

Nota Breve 05/12/2023

Mercados financeiros · O cenário desejado pela Fed: *soft landing* e desinflação**Reunião de 13 e 14 de dezembro de 2023: o que esperar**

- Na reunião da próxima semana, esperamos que a Reserva Federal mantenha as taxas de juro no intervalo 5,25%-5,50% pela terceira reunião consecutiva. Tanto na sua última reunião como noutros discursos públicos, a maioria dos membros da FOMC salientou que a política monetária deve permanecer restritiva para garantir que a inflação regresse ao objetivo de 2%. Além disso, embora não excluam novos aumentos das taxas diretas se o processo de regresso aos 2% for menos visível ou mais gradual do que o esperado, reconheceram também os progressos realizados e que os riscos associados a futuras decisões sobre taxas (subi-las demasiado, ou demasiado pouco) estão agora mais equilibrados.
- Em suma, a nossa expectativa é de que, na ausência de novos choques, a inflação continue a cair e atinja os 2% no segundo semestre de 2024, em resultado de um arrefecimento da atividade económica e do mercado de trabalho, bem como de uma nova dinâmica desinflacionista nos preços das rendas (*shelter*, com um peso superior a 30% no índice do cabaz de consumo). Se assim for, acreditamos não só que a Fed poderá não voltar a subir as taxas de juro, mas também que começará a reduzi-las já em meados do ano. De facto, esta é também a opinião dos mercados financeiros que, com 56% de probabilidade, consideram uma descida das taxas na reunião de março (72% em maio) e descontam um total de 5 reduções até atingir o intervalo 4,00%-4,25% em dezembro de 2024.
- A reunião da próxima semana será também importante para observar a forma como a Fed revê o seu cenário macroeconómico, onde é provável que confirme que a sua expectativa de *soft landing*, outrora considerada excessivamente otimista, pode ser cumprida. Também será dada especial atenção ao *dot plot*, onde é provável que continuemos a assistir a uma grande dispersão no número de cortes nas taxas que os membros da FOMC estimam que serão efetuados em 2024 e 2025.

Condições económicas e financeiras

- A atividade económica nos EUA está a abrandar, embora a partir de taxas de crescimento invulgarmente elevadas num ambiente de política monetária restritiva. No terceiro trimestre, o PIB registou um crescimento notável de 1,3% em termos trimestrais (5,2% em termos anuais), apoiado principalmente pela força do consumo privado e público, e ajudado por um menor arrastamento do investimento residencial. No quarto trimestre, como habitualmente, o crescimento do PIB deverá ser inferior e o *Nowcasting* da Fed de Atlanta e de New York Fed preveem que o crescimento do PIB seja ligeiramente superior a 2% em termos trimestrais anualizados. Vários indicadores da confiança das famílias (como o Conference Board Consumer Confidence) e da confiança das empresas (como os PMI e os ISM) mostram sinais de um início de 4T mais lento.
- O mercado de trabalho também continua a normalizar-se. Embora a criação mensal de empregos continue a um ritmo sólido (+150.000 em outubro), está abaixo da média de 2022 (399.000) e da média pré-pandemia (190.000). A taxa de desemprego mantém-se em níveis muito baixos (3,9% em outubro), mas algumas décimas acima dos mínimos observados este ano (3,4%), enquanto o rácio de ofertas de emprego por desempregado continua a moderar e está agora em 1,5, afastando-se dos 2 atingidos em 2022.
- Entretanto, a inflação continua a descer em direção ao objetivo de 2%, embora a um ritmo gradual: em outubro, a inflação global foi 3,2% superior à de um ano atrás (3,7% em setembro), enquanto a inflação subjacente foi de 4,0% (4,1% no mês anterior). Em termos de futuro, pensamos que a desinflação acentuada da componente *shelter* deverá arrastar a inflação no seu conjunto,¹ bem como a moderação do resto do cabaz, graças ao abrandamento esperado da atividade económica e à normalização do crescimento dos salários.
- Neste contexto, nas últimas semanas, os mercados financeiros centraram a sua atenção na eventual mudança, e no seu calendário, da política da Reserva Federal em matéria de taxas de juro oficiais. Embora antes da reunião de novembro da Fed houvesse uma probabilidade de 30% de uma subida adicional das taxas antes de janeiro, esta hipótese está agora completamente descartada. Além disso, prevê-se que os

¹ Ver "A importância das rendas na inflação dos EUA" em IM09/2023.

cortes nas taxas de juro comecem na primeira metade do ano (56% de probabilidade em março e 72% em maio). Esta situação levou as yields das obrigações soberanas dos EUA a anularem a subida verificada desde o início de setembro (que levou a taxa a 10 anos a oscilar em torno dos 5%) e os índices de ações a registarem ganhos de cerca de 10% no conjunto de outubro, apoiados também por uma época de resultados empresariais relativamente positivos no 3T.

Mensagens recentes da Fed

- Os responsáveis pela política da Reserva Federal dedicaram grande parte dos seus discursos recentes a tentar desviar as expectativas de cortes nas taxas de juro, reconhecendo ao mesmo tempo o aperto monetário já ocorrido e um balanço mais equilibrado dos riscos.
- Com os números do crescimento económico tão dinâmicos como os atuais e a inflação, embora em queda, ainda longe do objetivo de 2%, os membros da FOMC mostram-se cautelosos quanto aos próximos passos da política monetária, não excluindo categoricamente novas subidas das taxas diretoras, mas reconhecendo que estas só seriam necessárias se a trajetória desinflationista dos últimos meses fosse interrompida.
- Por outro lado, alguns membros, como Michelle Bowman (Governadora da Reserva Federal em Washington), declararam que a sua estimativa é de que serão ainda necessários novos aumentos nas reuniões seguintes para assegurar um regresso rápido da inflação a 2%.

Perspectivas da Fed a médio prazo

- Acreditamos que a Fed se encontra na parte final do ciclo de subida das taxas e o cenário mais provável é que mantenha a política monetária restritiva durante bastante tempo: não esperamos que, na ausência de novos choques, a Fed mantenha as taxas de juro abaixo dos 3%, um nível que pode ser considerado neutro, pelo menos até 2025.
- Em termos de riscos, se a atividade económica arrefecer mais acentuadamente do que o esperado, a Fed poderá começar a reduzir as taxas de juro a um ritmo mais agressivo e abrandar o processo de redução do balanço. Por outro lado, se a desinflação fosse mais gradual do que o esperado, a Fed poderia adiar o início dos cortes ou mesmo aumentar as taxas de juro para a zona dos 6%.

BPI Research, 2023

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.

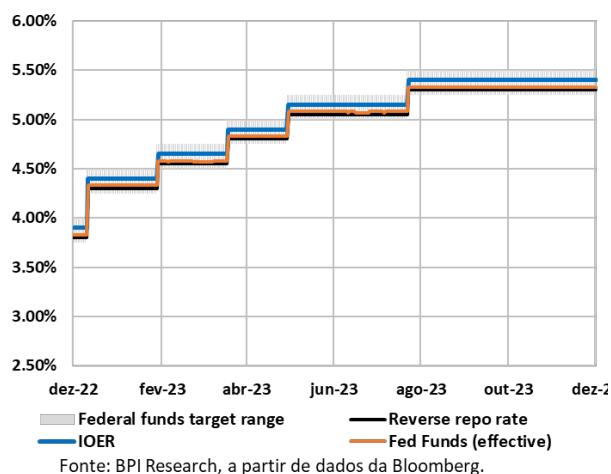
Indicadores de condições financeiras

EUA: rentabilidade da dívida pública

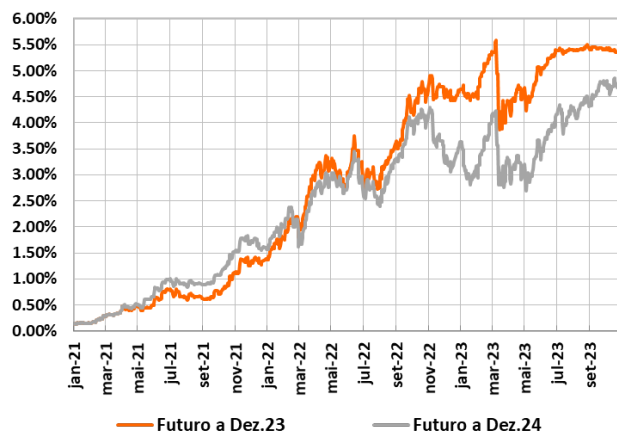


Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: política e taxas interbancárias

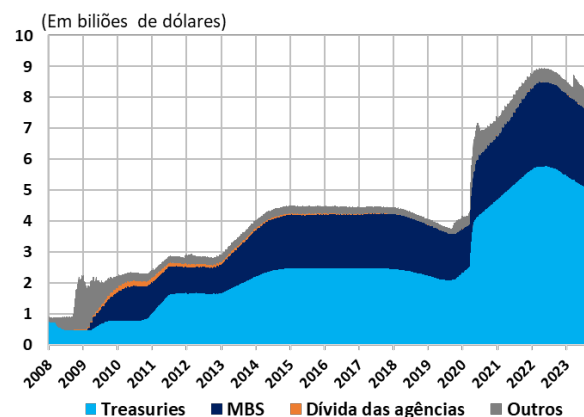


Futuros de taxas de juro de referência (Fed funds)



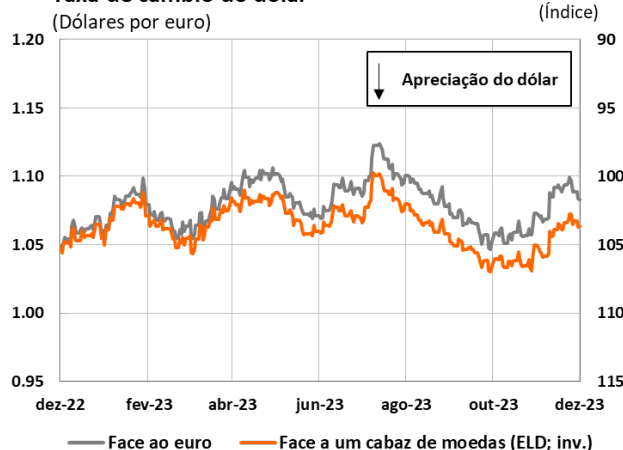
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Composição do balanço da Reserva Federal



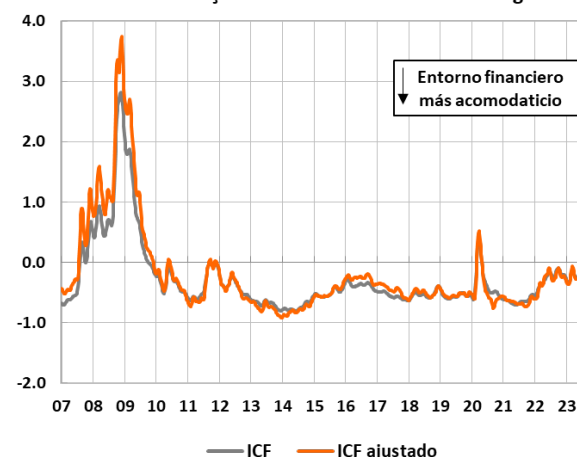
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e da Reserva Federal.

Taxa de câmbio do dólar



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

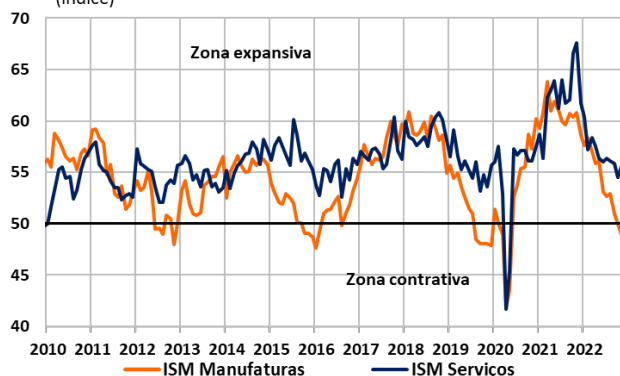
EUA.: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago



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

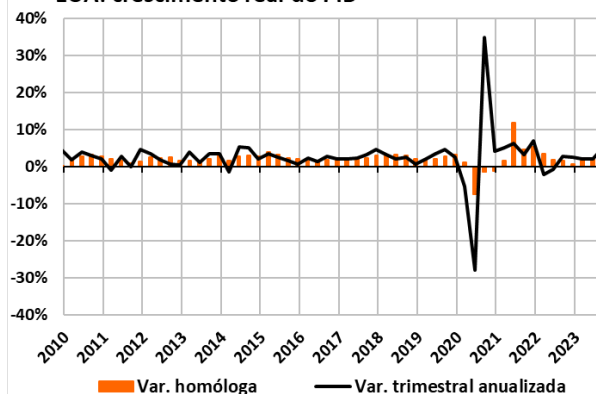
Indicadores de condições económicas

EUA.: índices de sentimento das empresas
(índice)



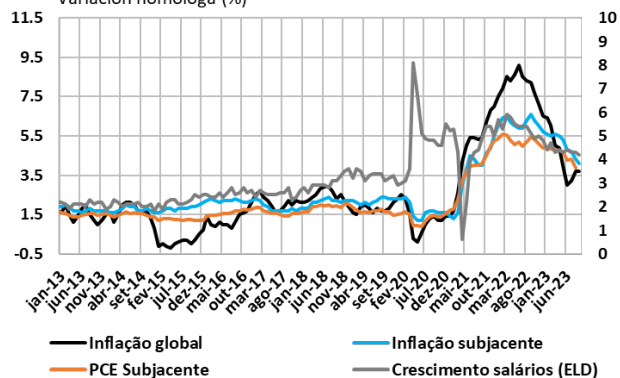
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: crescimento real do PIB



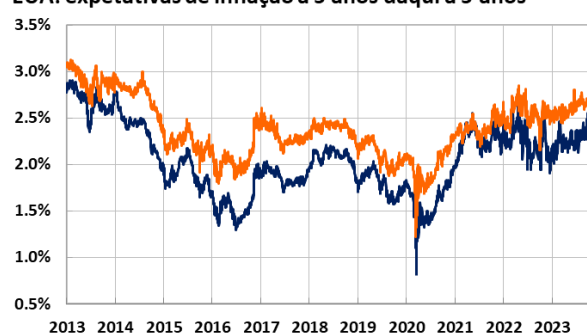
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: inflação e salários
Variação homóloga (%)



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

EUA: expetativas de inflação a 5 anos daqui a 5 anos



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

Previsões da FOMC em setembro

	2023	2024	2025	2026	Longo prazo
Crescimento do PIB	2,1 (1,0)	1,5 (1,1)	1,8 (1,8)	1,8	1,8 (1,8)
Taxa de desemprego	3,8 (4,1)	4,1 (4,5)	4,1 (4,5)	4,0	4,0 (4,0)
Inflação global	3,3 (3,2)	2,5 (2,5)	2,2 (2,1)	2,0	2,0 (2,0)
Inflação subjacente	3,7 (3,9)	2,6 (2,6)	2,3 (2,2)	2,0	-
Taxa de juro oficial	5,6 (5,6)	5,1 (4,6)	3,9 (3,4)	2,9	2,5 (2,5)

Notas: Entre parêntesis, previsões até junho de 2023. O PIB e a inflação são variações homólogas a partir do 4T.

A inflação refere-se ao PCE. A taxa de desemprego é a média do 4T.