



## Três Observações Sobre o Federal Reserve em 2017

### Sumário

- As perspectivas para o Fed são altamente dependentes do novo ambiente político, o que tem se traduzido em uma reavaliação das previsões econômicas e à reprecificação significativa de várias classes de ativos.
- Acreditamos que o Fed pretende compensar o estímulo fiscal com uma política monetária mais restritiva, e como consequência, a comunicação do Fed provavelmente terá uma tendência mais *hawkish* neste ano.
- Ausentes evidências concretas de uma inflação maior, o Fed não está sob pressão imediata para subir as taxas.
- A relação entre a Casa Branca e o Fed é uma incógnita, mas não precisa necessariamente ser turbulenta.

### Introdução

A surpreendente eleição de Donald Trump continua a ser o foco principal dos investidores. A perspectiva de um novo ambiente político, com os diversos riscos associados, levaram a uma reavaliação das previsões econômicas e à reprecificação significativa de várias classes de ativos. As perspectivas para o Federal Reserve (Fed) são, obviamente, altamente dependentes de como esse novo ambiente político se desenvolverá, e de como se lidará com os vários riscos. Ao invés de tentar mapear como a política monetária evoluirá sob a miríade de possíveis cursos de ação, esta análise tem um objetivo mais modesto: fazer três observações gerais sobre o Fed que avaliamos serem relevantes neste ano.

- O Fed pretende compensar o estímulo fiscal com uma política monetária mais restritiva e, como consequência, a comunicação do Fed provavelmente terá uma tendência mais *hawkish*<sup>1</sup> neste ano.
- Ausentes evidências concretas de uma inflação maior, o Fed não está sob pressão imediata para subir as taxas.
- A relação entre a Casa Branca e o Fed é uma incógnita, mas não precisa necessariamente ser turbulenta.

### 1. O Fed pretende compensar o estímulo fiscal com uma política monetária mais restritiva e, como consequência, a comunicação do Fed provavelmente terá uma tendência mais *hawkish* neste ano.

Desde a eleição, houve um acentuado aumento no otimismo dos investidores, como é evidente nas pesquisas de sentimento e no comportamento dos preços no mercado financeiro. A perspectiva de uma Casa Branca pró-negócios, relaxando o ambiente regulatório, tem sido um fator chave na mudança do sentimento. Além disso, muitos esperam que impostos mais baixos e gastos governamentais mais elevados impulsionem o crescimento no curto prazo, embora a magnitude seja ainda objeto de debate e dependa dos detalhes. Os otimistas também argumentam que uma política fiscal mais estimulativa pode deslocar o fardo da política monetária para a política fiscal, deixando assim os EUA com um equilíbrio mais sustentável entre os dois. Uma última razão para otimismo é a perspectiva de melhoria da produtividade e, conseqüentemente, um maior nível de crescimento de longo prazo para a economia dos EUA.

Quando os membros do Fed formarem suas próprias expectativas e planos para este ano, suspeitamos que haverá um consenso sobre a resposta adequada para uma política fiscal mais estimulativa: política monetária mais apertada. Até certo ponto, o viés em direção ao aperto da política monetária para compensar o otimismo em torno da política fiscal já era evidente na reunião do Comitê de Política Monetária de dezembro, quando o Fed aumentou sua expectativa mediana de aumento das taxas mais do que o esperado.

A fim de compreender o que o Fed pensa a este respeito, é útil revisitar as razões para otimismo listadas acima, e em cada ponto observar como o Fed provavelmente reagirá às implicações dessas mudanças na política monetária. Em primeiro lugar, sobre os impostos mais baixos e os gastos mais altos impulsionando o crescimento, o Fed provavelmente questionaria se tais medidas seriam necessárias neste momento. A opinião do Fed é que a

<sup>1</sup> *Hawkish*: mais preocupado com a inflação e, portanto, tendendo a adotar uma política monetária mais restritiva.

John L. Bellows, PhD

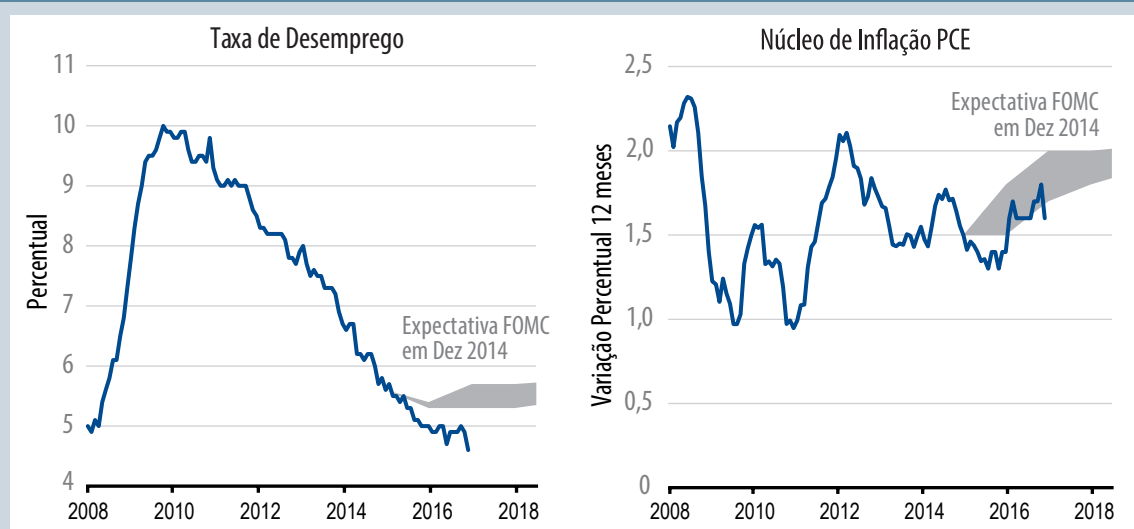
Western Asset Management  
Company  
Portfolio Manager / Research  
Analyst, 2012–

U.S. Department of the Treasury  
Acting Assistant Secretary for  
Economic Policy; Deputy Assistant  
Secretary for Microeconomic  
Analysis; Senior Advisor in  
the Office of Economic Policy,  
2009–2011

University of California, Berkeley,  
PhD Economics

Dartmouth College,  
BA Economics, Magna Cum Laude

Quadro 1  
Taxa de Desemprego e Expectativa de Inflação



Fonte: Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis. Em 30 Nov 16

economia dos Estados Unidos já está operando próxima à sua plena capacidade, depois de ter feito progressos substanciais tanto na taxa de desemprego como nas perspectivas de inflação (Quadro 1). A presidente do Fed, Janet Yellen, claramente tinha isso em mente quando fez a seguinte avaliação, bastante contundente: “Então, eu diria que a política fiscal não é obviamente necessária para fornecer estímulo para nos ajudar a voltar ao pleno emprego”<sup>2</sup>. A implicação desta declaração de Yellen é que o Fed pode estar inclinado a compensar um estímulo fiscal “desnecessário”.

Em segundo lugar, se a política fiscal assumir alguns dos encargos anteriormente suportados pela política monetária, os diretores do Fed poderiam ver esse movimento como uma oportunidade para aumentar os juros. O desejo do Fed de aumentar as taxas de juros vem sendo repetido à exaustão nos últimos anos, com motivos que vão desde a preocupação sobre taxas baixas não sendo “normais”, até o receio de que o Fed não teria munição suficiente para cortar as taxas em resposta a um choque imprevisto. O Fed tem sido impedido de caminhar nesta direção pelos dados econômicos decepcionantes e pela preocupação de que as atuais restrições à política fiscal fariam os choques futuros mais prejudiciais para a economia. O Fed não somente daria as boas-vindas a melhores dados econômicos resultantes de políticas fiscais mais estimulativas, mas mesmo antes de quaisquer mudanças nos dados, o Fed poderia ver os riscos como ligeiramente menos assimétricos, porque um choque imprevisto provavelmente desencadearia alguma resposta da política fiscal.

Finalmente, na perspectiva de melhorias na produtividade, o Fed provavelmente será cético, pelo menos no início. Os economistas geralmente observam que explicar as mudanças de longo prazo na produtividade é muito difícil. Consequentemente, é igualmente difícil ter confiança em que mudanças políticas afetarão significativamente essas tendências. Certamente algumas das mudanças propostas na política fiscal poderiam ajudar, incluindo melhorias na infraestrutura e alíquotas mais baixas de imposto sobre as empresas, mas a magnitude do impacto é altamente incerta. Ao mesmo tempo, parece provável que pelo menos alguns dos fatores que vêm contribuindo para que a produtividade mantenha-se baixa persistirão, limitando a extensão de sua recuperação. O presidente Alan Greenspan resistiu ferozmente a subir as taxas de juros em meados da década de 1990, embora o crescimento estivesse acelerando na época, devido ao seu otimismo em relação ao crescimento da produtividade nos Estados

<sup>2</sup> Conferência de imprensa, 14/12/2016 <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20161214.pdf>

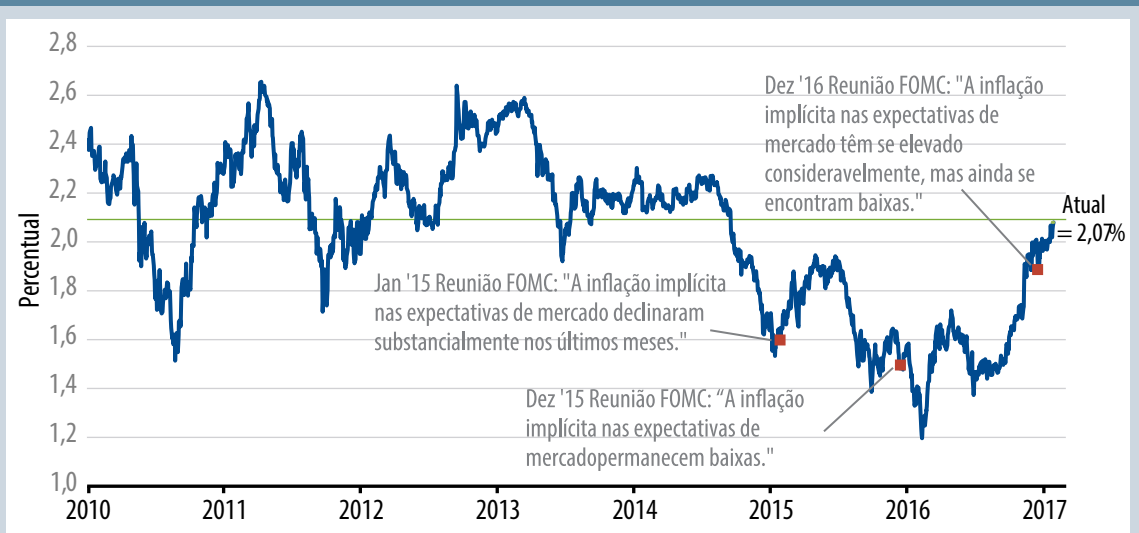
Unidos. Sua visão foi lembrada nos anos seguintes, aumentando sua formidável reputação de banqueiro central. É improvável que o atual Fed siga o modelo de Greenspan e, na ausência de evidências muito mais concretas de que a produtividade realmente tenha se recuperado, provavelmente responderá a um crescimento mais rápido com taxas de juros mais altas.

Dada a preponderância de argumentos na direção de compensar uma política fiscal mais estimulativa com uma política monetária mais restritiva, e o consenso que estes argumentos alcançarão dentro do Fed, é provável que este tema venha a ocupar um lugar proeminente na comunicação do Fed este ano. Assim, esta comunicação tende a ser um pouco mais *hawkish*, o que significaria um afastamento da inclinação *dovish*<sup>3</sup> que a comunicação teve ao longo dos últimos anos. É claro que o Fed também está ciente de que uma inclinação *hawkish* em sua comunicação influencia os preços de mercado – em particular a parte mais curta da curva de juros – e, ao fazê-lo, por si só já produz um aumento das taxas de juros. Se esse aperto significará apenas uma oportunidade ou uma prévia das coisas que estarão por vir, é o assunto que abordaremos a seguir.

## 2. Ausentes evidências concretas de uma inflação maior, o Fed não está sob pressão imediata para subir as taxas.

A seção anterior focou em como o Fed responderia a uma política fiscal mais estimulativa e a um crescimento mais rápido. Importante: esta é uma análise condicional. SE a política fiscal for afrouxada e o crescimento aumentar,

Quadro 2  
10-Anos Inflação Implícita



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve. Em 05 Jan 17

ENTÃO o Fed provavelmente responderá apertando a política monetária. Dito isto, ausentes desenvolvimentos mais concretos, o Fed não está sob qualquer pressão atual para aumentar os juros. A perspectiva inflacionária está longe de ser ameaçadora, há uma considerável incerteza quanto ao tamanho e o formato das próximas mudanças fiscais, e as políticas do novo governo trazem uma série de riscos que poderiam reduzir significativamente os aspectos positivos de uma política fiscal mais flexível.

A queda acentuada nas expectativas de inflação no início do ano passado forçou o Fed a fazer uma correção de curso *dovish*, e, como resultado, o Fed entregou apenas um aumento de juros em vez dos quatro planejados. As expectativas de inflação aumentaram desde a eleição, e estão atualmente bem acima de suas leituras mínimas.

<sup>3</sup> *Dovish*: menos preocupado com a inflação e, portanto, tendendo a adotar uma política monetária mais frouxa.

Isso não significa, no entanto, que o Fed agora sinta alguma pressão na direção oposta. Longe disso. Após a recente recuperação, as expectativas de inflação encontram-se agora confortavelmente instaladas no meio da mesma faixa de flutuação dos últimos anos (Quadro 2). Assim, ao mesmo tempo em que as expectativas de inflação não estão mais impedindo o Fed de aumentar os juros, tampouco estão motivando o Fed a acelerar o ritmo de altas. Na verdade, o nível médio das expectativas de inflação sugere que um ritmo “gradual” de aumentos dos juros é quase certo.

Olhando a perspectiva da inflação daqui para frente, um argumento frequentemente citado para uma aceleração é que um mercado de trabalho cada vez mais apertado levará a ganhos salariais mais rápidos. Talvez isso aconteça, mas tais argumentos assumem alguns fatos que não estão atualmente em evidência. A melhora do mercado de trabalho moderou-se substancialmente. Em 2016, a taxa de desemprego caiu apenas 0,3 pontos percentuais, embora 150 mil empregos tenham sido adicionados por mês. Um dos principais motivos para a desaceleração da queda da taxa de desemprego foi o aumento da participação dos trabalhadores em idade de trabalho. Como nosso economista [Mike Bazdarich escreveu](#)<sup>4</sup>, a ainda baixa razão emprego/população em uma ampla gama de grupos populacionais sugere que esta tendência poderia continuar ainda por algum tempo. Outro ponto relevante é que a correlação entre a taxa de desemprego e os salários tem sido tênue, na melhor das hipóteses, nos últimos anos. A pressão para baixo sobre os salários vinda da concorrência global, da baixa produtividade e das mudanças na estrutura do mercado de trabalho dos EUA superaram o aperto da queda da taxa de desemprego. Dada a atual folga no mercado de trabalho e a sensibilidade limitada dos salários a uma menor taxa de desemprego, estamos inclinados a concordar com a Presidente Yellen, quando ela afirma que o superaquecimento proveniente do mercado de trabalho é “improvável”<sup>5</sup>

Também não há certeza suficiente sobre as perspectivas para a política fiscal que obrigue o Fed a se mover agora. As perguntas importantes continuam todas ainda sem resposta. Qual será a combinação de cortes de impostos para pessoas físicas e empresas? O Congresso aprovará um plano de infraestrutura? Qual será o impacto geral do déficit? Além das grandes questões, os detalhes também são de crucial importância. Recentemente, dois diretores do Fed se concentraram nos riscos associados às mudanças na política fiscal. O presidente do Fed de Nova York, Bill Dudley, levantou a preocupação de que uma reestruturação dramática do código tributário das empresas poderia trazer “consequências não intencionais”, e que a transição para um novo sistema pode não acontecer de maneira suave.<sup>6</sup> Do mesmo modo, o diretor do Fed Lael Brainard fez notar os riscos associados a mudanças na política fiscal, incluindo o impacto potencial sobre o dólar e preocupações com a sustentabilidade da dívida.<sup>7</sup> Até que haja mais clareza a respeito dos detalhes sobre as mudanças na política fiscal, tais preocupações são argumentos adicionais para o Fed esperar e ver.

A retórica *hawkish* do Fed claramente impressionou os investidores, visto que, agora, o ritmo de altas das taxas de juros embutido na curva de juros está em seu pico desde meados de 2015. No entanto, o ambiente imediato não pede qualquer mudança material na política do Fed. Não só as perspectivas de inflação permanecem inofensivas, como existem múltiplos riscos em torno da realização e implementação da política fiscal, o que pode levar os investidores a ficarem mais decepcionados do que satisfeitos. Até que os fatos mudem materialmente em qualquer uma dessas dimensões, a inclinação na parte curta da curva de juros proporciona uma oportunidade para que os investidores ganhem com posicionamento nesta parte da curva.

4 US Economy Still a Long Way From Full Employment – Michael Bazdarich, 12/09/2016 (<http://www.westernasset.com/us/en/research/whitepapers/us-economy-still-a-long-way-from-full-employment-2016-09.cfm>)

5 Janet Yellen, “The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy,” January 19, 2017

6 Bill Dudley, “Evolving Consumer Behavior,” January 17, 2017

7 Lael Brainard, “Monetary Policy in a Time of Uncertainty,” January 17, 2017

### 3. A relação entre a Casa Branca e o Fed é uma incógnita, mas não precisa necessariamente ser turbulenta.

Por razões talvez óbvias, o tema da relação entre o Fed e a Casa Branca tornou-se mais uma vez *top of mind*, e de fato tornou-se uma das perguntas mais frequentes em nossas interações recentes com clientes. A realidade é que o relacionamento é complicado. É excepcionalmente difícil ter muita convicção sobre como essa relação vai evoluir. No entanto, e em contraste com os muitos artigos alertando sobre um “curso de colisão”, nota-se que os desenvolvimentos iniciais estão longe de ser terríveis. De qualquer maneira, este será um tópico do interesse permanente, e aqui delinearemos alguns pensamentos iniciais em dois aspectos importantes deste relacionamento.

O ponto mais importante da interação ocorrerá no momento em que Trump tiver que escolher o próximo presidente do Fed. O mandato de Janet Yellen termina em fevereiro de 2018, e um novo presidente provavelmente será anunciado no segundo semestre deste ano. As preferências de Trump para a próxima presidência do Fed não são claras. Como candidato, ele criticou Janet Yellen por manter as taxas baixas, levando alguns a concluir que ele iria favorecer um *chairman* mais *hawkish*. No entanto, em outra ocasião, Trump disse que gostava de Yellen porque ela seria uma “*low interest rate person*”<sup>8</sup> e admitiu que ele, Donald Trump, também é um “*low interest rate person*”.<sup>9</sup> Isso claramente sugere que Trump favoreceria um presidente mais *dovish*. Estamos inclinados a pensar que o desejo da Casa Branca de gerar um crescimento mais rápido do emprego irá favorecer candidatos *dovish*. Um último ponto é que a seleção de Trump dos membros do gabinete sugere uma tendência de olhar para fora da lista normal dos candidatos. No caso de sua seleção para presidente do Fed, parece improvável que Trump escolha alguém com um PhD em Economia, e que ensine em uma universidade de ponta; em vez disso, ele pode tender para alguém com experiência de mercado ou de negócios. Como consequência, o próximo *chairman* do Fed poderia muito bem ser alguém com quem a maioria dos investidores não está familiarizada.

Além do presidente, Trump pode fazer duas nomeações imediatas para o Conselho de Diretores, e potencialmente mais nos anos seguintes, dependendo dos pedidos de dispensa dos atuais diretores. As primeiras indicações são de que Trump está considerando candidatos altamente qualificados para as duas vagas do Conselho. Os potenciais candidatos incluem CEOs de bancos comunitários e de um banco regional de médio porte. Trump também está considerando um executivo da General Electric que já trabalhou no governo (SEC e Departamento do Tesouro) e tem experiência excepcionalmente profunda em questões regulatórias.<sup>10</sup> Qualquer um desses candidatos provavelmente seria bem recebido pelo Fed e pelos investidores, considerado como crível e capaz de contribuir substancialmente para o processo de política monetária.

Outra questão é se a Casa Branca vai tentar exercer influência sobre as decisões do Fed de outras maneiras. Ao longo das últimas décadas, os investidores se acostumaram com os diretores do Fed afirmando sua independência da política e, talvez mais importante, se acostumaram aos membros da Casa Branca em grande parte se absterem de comentar sobre a política monetária. É claro que a sensibilidade sobre esta questão reflete um passado em que a Casa Branca foi muito mais ativa na influência sobre a política monetária. No passado, a Casa Branca tentou dirigir o Fed por meio de pedidos amistosos baseados em relacionamentos próximos (por exemplo, o relacionamento de Arthur Burns com o presidente Nixon, ou o relacionamento de GW Miller com o presidente Carter), ou, em alguns casos, agindo com mais força para mudar a posição do Fed (por exemplo, a aposentadoria de Paul Volcker foi acelerada depois que o secretário do Tesouro de Reagan, James Baker, nomeou dois diretores que se opunham à política de Volcker). Resta saber se a atual *détente* continua, ou se Trump se assemelha mais a Nixon, Carter e Reagan a esse respeito. Por um lado, Trump comentou sobre a política do Fed em várias ocasiões durante a campanha. Por outro lado, os sinais iniciais da nova administração sugerem que ele está avançando cautelosamente nesta frente. Por exemplo, em sua audiência de nomeação como Secretário do Tesouro, Steve Mnuchin disse que se absteria de comentar sobre as movimentações de curto prazo do dólar, focalizando preferivelmente na tendência de longo prazo. Esta é uma distinção sutil, mas importante, que deveria ser reconfortante para o Fed.

8 “Low interest rate person”: uma pessoa que gosta de taxas de juros baixas (expressão intraduzível para o português).

9 May 5, 2016, Donald Trump on CNBC’s Squawk Box

10 “Trump Moving to Fill Blanks in Financial and Economic Rosters,” Wall Street Journal, January 20, 2017

Há, naturalmente, muitas outras dimensões na relação entre o Fed e a Casa Branca. Questões a serem observadas incluem: como a Casa Branca irá interagir com o Fed sobre questões regulatórias, inclusive no que diz respeito aos bancos em relação aos quais o Fed é o regulador primário? Como o Tesouro responderá se e quando o Fed encerrar sua política de reinvestimento dos títulos de seu balanço que vencerem? Embora possa haver interesses conflitantes em quaisquer dessas questões, também há espaço para uma expectativa otimista de que os conflitos podem ser evitados. A lista crível de potenciais diretores do Fed e a cuidadosa retórica de Mnuchin em relação ao dólar representam passos na direção correta.

*Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. 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.*

*A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br) - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com). Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1455, 15º andar, cnj. 152, São Paulo -SP - 04543-011.*

**OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O REGULAMENTO, O INFORMATIVO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.**

*© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.*