

## O novo presidente do Fed e os próximos passos da política monetária nos EUA



### John L. Bellows, PhD

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

U.S. Department of the Treasury  
Acting Assistant Secretary de  
Política Econômica; deputy  
Assistant Secretary de Análise  
Macroeconômica, Senior Advisor  
no Escritório de Política Econômica,  
2009 - 2011

Universidade Berkeley, California  
PhD em Economia

Dartmouth College,  
Bacharel em Economia, Magna  
Cum Laude

*Nesta entrevista, o Portfolio Manager e analista da Western Asset, John Bellows, discute sobre o novo presidente do Fed e os próximos passos da política monetária nos EUA.*

#### **P: Quais mudanças você espera nas previsões do Fed, que serão publicadas na reunião de março?**

R: Parece provável que o Fed atualize suas previsões de crescimento, o que seria consistente com o comentário positivo na ata da reunião do FOMC de janeiro. O presidente Powell destacou o futuro estímulo fiscal como um fator de impulso para a economia dos EUA, acrescentando que isso aumentará a demanda de forma significativa. No entanto, não está claro que terá alguma implicação para as previsões de inflação, que deverá aumentar talvez apenas um décimo ou dois. A inflação tem ficado persistentemente abaixo do objetivo do Fed nos últimos anos, apesar do maior crescimento observado, e alguns décimos adicionais de inflação em 2018 provavelmente não serão suficientes para mudar materialmente essa dinâmica.

O Fed já havia previsto três aumentos das taxas de juros para 2018. Desde a reunião de dezembro, o mercado precificou completamente estes três aumentos e a maioria dos analistas começou a prever quatro elevações em 2018. Os comentários do presidente Powell em seu primeiro testemunho diante do Congresso sugerem que o Fed também aumentará sua previsão para a elevação das taxas de juros, provavelmente até quatro aumentos em 2018. Especificamente, em resposta a uma questão sobre a previsão de número de aumentos, Powell citou todos os pontos que mudaram desde dezembro. Digno de nota, todas as mudanças citadas foram positivas para as perspectivas, incluindo estímulos fiscais e melhores dados sobre crescimento e inflação. Ele não deu nenhum motivo para que esses desenvolvimentos positivos não se refletissem na previsão de aumentos de taxas. Apesar de Powell dizer que não iria fazer previsões, sua resposta de fato sugere um aumento na previsão de elevação das taxas, o que colocaria o FOMC em linha com os analistas que preveem quatro aumentos.

#### **P: O aumento dos déficits está acontecendo no fim do ciclo econômico. Isso não será inflacionário?**

R: Avaliamos que o foco na taxa de desemprego está exagerado. Como Yellen argumentou durante todo seu mandato como presidente do Fed, a taxa de desemprego pode ser um indicador enganoso. A relação emprego-população é um indicador melhor do aperto no mercado de trabalho. Esta proporção sugere que existe cerca de um a três milhões de trabalhadores mais velhos que podem ser aproveitados para os postos de trabalho disponíveis e, por conseguinte, continua a haver uma folga considerável. Powell enfatizou este ponto em seu depoimento.

Em seu testemunho, Powell disse duas coisas adicionais sobre o mercado de trabalho que sugerem que ele compartilha a visão da folga remanescente. Primeiro, disse que sua ideia de "pleno emprego" é "4% baixo, mas que pode ser 3%". Isso está abaixo da previsão mais recente do FOMC (4,6%) e significa que ele acredita que a taxa de desemprego pode se mover ainda mais para baixo sem necessariamente causar inflação. Em segundo lugar, Powell também mencionou que a taxa de desemprego no Japão está no nível de 2%, então precisamos estar abertos para a ideia de que o pleno emprego implique em um nível de desemprego ainda mais baixo do que o que é hoje.

#### **P: Se a inflação de salários de fato aumentar, como aconteceu no relatório de emprego mais recente, isto significa necessariamente um aumento da inflação dos preços ao consumidor?**

R: A relação entre a inflação de salários e a inflação dos preços ao consumidor é bastante fraca. Em meados da década de 1990, a inflação de salários acelerou, enquanto a inflação dos preços ao consumidor reduziu-se, devido a uma melhora na produtividade. Alan Greenspan manteve as taxas de juros estáveis durante

este período, e seu “insight” sobre o aumento da produtividade lhe valeu o apelido de “O Maestro”. Além disso, as margens de lucro das empresas hoje estão elevadas em relação à sua média histórica. Isso fornece outra dimensão para um possível ajuste. Se as margens de lucro absorverem parte do aumento dos custos trabalhistas, os preços podem ser mantidos inalterados.

**P: Qual seria o efeito da proposta do Departamento de Comércio de uma tarifa de 20% sobre as importações de aço? Isso não seria inflacionário?**

R: Esta é uma tese popular – a de que tarifas levariam à inflação – mas avaliamos que não está correta por três razões. Em primeiro lugar, as tarifas mais elevadas causariam um aumento único no nível de preços. Mas inflação é, por definição, um processo contínuo; portanto, um choque único não aumenta a inflação, a menos que seja repetido de forma contínua. Em segundo lugar, é provável que preços mais elevados pesem sobre a demanda, levando potencialmente a um crescimento mais lento e menor inflação. Finalmente, as restrições ao comércio internacional podem representar desafios significativos para muitas empresas com cadeias de suprimentos globais, para não mencionar os países dependentes das exportações, o que pesa ainda mais sobre o crescimento e a inflação globais. Dado o alto nível de interligações na economia mundial e nos mercados financeiros, os EUA podem ser afetados negativamente por essas condições mais desafiadoras.

**P: O Fed moveu suas estimativas de  $r^*$  para níveis muito menores nos últimos anos. No entanto, recentemente, o Fed pareceu excessivamente pessimista e o crescimento excedeu suas previsões. É tempo do Fed admitir que eles também estavam errados em relação a  $r^*$ ? Você espera uma atualização do  $r^*$  nas previsões do Fed?**

R: É prematuro começar a falar sobre atualizar  $r^*$ . Lembre-se de que o  $r^*$  reflete as tendências de longo prazo do crescimento e da inflação. Os fatos que fizeram com que o Fed baixasse suas previsões de longo prazo ainda estão valendo – níveis elevados de dívida global e envelhecimento da população, entre outros. Dois ou três trimestres de crescimento melhor não serão suficientes para mudar a visão do Fed neste ponto. Além disso, uma das principais razões para que o  $r^*$  fosse rebaixado é que a inflação permaneceu abaixo do objetivo de 2%, embora a política monetária fosse bastante acomodatória. Para estimular uma verdadeira reavaliação de  $r^*$ , deveria haver uma mudança maior na inflação, o que simplesmente não aconteceu ainda.

**P: O comunicado do FOMC em janeiro incluiu a palavra “mais” (“further”) em referência ao ciclo de elevações das taxas de juros. Esse seria o começo de uma mudança hawkish?**

R: Essa mudança no comunicado pode ter recebido mais ênfase do que merecia. Sabemos, a partir da ata da reunião, que, de fato, o FOMC pretendia sinalizar um pouco de otimismo, mas que tinha intenção de fazê-lo de maneira muito suave. O FOMC continuou a caracterizar o ritmo do ciclo de altas como “gradual”, e muitos continuaram a defender paciência no ritmo das elevações de taxas. Em geral, as comunicações recentes não refletem um Comitê hawkish. Finalmente, eles optaram por dizer “mais”, e NÃO “mais rápido”. Novamente, acrescentar a palavra “mais” foi uma mudança intencional, mas foi suave e talvez não valesse todo o foco subsequente recebido.

**P: O balanço do Fed está programado para diminuir a uma taxa crescente durante o próximo ano. Que impacto você espera?**

A normalização do balanço está apenas começando, e o impacto ainda está por ser visto. O Fed não renovou US\$ 30 bilhões de títulos que venceram no 4TRI2017. O ritmo de não renovações está programado para aumentar em US\$ 30 bilhões por trimestre até outubro, altura em que este ritmo será de US\$ 150 bilhões por trimestre. A não renovação continuará nesse ritmo até que o balanço esteja em algum nível entre US\$ 2,5 e US\$ 3,5 trilhões, o que pode significar dois ou três anos adicionais. Tudo considerado, estão programados US\$ 450 bilhões de títulos não renovados ao final de 2018, e outros US\$ 600 bilhões programados para 2019.

A normalização do balanço foi completamente comunicada e não surpreenderá ninguém. A visão do Fed

é de que mudanças de política amplamente antecipadas terão impacto limitado no mercado financeiro. O anúncio, em setembro passado, do início da não renovação pareceu validar essa visão, já que quase não houve reação dos mercados ao anúncio em si, dado que tinha sido bem comunicado anteriormente. No entanto, a normalização é sem precedentes e não ocorre sem riscos. Nenhum banco central saiu com êxito de uma flexibilização quantitativa. É possível que a retirada de liquidez cause impactos maiores do que os previstos, especialmente porque o mecanismo através do qual o Q.E. afeta o mercado é pouco compreendido. Outro risco é que, agora que o Fed iniciou a normalização, será difícil voltar atrás, o que significa que o Fed estará comprometido com o aperto constante nos próximos anos.


Finalmente, há alguns detalhes que ainda precisam ser definidos. Um deles é o tamanho final do balanço patrimonial. Outro é a composição do balanço – somente títulos do Tesouro, ou um certo mix entre títulos do Tesouro e MBS? Somente títulos de curto prazo ou uma combinação de títulos de curto e longo prazos? Esses detalhes serão importantes, embora seja muito cedo para que o Fed tome decisões finais sobre isso.

**P: Os membros votantes do Comitê neste ano são, sem dúvida, mais hawkish do que no ano passado. Especificamente, Mester (Cleveland) é mais hawkish, enquanto no ano passado Kashkari (Minneapolis) e Evans (Chicago) eram mais dovish.**

R: A composição dos membros votantes do FOMC não tem feito muita diferença recentemente. Em dezembro passado, dois membros dovish do Comitê (Evans e Kashkari) foram dissidentes em votações, mas foram insuficientes para mudar o passo da política monetária. Quanto a este ano, ainda existem membros dovish que estarão votando, incluindo Lael Brainard, membro votante permanente e Rafael Bostik. Mais importante ainda, como muitos participantes do FOMC enfatizaram, o rumo da política monetária será determinado por quem traz os melhores argumentos para a reunião, além dos dados econômicos. A importância individual dos membros votantes é pequena e sem importância em relação ao processo como um todo.

Signatory of:



 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.



Este material de divulgação 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. As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste Material de Divulgação, constituem julgamento dos gestores da 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 de divulgação são confiáveis, mas não garante sua exatidão. O conteúdo deste material de divulgação 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 no Formulário de Informações Complementares do Fundo local. 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 é signatária dos 6 princípios do Principles of Responsible Investment "PRI", uma organização sem fins lucrativos apoiada pelas Nações Unidas e principal responsável pelas propostas de Investimento responsável. A Western Asset se compromete em adotar e implementar estes princípios quando consistentes com nossas responsabilidades fiduciárias e em contribuir com o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável.

O reconhecimento Best Places to Work, concedido pela Pensions & Investments, se refere ao mercado norte-americano. Para participar do processo de pesquisa, a empresa precisa: ter sede nos Estados Unidos; ter mais de 20 funcionários no país; estar funcionando a mais de um ano e; ter mais de US\$ 100 milhões sobre gestão. A avaliação é feita através das respostas de um questionário preenchido pela empresa e outro pelos colaboradores.

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, 1.455, 15º andar, cjt 152 - São Paulo - SP - 04543-011

Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários CVM - Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2018. 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 de divulgação não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.