

Nota Breve 22/01/2021

Mercados Financeiros: a Fed não muda de velocidade em 2021

Reunião de 26 e 27 de janeiro de 2021: o que esperamos

- **A Fed não irá alterar a sua política monetária na próxima reunião.** Enquanto o ambiente financeiro permanecer bem ancorado em terreno acomodatório (o mercado bolsista americano atingiu recentemente novos máximos e a volatilidade financeira permanece em níveis baixos desde o aparecimento da COVID-19) e a (frágil) recuperação económica continua (os indicadores económicos estão a resistir apesar da pandemia e existe um novo pacote fiscal), a Fed não precisa de aumentar os estímulos.
- Em qualquer caso, **a Fed manterá uma política acomodatória durante muito tempo.** Recordemos que, com a atualização do seu quadro estratégico, a Fed ancorou a expectativa de que **as taxas de juro de referência não se alterarão do intervalo 0,00%-0,25% até pelo menos 2024.** Além disso, a Fed realiza compras massivas de ativos: atualmente 80.000 milhões de dólares em *treasuries* e 40.000 milhões de dólares em MBS por mês. Nas últimas semanas, alguns governadores pareciam querer abrir o debate sobre o fim das compras, mas acreditamos que ainda é prematuro (como sugerido pelo próprio presidente Powell) e, [após as notícias da reunião de dezembro](#), não esperamos que as compras se reduzam antes do final de 2021.
- Após um 2020 difícil (teste os seus conhecimentos sobre a Fed com um pequeno questionário na secção "O que sabe sobre a Fed em 2020?"), apresenta-se um **2021 exigente e incerto**, em que a atuação da Fed dependerá, em grande medida, da evolução da economia (e da pandemia). As ameaças a curto prazo incluem: um agravamento da pandemia (mais infeções e novas variantes do vírus), a possibilidade de uma vacinação mais lenta do que inicialmente previsto e maiores tensões políticas e sociais. Em qualquer caso, **a compra de ativos será o tema principal da Fed para 2021** (para mais detalhes ver a secção "Temas quentes 2021").

Condições financeiras e económicas recentes

- **A recuperação económica continua, mas os riscos a curto prazo também se mantêm:**
 - **Os indicadores de atividade dos EUA** (PMI, ISM e vendas a retalho) **estão a resistir** (em contraste com outras economias avançadas). A "resiliência" da atividade económica reflete-se nos modelos de previsão do PIB das Reservas Federais das várias regiões, que apontam para um aumento da atividade no 4T 2020, em contraste com a Europa, onde são esperadas quedas.
 - Apesar do número crescente de infeções e do aumento de mortes por COVID-19, **a maioria dos estados** (a Califórnia é uma exceção) **evita impor novas restrições à mobilidade.** Por outro lado, o início da vacinação (lento, mas mais cedo do que anteriormente esperado), as expectativas de maior estímulo com a chegada de Biden à presidência (e a vitória democrática no Senado), o apoio incondicional da Fed e o novo pacote fiscal aprovado em dezembro continuam a apoiar a economia face à pandemia.
 - **O novo pacote fiscal** lançado em dezembro vale 900.000 milhões de dólares e **surpreende pela positiva ao incluir os cheques diretos enviados aos cidadãos**, o que irá estimular ainda mais o consumo das famílias.
- **Segue a melhoria das condições financeiras: novo máximo histórico para as bolsas e menor volatilidade.**
 - **A bolsa americana voltou a alcançar máximos históricos**, ultrapassando os recordes registados no início de dezembro. Embora os níveis sejam elevados, são apoiados por vários fatores: a resiliência dos indicadores macroeconómicos dos EUA, a vitória democrática no Senado, o novo estímulo fiscal (e, em particular, a surpresa positiva dos cheques diretos) e o apoio incondicional da Fed. Ainda assim, **a incerteza a curto prazo permanece muito elevada** (até que uma proporção considerável da população

seja vacinada), e valorizações elevadas podem levar a correções rápidas e a picos de volatilidade se as expectativas dos investidores se desviarem.

- As subidas nas bolsas foram acompanhadas por uma **ligeira queda da volatilidade financeira em relação a dezembro**. De facto, tanto o VIX (índice de volatilidade implícita no mercado) como o índice de condições financeiras da Fed de Chicago estão em mínimos desde o aparecimento da COVID-19 (embora ainda ligeiramente acima dos seus níveis pré-COVID).
- **As taxas de juro de curto prazo permanecem ancoradas em torno de 0% pela política monetária da Fed**. De facto, com base nas taxas implícitas de mercado, não esperamos aumentos das taxas de referência da Fed até finais de 2023 ou início de 2024 (em linha com a nossa previsão).
- Por outro lado, **as taxas de juro de longo prazo recuperaram** (o *treasury* americano a 10 anos ultrapassou 1%), **mas refletem melhor as expectativas económicas a médio prazo**. Foi assim que os membros da Fed o avaliaram, salientando que não há necessidade de "contrariar" um evento que eles valorizam como positivo.
- Por seu lado, **o dólar tem mantido uma trajetória de desvalorização** em relação às principais moedas. De facto, toda a apreciação do dólar durante a pandemia já foi invertida (devido ao seu valor como ativo de refúgio face a uma elevada incerteza).

Temas quentes 2021

- **Um 2021 desafiante e incerto** está pela frente, onde a atuação da Fed dependerá em grande medida da evolução da economia (e da pandemia). Em qualquer caso, **a compra de ativos será o tema principal da Fed para 2021**. No BPI Research, acreditamos que, se não houver surpresas negativas para a economia dos EUA, o ritmo de compras permanecerá ao nível atual até ao final de 2021 e começará a ser reduzido em 2022.
 - Se a economia continuar a recuperar, a questão será determinar quando é que a Fed começará a reduzir o atual ritmo de compras (a Fed aumentou o seu balanço em 15 pontos percentuais do PIB (pré-pandemia) entre o final de 2019 e de 2020).
 - Se o ambiente económico e/ou financeiro se deteriorasse, uma ferramenta natural para a Fed aumentar o estímulo monetário seria intensificar o ritmo de compra de ativos.
- A Fed afirmou que irá manter pelo menos o ritmo atual de compras de ativos (ou seja, comprarão pelo menos 80.000 milhões de dólares em *treasuries* e 40.000 milhões de dólares em MBS por mês) até que haja mais progressos substanciais no sentido dos objetivos de máximo emprego e estabilidade de preços. Ou seja, **as compras de ativos estão ligadas a variáveis macroeconómicas**.
- Vários membros do comité já falaram sobre possíveis mudanças nas compras massivas de ativos. A opinião geral é que é demasiado cedo para discutir esta questão, mas há algumas exceções.
 - Powell: "Agora não é o momento de falar sobre a saída. Penso que outra lição da crise financeira global é ter cuidado para não sair demasiado cedo".
 - Bullard (Fed de St. Louis): "Queremos superar a pandemia e ver se a poeira assenta, então seremos capazes de pensar para onde ir com a política de balanço da Fed".
 - Bostic (Fed de Atlanta): "Vendo evidência de que a economia está a ficar um pouco mais forte, vou querer começar a ter essa conversa (em referência à redução do ritmo atual de compra de ativos)".
- **As alterações climáticas podem também começar a tornar-se relevantes em 2021**. Em dezembro, a Fed anunciou a sua adesão à NGFS (rede de bancos centrais e supervisores para tornar o sistema financeiro mais ecológico). Powell comentou: "À medida que desenvolvemos a nossa compreensão sobre a melhor forma de avaliar o impacto das alterações climáticas no sistema financeiro, esperamos continuar a aprofundar as nossas discussões com os nossos colegas da NGFS em todo o mundo". E há mais sinais de interesse:
 - O Relatório de Estabilidade Financeira de novembro incluía uma secção inteira sobre as alterações climáticas, citando-as mesmo como um risco a curto prazo.
 - Brainard (membro do comité) deu uma conferência em dezembro a explicar porque é que as alterações climáticas podem representar sérios riscos para a estabilidade financeira.

- A Fed de Richmond publicou em janeiro um relatório económico sobre a importância de estudar em detalhe as alterações climáticas.

Perspetivas da Fed a médio prazo

- **Os EUA sofreram uma recessão em 2020 como resultado da paralisação tanto da sua atividade como da do resto do mundo:**
 - **A médio prazo, esperamos uma recuperação do PIB de +4,9% em 2021, após uma queda anual de 3,5% em 2020.** O PIB recuperaria assim para níveis pré-pandémicos até ao 3T 2021. A recuperação será apoiada pelas amplas medidas económicas (monetárias e fiscais) implementadas ao longo de 2020, que continuarão a apoiar a atividade económica ao longo de 2021, e pelo regresso gradual à “normal” atividade económica face ao plano de vacinação COVID-19.
 - Depois de se situar perto dos 15%, a taxa de desemprego está a recuperar gradualmente. No entanto, serão necessários vários trimestres até voltarmos a observar taxas de desemprego inferiores a 5%.
 - Tanto a inflação global como a subjacente do índice preferido da Fed (o PCE) estão abaixo dos 2% e todos os sinais apontam para que a debilidade da atividade continue a pesar na inflação ao longo dos próximos meses.
- **Não esperamos alterações nas taxas da Fed ao longo do nosso horizonte de previsão (2021-23).** 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 contexto de aumentos moderados nos preços, esta mudança significa que a Fed tolerará taxas de inflação superiores a 2% durante um período de tempo razoável antes de agir.
- Quanto às compras de ativos, continuarão pelo menos ao ritmo atual durante os próximos meses (*treasuries* e MBS a cerca de 120.000 milhões de dólares por mês). Estas compras massivas aumentaram o balanço da Fed para 34% do PIB dos EUA (pré-pandemia) (um nível não visto desde a Segunda Guerra Mundial e que poderá continuar a aumentar nos próximos meses), num sinal claro do empenho da Fed em manter um bom funcionamento dos mercados e um ambiente financeiro acomodatório.

O que sabe sobre a Fed em 2020?

- Esta secção inclui 5 perguntas de escolha múltipla para testar os seus conhecimentos sobre as ações da Fed em 2020. As soluções para estas questões podem ser encontradas na secção "Soluções" do Anexo.
 1. Em que intervalo estava a taxa de juro de referência em janeiro de 2020? Mudou?
 - a) No intervalo 1,75%-2,00% e assim permaneceu até que, com a chegada da pandemia em março, foi reduzida para o atual intervalo 0,25%-0,50%. Espera-se que permaneça ancorada neste intervalo até, pelo menos, 2024.
 - b) No intervalo de 1,50%-1,75% e assim permaneceu até que, com a chegada da pandemia em março, foi reduzida para a faixa atual de 0,00%-0,25%. Espera-se que permaneça ancorada neste intervalo até, pelo menos, 2024.
 - c) No intervalo 0,25%-0,50% deixando à Fed pouca margem de manobra quando, com a chegada da pandemia em março, foi reduzida para o atual intervalo 0,00%-0,25%. Espera-se que permaneça ancorada neste intervalo até, pelo menos, 2024.
 2. Quais foram as principais medidas adotadas pela Fed para lidar com a pandemia?
 - a) 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 (que expiram a 31 de dezembro).
 - b) A descida das taxas de juro para níveis próximos de 0%, um aumento na compra de ativos e uma maior dificuldade de acesso aos programas de crédito para evitar mais incumprimentos devido à pandemia.
 - c) A descida das taxas de juro para níveis negativos.
 3. A Fed completou a sua revisão estratégica no final de agosto. Porque é que realizou uma revisão estratégica?

- a) Acomodar mudanças estruturais na economia, tais como a queda da taxa de juro natural e o crescimento contínuo do mercado de ações dos EUA, impulsionado por empresas tecnológicas e criptomoedas.
 - b) Para reagir aos efeitos devastadores da pandemia de COVID-19 e ser capaz de tomar medidas coordenadas e coerentes em todas as áreas: ancorar a taxa de juro de referência em torno de 0%, compras massivas de ativos e abertura de programas de emergência.
 - c) Adaptar-se às mudanças estruturais da economia, tais como a perda de dinamismo da produtividade, a reduzida sensibilidade da inflação ao desemprego (isto é, o achatamento da curva de Phillips) ou a queda da taxa de juro natural. Com esta revisão, a Fed está a responder a estas dinâmicas, uma vez que condicionam a sua margem de manobra e, conseqüentemente, comprometem a ancoragem das expectativas de inflação.
4. Quais foram as principais conclusões da revisão estratégica?
- a) A Fed perseguirá um objetivo 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 desinflationistas, a nova estratégia visa uma política monetária acomodatória por mais tempo.
 - b) A Fed perseguirá um objetivo de inflação inferior a 2%, dado que o objetivo anterior de 2% é irrealista no contexto atual.
 - c) Nenhuma das anteriores está correcta
5. Que medidas estava Powell constantemente a pedir ao Congresso que tomasse que finalmente aconteceu em dezembro?
- a) Permissão para se tornar o novo presidente do Tesouro dos Estados Unidos, sucedendo a Mnuchin.
 - b) Que o Tesouro dos EUA terminasse os programas de crédito de emergência, uma vez que estes já não eram necessários.
 - c) Um novo pacote fiscal para fornecer o apoio necessário aos sectores que não têm ajuda suficiente com os programas de crédito de emergência para lidar com a pandemia.

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.

ANEXOS

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

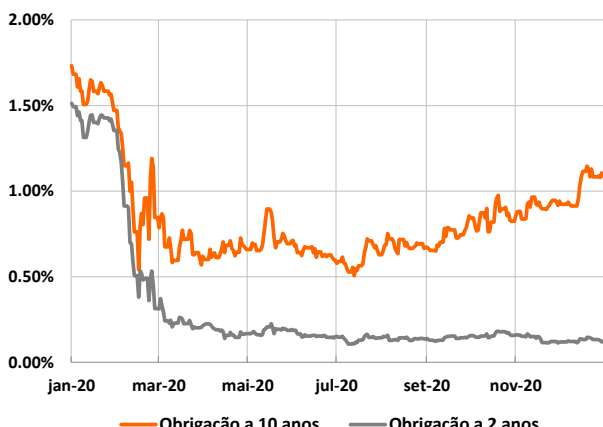
- A Fed tem tomado medidas contundentes desde o início de março para enfrentar a crise económica causada pela COVID-19. Estas podem ser divididos em três áreas: **a descida das taxas de juro para níveis próximos de 0%, um aumento das compras de ativos e a abertura de 13 programas de crédito de emergência** (que expiram a 31 de dezembro).
- O objetivo destas medidas é proporcionar uma política monetária acomodatória, aliviando as condições financeiras, **fornecendo liquidez aos mercados e dando apoio direto de crédito** às famílias, empresas, estados e governos locais.
- No que respeita à compra de ativos, na reunião de 15-16 de dezembro, a Fed comunicou que manterá pelo menos o atual ritmo de compras (ou seja, **pelo menos 80.000 milhões de dólares em treasuries e 40.000 milhões de dólares em MBS por mês**) até que haja um **progresso substancial em direção aos objetivos de máximo emprego e estabilidade de preços** (anteriormente, a Fed limitava-se a dizer que o atual ritmo de compras seria mantido nos próximos meses).
- Os 13 programas de crédito de emergência (expirados) foram geridos pela Reserva Federal de Boston e pela Reserva Federal de Nova Iorque com fundos provenientes da lei CARES (*Coronavirus, Aid, Relief, and Economic Security Act*) apoiada pelo Congresso. Entre eles estavam:
 - *Municipal Liquidity Facility*: com o objetivo de ajudar estados e governos locais, a Fed estava disposta a comprar até 500.000 milhões de dólares de dívida de curto prazo emitida por estados, condados e cidades com pelo menos 250.000 habitantes. No final, foram adquiridos 1.700 milhões de dólares, contribuindo para a forte recuperação dos mercados de ativos municipais.
 - *Main Street Lending Program*: com o objetivo de conceder crédito às PME e ONGs, a Fed estava disposta a emprestar até 600.000 milhões de dólares através deste programa. No final, foram financiados 6.000 milhões de dólares através deste programa. A *Main Street* foi afinada no final do ano, pois a Fed decidiu reduzir o valor mínimo dos empréstimos para atingir um público maior (de facto, esta medida teve um grande efeito: em outubro a *Main Street* tinha financiado apenas 1.000 milhões de dólares).
 - *Secondary Market Corporate Credit Facility*: A fim de ajudar as grandes empresas, a Fed comprou dívida corporativa no mercado secundário com um limite de 25.000 milhões de dólares. No final, foram financiados 13.600 milhões de dólares através deste programa.
 - *Primary Market Corporate Credit Facility*: com o objetivo de ajudar as grandes empresas, a Fed comprou dívida empresarial diretamente ao emissor com um limite de 10.000 milhões de dólares. No final, não foram feitas quaisquer compras através deste programa.
 - *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*: a fim de ajudar os consumidores e as empresas, a Fed aceitou obrigações de empréstimos garantidos (CLOs em inglês) como garantia para a dívida das famílias (educação, automóvel, cartões de crédito), com um limite total de 100.000 milhões de dólares. No final, 3.800 milhões de dólares foram financiados através deste programa.
- **Os programas de crédito têm sido relativamente pouco utilizados** pelas empresas, ONGs e entidades públicas. No entanto, **a sua mera existência apoia o papel da Fed como "credor de último recurso"**. Isto dá mais confiança aos participantes no mercado e ajuda as respetivas recuperações. A intenção da Fed era manter estes programas em vigor até que a recuperação económica fosse evidente e os riscos diminuíssem substancialmente.
- Apesar disto, Mnuchin (o máximo mandatário do Tesouro dos EUA na Administração Trump) **deixou expirar os programas de crédito de emergência mais importantes em 31 de dezembro**, incluindo: *Municipal Liquidity Facility, Main Street Lending Program, Secondary Market Corporate Credit Facility, Primary Market Corporate Credit Facility e Term Asset-Backed Securities Loan Facility*.

Soluções

1. A resposta correta é b). De facto, a Fed convocou duas reuniões excepcionais em março para alterar a taxa de juro em resposta ao surto da pandemia. Na primeira, a 3 de março, ajustou a taxa de juro de referência para o intervalo de 1,00%-1,25% e a 15 de março ajustou-a para o atual intervalo de 0,00%-0,25%.
2. A resposta correta é a). Para mais informações, ver a secção "Política monetária da Fed: situação e medidas contra a COVID-19" no anexo.
3. A resposta correta é c). A revisão estratégica foi feita para analisar as tendências subjacentes na economia e como estas afetam a política monetária e já estava em curso antes da pandemia.
4. A resposta correta é a). Para mais informações, ver a [nota publicada sobre a nova estratégia da Fed](#).
5. A resposta correta é c). Para mais informações, ver a secção "Política monetária da Fed: situação e medidas contra a COVID-19" no anexo.

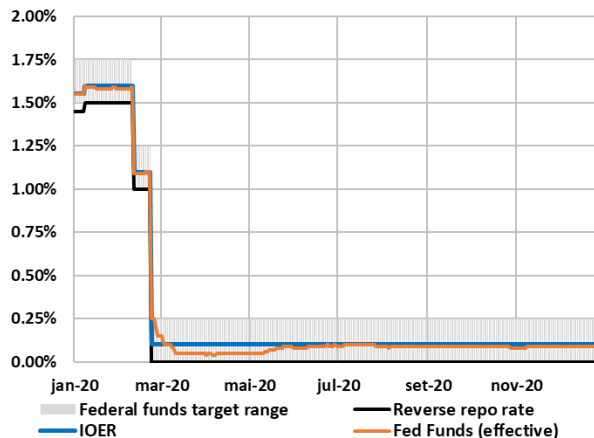
Indicadores de condições financeiras

EUA: rentabilidade da dívida pública



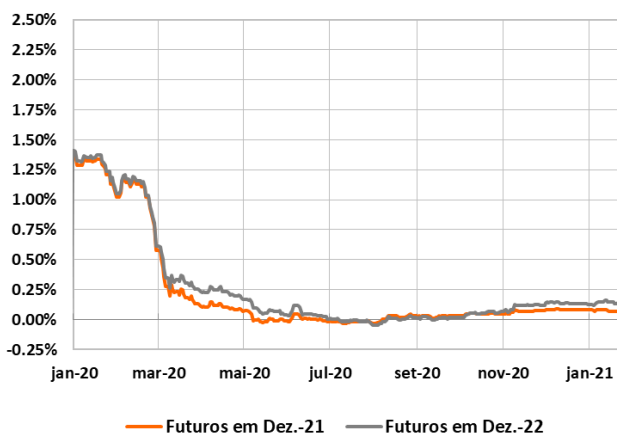
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: taxas de juro oficiais e interbancárias



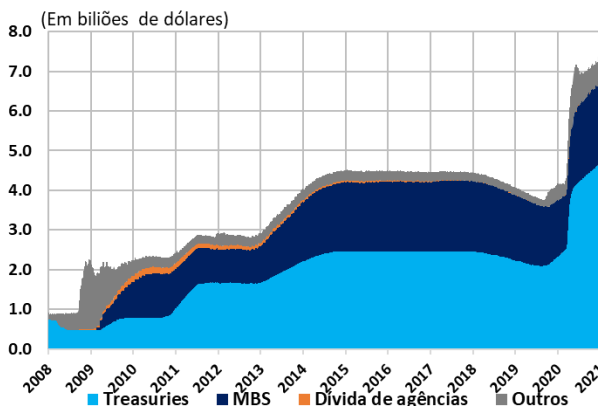
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Futuros de taxas de juro de referência (Fed funds)



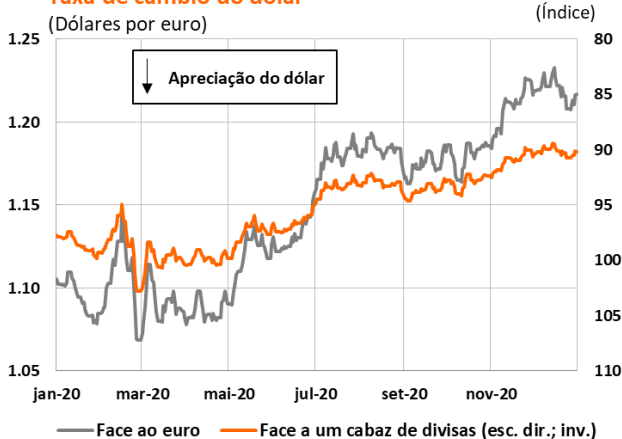
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Composição do balanço da Reserva Federal



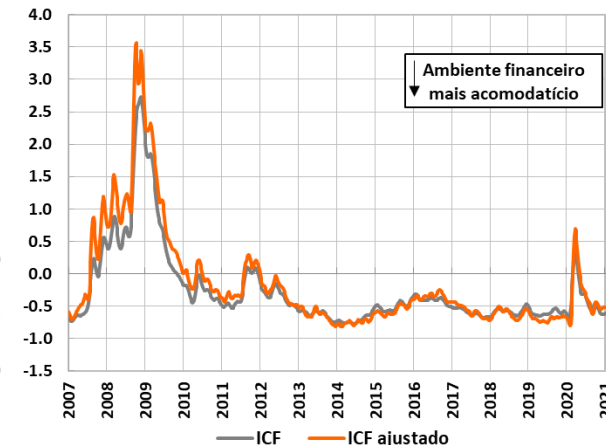
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e da Reserva Federal.

Taxa de câmbio do dólar



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

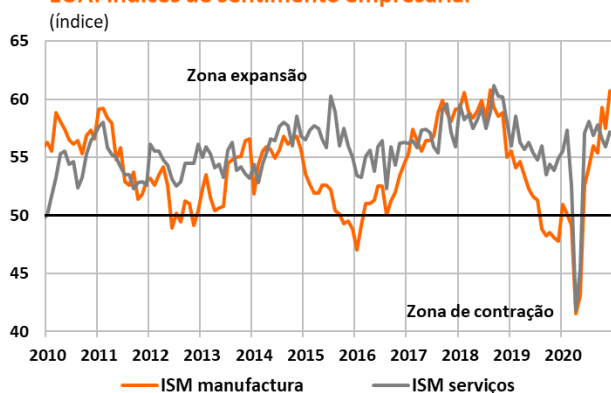
EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago



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

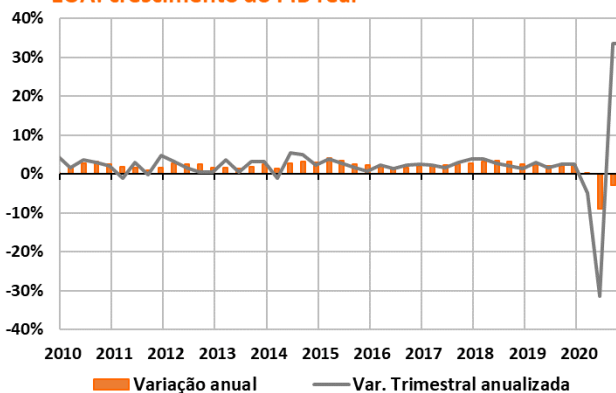
Indicadores de condições económicas

EUA: índices de sentimento empresarial



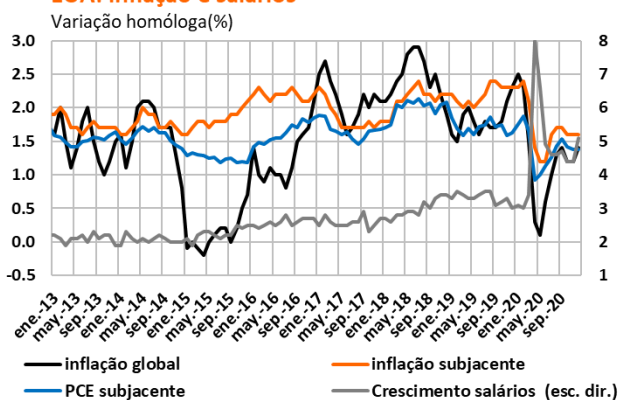
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

EUA: crescimento do PIB real



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

EUA: inflação e salários



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

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



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

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

(%)	2020	2021	2022	2023	Longo prazo
Crescimento do PIB	-2,4 (-3,7)	4,2 (4,0)	3,2 (3,0)	2,4 (2,5)	1,8 (1,9)
Taxa de desemprego	6,7 (7,6)	5,0 (5,5)	4,2 (4,6)	3,7 (4,0)	4,1 (4,1)
Inflação (PCE) ⁴	1,2 (1,2)	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Inf. Subjacente (PCE)	1,4 (1,5)	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)	-
Taxa de juro de referência	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	2,5 (2,5)

1. Mediana das previsões dos membros do FOMC.

2. Todas as variáveis, excepto a taxa de desemprego, estão expressas em variação homóloga face ao 4T de cada ano.

3. Entre parêntesis, previsões anteriores (setembro 2020).

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

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