

Nota Breve 14/03/2024

Mercados financeiros · A Fed não tem pressa em reduzir as taxas**Reunião de 19-20 de março de 2024: o que esperar**

- Na reunião da próxima semana, esperamos que a Fed mantenha as taxas de juro no intervalo 5,25%-5,50% e que adote um tom muito semelhante ao manifestado na reunião anterior: é necessária mais confiança no regresso da inflação aos 2% antes de reduzir as taxas de juro.
- Desde que a Fed manifestou esta intenção em janeiro, os dados sobre a inflação e outros indicadores relacionados com os preços têm dado sinais contraditórios, com os dados sobre a inflação medida pelo IPC em janeiro e fevereiro a serem superiores ao esperado, embora com algumas nuances no último mês ([ver Nota breve](#)).
- Assim, pensamos que as condições para a Fed iniciar os cortes deverão estar reunidas na reunião de junho e serão seguidas de 3 cortes de 25p.b. cada até ao final do ano. De facto, esta é uma visão partilhada pelo consenso dos analistas e dos mercados financeiros, que atribuem uma probabilidade de 77% ao primeiro corte em junho.
- O ponto-chave da reunião da próxima semana será a atualização do quadro macroeconómico, no qual poderemos retirar conclusões:
 - Se os membros da Fed esperam um *no landing* ou um *soft landing* da economia dos EUA após os aumentos agressivos das taxas de juro dos últimos dois anos;
 - Quando é que esperam que o objetivo de inflação de 2% seja atingido (neste momento, está previsto para 2026, enquanto nós esperamos que seja no início de 2025);
 - Quantas reduções de taxas estão previstas para 2024. Atualmente, um total de 3 (ou 75 p.b.), uma opinião que, a julgar pelas últimas declarações dos membros da FOMC, poderá não mudar muito;
 - Se há alterações na sua opinião sobre a evolução das taxas de juro e da taxa de longo prazo (atualmente em 2,5%).

Condições económicas e financeiras

- **Os indicadores nos EUA refletem uma economia que continua a crescer:**
 - Após um notável crescimento de 0,8% em cadeia no 4T, apoiado principalmente pelo consumo privado e público, as projeções *Nowcasting* da Reserva Federal de Atlanta e de Nova Iorque apontam para um crescimento de 0,5%-0,6% no 1T 2024.
 - Embora o ISM da indústria transformadora ainda se encontre em território contracionista (abaixo de 50 pontos desde novembro de 2022), a sua média no 1T (48,5) é superior à média do 4T 2023 (46,8). No sector dos serviços, a dinâmica é mais positiva, com o índice a situar-se em 53,0 no 1T (51,6 em média no trimestre anterior).
 - Em fevereiro, o mercado de trabalho voltou a assinalar aperto laboral, com a criação de 275.000 empregos, embora a um ritmo algo mais normalizado do que o observado em média entre 2022 e 2023 (314.000). Por outro lado, a taxa de desemprego subiu 2 décimas para 3,9% e as remunerações horárias cresceram apenas 0,1% em termos mensais, deixando o valor homólogo em 4,3%.
- **A inflação está a seguir uma trajetória gradual e não linear em direção a 2%:**
 - Em fevereiro, a inflação global aumentou 0,1 p.p. para 3,2% e a inflação subjacente caiu 0,1 p.p. para 3,8%. Esta persistência da inflação é explicada principalmente pela inflação dos preços das rendas (*shelter*) que, apesar de representar 46% do cabaz *core*, é responsável por 70% do seu *momentum*.¹
 - Assim, à medida que se notam sinais de abrandamento no mercado de arrendamento, prevemos que a inflação *shelter* cairá ao longo de 2024, empurrando a inflação para baixo.²

¹ A variação anualizada da média de três meses do IPC corrigido de sazonalidade em relação aos três meses anteriores.

² Ver "A última milha da inflação nos EUA" no documento IM03/2024.

- Os mercados financeiros continuam a funcionar num ambiente de apetência pelo risco, apesar da recuperação das taxas de juro:
 - Desde a última reunião da Fed, os mercados financeiros corrigiram as suas expectativas quanto às reduções das taxas de juro da Fed em 2024. Se a 1 de fevereiro esperavam que o primeiro corte fosse em maio e seguido de mais 5, agora esperam que o primeiro corte seja em junho (com uma probabilidade de 77%), seguido de apenas mais 2 ou 3.
 - Este movimento fez subir as *yields* dos *Treasuries*. A taxa do *benchmark* a 10 anos subiu 20 p.b. desde fevereiro para 4,15% (tendo, entretanto, flutuado acima de 4,30%).
 - Os índices de ações, rompendo a habitual correlação com as taxas de juro, continuam a recuperação iniciada em novembro e, desde a última reunião da Fed, acumularam ganhos superiores a 6%. Uma temporada de resultados empresariais melhor do que o esperado e o otimismo em relação às empresas relacionadas com a inteligência artificial estão muito provavelmente por detrás deste bom desempenho das ações.

Mensagens recentes da Fed

- Nas últimas semanas, os membros da Fed dedicaram as suas palavras sobretudo a reforçar as mensagens expressas pelo Presidente Jerome Powell na sua última conferência de imprensa. Existe um consenso geral de que ainda é demasiado cedo para começar a reduzir as taxas de juro, embora também exista um consenso de que a política monetária deve começar a abrandar este ano.
- As nuances entre os membros afetam o número de cortes que esperam e o seu calendário. Por exemplo, John C. Williams, Loretta Mester e Mary Daly foram explícitos em salientar que os 3 cortes agora projetados no *dot plot* são um cenário razoável. Por outro lado, Neel Kashkari declarou que o seu voto em dezembro foi a favor de 2 cortes em 2024 e que continua a pensar que este é um número razoável (ou que até o reduziria para apenas um).
- Quanto à possibilidade de moderar o ritmo de redução dos balanços, um tema que deverá começar a ser discutido na reunião da próxima semana, Lorie K. Logan, da Fed de Dallas, explicou que aproximar-se do nível desejado de reservas bancárias de forma mais gradual seria positivo para evitar episódios de stress financeiro.

Perspectivas da Fed a médio prazo

- A Fed já fixou as taxas de juro no pico deste ciclo e o cenário mais provável é que mantenha a política monetária restritiva durante bastante tempo. Embora os cortes nas taxas de juro comecem em 2024 (esperamos que em junho), as taxas de juro permanecerão elevadas, uma vez que, na ausência de choques, esperamos que as taxas permaneçam acima de 4% até ao final do ano.
- No que respeita ao balanço de riscos, se a atividade económica arrefecer mais acentuadamente do que o esperado, a Fed poderá iniciar cortes nas taxas de juro a um ritmo mais agressivo e abrandar o processo de redução do balanço. Por outro lado, se a inflação apresentar uma maior resistência à descida num contexto de crescimento sólido e de um mercado de trabalho restritivo, a Fed poderá adiar o início dos cortes nas taxas ou mesmo recalibrar as taxas de juro e aumentá-las moderadamente.

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.

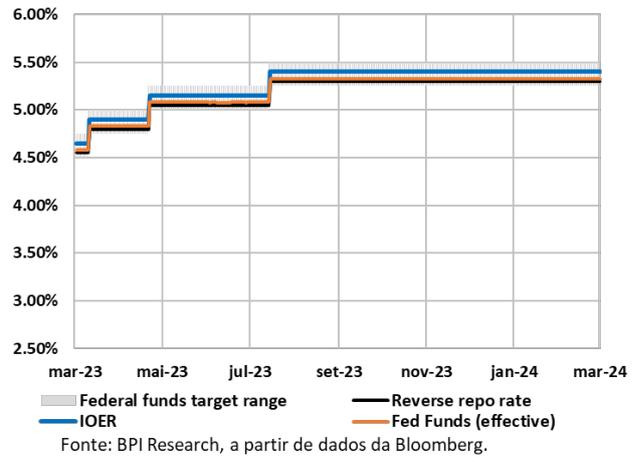
Indicadores de condições financeiras

EUA: rentabilidades da dívida pública



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

EUA: taxas de juro oficiais e interbancárias



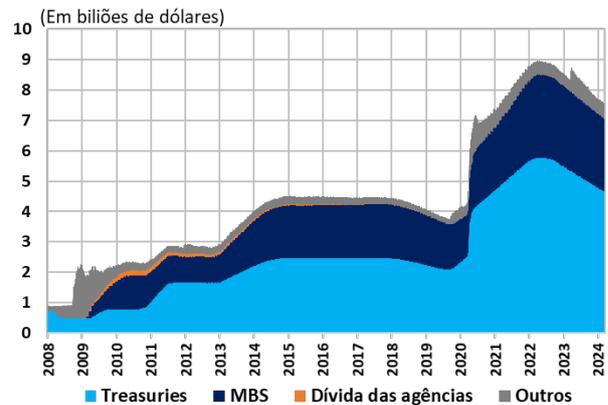
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Futuros de taxas de juro de referência (Fed funds)



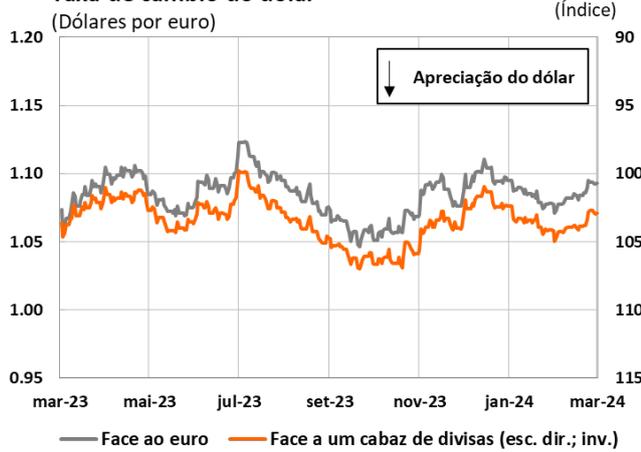
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Composição do balanço da Reserva Federal



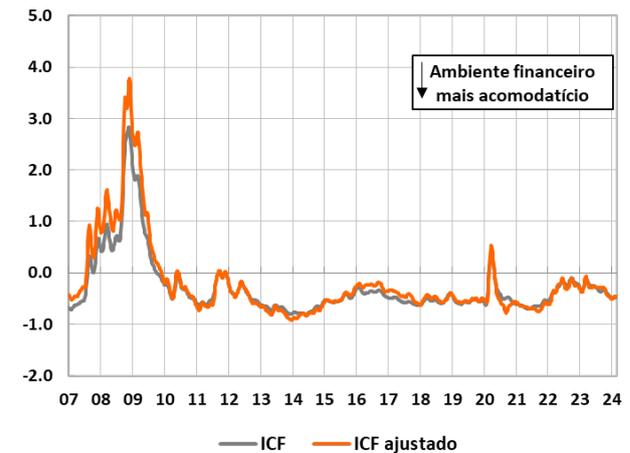
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e Reserva Federal.

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.

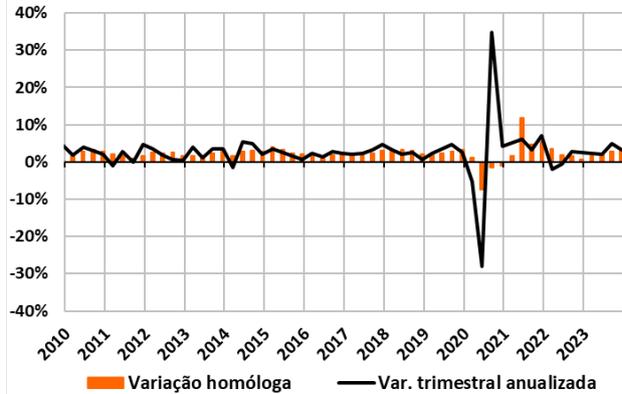
Indicadores de condições económicas

EUA: índices de sentimento empresarial
(índice)



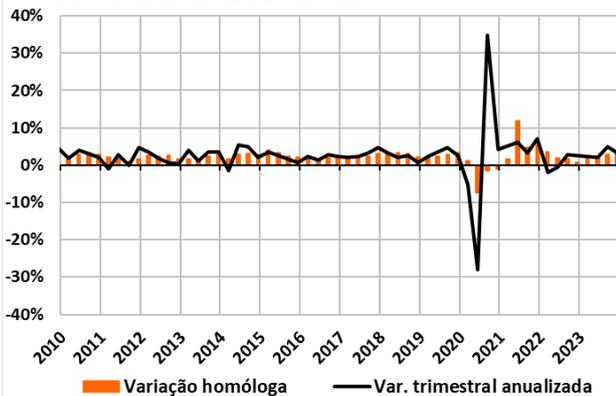
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: crescimento do PIB real



Fonte: BPI, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: crescimento do PIB real



Fonte: BPI, a partir de dados da Bloomberg.

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



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

Previsões de dezembro

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

Notas: Entre parênteses, as previsões de setembro 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.