

**KEN LEECH**

Western Asset's Global Chief Investment Officer

Comentário de Mercado

NOVEMBRO 2017

- Jerome Powell será o novo presidente do Fed, sucedendo Janet Yellen em fevereiro de 2018
- Powell é considerado dovish e espera-se que continue com a trajetória de Yellen de aumentos muito graduais das taxas de juros.
- Na sequência da crise financeira, este período atual representa o experimento monetário mais agressivo que testemunhamos em grande parte do mundo desenvolvido.
- Fomos surpreendidos pela inflação baixa nos EUA, mesmo à luz de uma recuperação no crescimento global e continuamos a acreditar que esta é uma inflação adiada, não abortada.
- Mesmo com as taxas de curto prazo subindo, a parte longa da curva de juros permaneceu ancorada.
- A boa notícia é que a melhora no crescimento global reduziu os obstáculos ao crescimento dos EUA. Se permanecer, a inflação deve retomar uma tendência de alta.
- Neste ponto, acreditamos que os formuladores da política monetária tem sido sábios em caminhar lentamente, e avaliamos que Jerome Powell é uma boa escolha tendo esse procedimento em mente.

**MELHOR
GESTOR
RENDA FIXA
2016**

Em 2 de novembro, o presidente Donald Trump nomeou Jerome Powell como o próximo presidente do Federal Reserve (Fed), sucedendo Janet Yellen. Isso confirmou nossa tese de que a Administração Trump procuraria candidatos do Fed que fossem 1) pró-crescimento, 2) confortáveis com baixas taxas de juros de curto prazo, 3) abertos a uma abordagem mais leve com relação à regulamentação financeira e 4) membros do Partido Republicano. Ainda assim, quando John Bellows destacou especificamente Jerome Powell como o homem a acompanhar em nossa nota de agosto sobre o Fed, (Figura 1), parecia um call muito ousado, considerando um campo tão congestionado, uma Administração imprevisível e um candidato com nome pouco reconhecido. Na verdade, durante grande parte de agosto e setembro, muitos artigos especulando extensivamente sobre uma ampla variedade de potenciais candidatos sequer mencionavam Powell.

Figura 1*A escolha do Presidente Trump para a presidência do Fed*

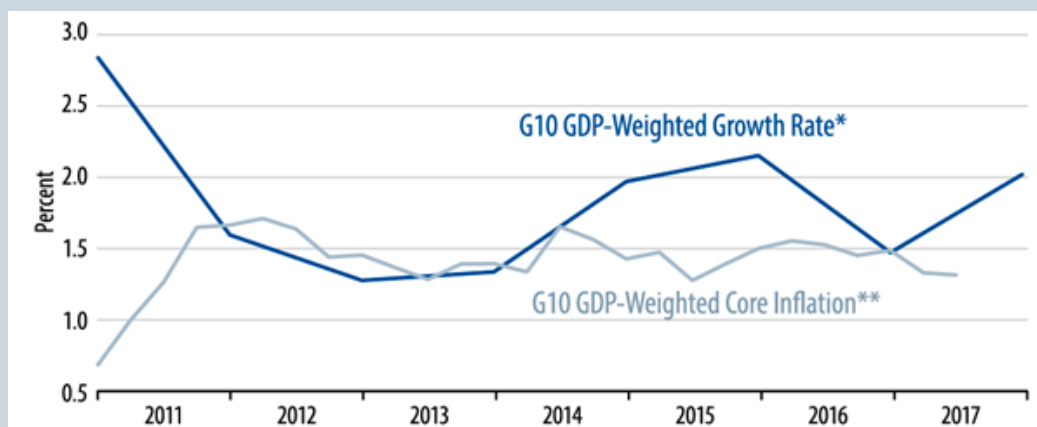
“Com a maioria dos candidatos frequentemente mencionados apresentando claras desvantagens, Trump pode estender sua busca de alguma forma. Uma pessoa que pode ser adequada... é Jerome Powell”.

~John Bellows, Agosto/2017

Esta nomeação representa continuidade em relação ao Fed de Ben Bernanke e de Janet Yellen. Avaliamos que o processo de elevação das taxas dos Fed Funds continuará a partir do início do ano que vem. Muito dependerá da nomeação dos diretores do Fed de acordo com nossa hipótese mais dovish, mas com o crescimento que permanece acima da tendência, o desemprego claramente abaixo do objetivo do Fed e as perspectivas de um corte significativo de impostos, a continuidade de aumentos muito graduais das taxas de curto prazo parece óbvia.

Avaliamos que este é o curso correto. Nunca vimos um experimento monetário tão agressivo como o que estamos testemunhando em grande parte do mundo desenvolvido após a crise financeira. Políticas experimentais podem ter consequências imprevistas. Sempre há efeitos defasados de longo prazo. Com a inflação nos EUA e no mundo desenvolvido bem abaixo dos objetivos de política monetária (um padrão onipresente de 2%), os bancos centrais tem sido prudentes em avançar no caminho da normalização da política monetária de forma muito cautelosa. A Figura 2 mostra o crescimento econômico e a inflação no mundo desenvolvido (G10) após a crise. A boa notícia é que o crescimento firmou-se, embora desde um nível muito baixo. A inflação, no entanto, continua excepcionalmente baixa. Esta foi uma grande surpresa no cenário econômico deste ano. Na verdade, Janet Yellen chamou-o de “enigmático”.

Figura 2
Inflação e Crescimento nas economias desenvolvidas



Fonte: IMF, J.P. Morgan. *Em 13 de novembro de 2017 **Em 30 de junho de 2017

Nós temos avaliado que o processo de elevação da inflação e a resultante normalização da taxa de juros seriam muito, muito lentas. No entanto, até nós ficamos surpresos com o nível da inflação nos EUA, ignorando a recuperação do crescimento global. Continuamos a acreditar que esta inflação está apenas adiada, não abortada. Ainda assim, deve-se respeitar as evidências. Nos EUA, o núcleo da inflação de consumo não ficou acima do objetivo do Fed de 2% desde 2012. Com uma inflação atual de 1,3%, a necessidade de aumentar de forma preventiva as taxas de juros não parece fazer sentido.

A perspectiva de crescimento dos EUA para 2018 parece ser outro ano de crescimento de mais de 2% - e, com um grande corte de impostos, talvez ainda melhor. Essa força cíclica pressagia uma recuperação significativa nas taxas de juros de longo prazo? Nós avaliamos que não. Nossa visão sempre foi que a história das taxas de juros de longo prazo é apenas a história da inflação de longo prazo. Em muitos ciclos de recuperação do passado, a inflação subiu em consonância com o ciclo e, assim, basear as previsões de taxas de longo prazo em função das previsões dos ciclos econômicos funcionou razoavelmente bem. Mas em um mundo altamente desinflacionário, no qual estamos vivendo desde a virada do século, a dinâmica da inflação não tem seguido as forças cíclicas. Adicione o peso da dívida global a esse cenário e um aumento acentuado das taxas de juros nos mercados desenvolvidos não parece provável.

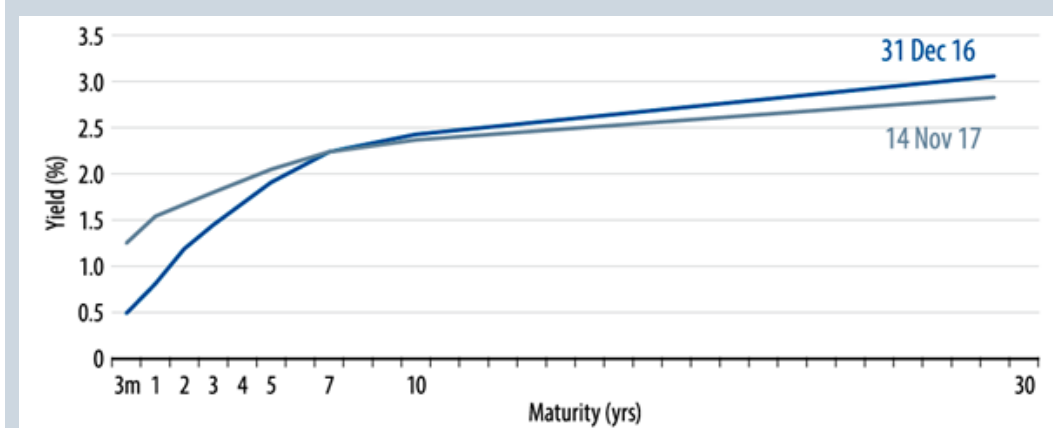
Uma nota adicional de cautela é sugerida pelo achatamento da curva de juros. Historicamente, a curva de juros tem o melhor sucesso preditivo de todos os “principais indicadores econômicos”. De fato, a curva de juros tem sido frequentemente chamada de a “Cassandra” dos indicadores econômicos. De acordo com o mito grego, as previsões de Cassandra sempre se mostravam corretas, ainda que nunca nelas se acreditasse. E assim tem sido com o achatamento da curva de juros. Isso ocorre frequentemente quando o Fed está apertando a política monetária. O Fed faz isso com base nas evidências econômicas que possui. A sabedoria financeira prevalecente nesses momentos é invariavelmente favorável a esta política. Quando a curva de juros se achata de forma significativa neste processo, parece que ou o Fed ou o mercado estão errados. Então, para manter a política de aumento dos juros, o Fed e a comunidade financeira devem apresentar uma explicação altamente plausível de por que “desta vez é diferente”.

No ciclo da internet, segundo as premissas da “Nova Economia”, a curva de juros invertida no ano 2000 estava equivocada na previsão de uma potencial desaceleração em função da elevação dos juros por parte do Fed. No período 2005-2006, foi o “enigma” ou o “excesso de poupança” que explicou por que a curva de juros não teria valor preditivo. O Fed levou os Fed Funds para 5,25%, convencido de que a economia tinha

pouco risco de desaceleração. A verdade nua e crua é que quando o Banco Central está elevando juros em um ambiente de sério achatamento da curva de juros, deve apresentar uma narrativa para explicar por que a curva de juros está errada. Caso contrário, racionalmente se deduz que o Fed deve parar de elevar os juros. Em cada ciclo, essa narrativa é reproduzida. Parece plausível. Afinal, a evidência é de que a economia está crescendo, por isso é fácil descartar os avisos de Cassandra.

A Figura 3 mostra as curvas de juros das Treasuries agora e no início do ano. Mesmo com a taxa básica tendo sido elevada firmemente, a parte longa da curva de juros permaneceu ancorada. O spread entre os títulos de 2 e 30 anos reduziu-se em 71 pontos base. Claramente, a curva de juros está começando a sinalizar cautela. Sim, há argumentos sérios sobre por que a ponta longa está sinalizando de maneira errada. “Essas taxas foram artificialmente contidas pelas compras do Banco Central”. Ou, “o spread em relação a outros mercados desenvolvidos mantém estas taxas artificialmente baixas”. Talvez. Mas, para nós, as taxas que o Banco Central efetivamente controla são as de curto prazo, enquanto para os títulos com vencimento longo os investidores continuam a ter escolha livre. Tomamos o sinal de alerta da curva de juros a valor de face.

Figura 3
Curvas de Juros das Treasuries



Fonte: Factset, em 14 novembro de 2017

A boa notícia, de nosso ponto de vista, é a melhora do crescimento global. Isso reduziu os obstáculos para o crescimento dos EUA. Se sustentado, a inflação deve retomar uma tendência de alta. Mas este continua a ser um processo global muito lento, mesmo em meio a uma melhoria cíclica dos EUA. Os formuladores de política monetária tem sido sábios em ir devagar. Pensamos que Jerome Powell é uma boa escolha com esse cenário em mente.

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.

Prêmio Troféu Benchmark – Melhor Gestor de Renda Fixa 2016 - Revista Investidor Institucional, edição de Fevereiro 2017 – maiores informações sobre a apuração da premiação podem ser obtidas na própria revista. A premiação não se refere a nenhum fundo em específico.

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.

Caso a solução apresentada pelo SAC não tenha sido satisfatória, acesse a Ouvidoria da Western Asset pelos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5088, em dias úteis, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br; 3) e-mail ouvidoria@westernasset.com; ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

© 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, 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.