

Nota Breve 10/09/2020

Mercados Financeiros · A revisão estratégica da Fed abre a porta a prolongar estímulos

Reunião de 15 e 16 de setembro de 2020: o que esperamos

- **A contundência das medidas lançadas desde a primavera permite à Fed estabilizar o impacto da COVID-19 e acomodar a recuperação económica sem necessidade urgente de reajustar a sua política monetária.** Os EUA sofrerão uma recessão histórica em 2020 como resultado do impacto da COVID-19, mas o impacto não será tão forte como inicialmente previsto pela Fed, por isso é provável que na próxima semana a Fed melhore ligeiramente o cenário macroeconómico.
- Na reunião da próxima semana não esperamos grandes mudanças: **as taxas de juro permanecerão no intervalo 0,00%-0,25%** e a Fed continuará atuante nos mercados com compras de ativos e programas que asseguram liquidez abundante (detalhes no anexo).
- Dito isto, o cenário macroeconómico é muito exigente e **a Fed terá de manter um ambiente financeiro acomodatório durante muito tempo.** Nos próximos meses, esperamos novos anúncios para prolongar o estímulo e ancorar as expectativas de uma política monetária laxista por um período prolongado.
- A revisão estratégica que a Fed acaba de completar (detalhes na secção "Revisão Estratégica da Fed") é um passo importante nessa direção: **a Fed perseguirá uma meta de inflação de 2% em média ao longo do tempo e terá uma visão inclusiva do mercado de trabalho,** favorável a taxas de desemprego mais baixas. No contexto da COVID-19, de aumento do desemprego e de pressões deflacionistas, a nova estratégia visa acomodar a política monetária durante um período de tempo mais longo.
- Assim, é provável que antes do final do ano, a Fed ajuste a sua orientação futura em matéria de política monetária de acordo com o seu novo plano estratégico. Uma possibilidade seria comunicar que manterá as taxas nos atuais baixos níveis e continuará a comprar ativos até que os dados da inflação e do desemprego mostrem claramente uma recuperação sustentada.

Condições financeiras e económicas recentes

- **A recuperação da atividade está a progredir positivamente, mas a economia está exposta a um ambiente muito exigente rodeado de riscos:**
 - **O PIB sofreu uma queda histórica no 2T** (-9,1% trimestral e homóloga, a queda mais acentuada desde a Grande Depressão), embora tenha sido um pouco menos severa do que os indicadores inicialmente sugeriam, ficando longe das contrações mais fortes sofridas na Europa.
 - Os índices de sentimento empresarial das manufaturas e dos serviços (tanto ISM como PMI) cresceram razoavelmente bem em agosto. Além disso, **a taxa de desemprego caiu para 8,4%**, em contraste com o pico de 14,7% observado em abril. Entretanto, **a inflação** (PCE subjacente) **está a recuperar gradualmente** (perto de 1%).
 - **A atividade dos EUA beneficiou de medidas fiscais e monetárias muito fortes na luta contra a COVID-19.** Estimamos que as despesas fiscais diretas excedem 1,7 biliões de dólares e que as medidas de liquidez excedem 1 bilião de dólares (9% e 6% do PIB respetivamente). Além disso, esperamos que um novo pacote de 1 bilião de dólares seja aprovado em breve.
 - No conjunto, os indicadores apontam para uma **recuperação considerável da economia no 3T e 4T**, mas não o suficiente para compensar a queda na primeira metade do ano.
 - No entanto, os Estados Unidos são o país com mais infeções (mais de 6M) e mortes (cerca de 200.000) da COVID-19 no mundo. **Na reunião anterior da Fed, já se tinha observado que a evolução da economia dependerá da evolução do vírus.** COVID-19 continua a ser o maior risco para a economia americana, mas não devemos esquecer as tensões sociais (Black Lives Matter), as tensões geopolíticas com a China e as eleições presidenciais de novembro.

- **O ambiente financeiro é cautelosamente otimista**, mas a volatilidade e os prémios de risco estão ainda acima dos níveis pré-pandémicos:
 - **Os índices dos EUA recuperaram os níveis pré-convenção, verificando-se novos recordes históricos** no início de setembro, embora na última semana os preços tenham recuado devido a quedas no sector tecnológico, que tinha sido o principal motor da subida do S&P 500.
 - **O dólar depreciou-se em relação ao euro** (atingindo 1,20, níveis não vistos desde novembro de 2018) **e à maioria das outras moedas**. Isto reflete um melhor sentimento do mercado, com menos procura do dólar como um bem seguro (devido a uma menor aversão ao risco), maior confiança na recuperação europeia e possivelmente o tom acomodatório da revisão estratégica da Reserva Federal.
 - Refletindo estas dinâmicas positivas, o índice de condições financeiras da Fed de Chicago está a recuperar. **A volatilidade financeira e os prémios de risco das empresas também continuam a fazê-lo, embora ambos permaneçam bem acima dos seus níveis pré-COVID.**

Revisão estratégica da Fed

- Jerome Powell anunciou os novos objetivos da Fed no seu discurso de Jackson Hole no final de agosto, encerrando a revisão estratégica levada a cabo desde novembro de 2018. Em comparação com a visão anterior da Fed, a nova estratégia aponta **para um menor risco de inflação e maiores benefícios de um mercado de trabalho forte**.
- **A Fed reconhece as mudanças estruturais na economia dos EUA**, que a levam a reajustar a sua estratégia de política monetária:
 - **Diminuição do crescimento potencial do PIB.**
 - **Queda generalizada das taxas de juro** (tanto nos EUA como a nível mundial). Reflete mudanças estruturais na economia, tais como uma maior preferência por ativos refúgio (ou maior aversão ao risco), menor dinâmica de produtividade e envelhecimento da população¹. A consequência clara é que **há menos margem de manobra para reduzir as taxas de juro em tempos de recessão**.
 - Menor sensibilidade da inflação à dinâmica e atividade do mercado de trabalho (achamento da curva de Phillips). **É mais plausível ter baixos níveis de desemprego e inflação.**
- A nova meta de inflação da Fed será **de uma inflação média de 2% ao longo do tempo. Após períodos de inflação inferior a 2%, a Fed tolerará uma inflação mais elevada de 2% para "compensar"** (em vez de visar sempre 2% como tem feito até à data).
 - A procura de uma inflação média de 2% ao longo do tempo **dará à Fed maior flexibilidade**. Isto porque não é especificado por quanto tempo (ou com que intensidade) a Fed deve "compensar" os períodos inferiores a 2%.
 - Além disso, o novo objetivo pode ajudar **a política monetária da Fed a ganhar espaço de manobra e assim ancorar melhor as expectativas de inflação a 2%**. Se, em tempos de inflação baixa, o compromisso de tolerar (temporariamente) uma inflação mais elevada for credível e gerar um aumento das expectativas de inflação futura, este mecanismo desencadeará uma redução das taxas de juro reais que reforça uma política monetária acomodatória e estimula uma recuperação da atividade e da inflação. No entanto, é de notar que a credibilidade é a chave para a eficácia desta estratégia.
- Por outro lado, a Fed tem uma visão "inclusiva" do mercado de trabalho. A partir de agora, **a política monetária atuará de acordo com a medida em que o mercado de trabalho estiver abaixo do seu objetivo máximo de emprego** (até agora, tem sido fixado em desvios, que podem ser para cima ou para baixo). Por outras palavras, a Fed favorecerá baixos níveis de desemprego desde que estes sejam acompanhados por um aumento indesejado da inflação.
- Com esta segunda mudança, a Fed está a aceitar a opinião de que **um mercado de trabalho forte beneficia as famílias com baixos rendimentos e as minorias** em particular (ambos os grupos estão entre os mais afetados quando os níveis de desemprego aumentam). A menor sensibilidade que a inflação demonstrou à atividade e ao mercado de trabalho (achamento da curva de Phillips) favorece esta visão.

¹ [Taxas de juro baixas: até quando?](#), no IM02/2019.

- No contexto atual, o novo quadro estratégico incentiva a Fed a prosseguir **numa política monetária mais acomodatória**:
 - A COVID-19 gerou fortes pressões deflacionistas, pelo que, ao perseguir uma taxa de inflação média de 2% ao longo do tempo, **é provável que a Fed mantenha as taxas de juro baixas durante mais tempo do que no seu quadro estratégico anterior**.
 - A Fed colocará maior ênfase no objetivo de maximizar o emprego, uma vez que tem maiores rendimentos e menores riscos.

Perspetivas da Fed a médio prazo

- **Os EUA sofrerão uma recessão em 2020 como resultado da paralisia da sua atividade bem como da do resto do mundo:**
 - O PIB pode cair um pouco mais de 5% até 2020. Embora a recuperação deva ganhar dinamismo já no segundo semestre do ano e especialmente durante 2021, a economia levará tempo a recuperar os níveis de atividade pré-pandémica (até ao final de 2021, de acordo com as nossas projeções). Para acelerar esta recuperação, as políticas implementadas terão de minimizar o impacto atual e apoiar uma recuperação rápida.
 - Depois de estar perto dos 15%, a taxa de desemprego irá recuperar gradualmente. No entanto, serão necessários vários trimestres antes de voltarmos a ver taxas de desemprego abaixo dos 5%.
 - Tanto a inflação global, como a subjacente no índice preferido da Fed (o PCE) estão abaixo de 2%. Além disso, as expectativas de inflação apontam para a contenção da inflação no futuro.
- **A Fed não alterará as taxas de juro antes de 2024 e continuará a mostrar um enviesamento acomodatório** a fim de manter expectativas de taxas de juro baixas e condições financeiras acomodatórias. Para este fim, muito provavelmente continuará a comprar dívida soberana e MBS no mercado secundário.

BPI Research, 2020

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.

ANEXOS

Mensagens recentes da Fed

- Richard H. Clarida, Vice-Presidente da Fed, **diz que esta poderia ajustar o seu foco futuro ao novo quadro estratégico. Reafirma que a orientação futura e as compras de ativos continuam a ser as ferramentas mais eficazes** da Fed para apoiar a economia. Diz também que por agora a possibilidade de controlo da curva de rendimento é adiada porque os benefícios potenciais desta ferramenta no atual contexto são modestos. Clarida também exclui a possibilidade de implementar taxas de juro negativas.
- Lael Brainard, membro do Comité de Governadores da Fed, argumenta **que será importante conseguir a estabilização da economia e proporcionar um ambiente acomodatório para a sua recuperação**. A ameaça da COVID-19 continua a ser muito real. Diz também **que o novo quadro estratégico coloca a Fed numa posição mais forte** para apoiar plenamente a recuperação.

Política monetária da Fed: situação e medidas contra a COVID-19

- As medidas tomadas pela Fed desde o início de março tiveram como objetivo **oferecer uma política monetária acomodatória**, baixando as taxas de juro e comunicando que não se esperam aumentos a curto prazo, **proporcionando liquidez ao sistema financeiro**, com diferentes programas de reporte e promovendo a utilização das almofadas de capital das instituições financeiras, **e relaxando as condições financeiras que se tinham agravado em alguns mercados**, com a compra de títulos do tesouro e provisão de liquidez, aceitando uma gama muito ampla de ativos como garantia (ver o quadro com o resumo das medidas da Fed) .

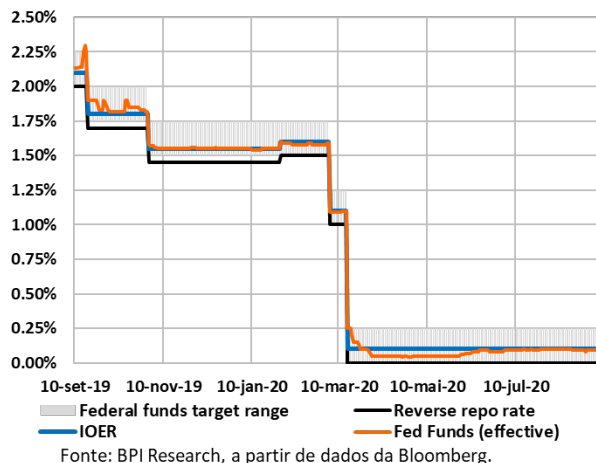
Principais medidas tomadas pela Fed

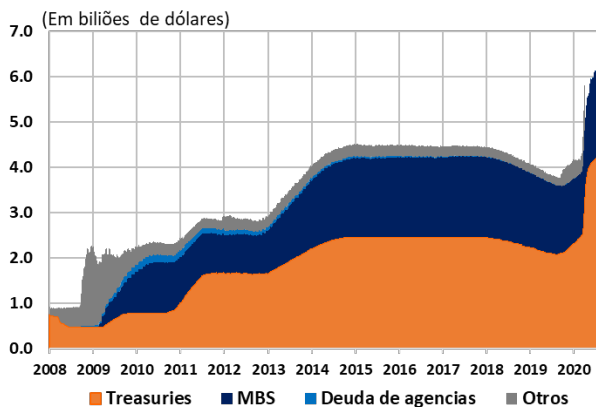
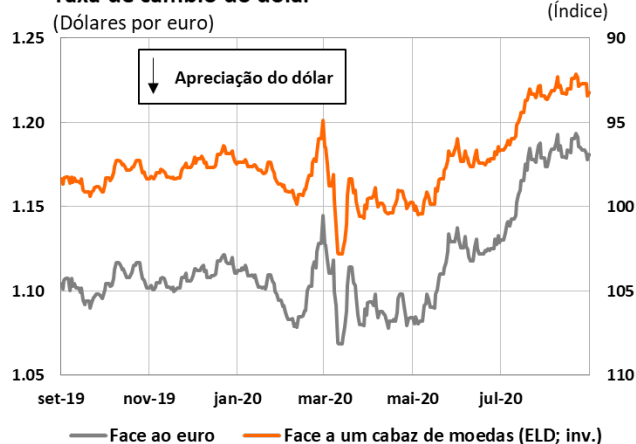
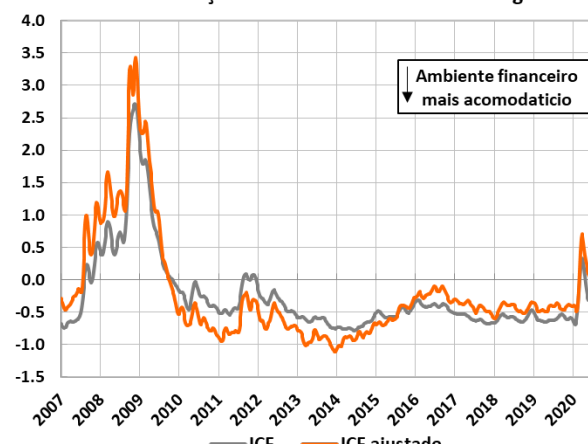
Nome	Descrição
<i>Discount window rate</i>	Redução de mais 50 p.b. da <i>discount window</i> em relação ao intervalo da taxa de juro de referência, para encorajar as instituições financeiras a utilizarem esta facilidade.
<i>Treasuries y MBS</i>	A Fed adquiriu <i>Treasuries y Mortgage-backed Securities</i> com a intenção de estabilizar estes mercados e assegurar a sua liquidez. Os membros da FOMC afirmam que esta medida não pretende influenciar a parte longa da curva de rendimentos, contrariamente ao seu desempenho após a Grande Recessão. Para este fim, está a adquirir <i>Treasuries</i> , replicando a estrutura temporária do Tesouro norte-americano de forma a ser mais neutra. Desde junho, a Fed anunciou que iria adquirir <i>Treasuries</i> e MBS a um ritmo de 80 mil milhões de dólares por mês.
Liquidez de dólares	A Fed forneceu liquidez em dólares aos restantes bancos centrais, reduzindo o custo desta operação com alguns bancos centrais e permitindo que a maioria dos bancos centrais realizasse operações de reporte com <i>Treasuries</i> para obter dólares. Além disso, as linhas de <i>swap</i> com os principais bancos centrais foram prolongadas até março de 2021.
<i>Repos</i>	A Fed oferece liquidez através do aumento das ofertas de reporte em várias maturidades.
Reservas bancárias	Elimina as reservas obrigatórias e os <i>buffers</i> de capital dos bancos de forma a aumentar o crédito.
MMLF (Money Market Mutual Fund Liquidity)	A Fed oferece liquidez às instituições financeiras, aceitando uma vasta gama de ativos de alta qualidade como garantia (<i>Treasuries</i> ou dívidas de outras instituições públicas).
PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	A Fed oferece liquidez aos <i>Primary Dealers</i> aceitando uma vasta gama de ativos de qualidade como garantia.

CPFF (Commercial Paper Funding Facility)	A Fed adquire papel comercial no mercado secundário, após ter observado um aumento da taxa de juro neste mercado.
PMCF	A Fed adquire dívida da empresa diretamente ao emissor (<i>Primary Market Corporate Facility</i>) com um limite de 500.000 milhões de dólares
SMCF	A Fed adquire dívida empresarial no mercado secundário (<i>Secondary Market Corporate Facility</i>) com um limite de 250.000 milhões de dólares.
TALF (Term Asset-backed Securities Loan Facility)	Com este programa a Fed aceita obrigações de empréstimos garantidos (CLOs) como garantia das dívidas domésticas (educação, automóvel, cartões de crédito), com um limite total de 100.000 milhões de dólares.
<i>Main Street Lending Program</i>	A Fed está disposta a comprar até 600 mil milhões de dólares em empréstimos a pequenas e médias empresas. Estes empréstimos serão emitidos pelos bancos em condições determinadas pela Fed, que comprará 95% do crédito, deixando os restantes 5% nas mãos do banco emissor.
<i>Small Business Administration's Paycheck Protection System</i>	O Congresso aprovou um programa em que os bancos emprestam a empresas que não despedem os seus trabalhadores ou se comprometem a contratá-los numa data posterior. A Fed aceita estes empréstimos como garantia para fornecer mais crédito aos bancos.
<i>Municipal Lending facility</i>	A Fed está disposta a comprar até 500 mil milhões de dólares de dívida a estados, condados e cidades com mais de 1 milhão de pessoas. Na própria declaração, diz que o limite pode ser revisto.

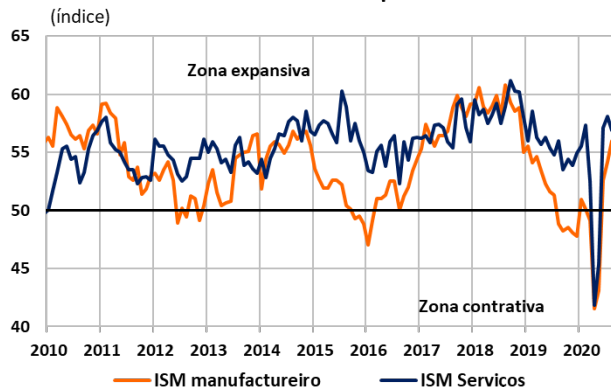
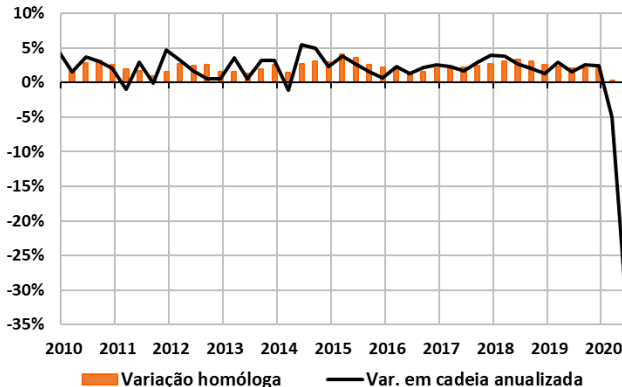
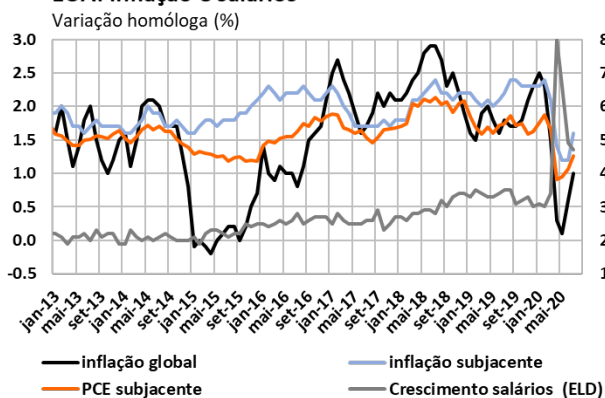
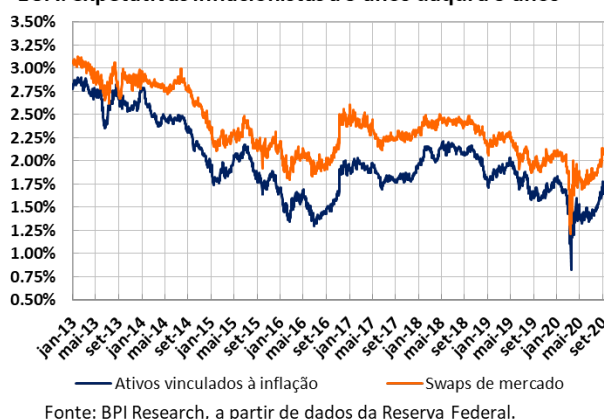
Indicadores de condições financeiras

EUA: rentabilidade da dívida pública

EUA: Taxas de juro oficiais e interbancárias

Futuros da taxa de juros de referência (Fed funds)

Composição do balanço da Reserva Federal

Taxa de cambio do dólar

EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago


Indicadores de condições económicas

EUA: índices de sentimento empresarial

EUA: crescimento do PIB real

EUA: inflação e salários

EUA: expectativas inflacionistas a 5 anos daqui a 5 anos

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

(%)	2020	2021	2022	Longo prazo
Crescimento PIB	-6,5 (2,0)	5,0 (1,9)	3,5 (1,8)	1,8 (1,9)
Taxa desemprego	9,3 (3,5)	6,5 (3,6)	5,5 (3,7)	4,1 (4,1)
Inflação (PCE) ⁴	0,8 (1,9)	1,6 (2,0)	1,7 (2,0)	2,0 (2,0)
Inf. Subjacente (PCE)	1,0 (1,9)	1,5 (2,0)	1,7 (2,0)	-
Taxa de juro de referência	0,1 (1,6)	0,1 (1,9)	0,1 (2,1)	2,5 (2,5)

1. Mediana das previsões dos membros da FOMC

2. Todas as variáveis, excepto a taxa de desemprego, são expressas em variação homóloga a partir do 4T de cada ano.

3. Previsões anteriores (dezembro de 2019) entre parênteses.

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

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