

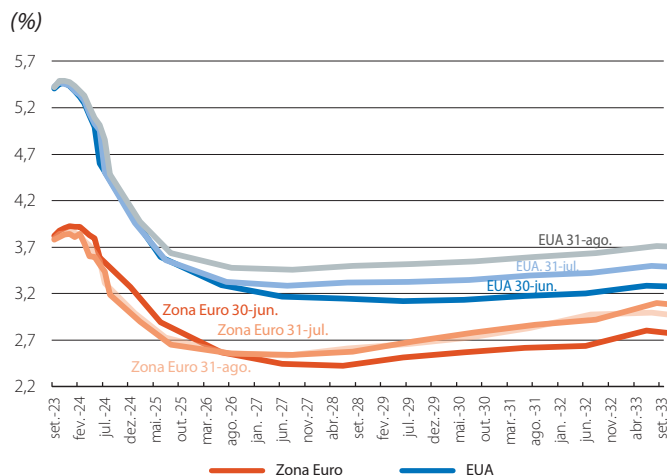
O mau mês de agosto nos mercados bolsistas internacionais prejudica o regresso das férias

Os investidores esperam novamente taxas mais elevadas durante mais tempo. Um dos principais focos do verão tem sido a contínua resistência do ciclo norte-americano às subidas das taxas de juro do último ano e meio. A força desta situação voltou a alimentar a narrativa de que a economia pode ter uma aterragem suave e que as taxas de juro manter-se-ão em níveis elevados durante mais tempo. Em consequência, as expectativas em relação às taxas de longo prazo aumentaram fortemente e, correlativamente, o mesmo aconteceu com a dívida soberana. O outro grande foco de atenção foi a situação da economia chinesa, que, juntamente com a subida das taxas de juro, pesou no sentimento dos investidores durante grande parte de agosto, quando, no meio do habitual baixo volume de transações, as principais bolsas mundiais registaram quedas. A fragilidade da economia da Zona Euro, ao contrário da dos Estados Unidos, abrandou a subida das taxas de rentabilidade dos títulos soberanos europeus nos últimos dois meses.

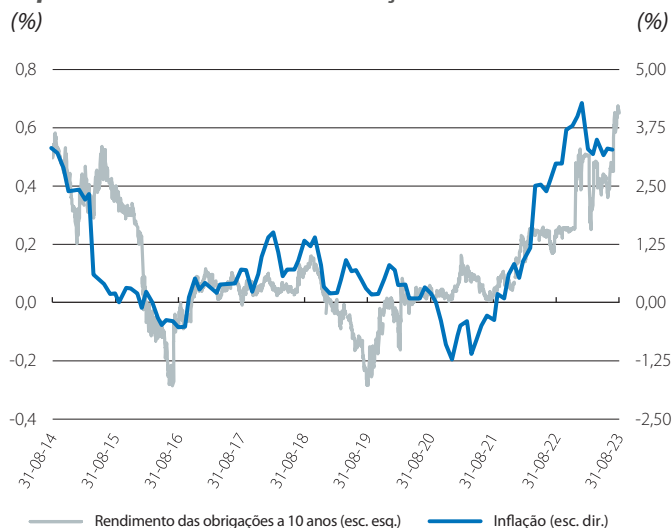
A Fed e o BCE deixaram as suas opções em aberto antes das férias de verão. Ambos os bancos centrais aumentaram as taxas em julho, em 25 p.b., para o intervalo de 5,25%-5,50% para a Fed e 3,75%-4,25% para o BCE (taxas *depo* e *a refi*, respetivamente), sublinhando o seu empenho no controlo da inflação. Contudo, deixaram as suas opções em aberto para avaliar os dados económicos que estarão disponíveis nas muitas semanas que antecedem a próxima reunião. Nos países desenvolvidos, o Banco do Canadá também aumentou as taxas em julho em 25 p.b., tal como o Banco de Inglaterra em agosto; apenas a Austrália e a Nova Zelândia não prolongaram os seus recentes aumentos. Em contrapartida, o Banco do Japão deu um pequeno passo no sentido de flexibilizar a política de controlo da curva de rendimentos, sem alterar os objetivos (taxa oficial em -0,1% e taxa soberana a 10 anos que flutue, idealmente, nos 50 p.b. ao redor de 0%), mas tornando a sua aplicação mais flexível (será mais tolerante às flutuações da taxa soberana, permitindo que esta possa chegar até 1,0%). Este primeiro passo da normalização monetária aumentou as expectativas dos investidores quanto a um aumento gradual da restritividade da política monetária do Japão, tendo em conta a resistência da economia, a persistência da inflação e a fraqueza do iene nos últimos meses.

Os dados macroeconómicos impulsionaram as taxas soberanas. Nos EUA, o rendimento das obrigações soberanas a 10 anos registou uma forte recuperação desde meados de julho, prolongada pela descida do *rating* da dívida norte-americana pela Fitch no início de agosto (de AAA para AA+, devido à deterioração das contas orçamentais), atingindo, em meados do mês, máximos do ano em 4,34% e uma subida acentuada da inclinação do 10-2 anos em mais de 40 p.b. Já no final do mês, e apesar das declarações razoavelmente *hawkish*, por Powell em Jackson Hole, as taxas americanas baixaram (nomeadamente a taxa de referência a 2 anos, que fechou o mês de agosto praticamente estável em relação ao final de junho) face a dados macroeconómicos ainda positivos, mas um pouco abaixo das expectativas. As *yields* das obrigações soberanas de curto prazo na Zona Euro desceram gradualmente, com a taxa de rentabilidade alemã a 2 anos a cair mais de 20 p.b. desde junho. Ainda

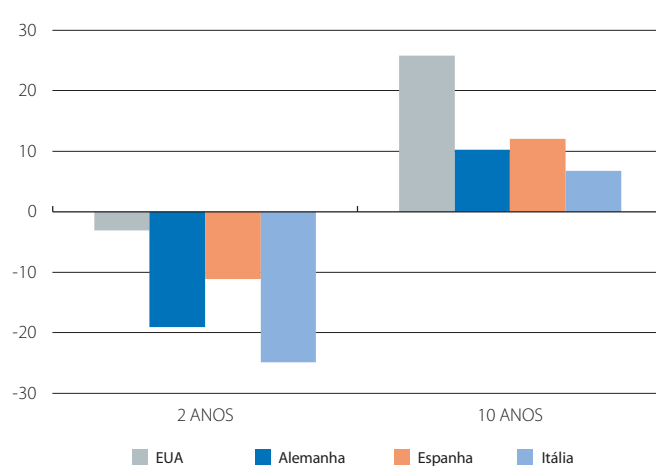
Expectativas sobre as taxas de juro de referência do Fed e do BCE



Japão: taxas soberanas e inflação



Evolução da dívida soberana por país e prazo * (p. b.)



na Europa, a perspectiva de taxas de juro do BCE próximas do seu pico manteve as taxas interbancárias estáveis, com a Euribor a 12 meses estável em cerca de 4,1% desde junho, após a sua subida imparável desde o início de 2022.

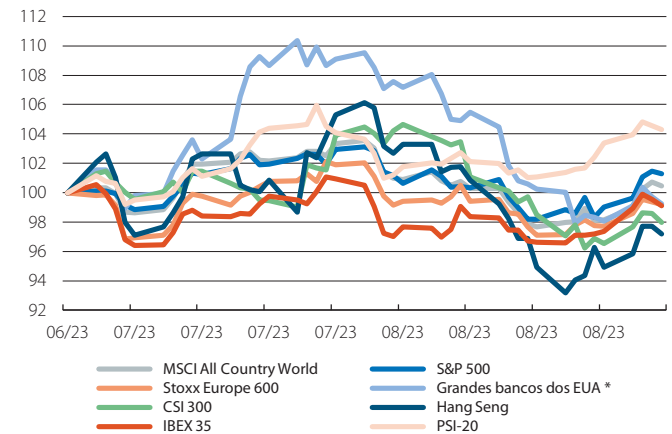
Os mercados bolsistas internacionais sofrem um mau mês de agosto. Enquanto em julho os principais mercados bolsistas internacionais registaram ganhos generalizados, a tendência inverteu-se em agosto, quando o índice MSCI All Country World caiu 3,0% no mês. Tal desempenho explica-se, por um lado, pela fraqueza do S&P 500 que, após atingir máximos de 12 meses e de ter acumulado cinco meses consecutivos de subidas no final de julho, terminou agosto com quedas de 1,8%, arrastado pelo mau desempenho de grandes empresas como a Apple e a Tesla e das maiores instituições financeiras. As ações chinesas também registaram perdas em agosto, penalizadas por dificuldades no sector imobiliário (Country Garden, um dos maiores promotores chineses, não pagou o cupão de uma dívida emitida) e por investidores céticos em relação aos estímulos públicos anunciados em julho, quando as autoridades prometeram resolver os problemas de liquidez do sector imobiliário e aumentar a confiança dos consumidores. O índice CSI 300 de Xangai e o Hang Seng de Hong Kong encerraram o mês com descidas de 6,2% e 8,5%, respetivamente. Os índices europeus também caíram, sobretudo após o enfraquecimento do ciclo nas últimas semanas do mês. A este respeito, o desempenho dos índices ibéricos tem sido mais positivo do que o dos seus pares.

O dólar anda para trás e para a frente. As previsões de investimento no início de julho para a Fed, que esperavam uma nova subida das taxas e cortes acentuados em 2024, pesaram fortemente sobre o dólar nas duas primeiras semanas de julho, quando o dólar se desvalorizou 3,1% a nível mundial, segundo o índice DXY (-3,0% também face ao euro). A narrativa de taxas mais elevadas durante mais tempo traduziu-se, no entanto, numa apreciação gradual do dólar desde então, paralela à das taxas de longo prazo, o que permitiu à moeda americana manter-se firme durante o verão e fechar o mês de agosto em níveis ligeiramente superiores aos de junho, tanto a nível mundial (+0,7% para o índice DXY) como face ao euro (+0,6%). Nas moedas do resto do mundo, o yen foi particularmente fraco em agosto, com uma depreciação mensal de 2,2% face ao dólar.

Oscilações bruscas dos preços da energia. Após a forte subida em junho do preço do gás natural europeu de referência, o Dutch TTF, com a chegada do tempo quente e o aparecimento de pressões sobre a oferta, em julho o bom andamento do enchimento dos reservatórios na UE acalmou os investidores e levou a uma descida dos preços de 23%. Em agosto, no entanto, esta tendência inverteu-se com igual intensidade, visto que surgiram novos riscos de abastecimento (nomeadamente, a ameaça de uma greve num grande produtor australiano) para o outono, coincidindo com a descida das temperaturas. Em suma, no final de agosto, a TTF situava-se em torno dos 35 euros em que tinha terminado o mês de junho. No sector do petróleo, o preço do barril de crude Brent subiu acentuadamente mais de 14% em julho, impulsionado pelos anúncios de cortes na produção e nas exportações por parte da Arábia Saudita e da Rússia, e mostrou-se volátil em agosto devido a dúvidas sobre a procura chinesa. Estas dúvidas também pesaram sobre os metais industriais em agosto, que inverteram a maior parte dos ganhos registados em julho. Em contrapartida, apesar da retirada da Rússia do acordo da ONU sobre a exportação de cereais ucranianos através do Mar Negro, os preços do trigo e do milho caíram cerca de 17% e 10%, respetivamente, desde junho.

Evolução dos principais índices bolsistas internacionais

Índice (100 = 30 de junho de 2023)

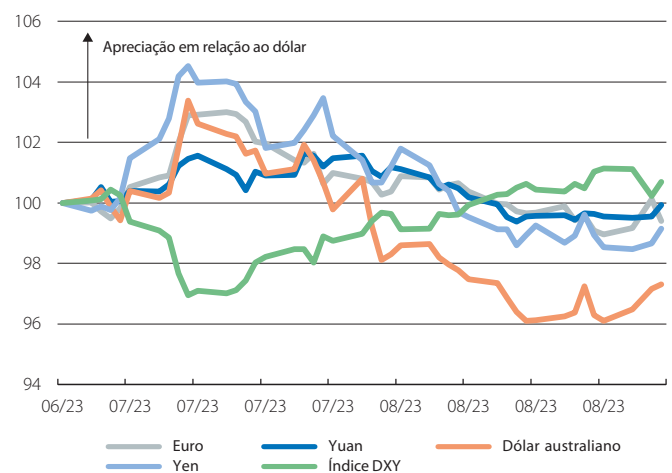


Nota: * BlueStar Top10 US Banks Index (BUBNK).

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

Moedas: desempenho face ao dólar

Índice (100 = 30 de junho de 2023)

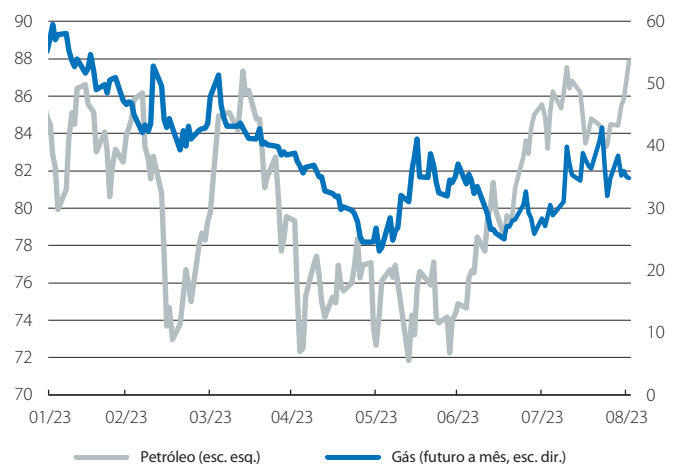


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços do gás natural e do petróleo

(Dólar/barril)

(Euro/MWh)



Nota: Petróleo Brent e gás natural TTF.

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

A importância das rendas na inflação dos EUA

A inflação está a diminuir na maioria das economias avançadas, embora os índices subjacentes estejam a cair a um ritmo mais lento. A progressividade com que se aproximam dos 2% será fundamental para determinar o futuro da política monetária dos principais bancos centrais. No caso dos EUA e da Reserva Federal, uma parte importante dependerá da componente ligada principalmente às despesas de habitação (*shelter*), que pesa 34% no cabaz de consumo do IPC (43% se excluirmos a alimentação e a energia).

O que inclui o *shelter* e como evoluiu desde a pandemia?

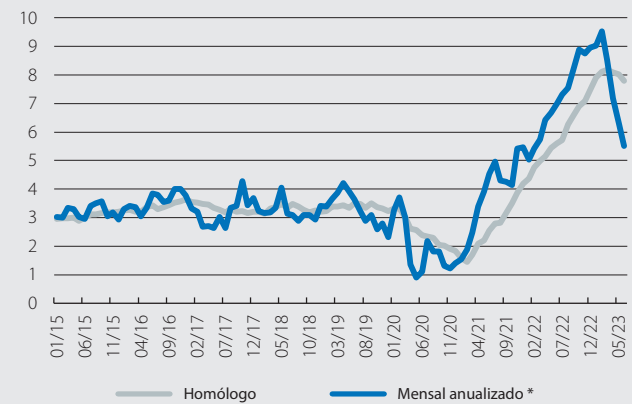
Shelter pode ser traduzido como refúgio ou abrigo e, no caso do IPC dos EUA inclui as despesas de alojamento. É constituído por quatro subcomponentes: renda da primeira residência, rendas imputadas aos proprietários, alojamento fora da primeira residência e alguns seguros, com pesos respetivos de 22%, 75%, 3% e 1%. A maior parte do *shelter* concentra-se, portanto, nas rendas, tanto dos inquilinos como dos senhorios, e ambas as variações de preços são obtidas através do inquérito aos inquilinos e das suas respostas sobre o preço das suas rendas.¹ Assim, o *shelter* reflete sobretudo a dinâmica do mercado de arrendamento, que nos últimos anos tem sido bastante tensa. O primeiro gráfico mostra que a inflação no *shelter* começou a aumentar fortemente durante o segundo semestre de 2021 e atingiu um pico entre o final de 2022 e o início de 2023. Contudo, desde março, esta dinâmica de aumentos acentuados dos preços tem vindo a moderar-se, embora continue a produzir variações homólogas muito aquém do objetivo da Reserva Federal.

Para o futuro, espera-se um novo abrandamento dos preços das rendas

Há vários meses que temos vindo a referir que os principais indicadores do mercado de arrendamento sugerem que esta moderação da componente *shelter* deverá prolongar-se e mesmo acentuar-se nos próximos meses e, dado o elevado peso do *shelter* no cabaz do IPC, arrastar para baixo a inflação no seu conjunto. Estes indicadores a que nos referimos são índices como o índice Zillow, que mostra a evolução dos novos preços de arrendamento (ou seja, como o preço de arrendamento da mesma habitação varia à medida que os inquilinos mudam). O Zillow é indicativo da direção da componente *shelter* do IPC, mas a sua sincro-

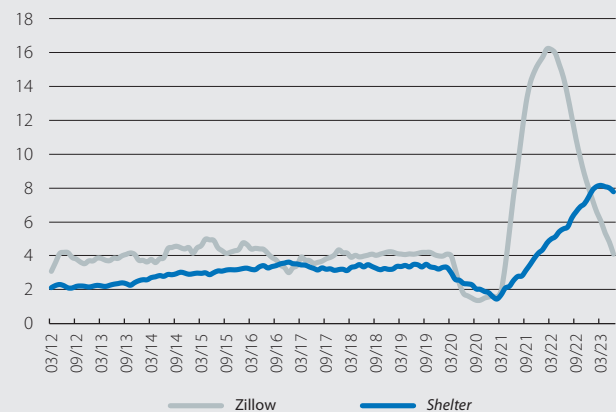
1. A compra de uma casa é considerada um investimento e não um consumo, pelo que o preço de compra não é incluído no IPC. No entanto, as famílias que residem em habitações ocupadas pelos proprietários têm um elemento de consumo equivalente ao das famílias que residem em habitações arrendadas. Por isso, os proprietários da sua residência, é-lhes imputado um custo equivalente ao que teriam se estivessem a viver na sua casa alugada.

EUA: inflação da componente *shelter* do IPC (%)



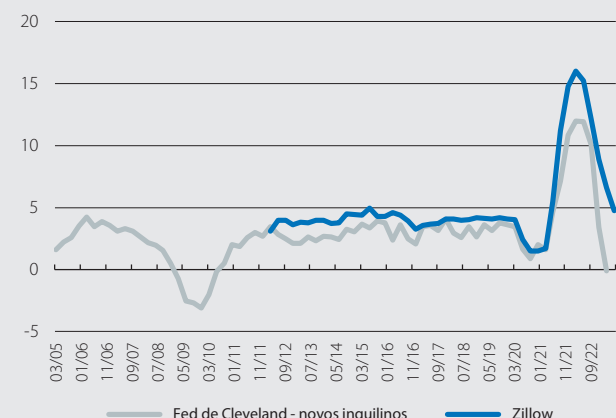
Nota: * Média de três meses da inflação mensal anualizada corrigida de sazonalidade.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS.

EUA: preços de arrendamento em Zillow e *shelter* Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BLS e da Zillow.

EUA: preços das rendas, diferentes índices Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BLS e da Zillow.

nização é imperfeita, dado que o Bureau of Labor Statistics (BLS, a agência responsável pela recolha e publicação dos dados do IPC) calcula a variação do preço das rendas com base numa amostra de rendas que também inclui os preços das rendas dos inquilinos que continuam a viver na mesma propriedade. Com efeito, os contratos de arrendamento com novos inquilinos representam apenas 13% a 25% do total da amostra de arrendamento do IPC, de acordo com um estudo da Reserva Federal de Cleveland.² Assim, a componente de arrendamento do IPC tende a mover-se na mesma direção que o Zillow, mas mais lentamente e com um desfasamento.

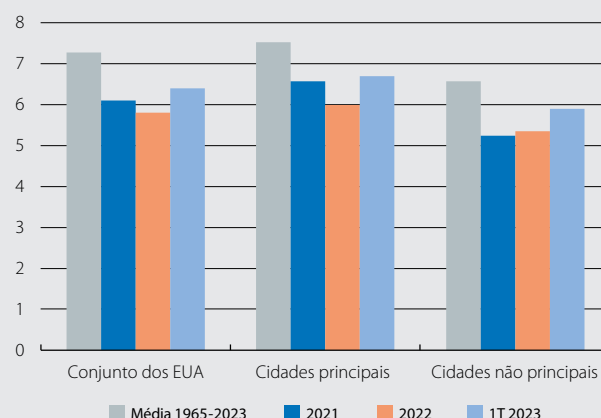
Com o objetivo de tentar compreender melhor a amostra do BLS como um todo e minimizar a discrepância com os principais indicadores privados, este estudo da Fed de Cleveland separou a amostra do BLS, graças aos seus microdados, nos contratos em que o inquilino não mudou e naqueles em que mudou. No terceiro gráfico, o índice da Fed de Cleveland com novos inquilinos apresenta uma correlação elevada com o índice Zillow.

Isto implica que, em termos prospetivos, a moderação observada no índice Zillow deverá repercutir-se, com maior ou menor desfasamento, na evolução das rendas do IPC. Concretamente, conforme as correlações históricas entre o índice Zillow com um desfasamento de 12 meses e a componente *shelter*, a componente de habitação deverá situar-se em cerca de 4,5% no final do ano e ligeiramente acima de 3% em meados de 2024. Por conseguinte, apenas devido ao efeito direto da queda homóloga do Zillow, a inflação global nos EUA poderia diminuir 1,0 e 1,5 p.p. até ao final do ano e até meados do próximo ano, respetivamente. Além disso, a situação do mercado de arrendamento nos EUA está a dar alguns sinais de desanuviamento. No primeiro trimestre de 2023, por exemplo, a percentagem de habitações para arrendamento disponíveis no total de habitações para arrendamento estava acima da média de 2021 e 2022, mas ainda abaixo da média desde 1965 (ver o quarto gráfico).

A situação não é homogénea nas cidades ou regiões dos EUA. As diferenças nos preços das rendas são substanciais e, como se pode observar no último gráfico, o mesmo acontece com a sua variação anual. Apesar de algumas cidades estarem a registar descidas nos preços dos alugueres (por exemplo, Las Vegas), outras (por exemplo, Boston) registam aumentos substanciais nos preços anuais dos novos alugueres, de acordo com a Zillow (+7%).

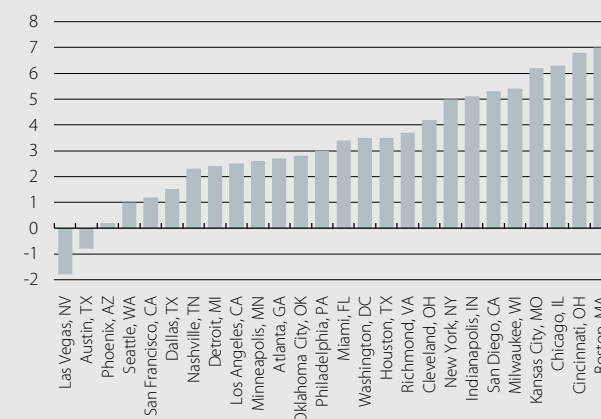
No entanto, na medida em que a inflação do *shelter* continua a diminuir, dado o seu elevado peso no cabaz de consumo, a inflação global e a inflação de base continuarão a moderar-se. Além disso, com a desinflação também visível

EUA: casas disponíveis para arrendamento (% do total do parque habitacional para arrendamento)



Fonte: BPI Research, com base em dados do US Census Bureau.

EUA: preço de arrendamento Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Zillow.

em grande parte do resto do cabaz de consumo, a Reserva Federal tem razões para pôr rapidamente termo às subidas das taxas de juro. Não obstante, a velocidade a que a inflação regressará aos 2% é incerta e, na ausência de um arrefecimento acentuado da atividade económica, a Reserva Federal estará provavelmente inclinada a manter o ambiente de taxas de juro elevadas durante mais alguns trimestres.

2. Ver Adams, B. et al.(2022). «Disentangling Rent Index Differences: Data, Methods, and Scope». Working Paper n.º 22-38. Banco da Reserva Federal de Cleveland.

Taxas de juro (%)

	31-agosto	30-junho	Variação bimestral (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,25	4,00	25	175,0	375,0
Euribor 3 meses	3,80	3,58	22	166,3	303,2
Euribor 12 meses	4,10	4,13	-3	81,1	220,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,54	3,59	-5	93,7	284,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,98	3,20	-22	21,4	187,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,47	2,39	7	-10,5	94,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,48	3,39	10	-18,1	76,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,19	3,13	7	-39,2	58,8
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,25	25	100,0	300,0
Libor 3 meses	5,66	5,55	12	89,6	250,5
Dívida pública a 1 ano	5,38	5,39	-1	69,8	197,2
Dívida pública a 2 anos	4,86	4,90	-3	43,7	147,6
Dívida pública a 10 anos	4,11	3,84	27	23,3	91,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-agosto	30-junho	Variação bimestral (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	70	74	-4	-20,5	-44,2
Itraxx Financeiro Sénior	81	85	-4	-18,1	-43,5
Itraxx Financeiro Subordinado	148	160	-12	-24,1	-82,4

Taxas de câmbio

	31-agosto	30-junho	Variação bimestral (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,084	1,091	-0,6	1,3	8,9
EUR/JPY (ienes por euro)	157,820	157,440	0,2	12,4	13,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,856	0,859	-0,4	-3,4	-1,1
USD/JPY (ienes por dólar)	145,540	144,310	0,9	11,0	3,8

Matérias-primas

	31-agosto	30-junho	Variação bimestral (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	552,8	547,8	0,9	-0,3	-3,6
Brent (\$/barril)	86,9	74,9	16,0	1,1	-6,6
Ouro (\$/onça)	1.940,2	1.919,4	1,1	6,4	13,3

Mercado acionista

	31-agosto	30-junho	Variação bimestral (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.507,7	4.450,4	1,3	17,4	14,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.297,1	4.399,1	-2,3	13,3	21,2
Ibex 35 (Espanha)	9.505,9	9.593,0	-0,9	15,5	19,8
PSI 20 (Portugal)	6.174,0	5.920,3	4,3	7,8	2,8
Nikkei 225 (Japão)	32.619,3	33.189,0	-1,7	25,0	18,0
MSCI emergentes	980,3	989,5	-0,9	2,5	0,9