

***Tapering*: Federal Reserve deve manter plano de voo cauteloso**

Constantin Jancsó

O Federal Reserve confirmou o início do *tapering* para novembro. De acordo com o comunicado publicado após a última reunião do FOMC, as compras de ativos mensais serão reduzidas de US\$ 120 bilhões atuais para US\$ 105 bilhões¹, com reduções mensais adicionais da mesma magnitude até zerar o programa de compras, a partir de junho de 2022. Nosso cenário base segue a sinalização do Fed da semana passada.

Projetamos a primeira alta de juros na virada do terceiro para o quarto trimestre do ano que vem. Entretanto, acreditamos que o Fed tomará o cuidado de sinalizar este movimento com grande antecedência, buscando evitar movimentos mais bruscos no mercado. Eventuais desvios de rota exigirão evidências de uma inflação mais persistente, o que nos parece improvável por ora, a menos que o mercado de trabalho se mostre mais apertado e com mais pressões sobre os salários do que o esperado.

Os programas de compras de ativos como instrumento de política monetária começaram após a crise financeira global de 2008. Além de ser uma forma de aplicar estímulo monetário quando a taxa de juro cai para próximo de zero, o programa foi inicialmente desenhado para dar suporte ao mercado de ativos lastreados em hipotecas (MBS²), epicentro daquela crise. Naquela primeira fase do QE (*quantitative easing*), o Federal Reserve adquiriu US\$1,25 trilhões em títulos lastreados em hipoteca e mais US\$175 bilhões em títulos emitidos pelas agências federais, além de US\$ 300 bilhões em *Treasuries*.

Ações posteriores do QE foram direcionadas mais fortemente para o mercado de *Treasuries*, com o objetivo de influenciar a inclinação da curva de juro. No QE2, o Fed adquiriu mais US\$ 600 bilhões em *Treasuries*. Pouco depois, implementou a Operação *Twist*, onde o Fed passou a adquirir títulos de longo prazo enquanto vendia títulos mais curtos, com o objetivo explícito de influenciar a inclinação da curva de juros. No QE3, o Fed voltou a comprar títulos do mercado: pouco mais de US\$ 1,6 trilhão – aproximadamente metade em *Treasuries* e a outra metade em MBS emitidos pelas agências federais.

A primeira redução das compras de ativos – ou *tapering* – foi anunciada em meados de 2013, surpreendendo os mercados e deflagrando o chamado *taper-tantrum* daquele ano. A iniciativa resultou em forte aumento na inclinação das curvas, valorização do dólar e volatilidade nas bolsas e em outros ativos de risco. As compras de ativos começariam a ser reduzidas de fato apenas no início do ano seguinte (em parte por conta da própria reação inicial do mercado), e seriam zeradas em outubro.

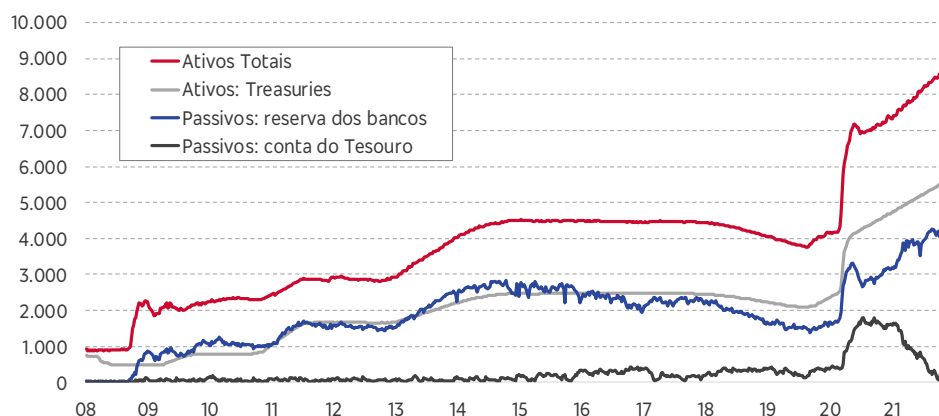
No total, os ativos no balanço do Fed mais do que quadruplicaram entre a crise de 2008 e o fim do QE em 2014, para então permanecer estável em pouco menos de US\$4,5 trilhões até 2018. A partir daquele ano, o Fed deu início a um processo de gradual redução dos ativos ao não reinvestir os vencimentos de sua carteira.

¹ Sempre mantendo a proporção das compras de 2/3 em *Treasuries* e 1/3 em títulos lastreados em hipotecas das agências federais Fannie Mae e Freddy Mac.

² *Mortgage backed securities*.

Gráfico 1: Balanço do Federal Reserve: Contas Seleccionadas

US\$ bilhões



Fonte: Federal Reserve, Bradesco

No início da pandemia, o Fed efetuou intervenções maciças em diversos mercados para garantir que continuassem funcionando normalmente, aumentando seus ativos totais de pouco mais de US\$ 4 trilhões para US\$ 7 trilhões. Com o juro novamente em zero, o Fed também voltou a recorrer ao QE como instrumento de estímulo monetário, dando início às compras mensais de US\$ 120 bilhões que começarão a ser reduzidas este mês.

Para os mercados, é um momento decisivo. O desconforto com a inflação e o debate se ela é de fato transitória, como tem argumentado o Fed, é crescente. Após mais de uma década de política monetária altamente estimulativa, fala-se sobre a possibilidade de sua normalização, ainda que tampouco haja consenso sobre o que seria uma política monetária normal. Há os que traçam paralelos entre a situação atual e a gestão de Arthur Burns na presidência do Fed (1970-78), período da Grande Inflação³, que só seria controlada após o choque de juros sob a Presidência do Fed de Paul Volcker (1979-87). Por outro lado, a memória da última década ainda é forte, com inflação estruturalmente baixa, fazendo com que o principal desafio para os bancos centrais tenha sido evitar a deflação num mundo de juros zero.

Juros persistentemente baixos são um fator chave para explicar os valuations das bolsas e o desempenho de diversos outros ativos. Descontar fluxos de caixas futuros a taxas de juro baixas resulta em valores presentes mais elevados, enquanto os juros reduzidos implicam em custo de oportunidade baixo e garantem a viabilidade de diversos projetos de investimento que não se sustentariam sob outras circunstâncias.

O desafio para os formuladores de política monetária em todo o mundo é grande. O temor é que erros possam resultar em acidentes para ambos os lados. Se os bancos centrais não fizerem o suficiente, corre-se o risco de uma surpresa inflacionária persistente, corroendo o valor real de ativos, com implicações importantes em termos de transferência de riqueza entre gerações e segmentos da sociedade. Se exagerarem na dose, o risco é inviabilizar negócios e investimentos, correndo o risco de trazerem a economia de volta à armadilha de deflação e baixo crescimento do início da década passada e, de certa forma, repetirem a experiência do Japão desde os anos 90.

³ Em especial por conta da combinação de preços das commodities elevados, pressões de custos, aceleração dos salários, política fiscal expansionista e política monetária estimulativa.

Por este motivo, a condução da política monetária deve permanecer extremamente cautelosa. O *tapering* se dará de forma lenta e controlada. E vale lembrar que durante o *tapering*, o Fed está reduzindo a dose de liquidez sendo injetada na economia de forma bastante cautelosa. Observando o gráfico 1 acima, a inclinação das curvas de ativos totais e *Treasuries* será gradualmente reduzida até se tornar horizontal em meados de 2022. A discussão sobre uma eventual redução dos ativos não é sequer cogitada no momento e, quando se materializar, deve repetir a experiência de 2018-20.

Para se avaliar as consequências do *tapering*, é importante também verificar o que tem ocorrido com os passivos do Fed. O gráfico 1 também é informativo neste sentido. No início da pandemia, na prática, as compras de títulos pelo Fed constituíram uma forma de financiamento monetário ao Tesouro. O saldo da conta do Tesouro junto ao Fed aumentou fortemente durante a intervenção inicial do Fed. Com o aumento dos desembolsos do Tesouro durante a pandemia, este saldo se “normaliza”. Vale lembrar que este movimento também tem a ver com o Tesouro administrando os efeitos do teto da dívida, acumulando ativos e preservando caixa enquanto era possível, utilizando estes recursos a partir de julho, quando o teto limitou sua capacidade de emitir dívida nova.

Mas o que chama a atenção é que a principal contraparte do aumento de ativos do Fed ao longo da pandemia foi o aumento da reserva bancária. Em última instância, o aumento da liquidez foi absorvido principalmente pelos bancos, que aumentaram seus depósitos voluntários junto ao Fed. Desde o início da pandemia, o Federal Reserve zerou o depósito compulsório dos bancos (março 2020) e remunera todos os depósitos de reserva bancária voluntária (atualmente, em 0,15% ao ano).

Em um primeiro momento, o impacto do *tapering* sobre a economia real deve ser reduzido. Se de um lado, o Fed reduzirá o ritmo de acúmulo de ativos, o principal efeito deve ser a redução proporcional na velocidade de crescimento dos depósitos voluntários de reserva bancária. Mas além de efeitos sobre as expectativas, não há por que esperar por reduções significativas dos níveis de liquidez que levem a mudanças no comportamento dos agentes econômicos.

A principal questão para os mercados é o timing das futuras elevações do juro. Por ora, o mercado precifica o início do ciclo de alta para o segundo semestre de 2022. Metade dos diretores do Federal Reserve também projeta ao menos a primeira alta de juro para o ano que vem. Assim, o consenso ainda é de apenas uma alta em 2022, mas o mercado tem precificado probabilidade crescente de duas ou até três altas no próximo ano.

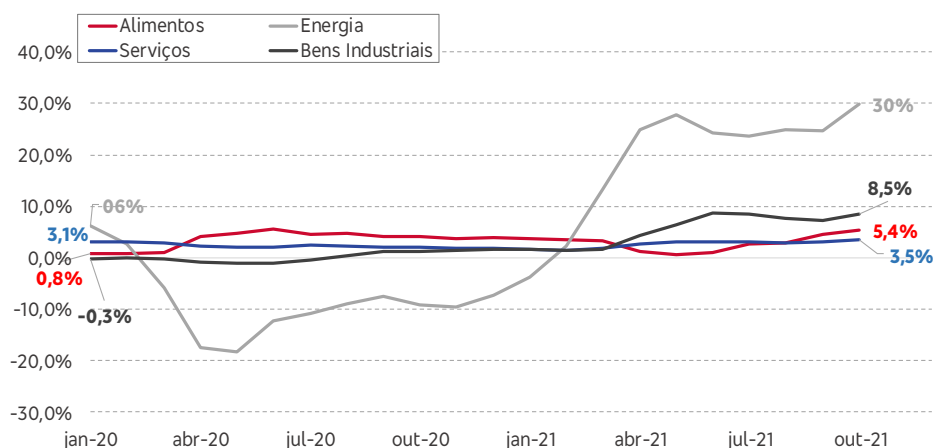
Nossa projeção para o crescimento dos EUA é de 6,1% e de 4,5% em 2021 e 2022, respectivamente. A demanda permanece robusta, mas restrições pelo lado da oferta implicam em riscos baixistas para o crescimento, sem que isso produza alívio nas pressões inflacionárias. O desconforto crescente com a inflação e a percepção de que as pressões sobre os preços estão se espalhando e se tornando mais persistentes tem levado o mercado a precificar a probabilidade crescente mais de uma alta de juro no próximo ano. Havia expectativa de que o Fed pudesse sancionar tal visão na última reunião do FOMC, mas, por ora, o Fed manteve o diagnóstico de que o momento atual resulta, provavelmente, de fatores transitórios.

Esta cautela deve persistir ao longo dos próximos meses. No comunicado divulgado após o FOMC, o Fed até deixou a porta aberta para acelerar o *tapering* em caso de necessidade, mas como os próprios diretores do Fed têm reafirmado, a barra para se justificar o *lift-off* é mais elevada do que para dar início ao *tapering*.

Mais de uma alta de juro no ano que vem só deve ocorrer se a inflação persistir no patamar atual de 6%. Para que isso ocorra, ou os choques dos últimos anos (em especial em commodities, energia e preços industriais) terão que se repetir em magnitude parecida – o que nos parece improvável – ou as pressões inflacionárias terão que se espalhar de forma generalizada pela economia.

Gráfico 2: Componentes da Inflação ao Consumidor (CPI)

% em 12 meses



Fonte: BLS, Bradesco

Um evento inflacionário mais amplo nos EUA depende principalmente da dinâmica do mercado de trabalho e do comportamento dos salários. Por ora, o diagnóstico ainda é incerto. De um lado, o salário médio no setor privado como um todo tem basicamente acompanhado a inflação. Mas as restrições de oferta de mão de obra têm resultado em ganhos reais expressivos em alguns setores – sendo que o setor de lazer, turismo e entretenimento (*hospitality*) é o que mais chama atenção. Afinal, trata-se de um dos setores que mais gera empregos na economia americana.

Tabela 1: Variação do salário/hora para cargos de produção e não-gerenciais

% a.a

	ago/21	set/21	out/21	Desde a Pandemia (anualiz)
Total Setor Privado	4,8%	5,5%	5,8%	5,7%
Industria de bens	4,8%	5,5%	5,3%	4,2%
Mineração e Extrativa Vegetal	4,3%	3,7%	3,8%	1,2%
Construção	4,5%	5,9%	5,2%	4,0%
Indústria	5,0%	4,9%	5,4%	4,5%
Bens Duráveis	5,1%	5,0%	5,2%	4,4%
Bens não duráveis	4,9%	4,8%	5,6%	4,8%
Serviços	4,9%	5,5%	5,8%	6,0%
Comércio, transportes e SIUP	4,8%	5,8%	5,8%	5,2%
Comércio atacado	3,6%	4,2%	4,6%	4,4%
Varejo	5,2%	5,3%	5,2%	6,3%
Transportes e Armazenagem	4,8%	8,5%	8,2%	5,2%
Utilities	2,8%	3,0%	3,1%	3,9%
TI	1,2%	0,8%	1,0%	3,8%
Financeiro	3,7%	3,7%	3,8%	5,2%
Serviços profissionais	4,8%	5,5%	6,6%	6,0%
Educação e Saúde	6,7%	7,2%	7,2%	6,5%
Lazer e hospitalidade	12,1%	11,6%	12,4%	7,0%
Outros	3,7%	3,5%	4,1%	4,9%

Fonte: BLS, Bradesco

Por ora, nosso cenário base é o de que a normalização da política monetária avançará conforme o plano de voo do Federal Reserve. As compras de ativos serão zeradas em junho de 2022 e o Fed elevará a taxa básica de juro pela primeira vez no quarto trimestre do ano que vem, com altas adicionais a cada duas reuniões do FOMC (ou seja, uma alta de 0,25 p.p. por trimestre). Os fatores que poderiam levar o Fed a acelerar o passo (e que teriam consequências mais significativas para os preços dos ativos em outros mercados, inclusive emergentes) provavelmente passariam por uma dinâmica mais forte do que o esperado no mercado de trabalho, implicando em persistência nas altas dos salários e da inflação em geral.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatianny Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Thiago Coraucci de Angelis / Vitor Vidal Costa Velho

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Gabriel Sartor Ganzarolli / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

economiaemdia.com.br

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)