



JOHN L. BELLOWS, PhD

Portfolio Manager

Cenário para o Fed em 2019: “Esperar para ver”

JANEIRO 2019

- A confusão de comunicação do Fed em 2018 reflete a dificuldade para criar uma estratégia viável para a próxima fase do ciclo de política monetária. Os fatores decisivos para o comportamento dos mercados em 2019 será o clima geral para os mercados emergentes e a aprovação da reforma da Previdência no Brasil.
- Esperamos que o Fed acabará por adotar uma estratégia de “esperar para ver” em 2019. Tal estratégia baseia-se em muitos dos pontos que o presidente do Fed, Jerome Powell, fez em sua discurso de Jackson Hole.
- Esperamos no máximo mais um aumento de taxa de juros em 2019. Se acontecer, como suspeitamos, que a inflação observada continue a caminhar abaixo da meta de 2% do Fed, então uma estratégia “esperar para ver” traduzir-se-ia em mais nenhum aumento de juros este ano.
- A evolução do Fed para a nova estratégia não tem sido linear, e é possível que o Fed mais uma vez volte para sua antiga estratégia de remover a política expansionista antes de, finalmente e enfaticamente, abraçar a abordagem de “esperar para ver”.

Retrospectiva de 2018: uma comunicação confusa

A comunicação das autoridades do Fed foi bastante confusa em 2018. A confusão não esteve relacionada às intenções de curto prazo. O Fed aumentou as taxas de juros em todas as reuniões trimestrais e, a cada vez, a mudança foi quase totalmente precificada pelos mercados bem antes do evento. A confusão foi sobre para onde a taxa de juros seria conduzida a médio prazo. As autoridades federais equivocaram-se sobre quão distantes as taxas estavam em relação ao nível neutro; vacilaram sobre se uma política restritiva seria justificável; e tornaram menos transparente a sua abordagem “data-dependent”. Os mercados futuros de taxa de juros ecoaram essas incertezas verbais: a taxa overnight forward de dois anos passou de 2,2% em janeiro para 3,2% em outubro, para no fim voltar para os mesmos 2,2% no início de janeiro de 2019.

Gráfico 1: Taxa de Juros Overnight, Forward 2 anos



Source: Bloomberg. As of 31 Dec 18

Uma possível explicação para a confusão de 2018 é que o Fed tem encontrado dificuldade para criar uma estratégia viável para a próxima fase do ciclo de política monetária. As estratégias utilizadas pelos antecessores do atual presidente do Fed, Jerome Powell, se tornaram obsoletas em função da alteração das circunstâncias. Fazendo uma breve revisão, a estratégia do presidente Ben Bernanke foi direta: com o desemprego muito alto e a inflação muito baixa, a política monetária deve ser frouxa e destinada a apoiar a recuperação econômica. A estratégia da presidente Janet Yellen foi um pouco mais sutil, mas ainda assim bastante fácil de resumir: com desemprego e inflação mais próximos da meta, a taxa de juros em nível emergencial não era mais necessária e deveria ser (gradualmente) elevada. Nenhuma dessas estratégias será de grande utilidade para o presidente Powell no próximo ano, já que as variáveis macroeconômicas estão próximas de suas respectivas metas e a taxa de juros foi reconduzida a um patamar não emergencial. Powell precisará formular sua própria abordagem, mais adequada às circunstâncias atuais.

Preso entre o velho e o novo

Em seu último discurso em Jackson Hole, Powell apresentou uma abordagem que poderia se tornar o núcleo da estratégia do Fed. Naquele discurso, Powell minimizou a importância das estimativas empíricas da taxa de juros neutra e, em seu lugar, ele enfatizou a importância da dependência dos dados macroeconômicos. A abordagem poderia ser resumida como uma estratégia de “esperar para ver”, o que significa que as autoridades poderiam seguir a pista dos dados observados, em particular os dados de inflação. Essa estratégia seria uma reminiscência da política monetária do presidente Alan Greenspan em meados dos anos 90. Como o próprio Powell observou, a estratégia de Greenspan permitiu que a recuperação econômica continuasse por um período recorde de 10 anos e é considerada um dos pontos altos na história da política monetária dos EUA.

Embora o discurso de Jackson Hole tenha delineado um potencial caminho a seguir, o movimento em direção a essa nova estratégia não tem sido consistente. Houve várias circunstâncias em que Powell e outros diretores turvaram as águas, aparentemente voltando para a estratégia antiga, ou simplesmente não sendo claros sobre o seu compromisso com a nova estratégia.

A reunião do Fed em dezembro de 2018 foi um exemplo específico de se estar preso entre as antigas e a nova estratégia. Em um aceno à nova estratégia, a declaração pós-reunião suavizou o “forward guidance”, substituindo a palavra “esperamos” por “julgamos”, uma mudança que pretendia transmitir mais incerteza, explicaram posteriormente as autoridades do Fed. Eles também reduziram suas estimativas do número de aumentos da taxa de juros em 2019 de três para dois, e Powell referiu-se à “dependência dos dados” em vários momentos em sua coletiva de imprensa. Todas essas mudanças apontavam na mesma direção e sugeriam que o Fed estava chegando à abordagem de “esperar para ver” que Powell descreveu em Jackson Hole.

O que ficou confuso, no entanto, foi que o Fed não parecia disposto a abraçar totalmente a nova estratégia. Em vez disso, o comunicado pós-reunião e a coletiva de imprensa incluíram uma série de itens que sugeriam que o Fed ainda estava preso à velha estratégia. Por que, por exemplo, incluir algum “forward guidance”? Por que não abandonar completamente o “guidance”, dado que as taxas de juros estão agora dentro das estimativas de neutralidade do Fed? Se a estratégia é realmente dependente dos dados, por que não mostrar mais preocupação com a inflação baixa nas observações mais recentes? Por que não mostrar mais preocupação com os impactos defasados dos aumentos de taxa de juros realizados até o momento? Os investidores que estavam esperando uma declaração mais decisiva ficaram desapontados com o movimento pouco definitivo ou enfático em direção à nova estratégia.

Olhando para 2019

Então, qual será a estratégia do Fed em 2019? Esperamos que os temas de Jackson Hole continuem avançando, acabando por deslocar as estratégias anteriores, e que o Fed adote uma estratégia de “esperar para ver” em 2019. Claramente, o caminho em direção a essa nova estratégia não tem sido linear, o que aumenta as incertezas e a volatilidade do mercado. No entanto, a direção da evolução

¹Para aqueles que não estão familiarizados com as estratégias dos Bancos Centrais, cabe um esclarecimento: “forward guidance” é uma estratégia adotada pelos Bancos Centrais em que estes indicam o caminho futuro das taxas de juros, com base em seus modelos. Outra abordagem é o “data-dependent”, em que os Bancos Centrais abrem mão de ter uma visão de futuro, e preferem tomar decisões com base na observação dos dados macroeconômicos. Obviamente, nenhuma estratégia é 100% “forward guidance” ou “data-dependent”, mas há uma ênfase em uma ou outra. O artigo de John Bellows trata justamente da mudança de abordagem, de “forward guidance” para “data-dependent” por parte do atual presidente do Fed, Jerome Powell. (NT)

da política monetária tem sido clara, e esperamos que uma estratégia “esperar para ver” emergirá como a preferida em relação às alternativas, provavelmente mais cedo do que mais tarde. Nossa visão a esse respeito é baseada em quatro pontos.

Em primeiro lugar, uma moderação no crescimento dos EUA será um grande passo para convencer os diretores do Fed de que a política monetária não é mais, de fato, expansionista. O excesso de confiança em estimativas empíricas imprecisas sobre a taxa de juros neutra pode levar a erros, observou Powell em Jackson Hole. No lugar de estimativas empíricas, avaliamos que os dados de crescimento terão um papel muito importante sobre a visão do Fed em relação à taxa de juros neutra. O crescimento dos EUA surpreendeu positivamente em 2018, levando as autoridades do Fed a suspeitarem que a política monetária era mais expansionista do que se previa anteriormente e, portanto, mais aperto era necessário. Esse processo provavelmente funcionará de modo invertido com a moderação do crescimento. Esperamos que o crescimento desacelere para um ritmo de 2,0% -2,5% em 2019. Na medida em que essa moderação ocorra, as autoridades do Fed estarão menos confiantes em suas estimativas de neutralidade e, por sua vez, deverão ser mais cautelosas com os aumentos das taxas de juros.

Em segundo lugar, a inflação vem continuamente ficando abaixo da meta de 2% do Fed, mesmo com o crescimento superando as expectativas e a taxa de desemprego mantendo-se abaixo de 4%. A inflação baixa questiona a validade dos modelos do Fed. Questionar os modelos é um território familiar para Powell, que destacou sua incerteza inerente, mas, neste caso, é a direção do erro que realmente importa. A inflação tem estado consistentemente abaixo da meta do Fed desde que a recuperação começou, há 10 anos. Na verdade, desde meados de 2009, a medida de inflação preferencial do Fed, o Core Personal Consumption Expenditures (PCE), só ficou acima da meta em quatro meses isolados, e apenas um desses meses ocorreu nos últimos cinco anos. A persistência de uma inflação decepcionante, especialmente na presença do que, em outras circunstâncias, seriam consideradas condições expansionistas, levanta questões sobre a credibilidade da inflação estimada pelo Fed. Se a inflação continuar a decepcionar, o Fed precisará fazer mais do que continuar fazendo afirmações vazias para suportar as expectativas de inflação. Um foco mais explícito nos dados observados de inflação seria um primeiro passo razoável nessa direção.

Gráfico 2: Núcleo da inflação PCE



Terceiro, no ambiente atual, observamos o Fed tendo como meta geral proteger e estender a recuperação econômica. Uma recessão no próximo ano ou dois seria particularmente desafiadora

para o Fed, já que teria que enfrentar o triplo desafio de espaço limitado para baixar as taxas de juros, um balanço de ativos já bastante expandido² e incertezas sobre a política fiscal. Isso não quer dizer que o Fed não responderia adequadamente, mas apenas que seria um desafio. Seria muito melhor, claramente, simplesmente evitar a recessão e não ter que contar com sua própria engenhosidade para encontrar uma saída para uma,

Quarto e último, a reação à elevação dos juros em dezembro pode servir como um pequeno empurrão para adotar uma nova estratégia, mais cedo do que mais tarde. Comentaristas de todos os lados do debate econômico apontaram as fraquezas dos argumentos a favor de novas elevações, especialmente dada a ameaça de uma inflação muito baixa. A escala da reação do mercado aos recentes comentários do Fed também pode levar os diretores a mudarem o foco. Não porque o aperto das condições financeiras tenha mudado o cenário (quaisquer impactos serão provavelmente modestos, neste momento), mas porque a volatilidade do mercado sublinhou as incertezas sobre o cenário. Como Powell disse, quando o cenário é incerto, é melhor prosseguir com cautela.

O Ano Novo do Presidente Powell

Jerome Powell começou o novo ano com um novo conjunto de pontos de discussão. Os seguintes trechos fornecem uma ideia de seus temas (a ênfase é nossa):

“Agora, quando recebemos sinais conflitantes, o que não é frequentemente o caso, a política monetária tem muito a ver com o gerenciamento de riscos ... Primeiro, como sempre, não há um caminho predefinido para a política monetária”.

“E particularmente com as baixas leituras de inflação que vimos observando, seremos pacientes enquanto vemos como a economia evolui. Mas estamos sempre preparados para mudar a direção da política monetária, e mudá-la significativamente se necessário, a fim de promover nossas metas estatutárias de emprego máximo e preços estáveis.”

“...E sob a liderança de Janet, o comitê agilmente, e eu diria de forma flexível, ajustou nossa trajetória esperada de taxa de juros.”

“...Mas o que eu realmente sei é que estaremos preparados para ajustar a política de forma rápida e flexível, e usar todos as nossas ferramentas para apoiar a economia, se tal for apropriado, para manter a expansão nos trilhos, para manter os mercados fortes e manter a inflação perto de 2%”.

~ Presidente do Fed Jerome Powell, Atlanta, 4 de janeiro de 2019

Esses pontos de discussão são mais um passo na evolução de Powell em direção a uma nova estratégia de "esperar para ver". A referência de Powell a “baixas leituras de inflação” é um ponto especialmente importante. Ao elevar os dados de inflação a uma posição de estrela do espetáculo, Powell está conscientemente se afastando do “forward guidance” que havia confundido o mercado em dezembro e se movendo em direção a uma abordagem mais dependente dos dados.

²Após ter zerado as taxas de juros em 2009, para estimular ainda mais a economia, o Fed iniciou um programa de compra de ativos no mercado, aumentando o seu balanço de ativos de menos de US\$ 1 trilhão para algo acima de US\$ 4 trilhões.

Esperamos no máximo mais um aumento de juros em 2019

A inflação abaixo da meta continua a surpreender o Fed e muitos investidores. Nós temos sido céticos de que a inflação se elevará de repente, e esse ceticismo aumentou no início de 2019 pelos muitos ventos contrários para a inflação, incluindo preços de energia mais baixos e valorização mais lenta dos imóveis, entre outros.

Uma abordagem de "esperar para ver" elevaria a importância desses ventos contrários. Se acontecer, como nós suspeitamos, que a inflação observada continue a ficar abaixo da meta de 2%, então uma estratégia de "esperar para ver" traduzir-se-ia em mais nenhuma subida de taxas este ano. Mostrar uma dependência mais real dos dados, pelo menos no que se refere aos dados de inflação, também pode ajudar a dar suporte para as expectativas de inflação, que vêm sendo pressionadas ultimamente. Em nossa opinião, não é cedo demais para uma mudança de foco para os dados de inflação, e esperamos que não seja tarde demais.

Preferiríamos que a perspectiva para a atuação do Fed fosse inteiramente dependente dos dados de inflação e, portanto, sem mais aumentos de juros no futuro. Se o Fed estivesse realmente comprometido com uma estratégia de "esperar para ver", então o cenário seria de fato simples. Mas, como a experiência de 2018 mostrou, a evolução do Fed para sua nova estratégia de "esperar para ver" não tem sido tão rápida nem tão direta como poderia ser. Os novos pontos recentemente levantados por Jerome Powell mudaram o Fed na direção que antecipamos. Estes pontos precisarão ser sustentados ao longo do ano. No entanto, é totalmente possível que o Fed volte a adotar sua antiga estratégia de remover a política expansionista antes de abraçar enfim e enfaticamente o "esperar para ver". De qualquer forma, achamos que o Fed, no final, vai chegar ao "esperar para ver", e a estratégia que Jerome Powell delineou em Jackson Hole definirá a próxima fase do ciclo da política monetária.

Hoje, o Fed está diminuindo este balanço em um ritmo bastante lento, cerca de US\$ 40 bilhões por mês. Um dos desafios citados pelo autor é justamente o tamanho deste balanço de ativos, já bastante elevado, o que limitaria o seu uso para uma nova rodada de expansão monetária. (NT)

30 autor refere-se aqui principalmente à queda da bolsa e ao aumento dos spreads de crédito. (NT)

© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2019. Este material é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada ("Western Asset"), portanto, não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.

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.

Para obter informações mais detalhadas sobre a Western Asset recomendamos a consulta ao site www.westernasset.com.br

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 – 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. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cjt 152 - São Paulo – SP - 04543-011.