

Nota Breve 17/09/2021

Mercados Financeiros - Fed forçada a adiar o *tapering* por causa da variante Delta**Reunião 21-22 de setembro de 2021: o que esperar**

- **A Fed deixará a sua política de estímulos inalterada na próxima reunião.** Com os dados macro a apontar para um abrandamento da recuperação devido à propagação da variante Delta, esperamos que a Fed mantenha uma posição cautelosa e decida deixar intactos os seus instrumentos de política monetária: a taxa de juro oficial no intervalo 0,00%-0,25% e as compras líquidas de ativos a um ritmo de 80 mil milhões de USD em *treasuries* e 40 mil milhões de USD em MBS por mês.
- **No entanto, na conferência de imprensa, o Presidente Powell irá provavelmente comunicar que está a ser alcançado um consenso no Comité sobre quando e como está planeado a eventual redução do programa de aquisição de ativos (*tapering*),** preparando o mercado para um anúncio nos próximos meses. De facto, de acordo com a ata, na reunião de julho já tinha sido alcançada uma maioria sobre os principais parâmetros do plano, que, com base nos dados, previa o início da redução este ano. Na nossa opinião, a propagação da variante Delta apenas atrasou, e não cancelou, o anúncio de tal estratégia para as últimas reuniões do ano.
- **Relativamente às taxas oficiais,** esperamos que Powell reitere que estas permanecerão nos níveis atuais até a economia atingir o pleno emprego e a inflação exceder persistentemente os 2%, dissociando esta decisão do eventual anúncio de *tapering*. Também consideramos que a atualização das projeções das taxas oficiais (gráfico de *dots*) deverá permanecer inalterada face a junho, consistente com dois aumentos de +25 p.b. em 2023. Dito isto, não excluímos a possibilidade de os *dots* mostrarem uma maioria a favor de uma subida de taxas em 2022.
- **Para os mercados financeiros,** não esperamos que o possível atraso no *tapering* gere grandes movimentos a curto prazo, especialmente se for acompanhado por um sinal de que poderá ser anunciado até ao final do ano. Mais importante seria a antecipação da primeira subida da taxa para 2022 nas projeções oficiais, o que, a confirmar-se, poderia resultar em algum aumento da rentabilidade das obrigações soberanas, com maior dinâmica nas partes mais curtas da curva, e numa apreciação do USD.

Condições financeiras e económicas recentes

- **A recuperação abranda pela propagação da variante Delta:**
 - O conjunto de indicadores económicos que temos vindo a conhecer ao longo do trimestre coincide em apontar que, embora continuando a registar taxas historicamente elevadas, a recuperação estará a abrandar. Por um lado, a maturidade do ciclo económico que, após o retorno do PIB ao seu nível pré-pandémico no 2T 2021, é consistente com taxas de crescimento menos exuberantes. Por outro lado, a propagação da variante Delta, tem-se refletido numa menor dinâmica nos indicadores de despesa privada e na mobilidade.
 - Neste contexto, não é surpreendente que o setor dos serviços esteja a ser mais duramente atingido, de acordo com os inquéritos empresariais mais recentes, como o ISM, que caiu 2,4 pontos para 61,7 em agosto, o mais baixo desde fevereiro.
 - A deterioração da situação sanitária também deixou a sua marca no mercado de trabalho: o número de novas contratações caiu para 235.000 em agosto, o mais baixo desde o início do ano. A taxa de participação também permaneceu estagnada. Em geral, o nível de emprego ainda está 3,5% abaixo do nível pré-crise, enquanto a taxa de desemprego se situa em 5,2% (3,5% em fevereiro de 2020).
- **Quanto à inflação, o crescimento do IPC estabilizou,** mas, em 5,3% yoy em agosto, ou seja, mantém-se em níveis historicamente elevados. No nosso cenário central, projetamos uma moderação gradual da inflação na última parte do ano, à medida que as poupanças acumuladas são absorvidas e as distorções do lado da oferta diminuem. No entanto, continuamos a ver um risco substancial de a inflação permanecer em níveis desconfortavelmente elevados.

- **As condições financeiras continuam favoráveis.** O ajustamento em baixa nas perspetivas de crescimento refletiu-se principalmente numa moderação das taxas de longo prazo: o *treasury* a 10 anos flutuou em torno de 1,3%. A bolsa de valores dos EUA, por seu lado, continuou a negociar próximo dos seus máximos históricos, embora tenha havido uma certa perda de dinamismo nas últimas semanas. Em geral, a volatilidade financeira parece contida e as condições financeiras estão em território acomodatório: tanto o VIX (índice de volatilidade implícita do mercado) como o índice de condições financeiras da Fed aproximam-se dos seus níveis mais baixos desde o início da crise.

O Comité afina o plano de *tapering*

- **Em primeiro lugar, as condições necessárias.** Neste contexto, a Fed deve avaliar se estão reunidas as condições necessárias para iniciar o *tapering*, o que, a partir do final de 2020, exige (1) um aumento da inflação superior a 2% durante um determinado período de tempo; e (2) "progressos substanciais" no sentido do pleno emprego. De acordo com a ata da reunião de julho, há uma opinião bastante generalizada de que (1) foi cumprida, dada a forte subida do IPC desde o início do ano. Com respeito a (2), a Fed reconheceu ter visto "progressos claros", mas ainda não o suficiente para diminuir os estímulos.
- **Em segundo lugar, a estratégia a seguir.** Para além de avaliar os progressos nos objetivos, o Comité tem de chegar a acordo sobre o plano de ação *tapering*. Isto inclui definir não só quando começar a reduzir, mas também como fazê-lo, ou seja, acordar o ritmo de diminuição mensal e a sua composição por tipo de ativo (*treasuries* versus MBS e com que duração). Na reunião de julho, tinha sido alcançada uma maioria no primeiro ponto: a redução começaria este ano se os dados económicos evoluíssem de acordo com as previsões. Além disso, uma maioria apoiou que as compras deveriam ser diminuídas proporcionalmente por tipo de ativo, excluindo a possibilidade desta começar por um volume mais baixo de títulos garantidos por hipotecas (MBS). No entanto, ainda não se chegou a acordo sobre quando culminar as compras nem, muito menos, sobre o ritmo de redução. Também não se chegou a um consenso sobre uma estratégia para a dimensão do balanço no longo prazo. Estas questões serão discutidas em setembro, e a obtenção de um acordo permitiria, dependendo dos dados, um anúncio nos próximos meses.

Atualização sobre a tabela de previsões da Fed

- Na próxima semana a Fed publicará também uma atualização do seu quadro de previsões macroeconómicas (ver quadro em anexo para as últimas estimativas). Entre as mudanças possíveis, destacamos:
 - **Revisões em alta da inflação**, dada a persistência do aumento dos preços nos últimos meses, embora a um ritmo mais lento do que antes do Verão. A este respeito, será fundamental ver as possíveis revisões na inflação do consumo (PCE), a métrica favorita da Fed, em 2022 (2,1% projetada em junho) e 2023 (2,1%), bem como o intervalo de dispersão.
 - **Revisões das taxas de juro oficiais (o gráfico de *dots*)**, que, em junho, mostrou o eleitor mediano da Fed a favor de dois aumentos de +25 b.p. em 2023. Com base nas intervenções públicas dos membros do Comité, não antecipamos alterações a esta projeção. No entanto, reconhecemos a possibilidade de uma maioria dos 18 membros poder ser alcançada para antecipar a primeira subida para 2022 (o número de dissidentes a favor de tal avanço já ascendeu a 7 na reunião de junho). Tal decisão poderia ter um impacto nos mercados financeiros, através de um aumento dos rendimentos das obrigações soberanas, especialmente na parte mais curta da curva. A taxa de câmbio do USD poderia também fortalecer-se.

BPI Research, 2021

e-mail: deef@bancobpi.pt

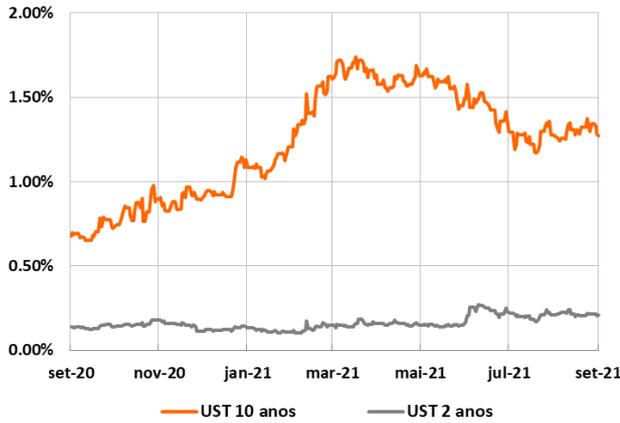
AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA BREVE”

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.

o ANEXOS

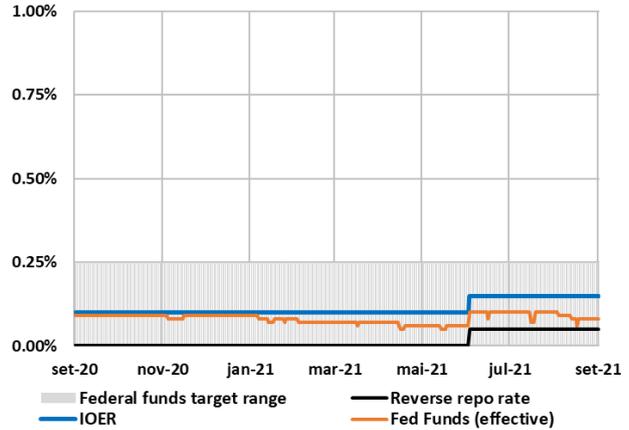
Indicadores de condições financeiras

EUA: rentabilidades da dívida pública



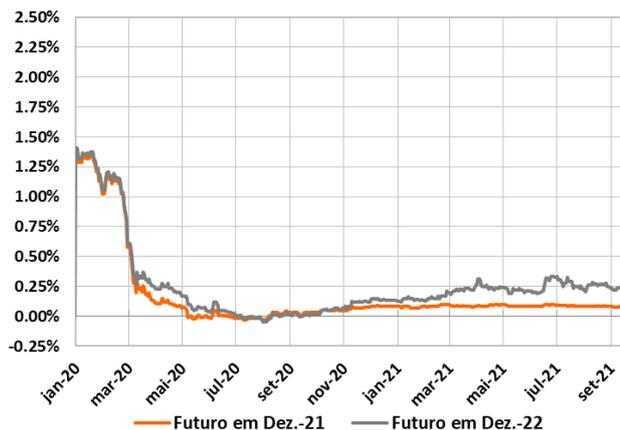
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: taxas de juro oficiais e interbancárias



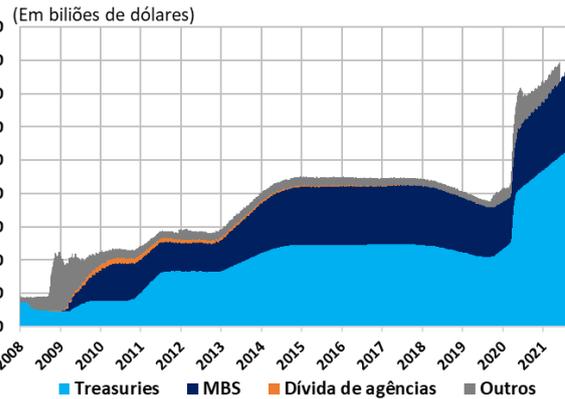
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Futuros de taxas de juro de referência (Fed funds)



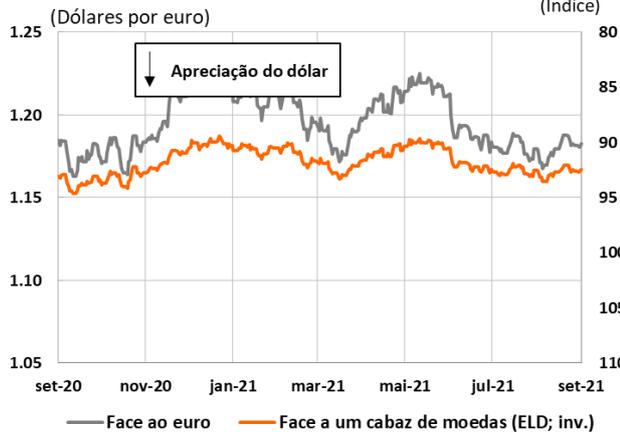
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Composição do Balanço da Reserva Federal



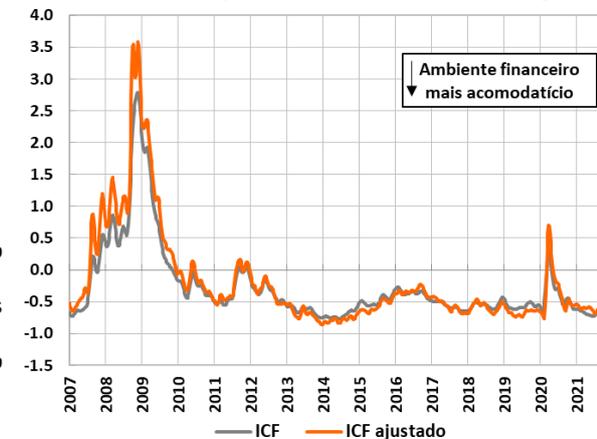
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e da Reserva Federal.

Taxa de câmbio do dólar



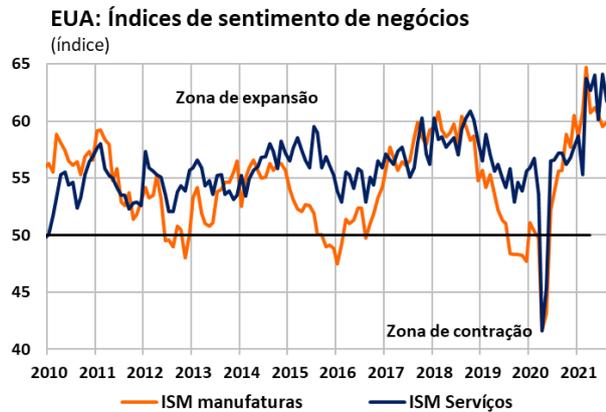
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: Índice das Condições Financeiras Federais de Chicago

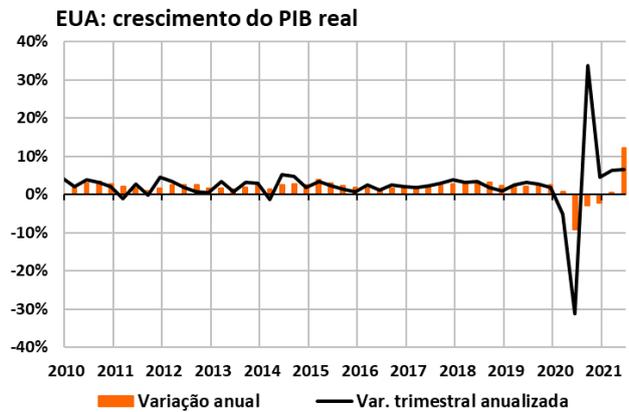


Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Indicadores de condições económicas



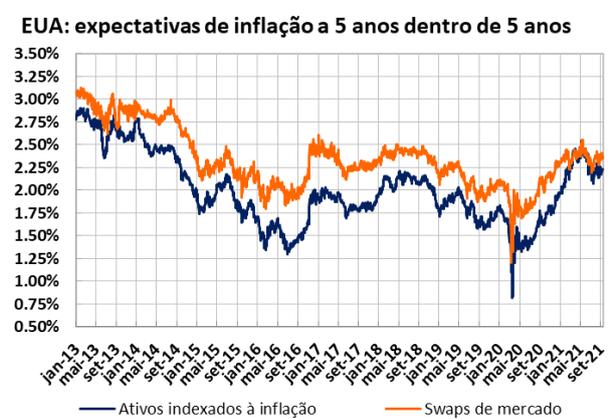
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.



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



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



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

FOMC: previsões económicas dezembro 2020 ^{1,2,3}

(%)	2021	2022	2023	Largo plazo
Crescimento PIB	7,0 (6,5)	3,3 (3,3)	2,4 (2,2)	1,8 (1,8)
Taxa desemprego	4,5 (4,5)	3,8 (3,9)	3,5 (3,5)	4,0 (4,0)
Inflação (PCE) ⁴	3,4 (2,4)	2,1 (2,0)	2,2 (2,1)	2,0 (2,0)
Inf. Subjacente (PCE)	3,0 (2,2)	2,1 (2,0)	2,1 (2,1)	-
Taxa referência objetivo	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,6 (0,1)	2,5 (2,5)

1. média das previsões dos membros do FOMC.

2. todas as variáveis, exceto a taxa de desemprego, são expressas em variação homóloga a partir do 4T de cada ar

3. Entre parênteses, previsões anteriores (setembro de 2020).

4. índice de inflação PCE (Personal Consumption Expenditure).

Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal.