

# FED SEM LIMITES. SERÁ MESMO?

23 de março de 2020

**Alexis Garatti**

Chefe de Pesquisa Macroeconômica  
[Alexis.Garatti@eulerhermes.com](mailto:Alexis.Garatti@eulerhermes.com)

**Dan North**

Economista Sênior para a América do Norte  
[Dan.North@eulerhermes.com](mailto:Dan.North@eulerhermes.com)

## O Fed anuncia novos programas para fornecer liquidez

Em resposta à piora nas condições macroeconômicas globais, ao aumento nas medidas de confinamento adotadas por estados dos EUA, à queda ininterrupta das bolsas de valores e aos sinais crescentes de tensionamento da liquidez, o Fed anunciou uma nova rodada de medidas para manter os mercados financeiros funcionando e fornecer empréstimos mais diretos aos setores mais necessitados. A nova rodada de medidas:

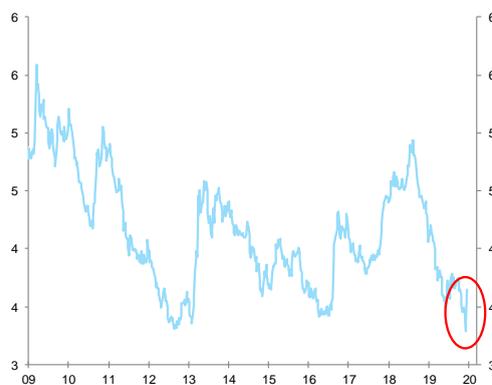
- Incluirá compras ilimitadas de títulos do Tesouro e hipotecários – anteriormente limitadas a 500 bilhões de dólares e 200 bilhões de dólares, respectivamente.
- Fornecerá mais 300 bilhões de dólares em financiamento novo para empregadores, consumidores e empresas através de um novo programa a ser definido e capitalizado pelo Tesouro dos EUA, com 30 bilhões de dólares vindo do ESF (*Exchange Stabilization Fund*, Fundo de Estabilização Cambial).
- Criará duas novas intervenções de crédito para apoiar grandes empregadores: o PMCCF (*Primary Market Corporate Credit Facility*), para a emissão de novos títulos e empréstimos, e o SMCCF (*Secondary Market Corporate Credit Facility*), para fornecer liquidez. Somente empresas com grau de investimento poderão participar. Elas se beneficiarão de um intervalo de financiamento de quatro anos.
- Ressuscitar o TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) para encorajar a emissão de títulos lastreados em ativos (ABS, *Asset-Backed Securities*) com lastro em empréstimos estudantis, empréstimos de automóveis, empréstimos de cartão de crédito e empréstimos garantidos pela Administração de Pequenas Empresas.
- Tornar títulos municipais com taxas variáveis e certificados de depósito bancários elegíveis para o MMLF (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*)
- Estender os títulos visados pelo CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*).
- Criar um Programa de Empréstimos para Empresas Menores para apoiar empréstimos a pequenas e médias empresas.

## Sinais diferentes do mercado mostraram uma multiplicação do tensionamento de liquidez

Uma série de indicadores mostrou que diferentes mercados passaram por episódios de tensão em termos de liquidez. O mercado do tesouro, o

mercado de ABS, o mercado do endividamento privado e a liquidez dos derivativos tiveram uma ampliação significativa dos spreads analisada pelos investidores. Isso mostrou que não há alternativa atual ao dinheiro e que há riscos a-sistêmicos. Devemos nos lembrar de que o congelamento do mercado monetário em 2008-2009 foi um dos gatilhos mais importantes da crise. Recentemente, o aspecto mais notável desse processo de ressecamento na liquidez se relacionou ao mercado de títulos lastreados em hipoteca (MBS, *Mortgage-Backed Securities*). Apesar das imensas quantidades de liquidez injetadas na economia, as taxas de hipoteca aumentaram conforme o congelamento do mercado de MBS (lastreado por ativos de hipoteca) incitou os bancos a estreitar significativamente suas condições de crédito. Podemos ver claramente a ilustração de uma transmissão ineficaz da política monetária (ver Figura 1). Para evitar a escalada da atual crise (congelamento total das condições monetárias e financeiras, o que teria consequências ainda mais devastadoras e duradouras), o Fed decidiu ampliar seu arsenal para combater a atual crise de liquidez (além da crise sanitária e econômica).

Figura 1 – Taxas de hipoteca dos EUA (%)



Fontes: Euler Hermes, Allianz Research, IHS

**Cuidado com o erro nas políticas.** Empréstimos sob as linhas PMCCF e SMCCF só valem para empresas com grau de investimento. Isso pode indicar que o Fed não está disposto a apoiar empresas de rendimento elevado (HY, *high-yield*). Essas empresas têm uma qualidade de crédito muito mais baixa e, portanto, terão muito mais dificuldade para refinarçar durante a crise atual. Isso pode ser especialmente arriscado, uma vez que agora há um mercado HY muito maior do que na crise financeira anterior – mais especificamente, uma parcela muito maior de empresas com classificação BBB, prestes a serem consideradas más pagadoras. Este setor do mercado de títulos, portanto, está em risco de passar por uma reclassificação e pode passar por uma súbita parada em termos de acesso a recursos. Esse cenário de reclassificação pode prejudicar a recuperação significativamente. A separação do segmento de HY do grau de investimento em termos de dar acesso a linhas de crédito ou liquidez é comparável a não dar prioridade a spreads soberanos ao conduzir a política monetária na Europa.

**Evitar a todos os custos uma crise prolongada e duradoura.** Vários programas foram criados para fornecer recursos diretamente a empregadores e consumidores. Essas novas intervenções, chamadas

TALF, PMCCF e SMCCF são bastante próximas da canalização de dinheiro diretamente a atores do lado real da economia. Elas consistem no Fed agindo de maneira coordenada com bancos e o governo para emprestar dinheiro diretamente a atores econômicos, adotando a filosofia de um GBCF (*Government-Backed Credit Facility*), ou intervenção de crédito lastreada pelo governo, com base na cláusula 13(3) da *Federal Reserve Act*. Na semana passada, consideramos provável que uma estrutura desse tipo seria ativada (ideia de Kevin Warsh, antigo membro do Federal Reserve). Ao controlar a crise da liquidez e optar cada vez mais por crédito direto para o lado real da economia, o Fed visa evitar que o choque temporário atual se transforme em uma crise prolongada e duradoura.

Estas avaliações estão, como sempre, sujeitas ao aviso fornecido abaixo.

#### **DECLARAÇÕES PROSPECTIVAS**

As declarações aqui contidas podem incluir perspectivas, declarações de expectativas futuras e outras declarações hipotéticas baseadas em opiniões e suposições atuais da administração e envolvem riscos e incertezas conhecidos e desconhecidos. Os resultados, desempenhos ou eventos reais podem diferir substancialmente daqueles expressos ou implícitos nessas declarações prospectivas.

Tais desvios podem ocorrer devido a, sem limitação, (i) mudanças nas condições econômicas gerais e na situação competitiva, particularmente nos negócios principais e nos principais mercados do Grupo Allianz, (ii) desempenho dos mercados financeiros (particularmente volatilidade, liquidez e eventos de crédito), (iii) frequência e gravidade de sinistros segurados, incluindo catástrofes naturais, e desenvolvimento de gastos com sinistros, (iv) níveis e tendências de mortalidade e morbidade, (v) níveis de persistência, (vi) particularmente em negócios bancários, extensão de inadimplências de crédito, (vii) níveis de taxa de juros, (viii) taxas de câmbio, incluindo a taxa de câmbio EUR/USD, (ix) alterações nas leis e regulamentos, incluindo regulamentos tributários, (x) o impacto aquisições, incluindo questões de integração relacionadas e medidas de reorganização e (xi) fatores competitivos gerais, em cada caso em uma base local, regional, nacional e/ou global. Muitos desses fatores podem ser mais prováveis, ou mais pronunciados, como resultado de atividades terroristas e suas consequências.

#### **SEM O DEVER DE ATUALIZAR**

A empresa não assume nenhuma obrigação de atualizar qualquer informação ou declaração contida neste documento, exceto as informações exigidas por lei.