

Nota Breve 17/03/2023

**Mercados financeiros · A intervenção do SVB não colocará em risco a subida de taxas de março pela Fed, mas sim as seguintes****Reunião 21 e 22 de março de 2023: o que esperar**

- Acreditamos que a Fed continuará a aumentar as taxas na reunião da próxima semana, mas as apostas de que poderá aumentar as taxas em 50 p.b. e mostrar um *dot plot* mais agressivo do que em dezembro foram diluídas após a intervenção do Silicon Valley Bank (SVB). Indicadores económicos robustos, um mercado de trabalho apertado e uma inflação persistente tinham levado os membros da Fed a acreditar que a mesma voltaria a aumentar as taxas em 50 p.b. (em vez de 25 p.b.) e que seria necessária uma *peak rate* superior aos 5,00%-5,25% esperados em dezembro.
- No entanto, as dúvidas sobre a estabilidade financeira desencadeadas desde sexta-feira 9 de março levaram a uma significativa revisão em baixa das expectativas dos mercados financeiros em relação às taxas de juro nos próximos meses. Enquanto na quinta-feira, 8 de março, se esperava que a Fed aumentasse as taxas de juro para o intervalo 5,50-5,75% e que as mantivesse ao longo de 2023, os mercados esperam agora que elas atinjam o intervalo 4,75%-5,00% e que sejam reduzidas no segundo semestre de 2023 para 3,75%-4,00%, até ao final do ano.
- No entanto, o nível de incerteza é particularmente elevado. Por um lado, as considerações de estabilidade financeira não podem ser ignoradas. Mas, por outro lado, a situação no SVB deve-se em grande parte às particularidades desse banco e, além disso, as pressões inflacionistas ainda estão vivas enquanto a atividade se mantém sólida. Tudo considerado, é provável que a Fed decida ser um pouco mais prudente no seu aperto monetário do que tem sido expresso nas últimas semanas, mas não prevemos o nível de reduções das taxas de juro atualmente descontado nos mercados financeiros.
- Neste sentido, acreditamos que o *dot plot* da Fed não deve ser muito diferente do apresentado em dezembro, com taxas de juro de cerca de 5% até ao final de 2023, o que moderaria a tensão no mercado de trabalho e empurraria a inflação para 2% até ao final de 2024.

**Condições económicas e financeiras pré-SVB**

- **A economia americana mostra-se resiliente.** O PMI e o ISM começaram o ano melhor do que o esperado e, especialmente no sector dos serviços, o dinamismo é palpável (PMI e ISM dos serviços a 50,6 e 55,1, respetivamente). Do mesmo modo, apesar de uma ligeira queda em fevereiro, as vendas a retalho nos dois primeiros meses do ano continuam a crescer em comparação com o final de 2022. A este respeito, o *Nowcasting* da Fed de Atlanta estima que no 1T 2023 o PIB dos EUA poderá crescer mais de 3% (em termos trimestrais anualizados), um ritmo claramente superior ao esperado há apenas alguns meses.
- **Numa linha semelhante, o mercado de trabalho permanece muito apertado.** O rácio de ofertas de emprego por desempregado mantém-se em 1,9, a taxa de desemprego continua a refletir um mercado de trabalho em pleno emprego, apesar de ter recuperado duas décimas de ponto percentual em fevereiro para 3,6%, e os salários continuam a aumentar a um ritmo ligeiramente inferior a 5%, um ritmo demasiado elevado para o objetivo de inflação da Fed.
- **A inflação está assim a revelar-se muito persistente** e o processo de regresso aos 2% levará mais tempo do que inicialmente se pensava. Embora o índice principal tenha desacelerado em fevereiro por 4 décimas de ponto percentual para 6,0%, isto deveu-se principalmente à queda dos preços da energia. Os preços dos bens mantiveram-se estáveis, como no mês anterior, refletindo em parte a resolução de estrangulamentos das cadeias logísticas globais, enquanto que os preços dos serviços continuaram a subir. Os preços de aluguer recuperaram (de 0,7% mensal para 0,8%), mas espera-se que iniciem um processo de desinflação nos próximos meses.
- Neste contexto, os membros da Fed pareciam determinados a retomar os aumentos de 50 p.b., em vez dos 25 p.b., em janeiro, e a visar um nível terminal mais elevado (possivelmente cerca de 5,75%).

## Condições económicas e financeiras pós-SVB

---

- No entanto, a intervenção do SVB suscitou alguns receios quanto à estabilidade financeira. Especificamente, o que aconteceu no SVB pode ser atribuído a certas particularidades no funcionamento deste banco que o tornaram particularmente vulnerável a este tipo de episódio (elevado peso dos depósitos não garantidos pelo fundo de garantia de depósitos, composição de ativos tendente para ativos de dívida a longo prazo, etc.). Para evitar uma maior deterioração da confiança no sector bancário, o Tesouro dos EUA anunciou que todos os depósitos do banco intervencionado seriam garantidos, incluindo os acima de \$250.000, e a Reserva Federal criou uma nova facilidade de liquidez (*Bank Term Funding Program*) e flexibilizou os requisitos de garantias da *discount window*.
- Tendo em conta a instabilidade financeira num contexto de taxas de juro elevadas, os mercados financeiros reviram drasticamente as suas expectativas para as taxas de juro da Reserva Federal. Assim, embora anteriormente esperassem que a Reserva Federal aumentasse as taxas de juro para cerca de 5,75%, preveem agora que estas mal atinjam 5,00% e que no segundo semestre do ano haverá cortes que as trarão abaixo dos 4,00% no final de 2023. Vale a pena notar que esta situação instável poderá estar a apertar as condições financeiras, pelo que a Fed poderá não ter de aumentar muito mais as taxas de juro para atingir o nível de aperto consistente com o regresso da inflação a 2%.
- Neste contexto, as taxas de juro da dívida soberana caíram acentuadamente ao longo de toda a curva (a taxa a dois anos caiu 90 p.b. desde quinta-feira 8 de março para 4,15% e a taxa a 10 anos em 40 p.b. para 3,50%). Os mercados bolsistas, por seu lado, registaram quedas acumuladas, embora não particularmente pronunciadas.

## Mensagens recentes da Fed

---

- Desde os acontecimentos desencadeados pela intervenção do SVB, não houve comentários dos membros da Fed que explicassem como isto altera as suas perspetivas sobre a política monetária no futuro, uma vez que já tinham entrado no período de *blackout*, no qual não são permitidas declarações relacionadas com a avaliação do cenário ou da política monetária.
- Antes do evento, portanto, havia um consenso crescente de que se os dados de fevereiro sobre o emprego e a inflação apontassem na mesma direção que os de janeiro (com uma surpresa em alta na inflação e uma surpresa ascendente muito forte no mercado de trabalho), a Fed seria forçada a levar as taxas de juro para níveis mais elevados do que o anteriormente esperado. E se tivesse de acelerar novamente o ritmo das subidas, poderia fazê-lo já na reunião de março. Isto foi testemunhado pelo Presidente Jerome Powell perante o Congresso e alguns presidentes regionais da Reserva Federal também partilharam este ponto de vista.

## Perspectivas da Fed a médio prazo

---

- Acreditamos que a Fed aumentará as taxas de juro para a faixa dos 4,75%-5,00%. Neste ponto, na nossa opinião, a melhoria gradual dos dados sobre a inflação, a esperada moderação dos dados sobre a atividade económica e as considerações sobre a estabilidade financeira levarão a Fed a interromper o processo de subida das taxas, e assim recalibrar o impacto que o conjunto de medidas anunciadas poderá ter tanto no mercado de trabalho como nos preços. Por outro lado, a Fed tem vindo a reduzir o seu balanço desde junho passado, não reinvestindo ativos na maturidade, com um limite mensal de 95 mil milhões de dólares desde setembro.
- No mapa de riscos, se os registos mensais de inflação se desviarem da tendência descendente iniciada em julho de 2022, acreditamos que a Fed poderá continuar a aumentar as taxas de juro para além do primeiro trimestre de 2023. Por outro lado, se a inflação cair mais rapidamente, num contexto de um arrefecimento acentuado da procura, ou se os riscos para a estabilidade financeira aumentarem, a Fed poderia moderar o ritmo de *quantitative tightening* e mesmo iniciar o processo de redução das taxas de juro já em 2023.

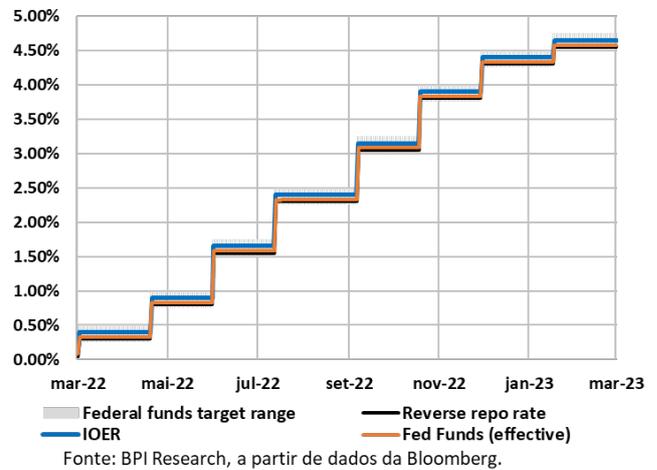
## Indicadores das condições financeiras

**EUA: rentabilidades da dívida pública**



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

**EUA: taxas de juro oficiais e interbancárias**



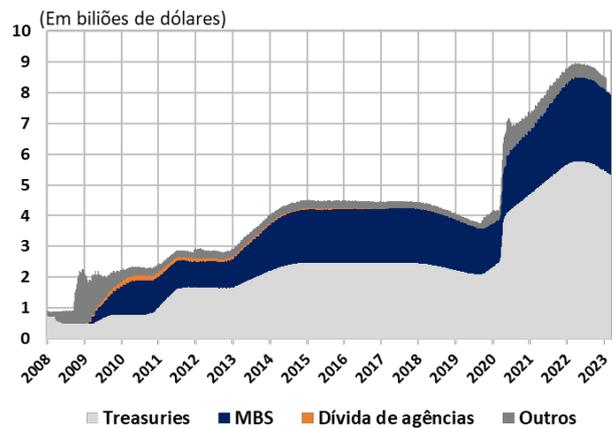
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

**Futuros da taxa de juro de referência (Fed funds)**



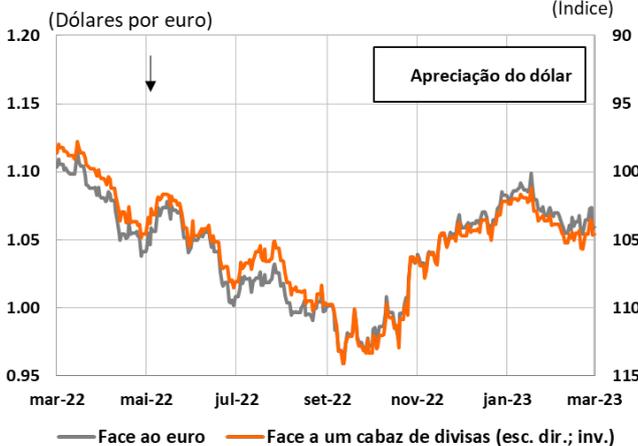
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

**Composição do balanço da Reserva Federal**



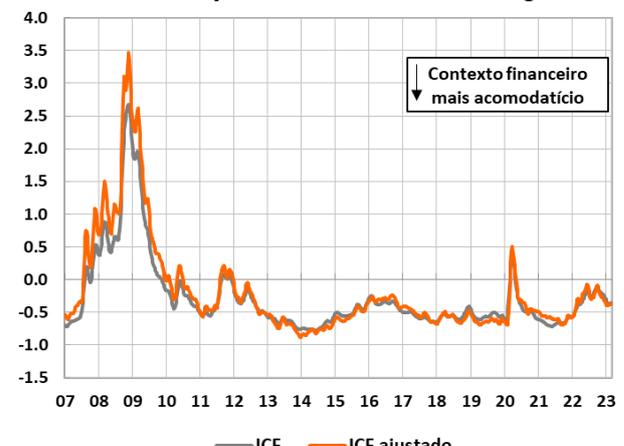
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e Reserva Federal.

**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 das condições económicas

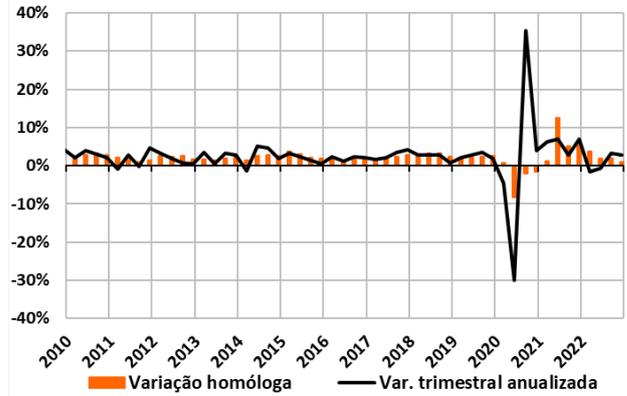
**EUA: índices de sentimento empresarial**

(índice)



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

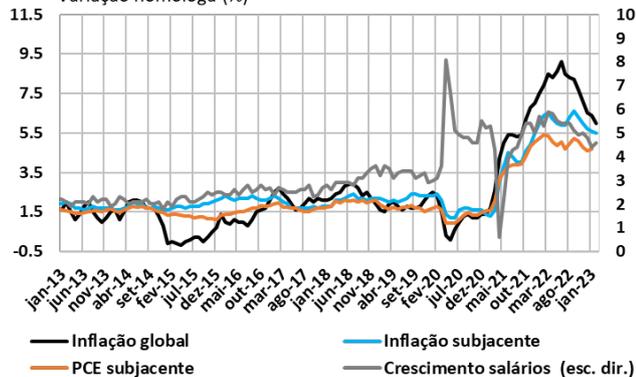
**EUA: crescimento do PIB real**



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: expectativas de inflação a 5 anos dentro de 5 anos**



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

### Previsões de Dezembro

	2022	2023	2024	2025	Longo prazo
Crescimento do PIB	0,5 (0,2)	0,5 (1,2)	1,6 (1,7)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)
Taxa de desemprego	3,7 (3,8)	4,6 (4,4)	4,6 (4,4)	4,5 (4,3)	4,0 (4,0)
Inflação global	5,6 (5,4)	3,1 (2,8)	2,5 (2,3)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)
Inflação subjacente	4,8 (4,5)	3,5 (3,1)	2,5 (2,3)	2,1 (2,1)	-
Taxa de juro oficial	4,4 (4,4)	5,1 (4,6)	4,1 (3,9)	3,1 (2,9)	2,5 (2,5)

Notas: Entre parênteses, previsões em setembro de 2022. O PIB e a inflação são variações de ano para ano a partir do 4T. Inflação refere-se ao PCE. A taxa de desemprego é a média do 4T.

BPI Research, 2023

e-mail: [deef@bancobpi.pt](mailto: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.