

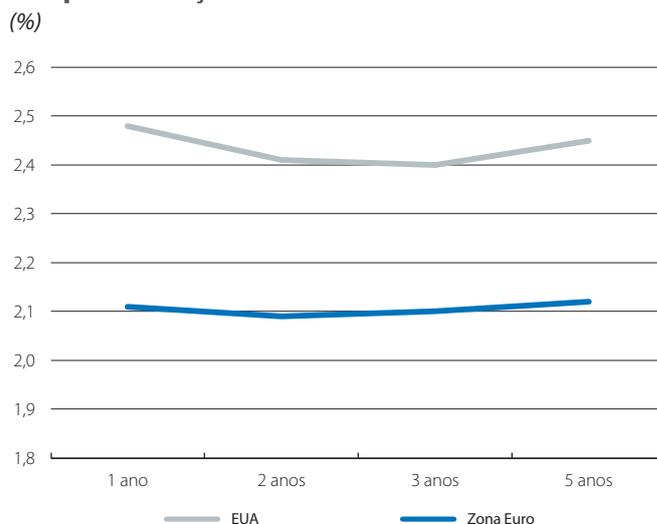
Os mercados adaptam-se à «paciência»

Os investidores adiam as expectativas de cortes nas taxas. O abrandamento da inflação subjacente nas principais economias levou os investidores a reverem as suas expectativas em matéria de política monetária e a reformularem as suas projeções quanto ao calendário das reduções das taxas de juro à medida que o mês de fevereiro avançava. Consequentemente, com os responsáveis da Reserva Federal e do BCE a insistirem que a batalha contra a inflação ainda não terminou e que a última fase será mais difícil de enfrentar, os mercados financeiros começaram a suavizar as expectativas agressivas sobre o ritmo dos cortes nas taxas que tinham sido fixadas no início do ano, especialmente nos EUA. Ainda assim, e no meio de movimentos acentuados nas taxas de rendibilidade das obrigações soberanas, os ativos de risco continuaram a ter um bom desempenho, como no caso das ações, em que a resiliência dos lucros das empresas elevou vários dos principais índices bolsistas a máximos históricos.

Bancos centrais mantêm-se cautelosos. Os dados de fevereiro relativos aos preços no consumidor e aos custos industriais confirmaram as suspeitas dos investidores prudentes de que o ritmo de desaceleração dos preços tinha abrandado acentuadamente em relação aos meses anteriores em ambos os lados do Atlântico. Nos dois casos, as crescentes pressões sobre os preços ligadas à energia e aos entraves ao comércio (decorrentes da turbulência no Mar Vermelho), a recuperação dos salários face à perda de poder de compra e a resiliência do ciclo económico dos EUA levaram os investidores a aumentar as suas perspetivas de inflação a curto prazo (os *swaps* de inflação a 1 ano em ambas as economias subiram cerca de 40 pontos de base) para um nível moderadamente superior a 2% nos próximos anos. Simultaneamente, e em resultado deste aumento dos preços esperados, os mercados financeiros começaram também a rever o calendário e a magnitude dos cortes esperados das taxas de juro da Fed e do BCE. O número de declarações de ambos os membros dos bancos centrais contribuiu para este facto.

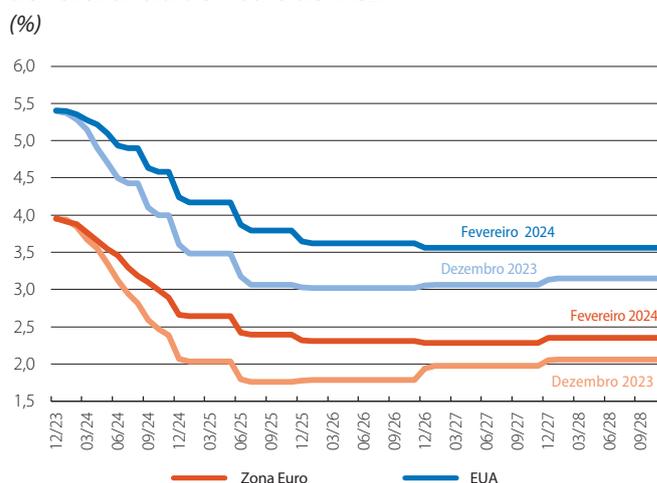
Na Reserva Federal, existe uma preocupação unânime quanto ao risco de baixar as taxas demasiado cedo, tendo em conta os fortes dados relativos ao emprego e à inflação, tal como refletido nas atas da última reunião do FOMC. Os comunicados do banco central revelam uma tendência para uma abordagem cautelosa, com base na observação dos próximos dados relativos à inflação, ao mercado de trabalho e ao consumo das famílias, e um ajustamento das taxas de juro mais lento do que o *timing* previsto pelo mercado. Dessa forma, os investidores adiaram as expectativas do primeiro corte nas taxas dos EUA de março/maio para junho e apontaram para uma descida de 100 p.b. em 2024. Embora a atual situação económica na Zona Euro seja mais fraca, os membros do BCE mostraram-se também muito cautelosos quanto ao risco de uma descida apressada das taxas de juro e salientaram a necessidade de continuar a acompanhar a trajetória da inflação, que poderá ser influencia-

Swaps de inflação com diferentes vencimento



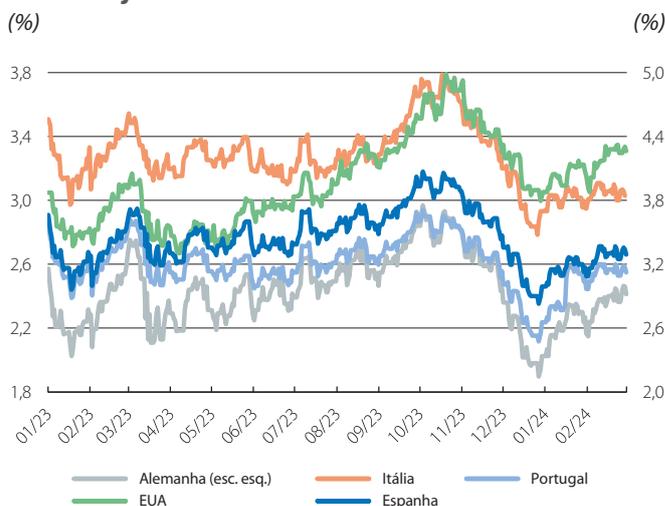
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

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



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

Taxas de juros da dívida soberana a 10 anos



Nota: EUA Espanha, Itália e Portugal, coluna direita.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

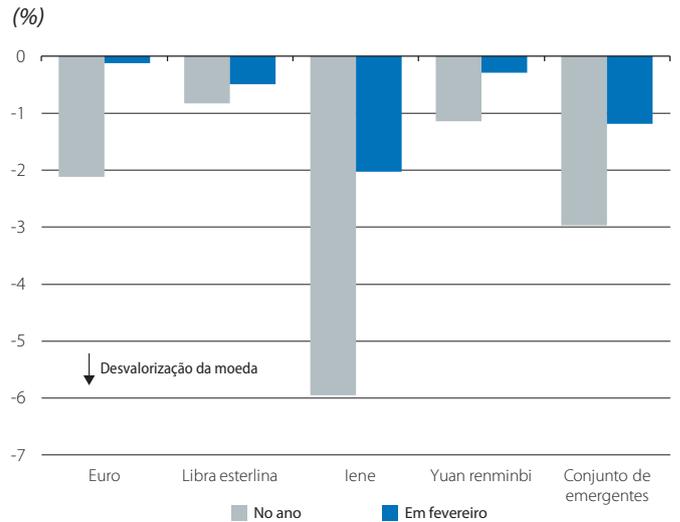
da por aspetos como as negociações salariais, as margens e a produtividade. Portanto, tal como nos EUA os mercados também adiaram a sua expectativa para o primeiro corte das taxas do BCE para junho, esperando um total de cortes de 100 p.b. ao longo de 2024.

As curvas de rendimento soberano estão a subir. O adiamento das expectativas para as taxas de juro nos EUA e na Zona Euro teve o seu principal impacto nos mercados obrigacionistas e, em particular, nas curvas soberanas. A divulgação de dados sobre a inflação nos EUA menos benignos do que o esperado desencadeou uma forte subida das taxas de rendibilidade dos *treasuries* em toda a curva, que subiram e se mantiveram durante o resto do mês, alimentadas pelas mensagens de paciência dos membros da Fed. A taxa de juro do título a 2 anos, que traduz as expectativas dos *fed funds*, subiu para níveis não observados desde dezembro, quando a Fed alterou a postura para maior cautela no início do ciclo de redução de taxas e terminou o mês acima dos 4,6% (+41 p.b.). Este facto refletiu-se na taxa de câmbio do dólar, que continuou a valorizar-se em relação a outras moedas importantes. Entretanto, o rendimento do *treasury* a 10 anos voltou a ultrapassar a marca dos 4%, chegando aos 4,3%. O movimento das curvas soberanas na Zona Euro foi muito semelhante ao dos EUA induzido pela relutância do BCE em reduzir as taxas. Com efeito, a obrigação alemã a 2 anos acumulou uma subida de cerca de 50 p.b. no mês, enquanto, nas tranches mais longas, o melhor desempenho da dívida das economias periféricas favoreceu o estreitamento dos prémios de risco.

As ações permanecem imunes ao adiamento da descida das taxas. Apesar do cenário monetário futuro, em fevereiro, os investidores mantiveram o seu apetite por ações, atraídos sobretudo pelo saldo positivo dos resultados das empresas no 4T 2023. As empresas tecnológicas e de IA deram o maior apoio aos principais índices bolsistas, que, no caso do S&P 500, do Dax alemão e do CAC francês, atingiram novos máximos históricos. Entretanto, a implementação de medidas nos mercados de ações para restaurar a confiança dos investidores e o lançamento de ajudas ao sector imobiliário da China apoiaram os ganhos dos principais índices do país.

Os preços dos produtos de base mantêm-se contidos. Assim, o dólar forte e os receios de arrefecimento da procura ajudaram a conter os preços das matérias-primas, com exceção do crude Brent. O abrandamento do défice de oferta de crude causado pelo aumento da produção dos países não pertencentes à OPEP, especialmente dos EUA, foi quase neutralizado nos mercados pelo aumento das tensões no Mar Vermelho, que manteve o preço do petróleo durante grande parte do mês em cerca de 83 dólares. Por outro lado, o gás natural europeu (Dutch TTF) desceu para 25 euros/MWh, num contexto de elevada oferta de GNL e de stocks de gás saudáveis, com condições climáticas mais amenas do que o habitual no continente.

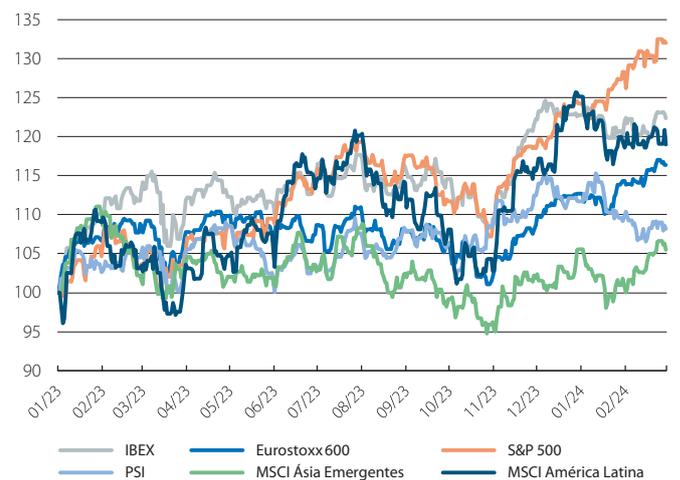
Moedas face ao dólar



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

Bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2023)



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

Matérias-primas: preços

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2022	2023
Commodities	Índice	96,1	-2,7	-2,6	13,8	-12,6
Energia	Índice	30,9	-3,9	0,6	33,5	-25,6
Brent	\$/barril	82,8	-0,9	7,5	10,5	-10,3
Gás natural (Europa)	€/MWh	25,5	-9,4	-21,3	8,5	-57,6
Metais preciosos	Índice	215,4	-0,5	-3,7	-1,9	4,1
Ouro	\$/onça	2.027,2	-0,3	-1,7	-0,3	13,1
Metais industriais	Índice	136,0	-2,7	-4,6	-4,4	-13,7
Alumínio	\$/Tm	2.191,5	-3,6	-8,1	-15,3	0,3
Cobre	\$/Tm	8.474,0	-0,8	-1,0	-13,9	2,2
Agricultura	Índice	58,5	-4,1	-6,3	13,2	-9,3
Trigo	\$/bushel	582,5	-3,0	-7,2	2,8	-20,7

Nota: Dados em 28 de fevereiro de 2024.

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

Riscos no sector imobiliário comercial dos EUA

No final de janeiro, a cotação bolsista do New York Community Bancorp (NYCB), um banco especializado em imóveis de escritórios e residenciais multifamiliares na área metropolitana de Nova Iorque, caiu 38% num só dia, depois de ter registado prejuízos e aumentado as provisões. Será esta mais uma indicação dos riscos latentes no sector imobiliário comercial dos EUA?

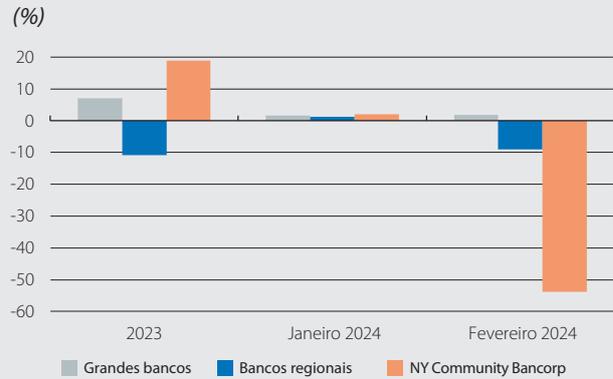
O que aconteceu?

O NYCB passou, em poucos meses, de uma pequena instituição especializada para um banco com mais de 100 mil milhões de dólares em ativos, na sequência da aquisição do Flagstar Bank, um banco sediado no Estado do Michigan, e do Signature Bank, um dos bancos falidos na sequência da crise de março de 2023. No seguimento destas alterações, no final de janeiro, o banco anunciou uma redução de 70% dos dividendos para aumentar a liquidez e, além disso, um aumento significativo das provisões (em mais de 700%) para se proteger contra o risco de perdas potenciais na sua carteira de empréstimos. Ainda que ambas as decisões tenham sido apresentadas como medidas de adaptação aos requisitos regulamentares, surgiram num ambiente de fragilidade no sector imobiliário comercial dos EUA e foram anunciadas em combinação com uma demonstração de resultados negativa para o banco no 4T 2023 no seu conjunto (para além do reconhecimento de dificuldades em dois grandes empréstimos, um relacionado com edifícios de escritórios e outro com habitação multifamiliar). Estes anúncios foram fortemente penalizados pelos mercados financeiros, tendo a cotação das ações da NYCB caído a pique e, desde então, mais de 50%. Aliás, o episódio teve um certo efeito de contágio, com os preços das ações dos restantes bancos regionais a caírem um acumulado de 10%, num movimento de aversão ao risco devido ao receio de que os problemas no sector imobiliário comercial dos EUA pudessem começar a gerar dificuldades para as entidades mais expostas. Os grandes bancos, em contrapartida, com muito menos exposição, quase não foram afetados pelo nervosismo.

Nem todos os sectores são iguais e nem todos os riscos são iguais

O sector do imobiliário comercial é diversificado e inclui diferentes segmentos com as suas próprias características e riscos, pelo que nem todos se encontram necessariamente numa situação problemática. De um lado, o segmento retalhista (que inclui desde lojas a floristas, cafés e qualquer estabelecimento onde se realizem vendas a retalho) beneficiou da força do consumo na economia americana, enquanto o segmento industrial (principalmente armazéns e centros de distribuição) foi impulsionado pelo forte crescimento do *e-commerce* na sequência da pandemia.

EUA: desempenho dos índices bancários na bolsa de valores



Notas: Grandes bancos capturados pelo índice S&P 500 Banks, bancos regionais capturados pelo índice S&P 500 Regional Banks. Janeiro é considerado até 29/01/2024, o dia anterior ao relatório do NYCB, e fevereiro é considerado de 30/01/2024 a 29/02/2024.

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

EUA: estatísticas sobre espaços para escritórios (Dólar/pé quadrado)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg e Real Capital Analytics.

A situação nos segmentos de habitação multifamiliar e de escritórios é diferente. O primeiro registou um aumento recente das taxas de desocupação. Adicionalmente, algumas cidades como Nova Iorque, Los Angeles e São Francisco implementaram controlos de preços que limitam o aumento das rendas em determinadas zonas das cidades. No entanto, o sector não parece, de um modo geral, sofrer de um problema estrutural, uma vez que a falta de oferta de habitação nos EUA, juntamente às elevadas taxas de juro (que estão a arrefecer a procura de hipotecas e, por conseguinte, a compra de casa), parecem estar a apoiar o sector a médio prazo.

O segmento dos escritórios, pelo contrário, atravessa um momento difícil e está a fazê-lo no meio de mudanças estruturais, nomeadamente devido aos hábitos pós-pandémicos em que o trabalho remoto e/ou híbrido se tornou a nova norma e constitui um entrave à procura de espaços de escritórios. As taxas de desocupação de escritórios

estão a atingir níveis recorde e já se aproximam dos 20% em todo o país. Acresce que a taxa de ocupação das novas construções está a atingir um nível recorde: conforme dados da Bloomberg, dos 24,5 milhões de metros quadrados de construção concluídos em 2023, apenas 4,8 milhões de metros quadrados foram ocupados.¹ Assim, o excesso de oferta restringiu os preços de aluguer e depreciou os valores dos imóveis. De tal forma que os preços dos imóveis de escritórios registaram quedas até 40% desde o pico registado em 2021.

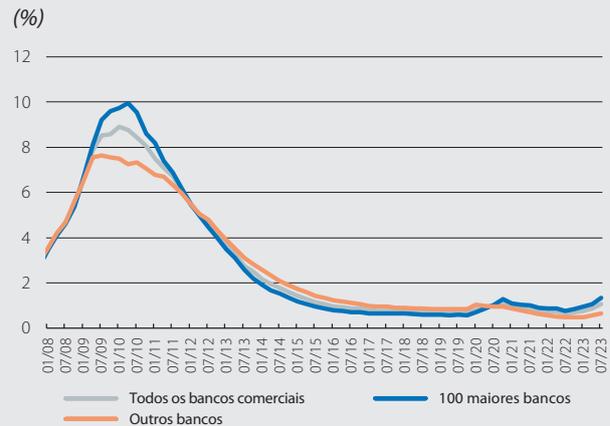
Para além disso, existe o risco de refinanciamento. Um estudo publicado pelo NBER² estima que, em 44% dos empréstimos para escritórios, o valor de mercado do imóvel é inferior ao saldo do empréstimo associado ao imóvel. E, num contexto de taxas de juro elevadas, calcula-se que, em 2024 e 2025, vencerão e terão de ser refinanciados empréstimos no valor de 150 mil milhões de dólares e 300 mil milhões de dólares, respetivamente.

Não são todos os bancos iguais e nem todas as exposições bancárias são iguais.

Conforme os dados do Fed, o mercado de crédito imobiliário comercial é de 3,5 biliões de dólares (em outubro de 2023), dos quais 2,7 biliões de dólares são detidos por bancos comerciais. Este montante representa, no seu conjunto, 25% da carteira total de empréstimos dos bancos americanos e 13% dos seus ativos. As proporções variam, no entanto, e a exposição ao sector imobiliário comercial é sobretudo relevante para os bancos regionais: para os 25 maiores bancos, que detêm 30% dos empréstimos imobiliários comerciais nas mãos dos bancos comerciais, este sector representa apenas 13% da sua carteira de empréstimos e, especificamente, os empréstimos para escritórios, 3%, enquanto que para os restantes bancos regionais mais pequenos, que detêm os restantes 70% dos empréstimos ao sector, é de 44%.

Para além da dimensão da exposição dos bancos, outros números são mais tranquilizadores. Por enquanto, as taxas de incumprimento permanecem historicamente baixas. O rácio médio LTV (*loan to value*) dos bancos regionais para empréstimos imobiliários comerciais é de 58%, um valor conservador. As simulações recentes da Fed de St. Louis estimam que, se toda a carteira de dívida imobiliária comercial perdesse 10% do seu valor, as entidades insolventes representariam apenas 2% dos ativos de todo o sistema bancário dos EUA. Assim, as palavras do Presidente da Reserva Federal, Jerome Powell, e da Secretária do Tesouro, Yanet Yellen, oferecem uma análise equilibrada da situação: ambos reconheceram que a fragilidade do

EUA: taxas de incumprimento de empréstimos imobiliários comerciais



Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de St. Louis.

sector imobiliário comercial é uma questão em que algumas entidades de pequena dimensão e regionais têm uma exposição significativa e é provável que haja perdas, mas trata-se de uma fonte de risco que têm vindo a acompanhar há algum tempo e que consideram ser «administrável» e estão «a trabalhar com eles [pequenos bancos]». Nos próximos trimestres, e para além do alívio temporário que as primeiras reduções das taxas de juro da Fed poderão proporcionar, é provável que as dificuldades estruturais do sector persistam, especialmente no segmento de escritórios, e que este continue a navegar num ambiente exigente.

1. O equivalente métrico corresponde a 2,2 milhões de metros quadrados construídos, dos quais 445.000 metros quadrados foram ocupados.

2. Ver Xuwewi et al. (2023). «Monetary Tightening, Commercial Real Estate Distress and US Bank Fragility», NBER Working Paper Series, dezembro.

Taxas de juro (%)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	150,0
Euribor 3 meses	3,94	3,91	3	2,8	115,4
Euribor 12 meses	3,75	3,57	18	23,6	0,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,43	3,15	28	17,2	18,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,90	2,43	47	49,7	-30,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,41	2,17	25	38,7	-30,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,29	3,09	20	29,6	-37,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,12	2,97	15	46,7	-45,4
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	75,0
SOFR 3 meses	5,33	5,32	2	0,2	42,8
Dívida pública a 1 ano	5,00	4,71	29	23,6	-1,9
Dívida pública a 2 anos	4,62	4,21	41	36,9	-25,8
Dívida pública a 10 anos	4,25	3,91	34	37,1	25,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	60	-5	-3,2	-23,8
Itraxx Financeiro Sénior	64	70	-6	-2,9	-23,8
Itraxx Financeiro Subordinado	117	131	-14	-5,4	-36,8

Taxas de câmbio

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,081	1,082	-0,1	-2,1	1,3
EUR/JPY (ienes por euro)	162,060	158,950	2,0	4,1	11,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,856	0,853	0,4	-1,3	-3,5
USD/JPY (ienes por dólar)	149,980	146,920	2,1	6,3	10,1

Matérias-primas

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	524,4	521,5	0,6	2,8	-5,0
Brent (\$/barril)	83,6	81,7	2,3	8,5	-0,8
Ouro (\$/onça)	2.044,3	2.039,5	0,2	-0,9	11,3

Rendimento variável

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.096,3	4.845,7	5,2	6,8	29,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.877,8	4.648,4	4,9	7,9	15,7
Ibex 35 (Espanha)	10.001,3	10.077,7	-0,8	-1,0	7,3
PSI 20 (Portugal)	6.158,0	6.322,8	-2,6	-3,7	3,2
Nikkei 225 (Japão)	39.166,2	36.286,7	7,9	17,0	42,3
MSCI emergentes	1.020,9	975,8	4,6	-0,3	3,7