de referência da Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre a EFFR e a taxa OIS da Zona Euro a partir das curvas de rendimento do mercado. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Rentabilidade da dívida soberana a 10 anos



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

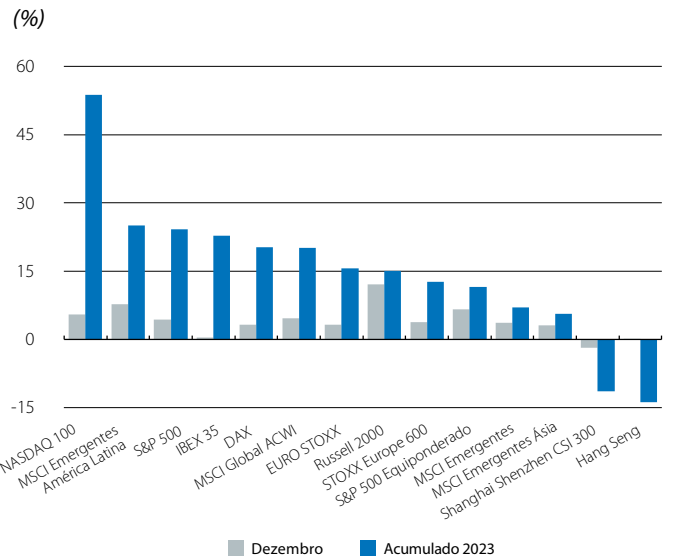
permitiu que os índices de referência a 10 anos da periferia da Zona Euro terminassem o ano entre 70 p.b. e 100 p.b. abaixo do seu nível de fecho de 2022.

O rally bolsista de novembro ainda se faz sentir em dezembro. Também nos mercados bolsistas, o forte rally de investimento de novembro perdeu força a meio do mês, em especial nos mercados europeus. Contudo, o mês de dezembro fechou com ganhos generalizados para os principais índices, com a principal exceção, por mais um mês, a ser os índices chineses. Os índices americanos, em particular o Nasdaq e o Russell 2000, registaram uma evolução positiva. A dinâmica da economia americana e as expectativas de descida das taxas de juro favoreceram, durante o mês, tanto as empresas tecnológicas como as empresas mais pequenas, que tinham acumulado um ano de fraco desempenho relativo face aos gigantes tecnológicos. O desempenho excecional destas empresas fez com que, em 2023, o ano da emergência da inteligência artificial, o maior avanço entre os principais índices internacionais fosse registado pelo Nasdaq, após um período de 2022 de fortes quedas. No entanto, o ano terminou com ganhos generalizados nos principais índices bolsistas, tanto nos mercados desenvolvidos como nos mercados emergentes, enquanto as ações chinesas se situaram em terreno negativo, com os índices CSI 300 de Xangai e Hang Seng de Hong Kong a caírem mais de 10% cada um.

As expectativas de taxas mais baixas da Fed pesam sobre o dólar no final do ano. Se as expectativas de taxas e os spreads correlacionados entre economias têm sido os principais motores do mercado cambial ao longo do ano, dezembro não foi exceção. O dólar terminou assim o ano com uma ligeira depreciação da sua taxa efetiva nominal (pouco mais de 2%), mas desfazendo, desde meados de novembro, uma grande parte da forte valorização que tinha acumulado no verão (mais de 7%). Consequentemente, o euro terminou o ano com uma apreciação de mais de 3%, tanto em relação ao dólar como à sua taxa efetiva nominal. Por outro lado, foi digna de nota a forte apreciação do iene em dezembro, concentrada nas primeiras semanas e antes de uma reunião do Banco do Japão que foi mais *dovish* do que o esperado pelos investidores, que continuam a descontar aumentos antecipados das taxas. A moeda japonesa terminou o mês de dezembro com uma apreciação de quase 5% face ao dólar, corrigindo parcialmente a forte depreciação (perto de 8%) que tinha acumulado durante o ano.

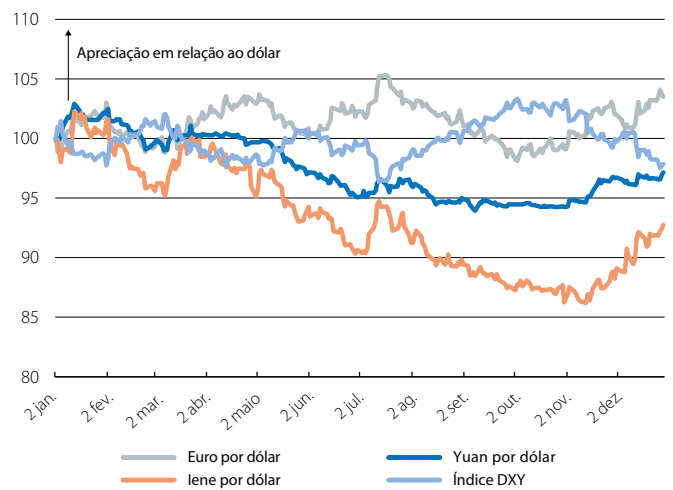
Preços da energia fecham o ano com perdas. A cotação do petróleo bruto Brent, de referência na Europa, prolongou as suas quedas em dezembro, terminando 2023 10% mais baixa do que no início do ano (menos quase 10 dólares por barril). Apesar da eclosão de conflitos no Médio Oriente, que se agravaram em dezembro com ataques a navios no Mar Vermelho, ou de cortes na produção por parte dos membros da OPEP, os preços do petróleo foram afetados pelo abrandamento da procura mundial e pelo aumento da produção fora da OPEP, sobretudo nos EUA (que atingiu um máximo histórico de 13,3 milhões de barris por dia em dezembro). O preço de referência europeu do gás, por outro lado, embora ainda acima dos níveis anteriores à pandemia, está longe dos máximos registados em 2022 e termina o ano com uma descida de mais de 50%, graças a um elevado nível de reservas e a uma menor procura num outono mais ameno do que o habitual.

Desempenho dos principais índices bolsistas



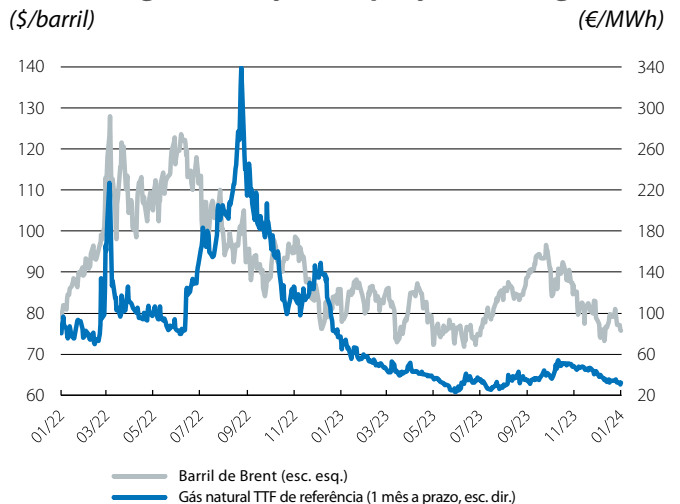
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar
Índice (100 = 30 de janeiro de 2023)



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

Petróleo e gás: evolução dos preços da energia



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

A política monetária e desempenho do mercado bolsista dos EUA

Com as principais economias desenvolvidas no pico de um ciclo de política monetária restritiva, perguntamo-nos até que ponto o mercado acionista dos EUA a acomodou.

Qual é a relação entre as taxas de juro e os mercados bolsistas?

As principais economias avançadas passaram, nos últimos anos, de um longo período de política monetária acomodatória para uma forte contração monetária, impulsionada pela necessidade de reduzir a inflação. Tais alterações na política monetária, para além do efeito pretendido na economia real, implicam um impacto no resto dos ativos financeiros que, de facto, ocorre muito mais rapidamente do que os efeitos na economia real. Quanto aos mercados obrigacionistas, existe uma relação direta com a política monetária: as taxas de juro e os preços das obrigações têm uma relação inversa, pelo que, à medida que as taxas sobem (descem), os preços descem (sobem).

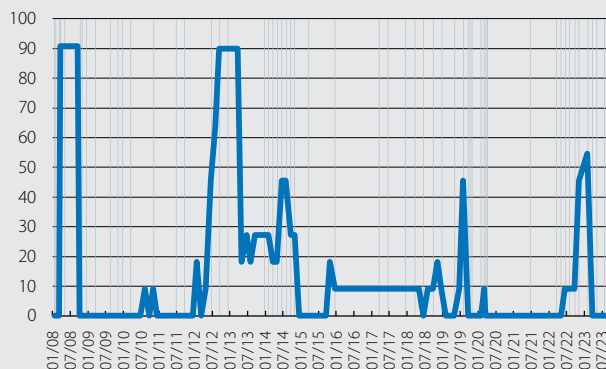
No que respeita aos mercados de ações, a relação não é tão direta nem tão óbvia. As taxas de juro são, por um lado, uma referência ao contexto macroeconómico: as taxas elevadas estão associadas a uma economia com inflação e/ou forte crescimento da atividade, enquanto as taxas baixas tendem a refletir uma atividade fraca e/ou uma inflação baixa. As taxas são também fundamentais na avaliação de uma empresa, uma vez que o valor atual de uma ação é calculado como o fluxo de lucros futuros previstos, descontados pela taxa de juros, de modo que, se as taxas mudarem, o valor atual refletido no preço da ação muda. Além disso, as taxas de juro determinam o custo do financiamento e, por conseguinte, têm um impacto direto na rentabilidade de uma empresa. Acrescente-se que, eventualmente, as taxas afetam a procura (seja de uma empresa, de um intermediário ou de um agregado familiar) e, por conseguinte, as vendas. Deste modo, o efeito das taxas difere em função dos sectores de atividade das empresas e do contexto macroeconómico em geral.

Quem é sensível à política monetária e quem não é?

Os mercados financeiros referem-se habitualmente aos sectores cíclicos e defensivos como aqueles que são mais ou menos sensíveis ao ciclo económico. No entanto, os ciclos económicos podem ter naturezas muito diferentes e, por conseguinte, o papel da política monetária em

1. Calculamos o rácio entre a variação de preço ($P_t^i - P_{t-1}^i$) de cada subíndice do S&P 500 (11 sectores) e a variação da taxa de rendibilidade do *treasury* a 2 anos ($Y_t - Y_{t-1}$), utilizada como *proxy* para surpresas em termos de política monetária, numa amostra que inclui apenas os dias em que é divulgado o resultado de uma reunião da Fed. Esta análise é efetuada em janelas contínuas de 24 meses, cada uma das quais inclui 16 reuniões da Fed de 2000 a 2023. Assim, a sensibilidade é dada pela estimativa de β na regressão ($P_t^i - P_{t-1}^i$) = $\alpha + \beta (Y_t - Y_{t-1}) + \epsilon_t$. Identificamos um sector como «sensível» à política monetária se β for significativo a 95%.

S&P 500: percentagem sectorial do índice sensível às surpresas da política monetária (%)



Nota: As barras cinzentas indicam as reuniões da Fed em que foi anunciada uma alteração das taxas.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg e da Reserva Federal.

cada ciclo e a sua relação com o mercado bolsista podem variar. Em resposta à nossa questão de forma mais precisa, centramos a nossa análise na sensibilidade dos diferentes sectores que compõem o S&P 500 a surpresas de política monetária.¹ Ao longo dos períodos estudados, os sectores mais recorrentemente sensíveis a alterações na política monetária são 6 dos 11 sectores que compõem o S&P 500, representando em conjunto 65% do índice: tecnologia, consumo discricionário e não discricionário, sector financeiro, *utilities* e sector imobiliário. Este grau de sensibilidade não é constante ao longo do tempo, ou seja, estes sectores nem sempre são sensíveis às surpresas da política monetária e nem sempre com a mesma intensidade (ver o primeiro gráfico).

O sector financeiro é positivamente sensível, ou seja, a sua resposta tende a evoluir no mesmo sentido das surpresas da política monetária.² Em contraste, os outros cinco sectores são negativamente sensíveis, ou seja, a sua resposta tende a mover-se na direção oposta às taxas. A tecnologia é um sector de crescimento e a sua avaliação depende em grande medida de estimativas de fluxos de lucros futuros, devidamente atualizados com as taxas de juro vigentes: quanto maior (menor) for a taxa de desconto, menor (maior) será a avaliação. Em contrapartida, a sensibilidade dos sectores de consumo pode ser compreendida pela sua dependência do poder de compra dos consumidores e, portanto, das vendas das empresas. Analogamente, a atividade no sector imobiliário é sensível ao preço das hipotecas e, por conseguinte, às taxas de juro. Para concluir, sabe-se que as *utilities* são empresas conso-

2. Uma surpresa positiva implicaria um aumento da taxa de juro soberana a 2 anos, e seria de esperar que refletisse uma decisão da Fed mais *hawkish* do que o esperado.

lidadas que oferecem estabilidade no pagamento de dividendos, pelo que, no mundo bolsista, são semelhantes às obrigações (das quais herdamos a sua sensibilidade «negativa» às taxas de juro).

O que aconteceu durante os dois anos de aperto monetário?

Quando a Reserva Federal começou a aumentar as taxas de juro em 2022, o S&P 500 registou o seu pior ano desde 2008, com todos os sectores sensíveis (negativos ou positivos) e não sensíveis a apresentarem perdas significativas, até -30% para as empresas tecnológicas e -38% para as empresas de consumo discricionário. No entanto, o conjunto de sectores negativamente sensíveis teve um desempenho relativamente pior, enquanto os sectores positivamente sensíveis apresentaram descidas muito menores (ver segundo gráfico). O desempenho superior dos sectores não sensíveis deve-se inteiramente ao sector da energia, impulsionado pelos elevados preços das matérias-primas energéticas (petróleo e gás).

Em 2023, porém, o mesmo padrão não se repetiu. Os sectores das *utilities* e do imobiliário continuaram a ser afetados pelo ambiente de taxas de juro elevadas, mas as empresas tecnológicas e de consumo discricionário registaram fortes ganhos.³ Isto sugere que, em 2023, houve outras dinâmicas que contrabalançaram o arrastamento das taxas de juro. As vendas nestes sectores tiveram, contudo, um bom desempenho, apesar das taxas elevadas. Com efeito, estes sectores estiveram entre os sectores com maior crescimento dos lucros no ano até ao terceiro trimestre de 2023 e, além disso, excederam as expectativas.⁴ A segunda razão é que estes dois sectores, em conjunto com as comunicações, contêm as sete empresas de maior capitalização nos EUA, coloquialmente referidas como os «sete magníficos», que tiveram um ano de sucesso em termos de crescimento dos lucros. Juntas, estas empresas (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla) representam 30% do S&P 500 e, com o seu desempenho muito positivo ao longo do ano em termos de resultados, arrastaram consideravelmente o resto do mercado (ver terceiro gráfico).

Em relação aos outros sectores, o sector financeiro (sensível em termos positivos) sofreu com a crise do Silicon Valley Bank no início do ano.⁵ Os sectores não sensíveis apre-

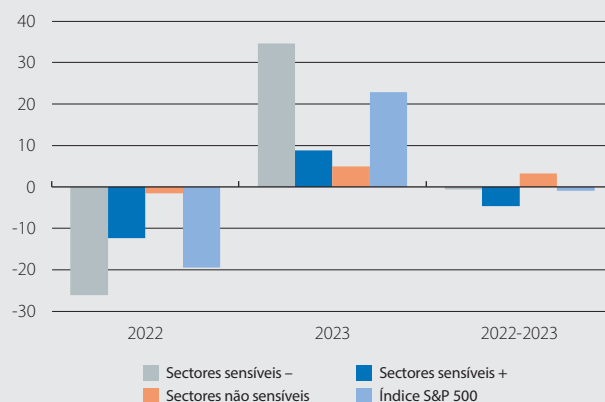
3. Quando, em novembro, os mercados assumiram o fim do ciclo de subida das taxas e alteraram as suas expectativas para esperar cortes nas taxas em 2024, os sectores de *utilities* e do imobiliário voltaram a reagir negativamente às taxas mais baixas esperadas, registando assim ganhos na última parte do ano, enquanto os sectores da tecnologia e do consumo prolongaram o seu avanço positivo.

4. Durante o ano, o S&P 500 acumulou 24%, enquanto o seu P/E subiu 15%, o que indica que 65% da sua valorização resulta de múltiplos e 35% do crescimento dos lucros.

5. O sector financeiro caiu 16% desde o seu pico em fevereiro até ao mínimo do ano em março. Entretanto, desde esse mínimo, já apagou as perdas e fechou o ano com uma subida de 10%.

S&P 500: grupos de sensibilidade

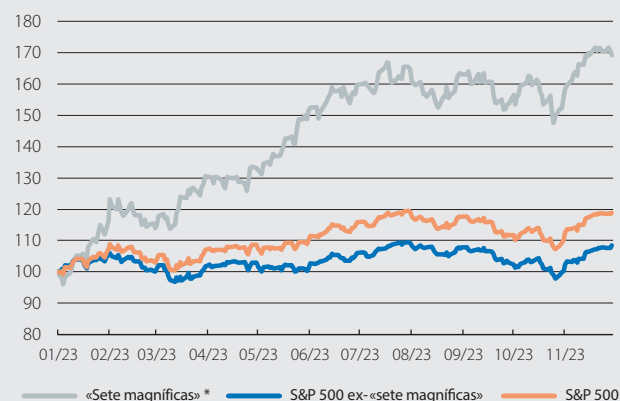
Variação acumulada durante o ano (%)



Nota: A sensibilidade é identificada conforme descrito na nota de rodapé 1 no corpo do artigo.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg (dados de 15 de dezembro de 2023).

S&P 500: evolução dos índices selecionados

Índice (100 = 1 de janeiro de 2023)



Nota: *As «Sete Magníficas» são: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

sentaram resultados mistos e refletiram principalmente o seu desempenho comercial até ao momento este ano. Feitas as contas, o impacto das recentes alterações da política monetária no mercado bolsista foi misto. Primeiro, a narrativa dominante foi a de uma política monetária mais restritiva, mas, mais tarde, uma confluência de fatores, incluindo a elevada concentração do índice numa mão-cheia de ações e o desempenho positivo face a uma conjuntura macroeconómica melhor do que o esperado, pesou contra o impacto mais direto da subida das taxas de juro.

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	200,0
Euribor 3 meses	3,91	3,96	-6	177,7	177,7
Euribor 12 meses	3,51	3,93	-41	22,2	22,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,26	3,43	-17	66,2	66,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,40	2,82	-41	-36,0	-36,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,02	2,45	-42	-54,7	-54,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,99	3,47	-48	-67,0	-67,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,66	3,14	-48	-93,0	-93,0
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	100,0	100,0
SOFR 3 meses	5,33	5,37	-4	74,4	74,4
Dívida pública a 1 ano	4,76	5,12	-36	7,5	7,5
Dívida pública a 2 anos	4,25	4,68	-43	-17,6	-17,6
Dívida pública a 10 anos	3,88	4,33	-45	0,4	0,4

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	68	-9	-32,0	-32,0
Itraxx Financeiro Sénior	67	78	-11	-32,3	-32,3
Itraxx Financeiro Subordinado	123	142	-20	-49,4	-49,4

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,104	1,089	1,4	3,1	3,1
EUR/JPY (ienes por euro)	155,720	161,370	-3,5	10,9	10,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,863	0,5	-2,1	-2,1
USD/JPY (ienes por dólar)	141,040	148,200	-4,8	7,6	7,6

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	510,3	529,9	-3,7	-8,0	-8,0
Brent (\$/barril)	77,0	82,8	-7,0	-10,3	-10,3
Ouro (\$/onça)	2.063,0	2.036,4	1,3	13,1	13,1

Mercado Acionista

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.769,8	4.567,8	4,4	24,2	24,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.521,4	4.382,5	3,2	19,2	19,2
Ibex 35 (Espanha)	10.102,1	10.058,2	0,4	22,8	22,8
PSI 20 (Portugal)	6.396,5	6.474,6	-1,2	11,7	11,7
Nikkei 225 (Japão)	33.464,2	33.486,9	-0,1	28,2	28,2
MSCI emergentes	1.023,7	987,1	3,7	7,0	7,0