

Nota Breve 13/12/2024

Mercados financeiros · Reserva Federal: uma história de dois mandatos**Reunião de 17 e 18 de dezembro de 2024: o que estamos à espera?**

- A Fed irá baixar as taxas de juro em 25 p. b. na reunião de dezembro, colocando os *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50% e completando os primeiros 100 p.b. de cortes no ciclo de flexibilização monetária iniciado em setembro.
- Esperamos também que a Fed adote um tom mais cauteloso na sua estratégia de flexibilização monetária nos próximos meses. A motivação para a redução da taxa de juro em dezembro não é totalmente óbvia, mas está em linha com o equilíbrio que a Fed procura entre os seus dois mandatos:
 - Por um lado, a inflação global (IPC) recuperou nos últimos três meses e a inflação subjacente está estagnada acima dos 3% há quatro meses, enquanto o PCE aponta para encerrar 2024 acima das últimas projeções da Fed. Ao mesmo tempo, a atividade não mostra sinais de abrandamento e os principais indicadores apontam para um crescimento ainda dinâmico do PIB no 4T.
 - Por outro lado, o mercado de trabalho arrefeceu em relação ao seu estado mais sobreaquecido em 2022. E, embora o arrefecimento tenha sido mais uma normalização do que um abrandamento preocupante, que agora parece estar a aproximar-se do ponto de equilíbrio entre a oferta e a procura, a Reserva Federal tem sido enfática ao afirmar que um maior arrefecimento não seria bem-vindo.
- Assim, o corte de 25 p.b. envia uma mensagem clara de apoio ao mercado de trabalho, mas deixa as taxas de juro numa zona ainda restritiva, procurando arrefecer os preços. Além disso, a mudança de tom da Fed, que passa a ser cautelosa nos próximos passos, reafirma o seu compromisso de lutar contra a inflação até atingir o objetivo de 2%.
- Esta cautela não implica uma mudança de estratégia. Continuamos convencidos de que a Fed está no bom caminho para reduzir as taxas de juro para um nível neutro. Mas a robustez da atividade e os riscos para as políticas futuras da nova administração da Casa Branca permitem que a Fed avance sem demasiada pressa. Além disso, desde o início, a Fed evitou comprometer-se com um número fixo de cortes e, desde o primeiro corte de taxas em setembro, deixou claro que as decisões serão tomadas com base na totalidade dos dados em cada reunião.

Condições económicas e financeiras**• A atividade económica não dá sinais de abrandamento:**

No 3T, o PIB registou uma moderação de apenas 0,04 p.p. para 0,7% em cadeia (de 3,0% para 2,8% anualizado). A composição do crescimento por componentes apresentou um perfil saudável em quase todas as rubricas do PIB, sendo o consumo privado a principal fonte de crescimento.

- Os principais indicadores apontam para que o dinamismo se prolongue no 4T. Até agora, no 4T, o PMI composto situou-se em 54,5, mesmo acima do PMI médio do 3T (54,3), e o sector da indústria transformadora, que, embora ainda fraco, mostrou sinais de recuperação (PMI de novembro em 49,7, acima dos 48,3 do 3T). Além disso, o consumo privado continua a mostrar sinais de força, apoiado por um mercado de trabalho sólido: os indicadores de confiança dos consumidores continuam a subir e as vendas a retalho em outubro registaram mais um mês de crescimento. Também no *Beige Book* da Fed, o comentário geral é que a maioria das regiões do país continua a mostrar crescimento da atividade.
- Os *nowcasts* da Fed sugerem um crescimento robusto no 4T: 0,5% em termos trimestrais no da Fed de Nova Iorque e 0,8% no da Fed de Atlanta.

• O mercado de trabalho normaliza-se:

- A criação de emprego (medida pela *non-farm payrolls*) abrandou na segunda metade do ano: de 207 000 novos postos de trabalho na média mensal no primeiro semestre de 2024, para 148 000, e longe de 314 000 em média durante 2022 e 2023. A taxa de desemprego é agora 0,5 p.p. superior à de há um ano, tendo estabilizado entre 4,1% e 4,2% nos últimos quatro meses.

- **O processo de desinflação encontra resistência:**
 - A inflação global (IPC) recuperou 1 décima de ponto percentual para 2,7% em novembro, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e energia) se manteve nos 3,3%.
 - Novembro marca o terceiro mês consecutivo de aumento da inflação global, depois de ter moderado de forma constante de abril a agosto, e o quarto mês de estagnação da inflação subjacente em 3,3%. Os valores mensais corrigidos de sazonalidade apontam para variações anualizadas de 3,6%, e uns *momentums* de 2,5% e 3,4% para a inflação global e subjacente, respetivamente. De um modo geral, os dados indicam que ainda há obstáculos a ultrapassar na última etapa para controlar a inflação.
 - No entanto, alguns sinais são positivos para a evolução da inflação nos próximos meses. Em particular, salientar que o aumento da inflação em novembro se deveu principalmente a componentes mais voláteis (como a alimentação). Em contrapartida, os serviços (mais persistentes e acompanhados de perto pela Reserva Federal) registaram uma moderação, passando de 4,8% para 4,6%, e a componente *shelter*, que pesa 35% do cabaz e tem vindo a diminuir lentamente, também registou uma moderação. Na mesma linha, o PCE (indicador de inflação de referência da Reserva Federal) aponta para níveis de inflação mais baixos, com o indicador de outubro a situar-se em 2,3% (2,8% para a *core*).
- **Os mercados reajustam as suas expectativas:**
 - Os mercados financeiros continuaram a realinhar as expectativas, com a probabilidade do corte de dezembro a oscilar em torno dos 60% ao longo de novembro e finalmente a consolidar-se perto dos 100% nos últimos dias, na sequência dos recentes dados sobre o emprego e a inflação. Olhando para o próximo ano, se no final de outubro os mercados antecipavam os *fed fund* no intervalo 3,50%-3,75% até dezembro de 2025, hoje apontam para ponto de chegada de 3,75%-4,00%
 - Estas perspetivas a médio prazo foram também influenciadas pela tripla vitória republicana, que aumentou as expectativas de inflação, tendo em conta a combinação de políticas (tarifas, restrições à imigração e um plano orçamental expansionista). Este facto conduziu igualmente a um impulso dos mercados bolsistas, a um reforço do dólar (que está a ser negociado perto de 1,05 em relação ao euro) e a uma recuperação das *yields* dos *treasuries*.

Mensagens recentes da Fed

- As recentes mensagens da Fed sugerem uma redução das taxas em dezembro. O Governador Waller foi explícito ao dizer que é a favor de um corte, e Bolstic observou que as recentes “pedras no caminho” da inflação não são um sinal de que o processo de desinflação tenha parado completamente.
- Para além de dezembro, em geral, as mensagens apontam para uma estratégia de maior cautela. Nas palavras de Powell, “a boa notícia é que podemos ser um pouco mais cautelosos ao tentarmos encontrar o ponto neutro”, dada a força da economia e o facto de os riscos de queda no mercado de trabalho terem diminuído. De facto, as atas da reunião de novembro referem que alguns membros considerariam a possibilidade de fazer uma pausa se a inflação aumentasse.

Perspectivas da Fed a médio prazo

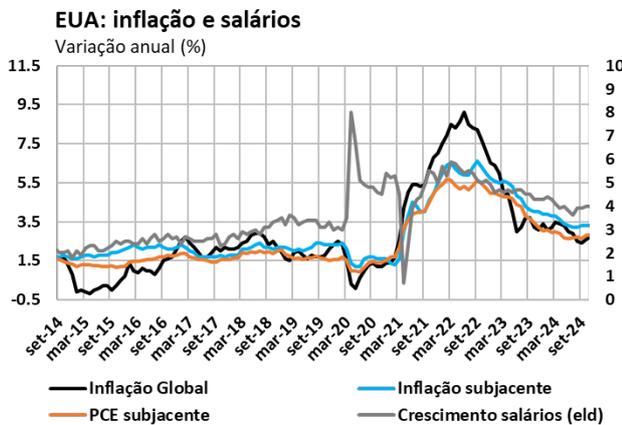
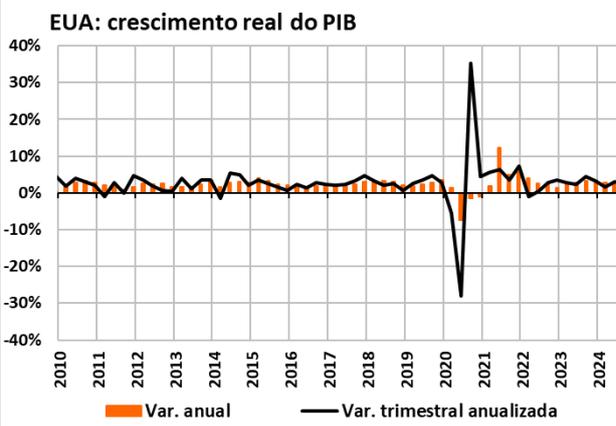
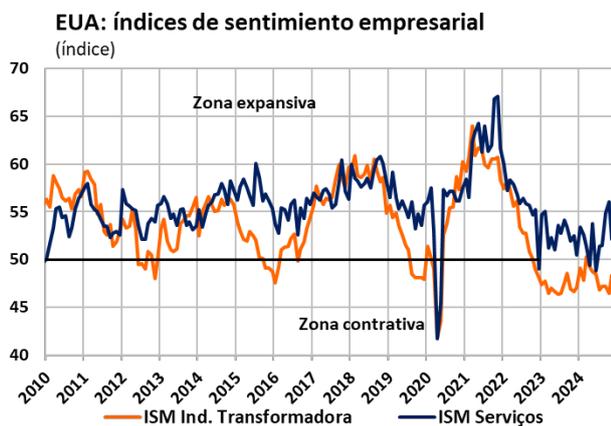
- Pensamos que a Fed continuará a flexibilização monetária, gradualmente, para atingir o nível neutro em 2025, em torno de 3,00%-3,25%.
- No entanto, os riscos são desafiantes. A inflação está a descer para o objetivo mais lentamente do que prevíamos e a atividade não mostra sinais de abrandamento. Além disso, a Fed terá de incorporar nas suas previsões os efeitos da política económica da futura administração da Casa Branca, que poderá envolver mais estímulos fiscais e políticas mais restritivas do lado da oferta.

| Previsões da Fed (setembro) | 2024 | 2025 | 2026 | Longo prazo |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| Crescimento do PIB | 2,0 (2,1) | 2,0 (2,0) | 2,0 (2,0) | 1,8 (1,8) |
| Taxa de desemprego | 4,4 (4,0) | 4,4 (4,2) | 4,3 (4,1) | 4,2 (4,2) |
| Inflação global | 2,3 (2,6) | 2,1 (2,3) | 2,0 (2,0) | 2,0 (2,0) |
| Inflação subjacente | 2,6 (2,8) | 2,2 (2,3) | 2,0 (2,0) | - |
| Taxa de juro oficial | 4,4 (5,1) | 3,4 (4,1) | 2,9 (3,1) | 2,9 (2,8) |

Notas: Entre parêntesis, as previsões até junho de 2024. O PIB e a inflação são variações homólogas a partir do quarto trimestre. A inflação refere-se ao PCE. A taxa de desemprego é a média do quarto trimestre.

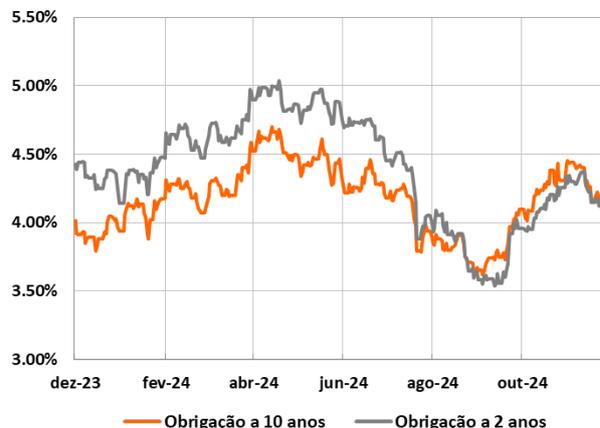
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Reserva Federal.

Indicadores de condições económicas



Indicadores de condiciones financieras
Futuros das taxas de juro de referência (Fed funds)

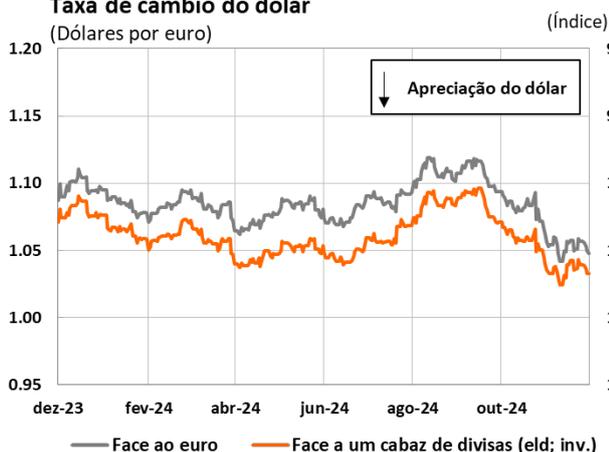

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: rendimento das obrigações do tesouro


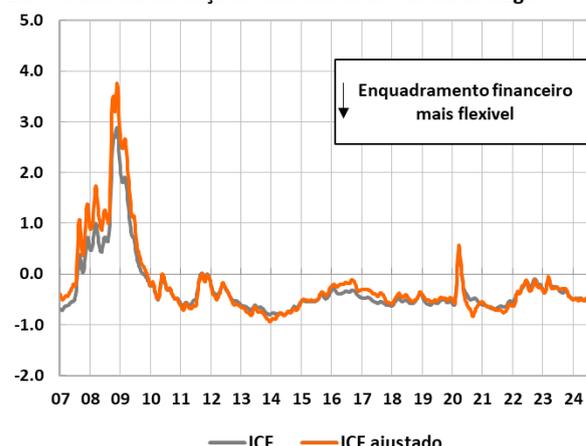
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxa de câmbio do dólar

(Dólares por euro)



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

EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago


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

BPI Research, 2024

 e-mail: deef@bancobpi.pt
AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA BREVE”

A “Nota breve” é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (UEEF) e o CaixaBank Research, que contém informações e opiniões provenientes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento possui um propósito meramente informativo, pelo qual o BPI e o CaixaBank não se responsabilizam em caso algum pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são próprias do BPI e do CaixaBank e podem estar sujeitas a alterações sem prévio aviso.