

CENÁRIO PARA O FED EM 2020

O Fed desafiou quase todas as expectativas em 2019, quando cortou as taxas de juros três vezes, reduzindo as taxas básicas em 75 pontos-base. No início do ano passado, a Western Asset suspeitava que o Fed poderia aumentar seu foco na inflação, o que acabaria por exigir uma política monetária mais expansionista. O foco do Fed na inflação tornou-se mais óbvio ao longo do ano, o que se viu através de suas ações e comentários de seu presidente. O foco do Fed na inflação agora implica que aumentos nas taxas em 2020 serão mais difíceis. Por outro lado, novos cortes neste ano não podem ser inteiramente descartados se a inflação continuar abaixo da meta do Fed.



John L. Bellows, PhD
Portfolio Manager

PRINCIPAIS CONCLUSÕES

- Os cortes nas taxas em 2019 demonstram que a inflação agora desempenha um papel muito mais importante nas decisões de política monetária do Fed do que no passado.
- A mudança no cenário de inflação do Fed, em nossa opinião, foi o principal motivador para o Banco Central americano cortar as taxas em 2019.
- Resta ver se os cortes de juros serão suficientes para aumentar de maneira sustentável a inflação. Por enquanto, duvidamos que o sejam.
- Nosso cenário de que a inflação permanecerá abaixo de 2%, juntamente com a barra muito alta estabelecida pelo presidente do Fed, Jerome Powell, para novas altas, sugere que é improvável que o Fed aumente as taxas em 2020.
- Se o Fed estiver realmente comprometido em impulsionar a inflação, novos cortes nas taxas de juros não podem ser inteiramente descartadas para 2020.

CENÁRIO PARA O FED EM 2020

John L. Bellows, PhD

O Federal Reserve (Fed) surpreendeu quase todo mundo em 2019. Cortou as taxas de juros três vezes sucessivamente – em julho, setembro e outubro – em um ambiente de crescimento econômico razoavelmente estável nos EUA, taxa de desemprego em queda e mercados de risco estáveis ou em alta.

A disposição do Fed de reduzir as taxas em um ambiente como esse representou uma ruptura em relação às duas décadas anteriores da política monetária, nas quais o Fed buscou dados principalmente do mercado de trabalho ou do mercado de ações. Os investidores que demoraram a atualizar o modelo de comportamento do Fed – e que, como consequência, esperavam que o Fed apertasse ou, na melhor das hipóteses, permanecesse em espera diante da valorização do mercado de ações e de uma menor taxa de desemprego – viram-se atrasados em 2019. Felizmente, a Western Asset não estava nesse grupo.

Ao longo de 2019, argumentamos que estava ocorrendo uma mudança na atitude do Fed em relação à inflação, o que provavelmente levaria a políticas mais expansionistas em algum momento. Embora a visão da Western Asset fosse controversa no começo do ano, os sinais da mudança do Fed tornaram-se cada vez mais claros. Os cortes nas taxas de juros serviram como uma validação de nossa visão. Se houve um erro em nossa análise, foi o fato de não termos levado nossa visão longe o suficiente. Tivemos algumas dúvidas sobre se o Fed havia realmente mudado de ideia e, portanto, fomos um pouco tímidos ao prever a quantidade de cortes. No entanto, os cortes nas taxas de juros vieram, mesmo com a estabilidade do crescimento e dos mercados de risco.

Os cortes nas taxas de juros no ano passado têm implicações para o cenário de 2020. Primeiro, esses cortes de 2019 demonstram que a inflação agora desempenha um papel muito mais importante nas decisões de política monetária do Fed do que no passado. Segundo, o foco na inflação baixa levou o Fed a uma estratégia de “compensação”, na qual o Fed procuraria compensar períodos com a inflação abaixo de 2% com períodos em que a inflação permanecesse acima de 2%. Esta estratégia de “compensação” implica estabelecer barreiras muito altas para futuros aumentos das taxas de juros. Finalmente, em 2019 o Fed mostrou que está disposto a apoiar seu objetivo de inflação com ações concretas de política monetária. O presidente do Fed, Jerome Powell, insistiu que existe disposição para tal. Isso significa que um maior alívio da política monetária não pode ser descartado e se tornaria cada vez mais provável se a inflação não subir de acordo com as expectativas do Fed.

Inflação em foco

Nossa opinião é de que os cortes nas taxas de 2019 foram devidas primeira e principalmente à inflação. Outras explicações foram aventadas na época e continuaram a ser propagadas desde então, incluindo “cortes preventivos” como resposta a uma desaceleração global. Essas e outras explicações não são convincentes, a nosso ver, porque não se enquadram nos fatos e nem respondem à pergunta sobre o que levou o Fed a agir além das expectativas de quase todo mundo.

A analogia entre 2019 e os “cortes preventivos” de 1998 parece particularmente inútil. É verdade que existem semelhanças. Por exemplo, o Fed reduziu na mesma magnitude em ambos os anos (0,75%) e havia temores em torno de uma economia emergente nos dois anos (Rússia em 1998, China em 2019). Mas essas semelhanças são ofuscadas pelas diferenças. Uma diferença significativa é que, em 1998, o Fed estava respondendo ao que era, na época, uma preocupação generalizada e crescente sobre os mercados financeiros em geral e as vulnerabilidades

“Nossa opinião é de que os cortes nas taxas de 2019 foram devidas primeira e principalmente à inflação.”

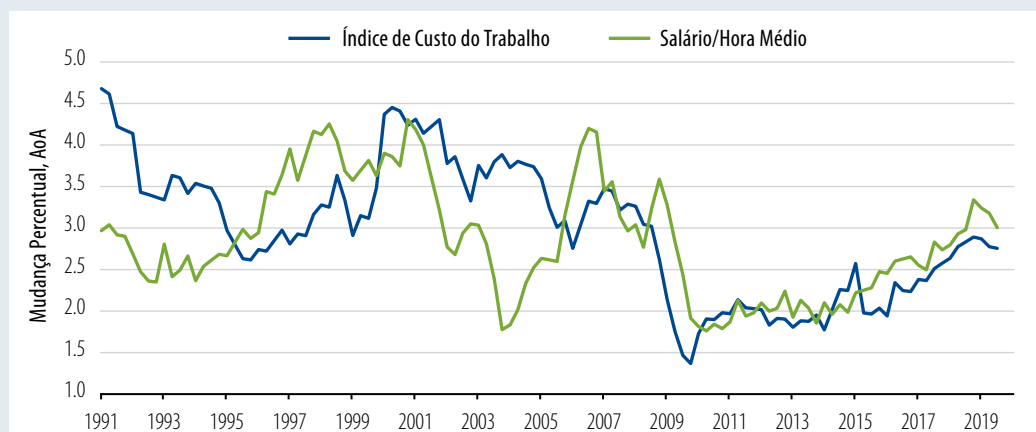


“Em contraste com 2018, quando as perspectivas de aumento da inflação eram favoráveis e o Fed estava subindo os juros de acordo com esse cenário, os dados de inflação em 2019 foram decepcionantes de ponta a ponta”

de investidores alavancados em particular. Quando o Fed reduziu as taxas em setembro de 1998, o S&P500 havia caído 10% do seu pico e grandes perdas forçaram o fechamento do Long Term Capital Management¹. Não é preciso dizer que não ocorreu stress semelhante em 2019. Ao contrário, o S&P500 estava em um nível mais alto no momento do primeiro corte, em julho, do que na época da última alta dos juros.

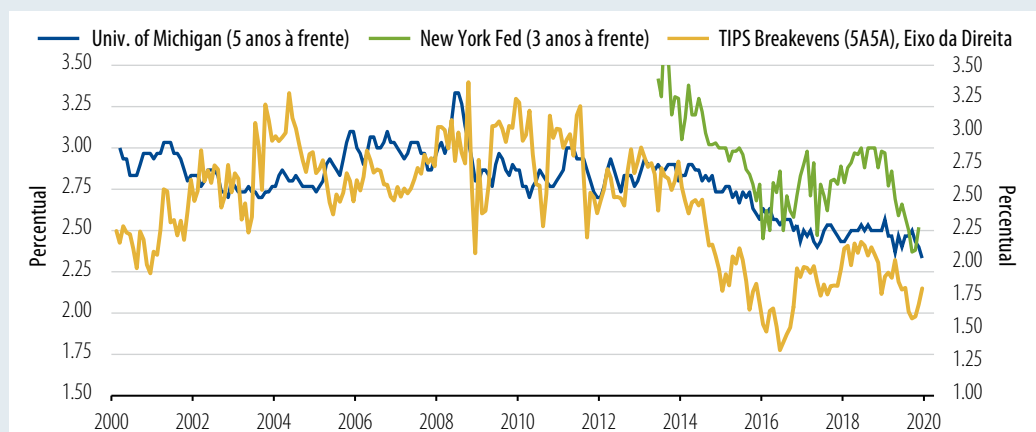
Em vez de “cortes preventivos”, a explicação mais óbvia para os cortes de taxas do Fed em 2019 foi o foco na inflação e, em particular, uma preocupação renovada com a inflação abaixo da meta. Em contraste com 2018, quando as perspectivas de aumento da inflação eram favoráveis e o Fed estava subindo os juros de acordo com esse cenário, os dados de inflação em 2019 foram decepcionantes de ponta a ponta. Destaca-se o platô e a ligeira desaceleração da inflação de salários (Figura 1). Apesar de a inflação de salários não ser explicitamente incluída no mandato do Fed, ela possui elevada importância devido à sua relevância para os trabalhadores e sua conexão com a parte do pleno emprego do mandato do Fed. Também digno de nota foi o declínio nas expectativas de inflação, por exemplo, medidas pelo inflação de breakeven dos títulos atrelados à inflação (TIPS), que terminaram o ano apontando que a inflação futura permaneceria decididamente abaixo do objetivo de 2% do Fed (Figura 2). Finalmente, a medida de inflação preferida do Fed – despesas de consumo pessoal (PCE) – desacelerou em 2019 devido a uma combinação de eventos idiossincráticos, bem como uma redução contínua na inflação de serviços.

Figura 1: Inflação de Salários



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Haver, Bloomberg, New York Federal Reserve. Em 31 Dez 19

Figura 2: Expectativas de Inflação



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Haver, Bloomberg, New York Federal Reserve. Em 31 Dez 19

Tomadas em conjunto, a estabilização dos aumentos salariais, o notável declínio nas expectativas de inflação e as leituras abaixo da meta para o núcleo do PCE sugerem uma perspectiva muito mais complicada para a inflação futura do que o Fed mantinha anteriormente. Essa mudança no cenário para a inflação, em nossa opinião, foi o principal motivador para o Fed cortar as taxas em 2019.

Obviamente, a relação entre a inflação e os cortes nas taxas de 2019 é mais clara com o benefício da retrospectiva. Ao longo do ano, os próprios diretores do Fed deram uma série de explicações confusas para suas ações, muitas vezes achando conveniente citar várias razões ao mesmo tempo. No entanto, por ocasião do corte final em outubro, os outros motivos diminuíram em importância e tudo o que restou foi uma preocupação crescente com a baixa inflação. Naquela reunião, o Fed admitiu que a incerteza sobre os eventos globais havia diminuído e que o crescimento dos EUA continuava bastante resiliente, mas o Fed reduziu as taxas assim mesmo. Em sua última conferência de imprensa de 2019, o presidente Jerome Powell voltou repetidamente ao assunto da baixa inflação, destacando em uma variedade de contextos como a baixa inflação influenciou a decisão de cortar as taxas. Aqui estão alguns exemplos da ênfase de Powell na inflação durante essa conferência de imprensa²:

“Como você pode ver, a inflação mal está subindo, apesar de o desemprego estar nos níveis mais baixos em 50 anos e espera-se que permaneça lá... De fato, precisamos de alguma pressão na inflação para que volte aos 2%.”

“Acreditamos que a política monetária está de alguma forma acomodaticia e achamos que essa é a política apropriada a fim de pressionar a inflação para cima”.

“Isso ressalta, eu acho, o desafio de conseguir que a inflação suba. O Comitê queria que a inflação estivesse em 2%, inequivocamente em 2%, desde que cheguei em 2012. E isso não aconteceu, e é apenas – é porque existem forças desinflationárias em todo o mundo e elas têm sido mais fortes do que, eu acho, as pessoas achavam que eram.”

A mensagem de Powell foi inconfundível: baixa inflação era a chave para entender as ações do Fed em 2019. Em nossa visão, é provável que também seja a chave daqui para frente.

A barra está mais alta para aumentos futuros das taxas de juros

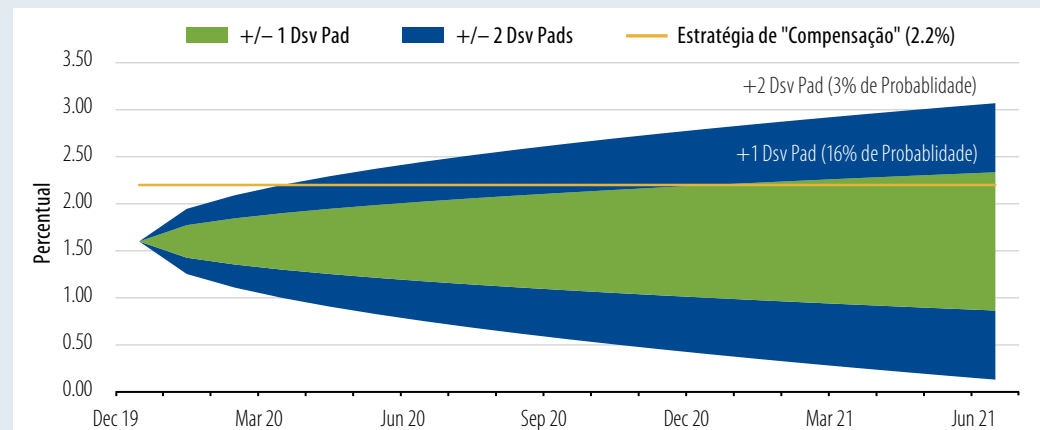
“Então, acho que precisaríamos ver uma mudança realmente significativa na inflação, que fosse persistente, antes de considerar aumentar as taxas como resposta a preocupações relacionadas à inflação.” – Presidente Powell, outubro de 2019

A preocupação com a inflação baixa não apenas desempenhou um papel significativo na motivação dos cortes em 2019, mas também, parece, vão determinar como o Fed pretende conduzir a política monetária daqui para frente. Em particular, vários diretores do Fed têm mencionado a conveniência de uma estratégia de “compensação” em relação à inflação, segundo a qual os períodos de inflação abaixo de 2% deveriam ser compensados por períodos de inflação acima de 2%. Os detalhes de tal estratégia ainda estão sendo debatidos, e pode demorar alguns meses para que as especificidades sejam anunciadas como política oficial do Fed.

Seria um erro, no entanto, esperar o anúncio oficial para adotar esse cenário. De fato, com base em seus comentários recentes, parece que o presidente Powell já adotou uma estratégia de “compensação”. Nas últimas duas conferências de imprensa, Jerome Powell afirmou que, para aumentar as taxas, ele precisaria ver “um aumento realmente significativo na inflação, que fosse persistente”. Dado o ponto de partida da medida de inflação preferencial do Fed (núcleo do PCE em 1,6%), parece justo concluir que uma “subida realmente significativa” deveria levar a inflação para acima de 2%. Também parece justo interpretar a inclusão de “persistente” por Powell nos critérios como uma

“A mensagem de Powell foi inconfundível: baixa inflação era a chave para entender as ações do Fed em 2019.”

Figura 3: Volatilidade do Núcleo do PCE



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Western Asset. Em 31 Dez 19

resposta ao longo período de inflação abaixo da meta. A posição de Powell, que ele já repetiu duas vezes em resposta a perguntas diretas é, portanto, essencialmente adotar uma estratégia de compensação.

A conclusão mais importante é que a estratégia de compensação de Powell define requisitos excepcionalmente duros para aumentos futuros das taxas. Para colocar isso em perspectiva, considere o seguinte cálculo aproximado. Com base nos comentários de Powell, parece razoável supor que o núcleo do PCE precisaria ser de 2,2% ou mais por pelo menos seis meses para justificar um aumento das taxas. (Essas premissas são feitas para serem consistentes com os critérios de inflação mais alta “realmente significativa” e “persistente” de Powell. Mas o ponto aqui é geral e a conclusão provavelmente se manterá sob qualquer formulação final que o Fed faça de sua estratégia de compensação). Além disso, observe que a volatilidade anual do núcleo do PCE nos últimos 20 anos tem sido de 0,6%. Com base nessas premissas e na volatilidade histórica da inflação, há uma chance menor que 7,5% de que os critérios de Powell sejam atendidos até o final de 2020 (Figura 3).

São necessárias três ressalvas para esse cálculo aproximado. Primeiro, Powell teve o cuidado de qualificar seus critérios, dizendo que ainda não são a política oficial. O anúncio oficial poderá ocorrer quando o Fed terminar sua revisão estratégica, que está em andamento, mas até que isso aconteça existe algum risco de arrependimento. Segundo, o Fed poderia teoricamente ser motivado a aumentar as taxas por alguma outra razão que não a inflação, potencialmente para tratar de questões de estabilidade financeira. Dito isto, o risco aqui parece bastante baixo no momento, especialmente porque existem outras ferramentas que o Fed poderia empregar se essas preocupações aumentassem de maneira significativa. Finalmente, esta análise não incorpora uma previsão de inflação, mas simplesmente reflete a volatilidade histórica da inflação. Incorporar uma previsão de inflação obviamente afetaria essas probabilidades. Este é o tópico que abordaremos na próxima seção.

E se a inflação não subir?

Nosso cálculo aproximado foi baseado apenas na volatilidade histórica da inflação. Por conseguinte, não incorpora uma previsão de inflação. Nossa opinião na Western Asset é que é improvável que a inflação suba acima de 2% em um futuro próximo. Como discutimos em um artigo no ano passado, [A queda da inflação pode mover o Fed](#), nem uma análise microeconômica nem macroeconômica indicam um forte argumento para uma aceleração da inflação. As ações do Fed desde que o artigo foi escrito faz com que o argumento macroeconômico para uma aceleração da inflação seja um pouco mais forte na margem. Resta saber se os cortes do Fed serão suficientes, e no momento duvidamos que o sejam. Os ventos desinflacionários globais permanecem firmes e a análise microeconômica não sugere que muita coisa tenha mudado.

“Nossa opinião na Western Asset é que é improvável que a inflação suba acima de 2% em um futuro próximo.”

Nossa perspectiva de que a inflação permaneça abaixo de 2%, juntamente com a barra muito alta estabelecida pelo presidente Powell, sugere que é improvável que o Fed aumente as taxas em 2020. Em particular, dada nossa perspectiva de baixa inflação, a probabilidade de um aumento das taxas devido à inflação parece ser ainda menor que os 7,5% calculados na seção anterior. O que torna essa conclusão ainda mais notável é que há uma margem saudável de segurança em nossa análise. Mesmo que a inflação subisse de alguma forma, e mesmo que excedesse nossas expectativas e atingisse 2% no próximo ano, ainda assim seria insuficiente para gerar uma resposta do Fed.

Uma questão mais complicada é se outro ano de inflação abaixo de 2% poderia motivar o Fed a continuar cortando as taxas. Em outras palavras, 2020 poderia repetir 2019 em termos de cortes do juro? Há razões para duvidar da disposição do Fed de continuar cortando, incluindo o ciclo eleitoral dos EUA, além de uma visão muito dividida no próprio Fed. Além do mais, as perspectivas de crescimento e para os mercados de risco melhoraram recentemente, em parte devido à redução dos riscos políticos e comerciais. Fica difícil para o Fed reduzir as taxas diante dessas perspectivas de crescimento.

No entanto, muitos desses raciocínios poderiam ter sido feitos em vários pontos em 2019, e o Fed cortou as taxas mesmo assim. A experiência de 2019 mostrou que o Fed é realmente capaz de agir para apoiar a inflação e também é capaz de superar as objeções comuns ao fazê-lo. O presidente Powell insistiu que o Fed continua comprometido em elevar a inflação. Ele afirmou ainda que o compromisso do Fed se estende além das palavras e resultará em ações quando necessário. Portanto, parece desaconselhável descartar completamente outros cortes nas taxas. Embora não seja exatamente o cenário base, se o Fed está realmente comprometido em elevar a inflação, pode acontecer de o Fed ser obrigado a cortar novamente em 2020.

Conclusão

Ao refletirmos sobre o que mudou em 2019, somos surpreendidos pelo número de coisas que não mudaram. A recuperação econômica continua em andamento, embora em magnitude não espetacular. O cenário político permanece desafiador, mas não mais do que no início do ano passado, especialmente no que diz respeito à política comercial, onde houve algum alívio recente. E a inflação permanece muito moderada, tanto nos EUA quanto no mundo.

O que parece ter mudado, no entanto, é a disposição do Fed de agir em apoio à inflação. Os três cortes em 2019 surpreenderam quem esperava que a política monetária fosse determinada principalmente pela taxa de desemprego ou pelos mercados de risco. Essa visão era compreensível – afinal, havia descrito com precisão o comportamento do Fed nas duas décadas anteriores – mas foi mais do que impreciso em 2019.

Em contraste com muitos investidores, a Western Asset estava posicionada no lado correto do cenário do Fed em 2019 porque reconhecemos desde o início que havia sido adotado um novo foco na inflação. No futuro, o novo foco do Fed na inflação implica em baixa probabilidade de futuros aumentos das taxas. O presidente Powell deixou isso claro quando afirmou que seus critérios para aumentos de taxas são “um aumento realmente significativo” da inflação, e que seja “persistente”. Finalmente, um novo foco na inflação significa que novos cortes não podem ser totalmente descartados, especialmente se a inflação continuar a desafiar o Fed por permanecer teimosamente abaixo de 2%.

NOTAS FINAIS

- 1 O Long Term Capital Management foi o maior hedge fund de sua época, e que quebrou em função da crise da Rússia.
- 2 <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20191211.pdf>

“No futuro, o novo foco do Fed na inflação implica em baixa probabilidade de futuros aumentos das taxas.”

Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Esta publicação é apenas para fins informativos e reflete as opiniões atuais da Western Asset. A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material são confiáveis, mas não garante sua exatidão. As opiniões representadas não pretendem ser uma oferta ou solicitação com relação à compra ou venda de qualquer valor mobiliário e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. O conteúdo deste material não deve ser considerado conselho de investimento. Funcionários e/ou clientes da Western Asset podem ter posição nos valores mobiliários mencionados. Esta publicação foi preparada sem levar em consideração seus objetivos, situação financeira ou necessidades. Antes de agir com base nessas informações, você deve considerar sua adequação em relação a seus objetivos, situação financeira ou necessidades. É da sua responsabilidade estar ciente e observar as leis e regulamentos aplicáveis do seu país de residência.

A Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada é autorizada e regulada pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil. A Western Asset Management Company Pty Ltd ABN 41 117 767 923 é a titular da Licença Australiana de Serviços Financeiros 303160. A Western Asset Management Company Pte. Ltd. Co. Reg. No. 200007692R é a titular de uma Licença de Serviços de Mercados de Capitais para gestão de fundos e regulada pela Autoridade Monetária de Cingapura. A Western Asset Management Company Ltd é um Operador de Negócios de Instrumentos Financeiros registrado e regulado pela Agência de Serviços Financeiros do Japão. A Western Asset Management Company Limited é autorizada e regulamentada pela Financial Conduct Authority ("FCA"). Este material tem como objetivo ser distribuído apenas para Clientes Profissionais se for considerado uma promoção financeira no Reino Unido e nos países da EEA conforme definido pelas regras da FCA ou da MiFID II.