

O Cenário do Fed para 2015

Sumário

- Este artigo tem como objetivo relatar e discutir as principais variáveis macroeconômicas a serem consideradas pelo Federal Reserve em suas decisões para 2015.
- Espera-se para este ano que o Fed inicie sua estratégia de elevação dos juros norte-americanos. Contudo, alguns desafios externos podem levar ao adiamento do começo deste ciclo.

Tradução do texto de autoria de John Bellows, PhD., Portfolio Manager e Research Analyst da Western Asset nos EUA. O artigo original se encontra disponível na página norte-americana da companhia (www.westernasset.com).

Na medida em que o Fed inicia o ano, há um ponto que chama a atenção nos seus comunicados: a ausência do chamado **guidance¹ quantitativo**. Esta é uma mudança notável. Em contraste com o *guidance* baseado em dados econômicos que predominou em 2011 e 2012, ou com o comprometimento com certos limites em 2013 e 2014, o comunicado mais recente do FOMC (Comitê de Política Monetária norte-americano) não apresentou nenhum *guidance* quantitativo. O FOMC parece inclusive ter desistido de formas suaves de *forward guidance*, ao ter alterado sua expectativa de que as taxas permaneceriam em zero de um “período de tempo considerável” para um comunicado mais suave, no qual diz simplesmente que será “paciente” na normalização da política monetária. Nesse ritmo, é de se esperar que, depois de março, os comunicados do FOMC não venham a fornecer nenhum *forward guidance* a respeito do início do aperto monetário.

Antecipar a política do Fed sempre requereu um cenário econômico e uma projeção da função de reação do Fed. Ao mesmo tempo em que prever o cenário para a economia dos EUA não tenha ficado mais fácil, a ausência de um *forward guidance* fará com que a avaliação da função de reação do Fed torne-se algo mais difícil em 2015.

Aqui está como a presidente do FED, Janet Yellen, explicou a função de reação na conferência de imprensa de dezembro:

“Até o momento do início do aperto monetário, os participantes (do FOMC) esperam ver um declínio adicional da taxa de desemprego e uma melhora geral das condições do mercado de trabalho. Eles também esperam que o núcleo da inflação esteja rodando próximo dos valores correntes, mas esperam estar razoavelmente confiantes em suas expectativas de que a inflação se moverá em direção ao nosso objetivo de longo prazo de 2% ao longo do tempo”. (sublinhado nosso)

As referências ao desemprego e ao núcleo da inflação proveem pouca ou nenhuma informação adicional, seja porque estejam em linha com o consenso (“declínio adicional da taxa de desemprego”), seja porque excessivamente vagas (“o núcleo da inflação rodando próximo dos valores correntes”). A parte mais importante do comunicado é a referência à previsão de inflação e, especificamente, que o Fed elevará as taxas apenas quando estiver “razoavelmente confiante” no seu prognóstico. Entretanto, este é um critério totalmente subjetivo. Não somente porque todos os prognósticos são inerentemente subjetivos, como é impossível saber antecipadamente o que fará com que os formuladores da política monetária se sintam “razoavelmente confiantes”.

¹ Ao longo deste artigo, trataremos fundamentalmente de uma prática que têm sido a principal característica do banco central dos EUA ao longo dos últimos anos: o *forward guidance* (ou simplesmente *guidance*), espécie de orientação aos mercados sobre as ações futuras da instituição. Desde a crise de 2008, que fez com que o Fed adotasse a taxa de juros zero (mantida até hoje) na economia, o *forward guidance* vem sendo a mais importante ferramenta de comunicação da entidade com os investidores globais.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2015. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.

Então, o que os investidores deveriam fazer com este comunicado subjetivo e, em particular, com a expressão “razoavelmente confiantes”? Uma abordagem (que adotamos abaixo) é avaliar os riscos em relação ao cenário de inflação e fazer nossa própria avaliação sobre cada um deles. Adiantando nossa conclusão: nós acreditamos que os riscos para o cenário de inflação são materiais², e provavelmente levarão o Fed a atrasar o aumento das taxas de juros enquanto trabalha no sentido de desenvolver uma “confiança razoável”. Como resultado, nós acreditamos que o primeiro aumento das taxas de juros não se dará em junho, ocorrendo mais provavelmente no final do ano. Mais importante, nós avaliamos que qualquer surpresa negativa pode levar a novos atrasos no início do processo de aumento das taxas de juros. Nesse sentido, a política do Fed, e a parte longa da curva de juros nos EUA, será contracíclica em 2015.

Neste artigo, vamos discutir quatro dos mais importantes riscos para o cenário de inflação do Fed: (1) a queda dos preços do petróleo, (2) a apreciação do dólar, (3) o afrouxamento monetário adicional por parte do Banco Central Europeu (ECB) e do Banco do Japão (BoJ), e (4) a inflação global em queda. Em cada caso, há um argumento plausível de que qualquer impacto na inflação será leve e transitório, o que parece ser o caso base do Fed. Entretanto, pode haver também a leitura de que os impactos na inflação serão mais permanentes e perniciosos. Apesar de esse cenário mais pessimista não ser o cenário base, ele é capaz de tornar o Fed ser mais cauteloso em 2015, e é chave em nosso raciocínio de que o aumento das taxas de juros serão de alguma forma postergados.

Plano de Fundo: o Cenário do Fed para a Inflação

Apesar de o Fed ter consistentemente previsto que a inflação retornará para a faixa dos 2%, esta tem se mantido teimosamente baixa desde 2012 e até se reduzido nas leituras mais recentes. O núcleo da inflação, que exclui os componentes mais voláteis de energia e alimentos, também se manteve abaixo de 2%, como mostrado na Figura 1, sugerindo que os erros de previsão vão além de uma simples surpresa com os preços do petróleo.

Figura1
Núcleo da Inflação ao Consumidor Norte-americano: Corrente e Previsão



Fonte: Federal Reserve, Census Bureau. Dados de 30 Nov 14

² Diferentemente do Brasil, sempre que o autor se refere a riscos para a inflação, ele está se referindo ao risco de uma inflação menor do que o desejado, não maior. Do mesmo modo, desenvolvimentos negativos no campo da inflação significam inflação menor. Lembre-se que os bancos centrais do mundo desenvolvido estão preocupados com deflação.

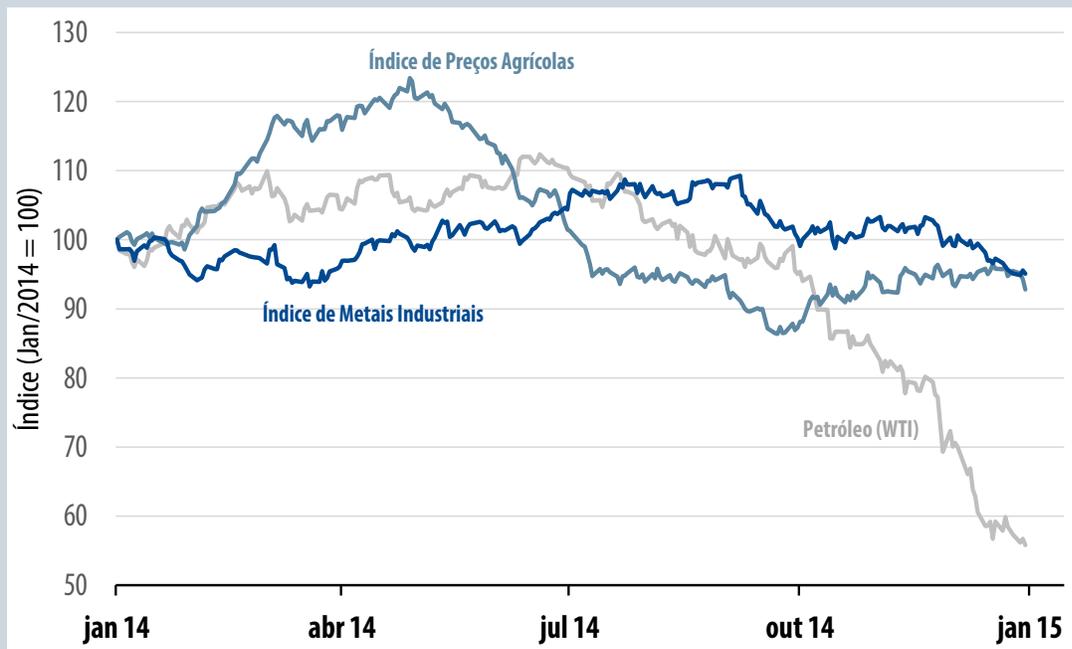
Nós acreditamos que o primeiro semestre de 2015 será um pouco mais do mesmo. A forte queda dos preços do petróleo ao longo dos últimos meses põe uma pressão significativa sobre a inflação, o que deve mantê-la abaixo dos 2% prognosticados pelo Fed. Dada a magnitude da queda dos preços do petróleo, a inflação cheia ano contra ano deve cair para próximo de 1% até junho, com um menor - mas ainda sim perceptível - impacto sobre o núcleo da inflação.

Claro que a instituição já espera um declínio na inflação cheia devido aos menores preços do petróleo, e eventos já conhecidos não necessariamente afetarão as previsões. Mesmo assim, o fato de a inflação ficar abaixo das previsões por mais um ano não passará despercebido, e no mínimo tornará mais difícil para o Fed desenvolver uma “razoável confiança” na sua avaliação.

Preços do petróleo em queda

Talvez o mais importante acontecimento nos mercados financeiros em 2014 tenha sido a espetacular (e em grande parte não antecipada) queda dos preços do petróleo. Os presidentes regionais do Fed parecem estar interpretando este declínio primariamente como um choque de oferta, mais do que de demanda. Esta distinção é extremamente importante e, se correta, é positiva para o crescimento e apenas temporariamente negativa para a inflação. Favorece a interpretação do Fed de que este seja um choque de oferta a comparação dos preços do petróleo com os preços de outras commodities. Em particular, metais industriais e preços agrícolas mantiveram-se bem comportados no 2º semestre de 2014, mesmo com os preços do petróleo despencando, como podemos ver na Figura 2. Isso sugere que a queda dos preços do petróleo se deu em razão de algo específico deste mercado – tais como a nova produção a partir do *shale gas* nos EUA aliado à continuidade da produção da OPEP – mais do que a uma queda generalizada da demanda global.

Figura 2
Preços das Commodities



Fonte: Bloomberg. Dados de 31 Dez 14

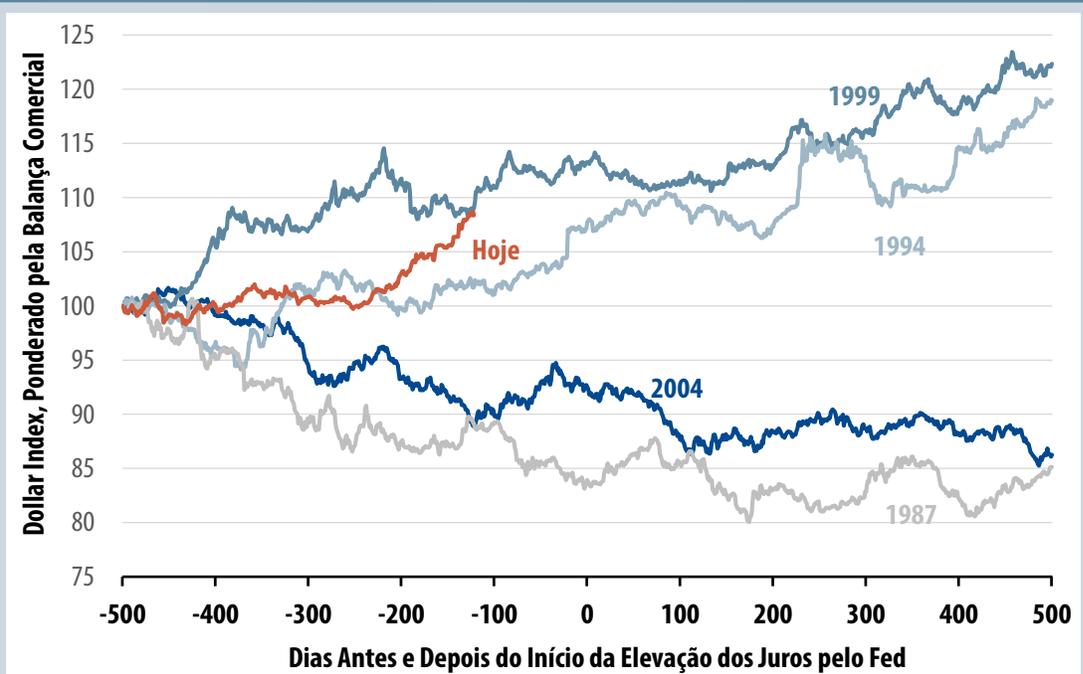
Apesar de convincente, essa linha de raciocínio não elimina a possibilidade de que um enfraquecimento da demanda global também tenha contribuído para o recuo dos preços do petróleo. De fato, estimativas da Agência Internacional de Energia sugerem que dois terços da diferença entre a oferta e a demanda de petróleo se deve a uma queda da demanda, com declínios significativos do Japão, Europa e China. Se os preços do petróleo em queda são devidos a uma demanda global mais fraca, as implicações para a economia dos EUA são muito mais negativas. Uma desaceleração da demanda colocaria o crescimento norte-americano em risco pelo enfraquecimento das exportações, além de colocar pressão adicional sobre os mercados financeiros, o que poderia desacelerar ainda mais o consumo e o investimento. Além disso, tal desaceleração provavelmente arrefeceria a inflação global, tornando ainda mais difícil uma retomada da inflação americana.

Embora acreditemos que a interpretação de choque de oferta tenha o seu mérito, e compartilhemos a visão de que as implicações de um choque de oferta seriam em grande parte positivas, o Fed deve reconhecer a possibilidade de que a queda dos preços do petróleo poderia estar sinalizando algo sobre a demanda global. Esta preocupação (e suas consequências para o crescimento e a inflação) é a primeira razão porque o Fed será cauteloso nas suas previsões.

Apreciação do Dólar

A apreciação do dólar é outro grande risco que requer a atenção do Fed. Ponderado pela sua balança comercial, o dólar apreciou-se 8% em 2014, com mais da metade dessa apreciação ocorrendo somente no último trimestre. Este movimento recente seguiu uma trajetória semelhante ao que tivemos nos ciclos de alta de juros de 1994 e 1999, nos quais o dólar terminou apreciando-se, respectivamente, 19% e 22%, como mostrado na Figura 3. Uma interpretação otimista da apreciação do dólar é a de que a combinação de um crescimento relativamente forte e taxas de juros mais altas nos EUA atrai investidores estrangeiros para os mercados americanos, com o fluxo de capital resultante empurrando o dólar para cima. Se este é o fator primário da valorização da moeda, então há pouca razão para o Fed se preocupar.

Figura 3
US Dollar Index, Antes e Depois do Início da Elevação das Taxas de Juros nos EUA



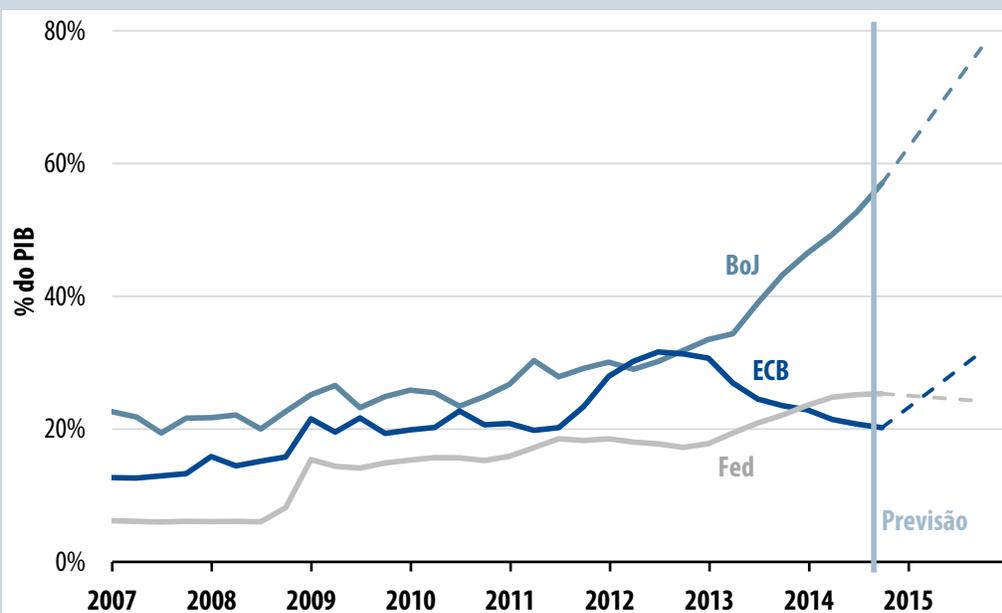
Fonte: Bloomberg. Dados de 31 Dez 14

Entretanto, há pelo menos duas razões pelas quais a apreciação do dólar pode ser mais preocupante. A primeira é que isto tende a diminuir a inflação doméstica, tanto pela redução dos preços em dólar dos importados quanto pela redução dos preços dos produtos produzidos internamente e que competem com os produtos importados. Alguma coisa do recente declínio dos preços de bens duráveis nos EUA pode já estar refletindo um dólar mais forte. A segunda e provavelmente mais importante razão para o Fed estar preocupado é que alguma parte da apreciação do dólar pode se dever a fluxos de "flight-to-quality". Ainda que a distinção seja sutil, há uma importante diferença entre fluxos de capital que vêm para captar retornos mais altos e fluxos que vêm para fugir de catástrofes políticas ou econômicas no exterior. A possibilidade deste último cenário é uma preocupação para o Fed e acrescentará à sua cautela em relação ao cenário.

Afrouxamento Monetário Adicional por parte de ECB e BoJ

A perspectiva de que o Banco Central Europeu (ECB) e o Banco do Japão (BoJ) façam afrouxamentos monetários adicionais em 2015, como mostrado na Figura 4, é um importante componente em toda previsão econômica, e provavelmente é algo que o Fed está considerando cuidadosamente. A esperança é de que afrouxamentos adicionais de outros bancos centrais animarão tanto os mercados financeiros quanto a economia real, o que por sua vez aumentaria as perspectivas de recuperação dos EUA e a confiança do Fed no seu cenário. Em discurso recente, o presidente do Fed de Nova York, Bill Dudley, sugeriu que, se o afrouxamento patrocinado pelo ECB e pelo BoJ provocasse um alívio das condições financeiras globais (isto é, preços mais altos das ações e taxas de juros mais baixas), isto poderia no fim levar o Fed a ser mais rápido na normalização de sua política.

Figura 4
Balancos dos Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg. Dados de 30 Set 14

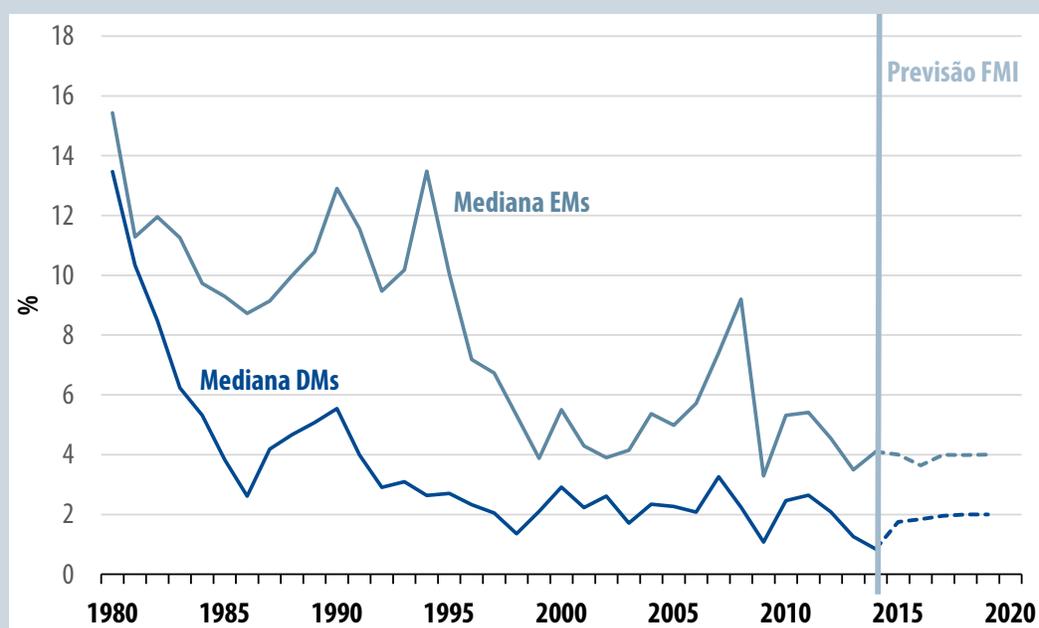
Infelizmente, as implicações para os EUA não se dão inteiramente em uma única direção. Em primeiro lugar, há uma possibilidade real de que este afrouxamento monetário simplesmente falhará em gerar o desejado aumento da demanda na Europa e no Japão. Uma segunda complicação é que mais afrouxamento monetário levará provavelmente a mais apreciação do dólar, o que por sua vez causará inflação mais baixa nos EUA. E, finalmente, o fato de que o BCE e o BoJ estejam lançando mão de medidas extremas é uma indicação de quão entranhados estão os problemas de baixo crescimento e inflação nessas economias. Os exemplos da Europa e do

Japão ilustram de maneira muito clara os riscos de se apertar a política monetária prematuramente. Ainda que os presidentes regionais do Fed certamente esperam o sucesso de seus colegas em outros países, nós acreditamos que os sinais vindos da Europa e do Japão estão fazendo estes mesmos presidentes regionais mais cautelosos, ao invés de mais otimistas, em suas próprias projeções para a economia norte-americana.

Inflação Global em Queda

O problema da baixa inflação não é particular da Europa ou do Japão. Em 2014, a mediana da inflação tanto nos mercados emergentes (EM) quanto nos mercados desenvolvidos (DM) estava no seu ponto mais baixo dos últimos 30 anos, e espera-se que permaneça próximo desses níveis até onde a vista alcança, como mostrado na Figura 5. Para muitos países, inflação em queda é um acontecimento bem-vindo. Isso é especialmente verdade para EMs cujos bancos centrais vêm lutando com uma inflação que vem consistentemente ultrapassando o nível estabelecido em seus mandatos. Se a inflação permanecer baixa nesses países, seus bancos centrais podem se concentrar em apoiar o crescimento e o mercado financeiro através de políticas monetárias mais frouxas. De fato, o recente afrouxamento do Banco do Povo da China foi possível, em parte, pela queda da inflação chinesa.

Figura 5
Inflação Global



Fonte: FMI. Dados de Out/14

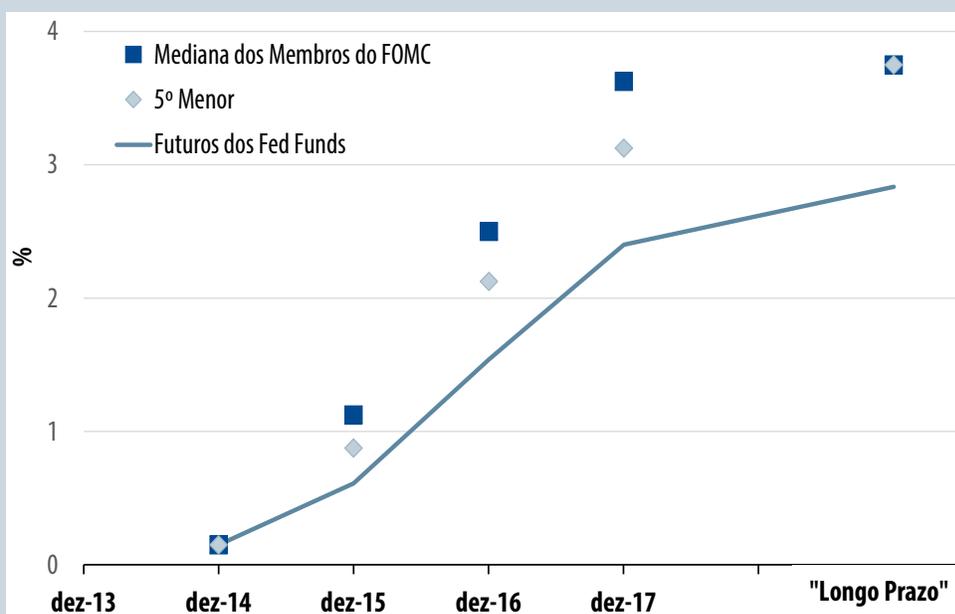
Ainda que a queda da inflação global seja um bônus para certos EMs, é quase certamente uma preocupação para os DMs, onde a inflação já está muito baixa, como no caso dos EUA, Europa e Japão. As taxas de inflação estão interconectadas através do comércio internacional, e os EUA correm o risco de importar deflação da China ao mesmo tempo em que importa os seus produtos. Do ponto de vista fundamentalista, existe a possibilidade de que a inflação global em queda seja produto de uma demanda global fraca e em desaceleração. Ainda que algum afrouxamento monetário feito pelos bancos centrais dos EMs possa causar um estímulo de curto prazo, nós acreditamos que é pouco provável que seja capaz de isolar a economia global de uma desaceleração mais prolongada da demanda. Esta é mais uma razão para que o Fed acompanhe a inflação global com lupa.

Resumindo e Concluindo

Neste início de 2015, o Fed se encontra na situação relativamente nova de não estar constringido por um *guidance* quantitativo, e se encontrará em breve na situação de não estar amarrado por qualquer *guidance* com relação ao primeiro aumento de juros. Ao invés disso, Janet Yellen, a presidente do Fed, tem dito que o momento do primeiro aumento dependerá da confiança do Fed em sua previsão para a inflação. Este é um critério inerentemente subjetivo e, como tal, força os investidores a fazerem suas próprias avaliações dos riscos de modo a anteciparem quão confiante o Fed estará com relação à sua previsão. Nossa visão é de que os riscos para a inflação são significativos, de modo que o Fed provavelmente irá atrasar um pouco o início do aumento dos juros, até que desenvolva uma "razoável confiança" no seu cenário de inflação.

De algum modo, uma reação atrasada do Fed já está apreçada no mercado de juros. No início do ano, a curva de juros estava apreçando dois aumentos de juros em 2015, e talvez mais quatro aumentos em 2016. Entretanto, este movimento está atrás do próprio *guidance* da instituição, apresentado no seu último Comunicado de Projeções Econômicas trimestral, que sugere que os presidentes regionais do Fed estejam prevendo três aumentos em 2015 e cinco ou seis em 2016, como pode ser observado na Figura 6.

Figura 6
Expectativas do FOMC e Taxas do Mercado



Fonte: Federal Reserve, Bloomberg. Dados de 31 Dez 14

Mais do que focar no nível das taxas de juros, a mais importante implicação de nossa visão é a de que o Fed reagirá aos desenvolvimentos em outras partes do mundo na medida em que esses desenvolvimentos gerarem riscos adicionais de novos recuos da inflação nos EUA. Especificamente, se qualquer dos riscos abordados acima se materializar de modo a colocar em dúvida o cenário para a inflação, nós acreditamos que o Fed responderia atrasando o início do aumento das suas taxas de juros.

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material, constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material são confiáveis, mas não garante sua exatidão. Este material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.