

Nota Breve 26/04/2024

Mercados financeiros · Sem progressos na desinflação, a Fed vai mudar o tom

Reunião de 30 de abril e 1 de maio de 2024: o que esperamos

- Na reunião da próxima semana, esperamos que a Reserva Federal mantenha as taxas de juro no intervalo de 5,25%-5,50% e que ajuste o seu tom para ser menos favorável a uma flexibilização imediata da política monetária.
- Desde dezembro, a Fed tem destacado os progressos notáveis na desinflação e explicou que quer estar “mais confiante” de que a inflação está a avançar de forma sustentada para os 2% antes de reduzir as taxas de juro. No entanto, os dados sobre a inflação divulgados em 2024 não foram na direção que a Fed, nem nós, esperávamos e pensamos que isso poderá levar a uma mudança de tom.
- Em concreto, pensamos que a Fed explicará que não se registaram progressos no que respeita a esta “maior confiança”, e incidirá o seu discurso mais na estratégia de dependência dos dados e em manter a política monetária mais restritiva durante mais tempo do que o previsto anteriormente.
- Esta expectativa já foi incorporada nos mercados financeiros, que, desde a última reunião, baixaram a probabilidade de ver o primeiro corte de taxas em junho de 77% para 18%. Atualmente, espera-se que o primeiro corte ocorra entre as reuniões de setembro e novembro.

Condições económicas e financeiras

- **A atividade económica nos EUA não mostra sinais de abrandamento:**
 - Os indicadores económicos publicados no 1T mostram uma economia dinâmica que, embora possa ter moderado a taxa de crescimento observada no 4T 2023, continuará a crescer acima do potencial (ver [Nota Breve](#)).
 - Além disso, o sector da indústria transformadora, que tinha mostrado debilidade durante 2023, parece ter atingido o seu ponto mais baixo e está a recuperar. É o que indicam o ISM da indústria transformadora, que, em março, 16 meses depois, situou-se acima do limiar dos 50 pontos, e o PMI da indústria transformadora, acima dos 50 pontos na média do 1T 2024.
 - O consumo privado continua a ser o principal motor de crescimento da economia dos EUA, com as vendas a retalho a aumentarem 0,9% e 0,7% em termos mensais em fevereiro e março, respetivamente. Esta situação foi, sem dúvida, suportada pela robustez do mercado de trabalho, que continua a criar empregos a ritmos mais elevados do que o habitual antes da pandemia e mantém a taxa de desemprego em 3,8%.
- **Dúvidas sobre a última milha da inflação**
 - Em março, a inflação global recuperou 0,3 p.p. para 3,5% e a inflação subjacente manteve-se em 3,8%. No entanto, para além desta subida de 3 décimas, preocupa a persistência, ou mesmo a aceleração, da inflação dos serviços nos últimos meses, que se encontra em 5,4% em termos homólogos. Esta dinâmica pode ser observada tanto nos preços das rendas (*shelter*), que esperamos que abrandem nos próximos meses, como no resto dos serviços, que estão mais estreitamente ligados ao ciclo económico.
- **As dúvidas sobre a desinflação e a mudança de tom da Fed fazem subir as taxas soberanas**
 - Face a estes dados macroeconómicos, descontam-se agora apenas dois cortes pela Fed para o conjunto do ano, contra os seis que descontavam em janeiro. Assim, as taxas de juro dos *treasuries* a 2 e 10 anos subiram cerca de 40 p.b. desde a última reunião (20 de março).
 - No entanto, esta expectativa de uma política monetária mais restritiva durante mais tempo teve um impacto moderado nos mercados acionistas. A expectativa de que a atividade económica continuará a crescer de forma dinâmica e os bons resultados empresariais mais recentes têm contribuído para moderar o impacto de maiores taxas de juro.
 - No mercado cambial, a mudança de tom esperada pela Fed, juntamente com a aversão ao risco decorrente das tensões no Médio Oriente, reforçou o dólar, cuja taxa de câmbio com o euro rondou 1,07.

- **O Relatório de Estabilidade Financeira da Fed destaca os preços elevados de vários ativos:**
 - Embora o relatório destaque, pela positiva, a redução do endividamento das famílias e das empresas, alerta para os elevados preços dos índices bolsistas, do sector imobiliário e para a redução dos spreads do crédito às empresas.
 - A Fed também sublinha positivamente a solidez do sector bancário no seu conjunto, mas alerta para as possíveis implicações financeiras de novas descidas de preços no sector imobiliário residencial e para as perdas não reconhecidas no balanço dos títulos do Tesouro detidos até à maturidade.

Mensagens recentes da Fed

- Após a reunião de 20 de março, os membros da Fed concentraram as mensagens das suas aparições públicas na explicação da sua posição relativamente ao *dot plot* (em que o votante mediano descontava 3 cortes de taxas ao longo de 2024). No entanto, o que tem sido mais relevante é a mudança no tom geral dos membros à medida que os dados económicos mais recentes, em particular os dados sobre a inflação e o mercado de trabalho, são publicados.
- Este facto foi sublinhado pelo discurso de Jerome Powell, em 16 de abril, no qual explicou que a inflação não tinha progredido o suficiente no caminho para os 2% e que isso significaria que a política monetária se manteria restritiva por mais tempo. Esta opinião foi partilhada por outros membros, como o Presidente da Fed de Nova Iorque, John C. Williams, que explicou que não há pressa em começar a reduzir as taxas de juro.

Perspetivas da Fed a médio prazo

- Pensamos que a Fed já colocou as taxas de juro no pico deste ciclo, embora a nossa expectativa de um início de cortes de taxas na reunião de junho pareça improvável, tendo em conta os últimos dados sobre o emprego e a inflação. Em suma, consideramos altamente provável que em 2024 a Fed efetue os primeiros cortes de taxas, embora as taxas de juro ainda permaneçam em níveis elevados no final de 2024 e durante 2025.
- No balanço dos riscos, se a atividade económica arrefecer mais acentuadamente do que o esperado, a Fed poderá iniciar cortes de taxas de juro a um ritmo mais agressivo e abrandar o processo de redução do balanço. Por outro lado, se a inflação acelerasse num contexto de crescimento sólido e de um mercado de trabalho robusto, a Fed poderia adiar o início dos cortes de 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.

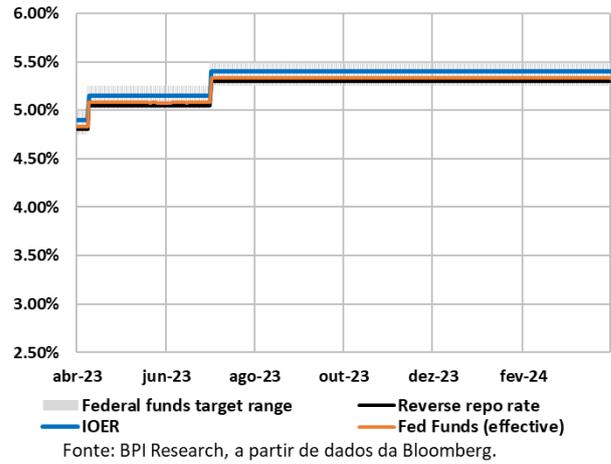
Indicadores de condições financeiras

EUA: rentabilidades da dívida pública



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

EUA: taxas de juro oficiais e interbancárias



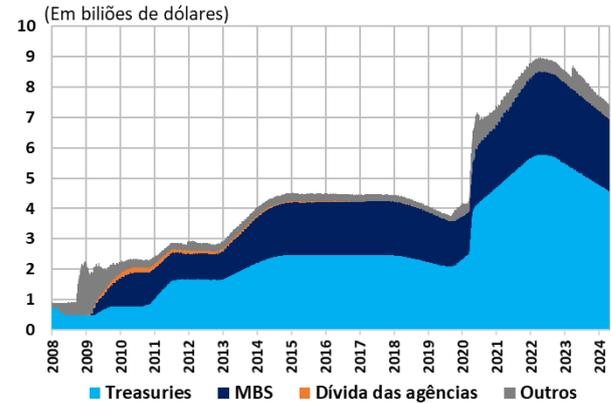
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Futuros da taxa de juro de referência (Fed funds)



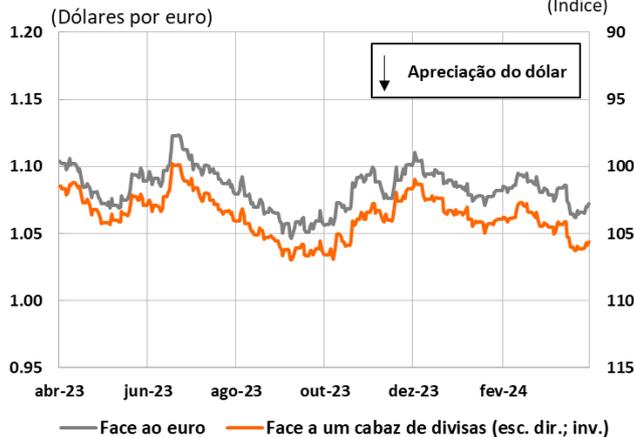
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Composição do balanço da Reserva Federal



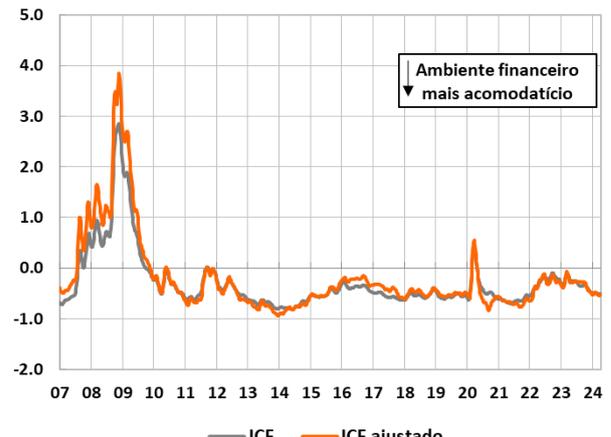
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e Reserva Federal.

Taxa de câmbio do dólar



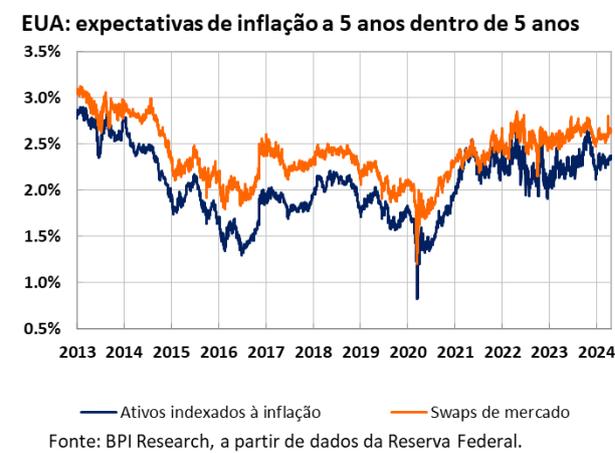
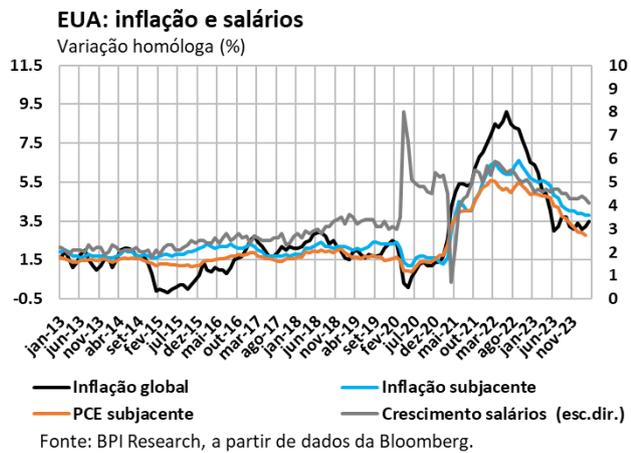
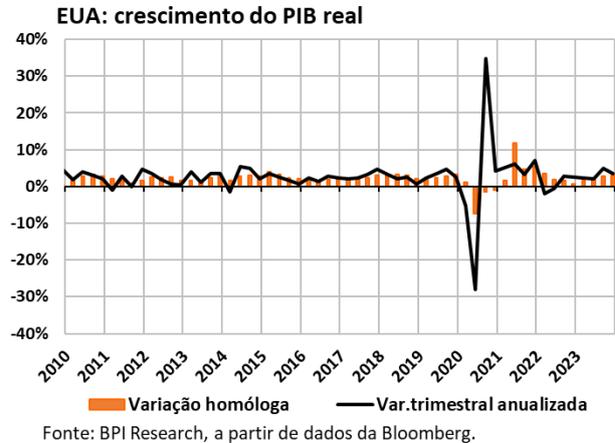
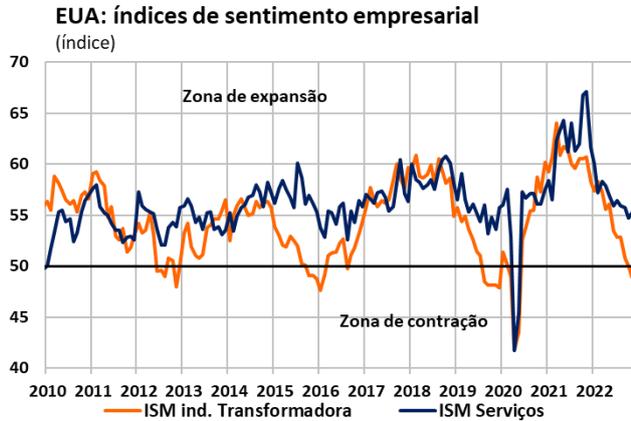
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago



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

Indicadores de condições económicas



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

Notas: Entre parêntesis, previsões em dezembro de 2023. O PIB e a inflação são variações homólogas no 4T. A inflação refere-se ao PCE. A taxa de desemprego é a média do 4T.