

## Porque é que a Reserva Federal desceu as taxas de juro?

- A Fed cortou as taxas de juro em 2019 pela primeira vez em 11 anos. Contudo, apenas reduziu ligeiramente as suas perspetivas de crescimento para os EUA e justificou o corte com a debilidade da taxa de inflação e a persistência de riscos.
- É possível que a Fed tenha mudado a sua função de reação? Os resultados da análise deste artigo assim o sugerem. No entanto, não é a primeira vez que a Fed responde mais aos riscos do que aos próprios dados, sendo que esta viragem pode ser explicada por mudanças estruturais na economia, como o alisamento da curva de Phillips.

### Da forward guidance à dependência dos dados

Quando a Reserva Federal dos EUA deu início ao ciclo de aumentos das taxas de juro em 2015, fê-lo de forma gradual e previsível, oferecendo orientações claras sobre a evolução esperada das mesmas (*forward guidance*). Depois de aumentá-las 225 p. b. e alcançar o nível da taxa de juro natural de acordo com as estimativas de alguns membros do FOMC (ver o primeiro gráfico), a Fed comunicou, no final de 2018, a sua intenção de abandonar a *forward guidance* e adotar uma atitude mais dependente dos dados económicos e financeiros.<sup>1</sup>

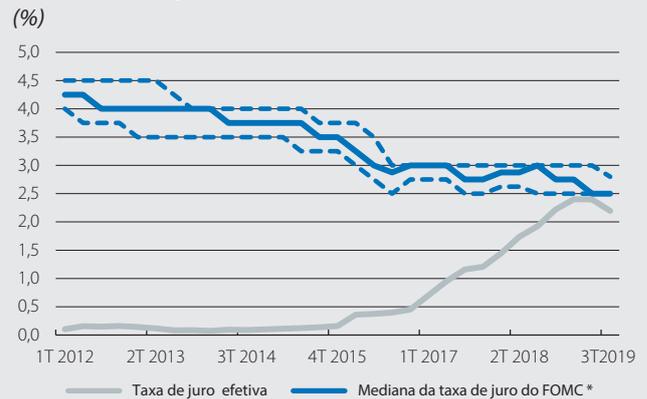
Após esta mudança de estratégia, num contexto de desaceleração global e de pressões inflacionárias moderadas, durante o primeiro semestre de 2019 a Fed foi paciente e não alterou as taxas de juro, apesar da robustez do mercado de trabalho. No entanto, em julho, a intensificação da incerteza geopolítica (devido principalmente à intensificação das tensões comerciais entre os EUA e a China, e o que parecia ser um aumento da probabilidade de um *Brexit* duro) e a queda nas expectativas de inflação levaram a Fed a descer as taxas de juro em 50 p. b. no 3T e mais 25 p. b. no passado mês de outubro.

### Da dependência dos dados à gestão dos riscos

Os leitores mais perspicazes já perceberam que a Fed desceu as taxas de juro não só devido à evolução dos dados (debilidade da inflação e das suas expectativas), mas também por causa de mudanças no mapa de riscos. De facto, as previsões de crescimento económico dos analistas (e dos próprios membros da Fed) não mudaram significativamente desde outubro de 2018, sugerindo que a reação da Fed deveria ter sido menos agressiva. Especificamente, se utilizarmos uma regra que relacione os movimentos das taxas de juro oficiais do passado com as mudanças nas previsões de crescimento que as acompanharam, a Fed deveria ter descido as taxas de juro em 15 p. b. em 2019, em vez de 75 p. b.<sup>2</sup>

1. Ver «Fed: de refém das suas palavras a refém dos dados» na IM02/2019.  
2. Estimamos  $\Delta i_t = \beta_1 \Delta g_t^e + \beta_2 \Delta g_{t-1}^e + u_t$ , onde  $\Delta i_t$  é a alteração na taxa de juro da Reserva Federal,  $\Delta g_t^e$  é a alteração na previsão de crescimento do PIB por parte do FMI no *World Economic Outlook* em comparação com o anterior e  $u_t$  é um termo de erro. Introduzimos as revisões efetuadas pelo FMI desde outubro de 2018.

### EUA: taxa de juro natural e efetiva



**Nota:** \* Mediana da votação da taxa de juro natural a longo prazo segundo os participantes da reunião da Fed. Entre as linhas a tracejado encontram-se 75% dos eleitores, após excluir as duas observações mais altas e as duas mais baixas.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Além disso, convém não esquecer que a redução das taxas de juro em 75 p. b. em 2019 esgota uma parte substancial da margem operacional descendente que a Fed possui em comparação com a que tinha em 2000, por exemplo. A descida da taxa de juro natural reduz a margem de manobra da Reserva Federal (e de outros bancos centrais) para estimular a economia mediante medidas convencionais, ou seja, não é o mesmo reduzir as taxas de juro 2 p. p. quando a taxa de juro natural é de 1% do que quando é de 5%. Por este motivo, se ajustarmos a queda acumulada na taxa de juro pelo nível da taxa de juro nominal natural<sup>3</sup> e compararmos a reação da Fed com outros ciclos de queda da taxa de juro, podemos observar que a reação da Fed foi um pouco exagerada: enquanto a revisão das previsões durante a Grande Recessão foi 17 vezes maior do que a atual, a resposta da política monetária foi apenas três vezes mais reativa. É verdade que naquela ocasião a Fed estimulou ainda mais a economia por intermédio de ferramentas não convencionais (QE e *forward guidance*). Contudo, se fizermos a mesma análise para o ciclo de descidas de 1992 ou 2002, observamos que a revisão das previsões foi 15 e 9 vezes maior do que a atual e que a resposta da política monetária foi apenas 2 e 3 vezes mais reativa,

3. Dividimos a queda acumulada das taxas de juro por parte da Fed pela taxa de juro natural nominal em vigor antes da primeira queda com a intenção de aproximar o espaço de política monetária convencional consumido.

respetivamente. Além disso, a esta queda nas taxas de juro devemos adicionar a mudança de expectativas. A Fed no segundo semestre de 2018 não só descartava a redução das taxas de juro, como também sugeriu vários aumentos nas taxas de juro em 2019 até elevá-las para 3,1%.

### A função de reação da Fed mudou, mas isto não é nenhuma novidade

Esta evidência sugere que Reserva Federal mudou a sua função de reação e que agora pondera menos o seu cenário central e mais os riscos nas suas previsões. De facto, isto foi reconhecido por vários membros da Fed,<sup>4</sup> que defendem uma política monetária que se movimenta com precaução num contexto como o atual (ou seja, no qual coexistem riscos negativos significativos com um desempenho da atividade razoavelmente bom).

Por outro lado, não é a primeira vez que a Reserva Federal age desta maneira. De acordo com as atas das próprias reuniões da Fed, desde 1987 que a incerteza tem sido referida em várias ocasiões para evitar alterações nas taxas de juro que, de outra forma, seriam levadas a cabo. Por exemplo, em 1998, os receios a um aumento da inflação apoiavam um aumento nas taxas de juro. Contudo, face ao risco de que a crise da dívida russa naquele ano afetasse substancialmente a procura externa, a Fed fez exatamente o contrário: reduziu-as. Naquela época, os membros do FOMC interpretaram que o custo de um sobreaquecimento da economia era menor do que o de uma reação exagerada da política monetária.<sup>5</sup>

### A Fed mudou... Ou mudou o mundo ao seu redor?

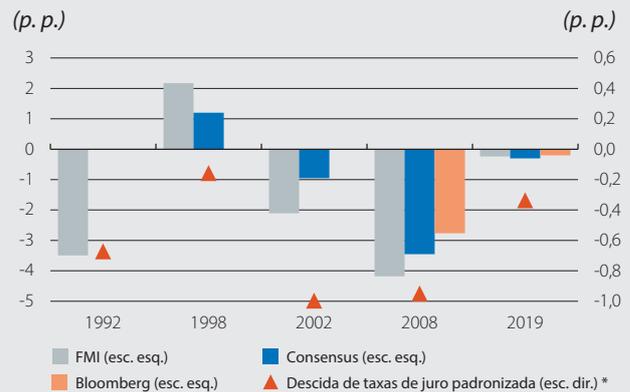
A mudança de comportamento da Fed também pode ser explicada por mudanças no funcionamento da economia. Por um lado, há anos que a taxa de inflação permanece contida e com tendência a ficar abaixo do objetivo simétrico de 2%, apesar da taxa de desemprego registar mínimos históricos dos últimos 50 anos. Isto sugere que a curva de Phillips não está a funcionar com os mesmos parâmetros que costumavam estar presentes historicamente, razão pela qual é natural que a Fed atue de maneira diferente para estimular a inflação.

Por outro lado, a revisão das perspetivas económicas, tanto por parte dos analistas como do FMI ou da própria Fed, foi moderada, em parte devido à expectativa de que uma política monetária mais acomodatória poderia compensar parte da desaceleração. Especificamente, ocorreu uma

4. Ver, entre outros, Williams, J. (2019). «Monetary Policy and the Economic Outlook» Discurso no Euromoney Real Return XIII: The Inflation-Linked Products Conference, Nueva York. E Evans, C. (2019) «Revisiting Risk Management in Monetary Policy». Discurso na conferência Credit Suisse Asian Investment, Hong Kong.

5. Evans, C., Fisher, J., Gourio, F. e Krane, S. (2015). «Risk management for monetary policy near the zero lower bound». Brookings Papers on Economic Activity, 141-219.

### EUA: revisões de previsões de crescimento do PIB

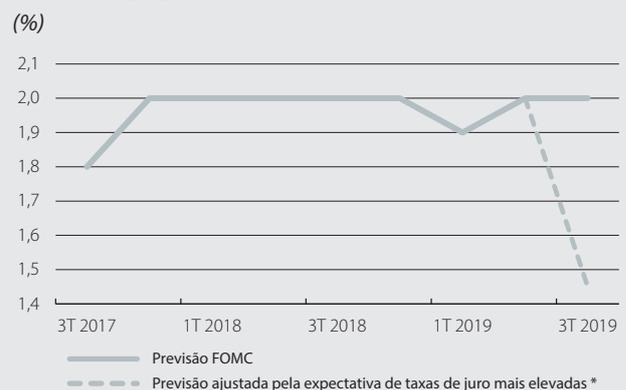


Notas: Mudanças na previsão de crescimento do PIB dos EUA em torno dos ciclos de descidas da Fed. \* Dividimos a descida acumulada na taxa de juro oficial da Fed entre a taxa de juro natural nominal estimada de acordo com Holston, Laubach e Williams (2017).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg, Consensus Economics e do FMI.

mudança nas expectativas de política monetária que ajudou a atenuar o que poderia ter sido uma revisão muito mais abrupta das previsões de crescimento do PIB: em setembro de 2018, o membro mediano da Fed estimava que a taxa de juro oficial seria de 3,4% no final de 2020, enquanto na última atualização de setembro a sua estimativa era de 1,9%. Com esta revisão, se considerarmos o impacto que historicamente tiveram os movimentos na taxa de juro da Reserva Federal sobre o crescimento do PIB e a subtrairmos da previsão atual da Fed, podemos observar que a revisão em baixa das previsões teria sido muito maior (ver o último gráfico).<sup>6</sup>

### Reserva Federal: previsão de crescimento do no 4T 2020



Notas: Evolução da previsão de crescimento homólogo para o 4T 2020 de acordo com o votante médio do FOMC. \* Subtraímos desta previsão a reação do crescimento do PIB a uma queda da taxa de juro consistente com a revisão das expectativas do FOMC (passaram de 3,4% para 1,9% em setembro de 2019).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e de Willis, J. e Cao, G. (2015).

6. Especificamente, utilizamos os resultados do vetor autorregressivo de Willis, J. L. e Cao, G. (2015), «Has the US economy become less interest rate sensitive?», Economic Review (01612387), 100(2), através do qual estimamos a reação do PIB dos EUA a uma alteração na taxa de juro da Fed.

**E, a partir de agora, o que podemos esperar?**

Se prever a evolução das taxas de juro já era complicado desde que a Reserva Federal abandonou a *forward guidance*, a maior sensibilidade aos riscos sobre a conjuntura acrescenta mais incertezas às decisões do FOMC. Além disso, a este cocktail junta-se a pressão sobre a independência da Reserva Federal num ano de eleições presidenciais nos EUA em que muito provavelmente o presidente e futuro candidato, Donald Trump, vai exigir estímulos monetários adicionais. Assim, apesar da Fed insistir que o nível das taxas de juro é adequado e de não prever qualquer tipo de alteração se se cumprirem as suas expectativas em relação à economia (crescimento do PIB de cerca de 2%, mercado de trabalho robusto e a aproximação da taxa de inflação à sua meta), é possível que **a Fed mantenha uma tendência acomodatória ao longo de 2020** e faça alguns ajustamentos adicionais nas taxas de juro devido face ao aumento da incerteza ou a maiores sinais de desaceleração económica. De facto, as previsões que mostramos nesta edição da *Informação Mensal* assim fazem transparecer.