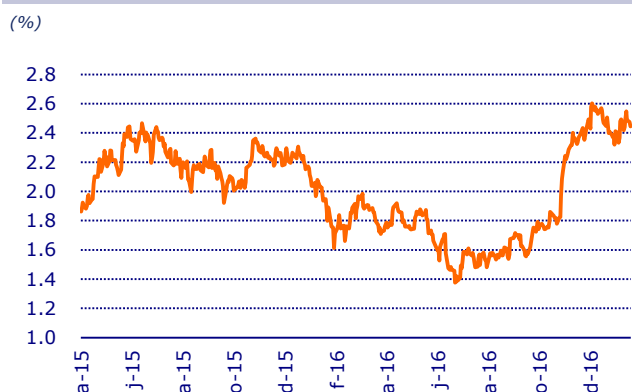


TEMAS EM DESTAQUE

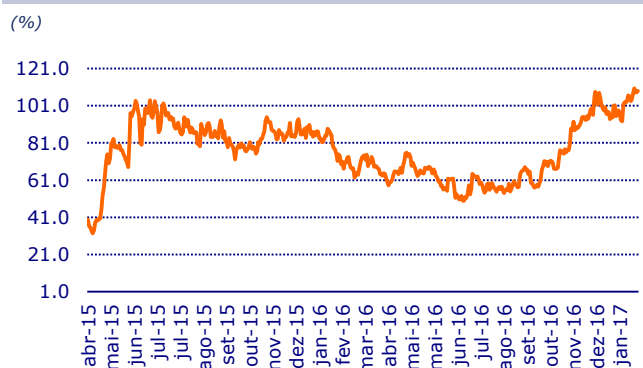
EVOLUÇÃO DO BALANÇO DA FED COM IMPACTO NAS YIELDS DA TAXA FIXA NORTE-AMERICANA

□ As *yields* dos *Treasuries* a 10 anos encontram-se próximas dos níveis máximos observados desde Setembro de 2014, reflectindo factores de ordem económica que apontam para a diminuição da folga produtiva e aceleração da taxa de inflação para níveis em torno de 2%, com impacto na remoção/redução do grau acomodatório da política monetária, antecipando-se que este movimento se mantenha no curto/médio prazo.

No início de Fevereiro, a *yield* do UST a 10 anos situava-se em 2.51%, estimando os analistas que participam nos inquéritos da Bloomberg que no final do primeiro trimestre esta se situe num nível idêntico, subindo para 2.62% no segundo trimestre, 2.71% no terceiro, 2.82% no quarto e 2.88% no primeiro trimestre de 2018.

Mercado de Dívida Pública: US *Treasuries* em níveis máximos de há um ano

Inclinação da curva de rendimentos*



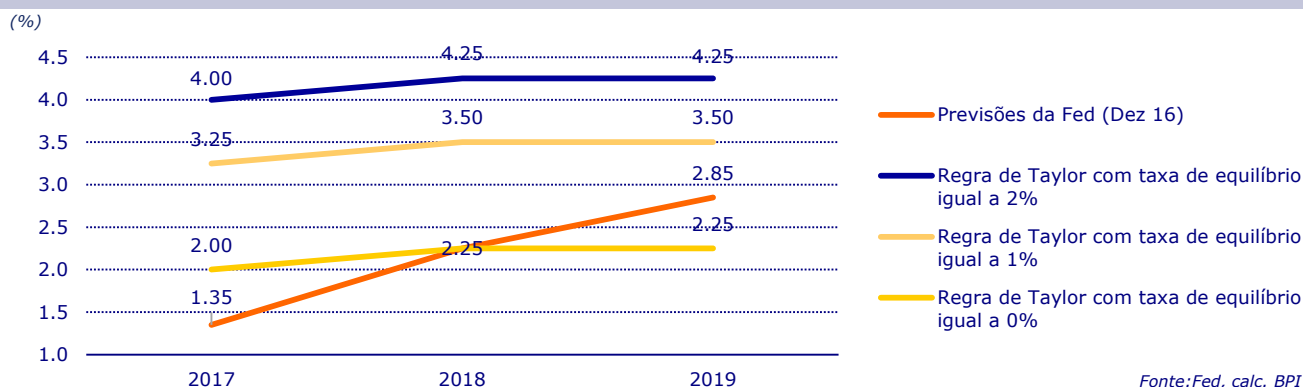
*Diferencial entre as *yields* dos títulos a 10 e 3 anos

Ao longo deste ano é possível que a atenção dos investidores relativamente aos sinais de remoção de estímulos monetários aumente, nomeadamente no que respeita à normalização do nível da taxa de juros dos *fed-funds*, mas também às indicações que poderão surgir quanto à gestão que a Reserva Federal fará do seu balanço, com impacto na evolução das *yields* dos títulos de dívida pública. Relembra-se que as minutas da Reserva Federal referem há já algum tempo que a política de reinvestimento dos activos adquiridos ao abrigo dos programas de *quantitative easing* (QE) manter-se-á até que a taxa de juro dos *fed-funds* se encontre num nível normalizado, ie, possivelmente próximo do nível de equilíbrio de longo prazo calculado a partir da regra de Taylor.

Neste capítulo será importante referir que numa intervenção sobre o cenário macroeconómico e política monetária em meados de Janeiro, Janet Yellen Presidente da Reserva Federal, apresentou cálculos deste banco central para a estimação do nível adequado para a taxa dos *fed-funds* no período 2017-19, tendo por base três cenários para o que pode ser considerado o nível de equilíbrio de longo prazo desta taxa, ie, aquele nível que não é nem expansionista nem contraccionista. Os cálculos são realizados recorrendo à aplicação da regra de Taylor, admitindo o primeiro cenário que o nível de equilíbrio da taxa de juro dos *fed-funds* é igual a 2%, aproximadamente o valor médio da *key-rate* antes da crise financeira, apresentando resultados entre 4-4.25% para a taxa dos *fed-funds* entre 2017 e 2019; num segundo cenário, a taxa de equilíbrio considerada é igual a 1%, sendo que os resultados obtidos no mesmo período se situam entre 3.25-3.5%. No último cenário admite-se que a taxa de equilíbrio de longo prazo é igual a zero, colocando os níveis da taxa se referência entre 2-2.5% entre 2017-19. **Estes resultados comparam com os pontos médios das previsões da Reserva Federal publicadas em Dezembro de 2016 que se situam entre 1.35-2.85% (ver gráfico seguinte), no mesmo período, ou seja muito próximo do cenário que considera que a taxa de juro de equilíbrio no longo prazo é igual ou muito próxima de zero, evidenciando a percepção da permanência de desequilíbrios que limitam a capacidade de crescimento económico apesar do considerável grau de acomodação da política monetária.** Este facto poderá gerar expectativas de que poderemos estar próximo do momento em que a Fed considera que a taxa de referência se encontra num nível adequado, podendo em breve iniciar a redução do balanço, pelo não reinvestimento dos títulos entretanto vencidos. Contudo, este é um cenário sujeito a alguma incerteza, o que parece patente na afirmação de Janet Yellen de que os resultados obtidos são indicativos da dificuldade actual na estimação do nível de equilíbrio de longo prazo da taxa de juro directora. O actual ponto médio do intervalo da taxa dos *fed-funds* está em 0.625%.

Reforçando as preocupações em torno da evolução do balanço da Fed está também o surgimento da discussão em torno de uma possível redução/finalização do *rollover* da dívida comprada ao abrigo do QE. Entre estes destaca-se a sinalização por parte de Janet Yellen, na intervenção acima referida, da necessidade de o Comité de Política Monetária considerar a redução das pressões existentes sobre as *yields* para que estas se mantenham em níveis reduzidos por via da política monetária, ainda que o processo deva ocorrer, segundo palavras suas, de forma "passiva".

EVOLUÇÃO DO BALANÇO DA FED COM IMPACTO NAS YIELDS DA TAXA FIXA NORTE-AMERICANA (cont.)

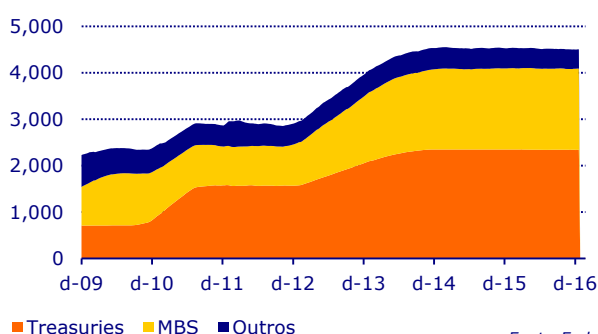
Taxa dos *fed-funds* - Perspectivas de evolução

No mesmo documento é feita referência a um modelo¹ que aponta que a pressão para que as *yields* se mantenham em níveis reduzidos diminua à medida que a maturidade média da carteira se reduz e se aproxima o período de reinvestimento dos títulos em carteira que entretanto atingem a maturidade, estimando que ao longo de 2017, num ambiente *ceteris paribus*, este movimento se reflecta num aumento da *yield* dos *Treasuries* a 10 anos na ordem dos 15 pontos base. **O mesmo estudo refere que esta alteração de 15 pontos base na *yield* dos títulos de longo prazo é historicamente semelhante ao movimento que acompanha a decisão de dois aumentos de 25 pontos base na taxa dos *fed funds*, em linha com expectativa de que o processo de normalização do nível das taxas de juro norte-americanas será gradual ao longo de 2017.**

Desde finais de 2014, altura em que terminou o programa de compra de activos de longo prazo, o balanço da Reserva Federal tem-se mantido estável. Face ao pico, observado em Janeiro de 2015, o balanço da Reserva Federal apenas diminuiu 1.3% - principalmente por via da diminuição do montante em carteira de *mortgage-backed securitis* (MBS) em 1.2%, enquanto que a carteira de dívida pública se manteve praticamente estável, reduzindo apenas 0.2% - dando suporte à importância da política monetária acomodatória no comportamento das *yields* dos títulos longos. Note-se que os MBS representam cerca de 39% do total do activo da Fed e os títulos de dívida pública 52%.

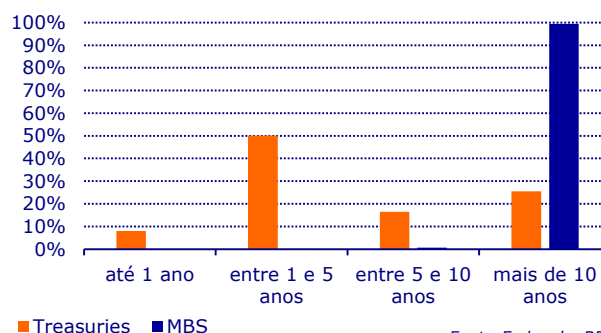
Dívida pública dos EUA e MBS dominam o balanço da Fed

(USD mil milhões)



Maturidade dos activos de longo prazo detidos pela Fed

(% do total)



Futuramente, será razoável admitir que a implementação de um processo de diminuição “passiva” do montante de dívida de longo prazo no balanço da Reserva Federal tenderá a reflectir-se num movimento de redução gradual do seu activo. Pese embora as dúvidas quanto ao significado de uma redução “passiva” do montante de dívida de longo prazo no balanço da Reserva Federal, é razoável admitir que a subida das *yields* dos títulos a taxa fixa poderá ser mais acentuada no curto/médio prazo, na medida em que 58% dos títulos de dívida pública na carteira da Fed atingem a maturidade nos próximos cinco anos. Também os resultados apresentados para estimação do nível de equilíbrio de longo prazo da taxa dos *fed-funds* dão suporte à possibilidade de que ao longo do ano se assista ao aumento da atenção à evolução do balanço da Fed, na medida em que se a taxa directora de equilíbrio se situa próximo de zero, então será razoável esperar que em breve o banco central comece a reduzir o montante dos reinvestimentos da dívida vencida em novos títulos de dívida pública, contribuindo para a redução do preços destes títulos e consequente subida das *yields*.

¹Baseado em estimativas usando um modelo de estrutura de prazos desenvolvido por Li e Wei (2013) e os procedimentos discutidos por Ihrig e outros (2012) e desenvolvido por Engen, Laubach e Reifschneider (2015).