

Nota Breve 28/10/2020

**Mercados Financeiros** · A Fed em espera: é tempo de política fiscal

## Reunião de 4 e 5 de novembro de 2020: o que esperamos

- **A economia dos EUA continua a ser fortemente afetada pela pandemia COVID-19.** Embora indicadores recentes sugiram que a atividade dos EUA é mais capaz de resistir à segunda vaga de infeções do que outras economias, os surtos estão a tornar-se mais generalizados e realçam a fragilidade da recuperação no Outono e Inverno. No entanto, **não esperamos qualquer nova evolução da política monetária** na próxima reunião da Reserva Federal.
- Com as fortes medidas lançadas desde a Primavera (cortes nas taxas de juro para níveis próximos de 0%, abertura de 13 programas de crédito de emergência e aumento na aquisição de ativos), **a Fed já implantou uma forte rede de segurança para apoiar a recuperação económica dos EUA e atenuar a sua inevitável turbulência** (ver anexo para detalhes).
- Além disso, com a atualização do seu quadro estratégico, a Fed ancorou também a expectativa de que **as taxas de referência manter-se-ão no intervalo 0,00%-0,25% até pelo menos 2024.**
- Assim, **a Fed manterá o curso da sua política monetária**, aguardando a evolução da economia e a chegada de um estímulo fiscal (que deverá liderar o apoio à recuperação económica e será anunciado independentemente de quem ganhar as eleições). Em qualquer caso, **a Fed poderá tomar novas medidas em dezembro** se a situação económica e financeira se tornar mais complicada.

## O que mais pode a Fed fazer?

- Os membros do FOMC continuam unanimemente a excluir taxas de juro negativas, de modo que praticamente não há qualquer movimento no que diz respeito às taxas de referência.
- Outra possibilidade seria intensificar os programas de crédito. No entanto, a medida exigiria o apoio do Tesouro dos EUA, ao que a atual administração não parece ser a favor. Além disso, apesar da sua relevância como medidas de prevenção para qualquer “buraco”, os programas de crédito estão a ser subutilizados pelo mercado, uma vez que em muitos casos as empresas e organizações necessitam de ajuda direta (só podem ser concedidos pelo Congresso) e não de empréstimos (ver anexo para mais pormenores). É por isso que **Powell apela a mais estímulos fiscais** em cada intervenção pública que faz. Há pouco mais que a Fed possa fazer a este respeito.
- A Fed, por outro lado, **poderia aumentar o ritmo de compras de ativos** (o ritmo atual de compras de *Treasuries* e MBS é de aproximadamente 120 mil milhões de dólares por mês). A ata da reunião de setembro e os comentários subsequentes de Lael Brainard sugerem que este é um tema quente para os próximos meses, embora alguns membros tenham salientado que, neste momento, trariam poucos benefícios adicionais (as taxas de juro já estão muito estáveis em todos os prazos) e as compras massivas comportam também riscos de instabilidade financeira.

## Condições financeiras e económicas recentes

- **A recuperação económica continua, mas é frágil e com elevado risco dado o recrudescimento do coronavírus:**
  - Após uma queda histórica do PIB no segundo trimestre (-9% em cadeia, a pior quebra desde a Grande Depressão), os indicadores refletem uma forte recuperação da atividade no terceiro trimestre (mais de 6% em cadeia, tendo por base a previsão média das Feds de Nova Iorque e Atlanta). Os dados serão divulgados na quinta-feira, 29 de outubro. Olhando para o quarto trimestre de 2020, o aumento das infeções poderia arrefecer a recuperação, embora os últimos indicadores sugiram que a economia dos EUA está a aguentar-se melhor do que a maioria das economias avançadas. Por exemplo, o índice de sentimento empresarial composto (o PMI) subiu para 55,5 pontos em outubro.

- Na mesma linha, vários indicadores no sector imobiliário e no mercado de trabalho continuam a fazer progressos favoráveis. Estes números contrastam com a perda de dinamismo observada na Europa. **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 as medidas de liquidez excedem 1 bilião de dólares (9% e 6% do PIB, respetivamente).
- Além disso, desde o final do Verão, o Congresso tem vindo a negociar um novo pacote fiscal. Embora seja improvável que um acordo seja alcançado antes das eleições de 3 de novembro, o que é claro é que **o Executivo do país continuará a apoiar a economia no atual contexto da pandemia.** O apoio ao novo pacote fiscal poderia variar entre 5% e 12% do PIB, dependendo de quem ganhar as eleições (uma grande vitória democrática levaria a um maior apoio fiscal).
- Para além de proporcionar um estímulo fiscal para aliviar o fardo da Fed, **a eleição poderia também afetar futuras nomeações para cargos da Fed.** Em particular, existem quatro posições sensíveis: duas vagas no comité de governadores e as renovações de Powell e Clarida, cujos mandatos como presidente e vice-presidente terminam em 2022 (embora Powell tenha um mandato até 2028 como governador). As críticas públicas de Trump a Powell nos últimos anos sugerem que a sua renovação seria claramente mais provável com Biden.
- **O ambiente financeiro é acomodatório, mas cauteloso:**
  - **A bolsa de valores dos EUA permanece em níveis mais baixos, mas próximos do máximo histórico** registado no início de setembro. Isto, apesar de um ambiente adverso: o sector tecnológico sofreu uma correção na bolsa (tinha atingido níveis invulgarmente elevados), nas últimas semanas a aversão ao risco dos investidores aumentou (com um pior desempenho dos mercados internacionais) e a incerteza é muito elevada (devido ao aumento dos surtos de COVID-19 em vários Estados, às eleições gerais de 3 de novembro e às tensões sociais, tais como o *Black Lives Matter*, e às tensões geopolíticas com a China).
  - A incerteza leva a **uma maior volatilidade financeira.** Embora a volatilidade se mantenha muito abaixo do pico de tensão em março, tem havido, recentemente, alguma tensão, que se reflete no VIX (índice de volatilidade implícita do mercado), no índice de condições financeiras da Fed de Chicago, nos prémios de risco das obrigações soberanas americanas e nos prémios de risco das empresas.
  - **O dólar está ligeiramente mais forte em relação ao euro e à maioria das outras moedas** devido a um aumento geral da aversão ao risco e ao papel do dólar como um ativo seguro. Os surtos da COVID-19 que ameaçam a recuperação económica na Europa também ajudaram a inverter o declínio do dólar no Verão.

## Mensagens recentes da Fed

---

- Powell pede ajuda fiscal:
  - Jerome Powell explica no Congresso que, apesar da recuperação, a atividade económica está ainda muito abaixo dos níveis pré-pandémicos e o caminho futuro é muito incerto (dependendo da evolução do vírus e das medidas fiscais). Numa mensagem clara às autoridades fiscais, Powell sublinha que muitas empresas precisam de ajudas e não de empréstimos.
- Diversas opiniões sobre o caminho do PIB americano:
  - James Bullard, presidente da Reserva Federal de St. Louis, diz que não se pode excluir que o PIB dos EUA atinja o nível médio de 2019 no final de 2020, o que implicaria uma recuperação total muito precoce.
  - Lael Brainard, membro do comité de governadores da Fed, adverte que a economia está num buraco profundo e que levará tempo, talvez mais um ano, a recuperar os níveis do PIB de 2019.
- Várias opiniões sobre a possibilidade de aumentar o ritmo de aquisição de bens:
  - Evans (Presidente da Reserva Federal de Chicago), Bullard (St. Louis Fed), Barkin (Richmond Fed) e Kaplan (Dallas Fed): será importante aumentar a comunicação sobre compras de bens, pois é aqui que a Fed tem mais flexibilidade para criar um ambiente mais acomodatório, se necessário.

- George (Kansas Fed), Williams (New York Fed), Mester (Cleveland Fed), Rosengren (Boston Fed): a Fed já está a adquirir um número muito grande de ativos. O aumento do ritmo atual poderia levar a desequilíbrios do mercado.

## As 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% em 2020. Embora a recuperação deva ganhar ímpeto durante 2021, levará tempo para a economia 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 ter estado perto dos 15%, a taxa de desemprego está a recuperar gradualmente. No entanto, passarão vários trimestres até voltarmos a ver taxas de desemprego abaixo dos 5%.
  - Tanto a inflação de referência, como a inflação subjacente do índice preferido da Fed (o PCE) são inferiores a 2% e é provável que a fraqueza da atividade continue a pesar na inflação. Além disso, as expectativas de inflação apontam para uma 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 baixas e condições financeiras acomodatórias. No âmbito do novo quadro estratégico, a Fed está a perseguir um objetivo de inflação de 2% em média ao longo do tempo e uma visão inclusiva do mercado de trabalho (favorável a taxas de desemprego mais baixas). No atual ambiente de evolução moderada dos preços, esta mudança significa que a Fed tolerará taxas de inflação acima dos 2% durante um período de tempo razoável antes de agir.
- Quanto às compras de ativos, permanecerão pelo menos ao ritmo atual durante os próximos meses (*treasuries* e MBS a cerca de 120 mil milhões de dólares por mês). Finalmente, face a uma recuperação económica incerta, a posição da Fed continuará a ter uma postura acomodatória durante um período de tempo prolongado.

---

BPI Research, 2020

e-mail: [deef@bancobpi.pt](mailto: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.

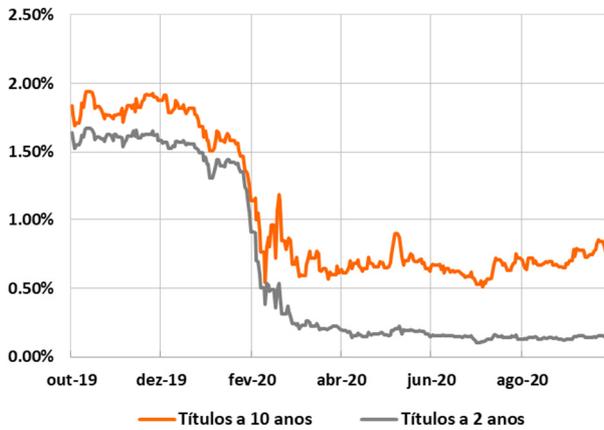
## ANEXOS

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

- A Fed tem tomado fortes medidas desde o início de março para enfrentar a crise económica causada pela COVID-19. Estas podem ser divididas em três áreas: **a descida das taxas de juro para níveis próximos de 0%, um aumento das compras de ativos e a abertura de 13 programas de crédito de emergência.**
- O objetivo destas medidas é oferecer uma **política monetária acomodatória**, flexibilizando as condições financeiras, **proporcionando liquidez aos mercados** e dando **apoio direto ao crédito** a famílias, empresas, estados e governos locais.
- No que diz respeito à aquisição de ativos, a Fed tem vindo a adquirir *Treasuries* e MBS a uma taxa de 120 mil milhões de dólares por mês desde junho. Na última reunião (15-16 de setembro), a Fed reiterou que irá manter pelo menos o ritmo atual de compras ao longo dos próximos meses.
- Os 13 programas de crédito de emergência são implementados pela Reserva Federal de Boston e pela Reserva Federal de Nova Iorque com fundos do CARES Act (Coronavirus, Aid, Relief and Economic Security Act) apoiados pelo Congresso. Entre eles, destacam-se os seguintes:
  - **Municipal Liquidity Facility:** para ajudar os estados e governos locais, a Fed está disposta a comprar até 500 mil milhões de dólares de dívida de curto prazo emitida por estados, condados e cidades com pelo menos 250.000 pessoas. Até agora, foram adquiridos 1,7 mil milhões de dólares, contribuindo para a forte recuperação dos mercados de bens municipais.
  - **Main Street Lending Program:** com o objetivo de conceder crédito às PME e ONGs, a Fed está disposta a emprestar até 600 mil milhões de dólares ao abrigo deste programa. Até agora, mil milhões de dólares foram financiados através deste programa.
  - **Secondary Market Corporate Credit Facility:** com o objetivo de ajudar grandes empresas, a Fed compra dívida empresarial no mercado secundário com um limite de 25 mil milhões de dólares. Até agora, 12,8 mil milhões de dólares foram financiados através deste programa.
  - **Primary Market Corporate Credit Facility:** para ajudar as grandes empresas, a Fed compra dívida empresarial diretamente ao emissor com um limite de 10 mil milhões de dólares. Até agora, nenhuma compra foi feita através deste programa.
  - **Term Asset-Backed Securities Loan Facility:** para ajudar consumidores e empresas, a Fed aceita CLOs como garantia para dívidas domésticas (universidade, carro, cartão de crédito), com um limite total de 100 mil milhões de dólares. Até agora, 2,9 mil milhões de dólares foram financiados através deste programa.
- Os programas de crédito têm sido relativamente pouco utilizados por empresas, ONGs e entidades públicas. No entanto, o simples facto de lá estar apoia o papel de "emprestador de último recurso" em qualquer mercado de dívida. Isto dá mais confiança aos participantes no mercado e ajuda a recuperação. A Fed diz que irá manter estes programas em vigor até que a recuperação económica seja evidente e os riscos sejam substancialmente menores.
- Através das três áreas de ação, a Fed financiou 1 bilião de dólares, impedindo o encerramento de organizações e salvando muitos empregos. Apesar disso, **a Fed adverte que tem o poder de emprestar, mas não de gastar (*lend but not spend*)**. Assim, só pode emprestar a empresas solventes com boas perspetivas a longo prazo. Infelizmente, há muitos casos em que um empréstimo não é suficiente e é necessária mais ajuda. Dada esta situação, Powell está a pedir mais apoio fiscal ao governo americano.

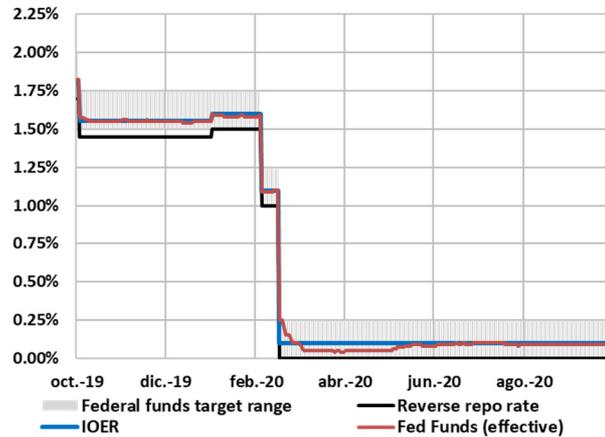
## Indicadores de condições financeiras

**EUA: rentabilidade da dívida pública**



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

**EUA: taxas de juro oficiais e interbancárias**



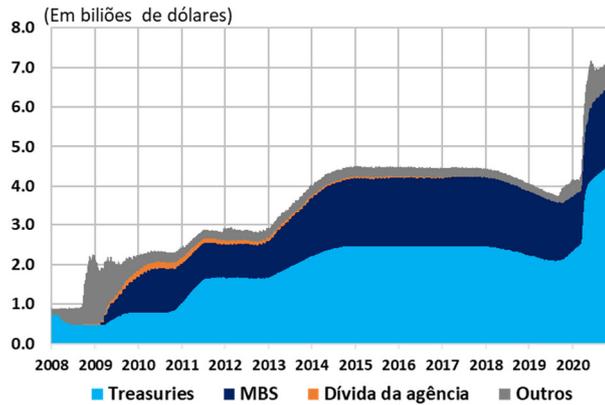
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

**Futuros da taxa de referência (Fed funds)**



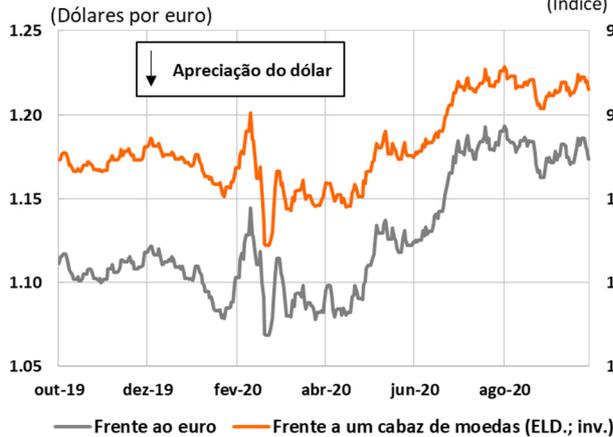
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

**Composição do balanço da Reserva Federal**



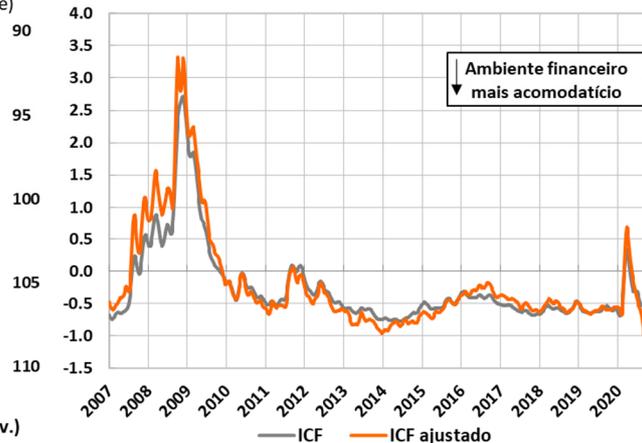
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e Reserva Federal.

**Taxa de câmbio do dólar**



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

**EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago**

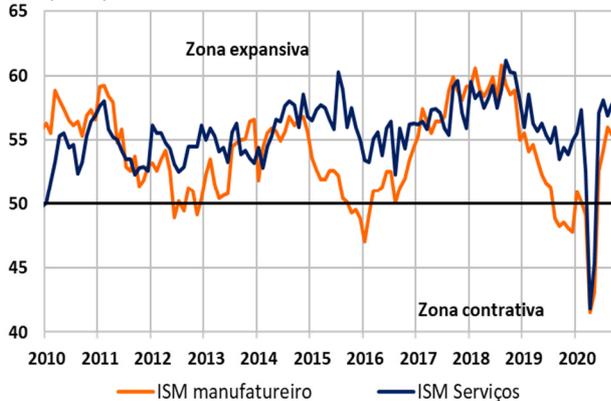


Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

## Indicadores de condições económicas

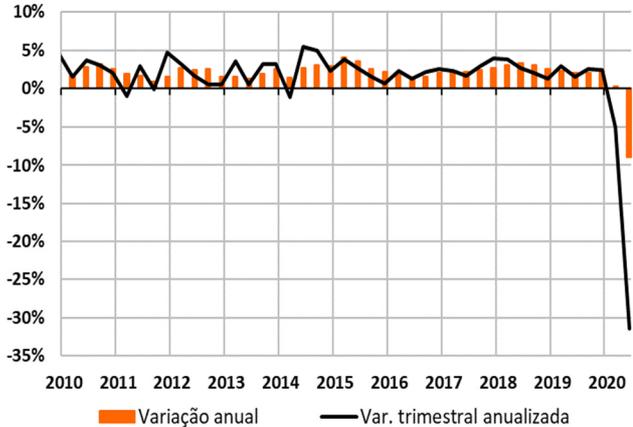
**EUA: índices de sentimento empresarial**

(índice)



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

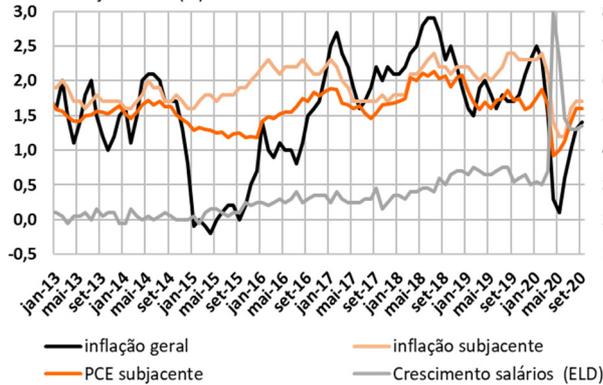
**EUA: crescimento do PIB real**



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

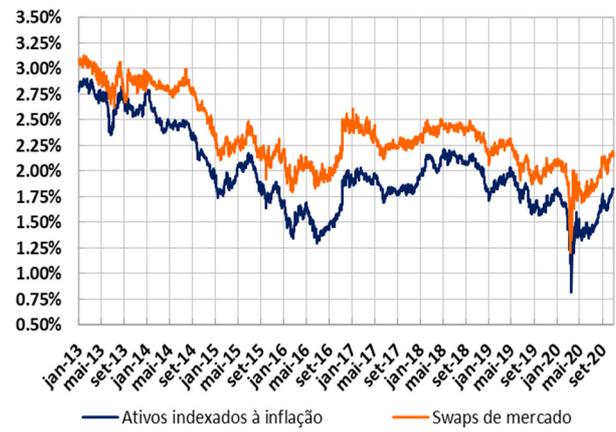
**EUA: inflação e salários**

Variação anual (%)



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

**EUA: expectativas da inflação a 5 anos dentro de 5 anos**



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

### FOMC: previsões económicas setembro 2020 <sup>1,2,3</sup>

(%)	2020	2021	2022	2023	Longo prazo
<b>Crescimento PIB</b>	-3,7 (-6,5)	4,0 (5,0)	3,0 (3,5)	2,5	1,9 (1,8)
<b>Taxa desemprego</b>	7,6 (9,3)	5,5 (6,5)	4,6 (5,5)	4,0	4,1 (4,1)
<b>Inflação (PCE) <sup>4</sup></b>	1,2 (0,8)	1,7 (1,6)	1,8 (1,7)	2,0	2,0 (2,0)
<b>Inf. Subjacente (PCE)</b>	1,5 (1,0)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)	2,0	-
<b>Taxa de referencia objetivo</b>	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1	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 4º trimestre de cada ano.

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

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

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