

Estados Unidos: Provável início do *tapering* ainda em 2021

Constantin Jancsó

O **Federal Reserve (o Banco Central americano) sinalizou o primeiro passo concreto rumo à normalização de sua política monetária.** Na reunião do seu comitê de política monetária (FOMC), o FED afirmou em ata que a maioria de seus membros acredita que se o cenário econômico continuar evoluindo conforme o esperado, será apropriado dar início ao ajuste do programa de compras de ativos (*tapering*) antes do final de 2021. Com isso, o tão aguardado discurso do Presidente do FED, Jerome Powell, no simpósio anual de Jackson Hole serviu para esclarecer dúvidas, mas, concretamente, não trouxe novidades em relação às perspectivas para a política monetária.

A maioria dos membros do Fed considera que a evolução da inflação satisfaz o critério de progresso significativo estabelecido no arcabouço de política monetária¹. Tanto a inflação cheia quanto o núcleo (por exclusão de energia e alimentos) do PCE deflator² subiram muito acima da meta de 2%. Em julho, a variação acumulada em 12 meses do deflator do PCE atingiu 4,2%, enquanto o núcleo por exclusão ficou em 3,6%.

Gráfico 1: Deflator do PCE

Variação acumulada em 12 meses



Fonte: BEA

¹ Em seu novo arcabouço de política monetária anunciado no ano passado (https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf), o FED concluiu que as evidências dos últimos anos mostram que a economia pode operar em níveis de desemprego historicamente baixos por um período prolongado de tempo, com efeitos benéficos para o bem-estar, sem isso se traduzir em pressões inflacionárias. Adotou, portanto, uma meta de promover o emprego máximo na economia. Com relação aos preços, o FED concluiu que a política monetária deve perseguir a meta de inflação de forma simétrica, com a inflação permanecendo um pouco acima da meta por aproximadamente o mesmo tempo em que permaneceu abaixo da meta. Esse arcabouço serve para evitar a crença de que o Banco Central se antecipará à inflação antes que esta chegue à meta, levando as expectativas de inflação de longo-prazo a convergirem a um nível abaixo da meta perseguida pelo FED.

² Deflator dos gastos pessoais com o consumo, calculado pelo BEA – a principal medida de inflação utilizada pelo FED em sua política monetária.

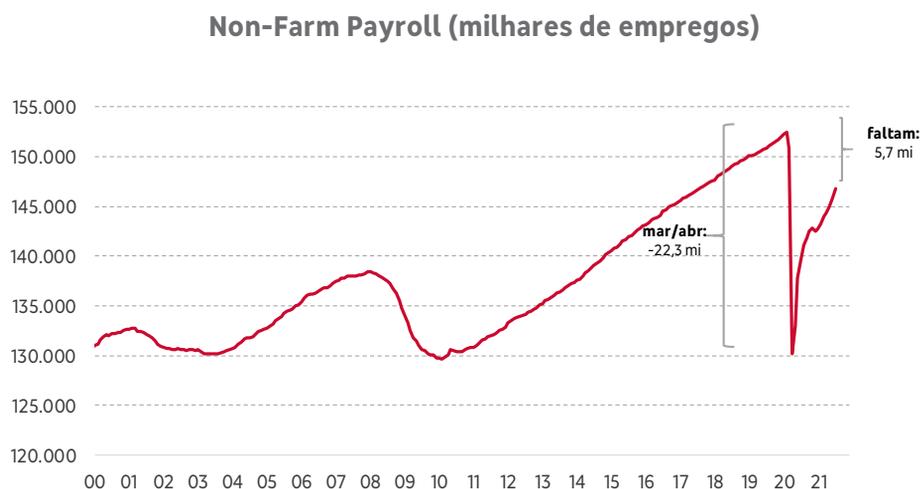
Esses níveis certamente satisfazem o objetivo de trazer a inflação um pouco acima de 2%. A dúvida que resta entre alguns integrantes do FOMC é se a inflação permanecerá acima de 2% ou se a inflação será transitória, associada à reabertura da economia e, no futuro próximo, evitar a deflação por conta de fatores estruturais – como a demografia ou a globalização – voltará a ser o principal desafio para a política monetária.

O argumento de que a inflação tem um forte componente transitório tem seus méritos. A inflação acumulada em 12 meses, em julho, foi de 5,3%, com o núcleo (excluindo alimentos e energia) de 4,2%. Talvez o item mais influenciado pelos efeitos dos gargalos de oferta e reabertura tenha sido o de “carros usados”, que subiram 41,7% no período. Se excluirmos apenas esse item do índice de preços ao consumidor, teríamos inflação anual de 4,2% e núcleo de 3,1%.

Por outro lado, a variação acumulada do índice de preços ao consumidor (CPI) desde o início da pandemia, anualizado, foi de 3,6% e, o núcleo, de 3,2%.³ Mesmo excluindo a alta extraordinária do preço de carros usados no período, ainda assim teríamos uma inflação cheia de 2,8% e o núcleo de 2,4% – confortavelmente acima da meta da inflação, levando em conta tanto a deflação do início da pandemia quanto a inflação de reabertura.

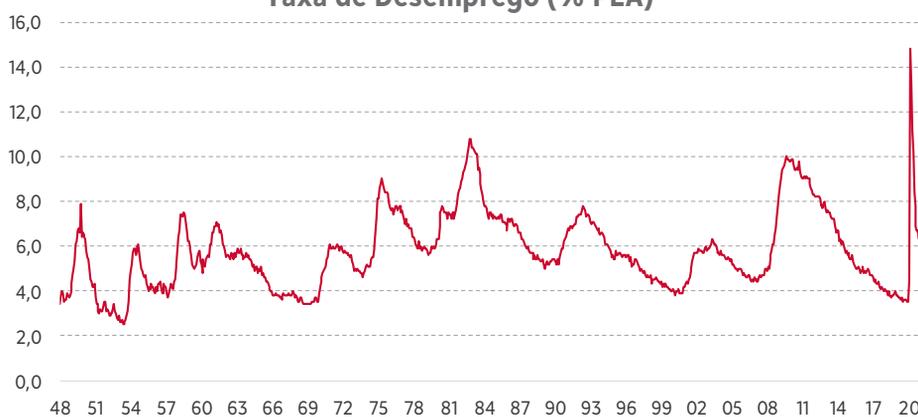
Quanto ao mercado de trabalho, Powell admitiu que as perspectivas melhoraram significativamente nos últimos meses, ainda que o critério de emprego máximo não tenha sido atingido. Ainda faltam 5,7 milhões para a economia retornar ao nível de emprego pré-pandemia; a taxa de desemprego caiu para 5,4% em julho, mas ainda se encontra quase 2 pontos percentuais acima daquela de fevereiro de 2020 e a taxa de participação no mercado de trabalho ainda está bem longe de retornar à normalidade. Mas Powell lembra que a criação média de empregos neste ano tem sido de 832 mil ao mês – o mais forte da história – e que o número de pessoas mudando de empregos – possivelmente para ocupações mais vantajosas – está em níveis recordes, com empregadores reportando dificuldades em preencher as vagas abertas no setor privado.

Gráfico 2: Indicadores do Mercado de Trabalho



³ A alta do CPI, no acumulado nos 17 meses entre fevereiro de 2020 e julho de 2021, foi de 5,2% e o núcleo, de 4,6%.

Taxa de Desemprego (% PEA)



Taxa de Participação no Mercado de Trabalho (% População Adulta)



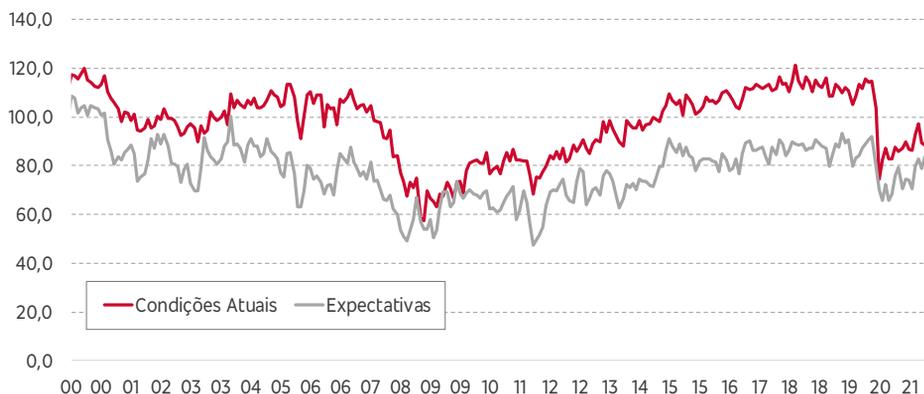
Fonte: BLS

Há a expectativa de que a reabertura das escolas e o fim dos programas emergenciais de auxílio-desemprego permitirão a normalização da oferta de mão de obra. Assim, o discurso do Powell sinaliza que, no geral, basta o mercado de trabalho se manter no ritmo atual para que o FED opte por iniciar o *tapering*.

Ao mesmo tempo, o FED admite preocupação com os efeitos da variante Delta da Covid-19 sobre a reabertura da economia. A ata da reunião do FOMC registra que vários membros do comitê estão dispostos a rever essa expectativa, caso a piora da pandemia agrave o cenário. O próprio Powell lembra, em seu discurso, que além de melhora do mercado de trabalho, julho também foi um mês de piora da pandemia.

As evidências de que a economia tem perdido força por conta da pandemia começaram a se materializar. Os dados do consumo, como as vendas do varejo, pararam de crescer na margem, mas ainda estão em patamar elevado. Esperava-se que os problemas de oferta no setor automotivo seriam os responsáveis por deprimir as vendas em julho, mas mesmo os setores mais associados à reabertura, como vestuário, lojas de departamento e mesmo o segmento de bares e restaurantes, tiveram desempenho aquém do esperado. Além disso, a confiança do consumidor chama atenção e aponta para riscos relacionados ao consumo nos próximos meses. É fato também que os índices de confiança nos Estados Unidos são muito sensíveis à inflação, logo, tampouco pode se atribuir a forte queda do índice de expectativas apenas às preocupações com a variante Delta.

Gráfico 3: Confiança do Consumidor da Universidade de Michigan



Fonte: Surveys of Consumers, The University of Michigan

Por esses motivos, revisamos nossa projeção para o crescimento do PIB dos EUA de 7% para 6,1% em 2021. Além desses sinais de perda de tração no crescimento, associados à inflação e à pandemia, houve surpresa negativa com o PIB do segundo trimestre (crescimento anualizado de 6,5%, ante expectativa de 9%). É importante não exagerar o peso dessa revisão sobre o cenário econômico como um todo. A surpresa negativa com o PIB do segundo trimestre se deu por conta das contribuições negativas da variação de estoques e das exportações líquidas, uma vez que o consumo das famílias apresentou crescimento de 11,8%.⁴ A projeção para 2022 permanece praticamente inalterada, em 4,4%.

Nossa conclusão é que o Federal Reserve ainda depende de mais dados antes de finalizar a decisão sobre o início do *tapering*, mas acreditamos que estamos próximos a esse momento. Se não houver uma evolução desfavorável da pandemia a criação de empregos em agosto não se desviar significativamente da média observada até agora (800 mil), acreditamos que há grande chances de o FED, em setembro⁵, confirmar suas intenções e iniciar o *tapering* em suas reuniões de 3 de novembro ou 15 de dezembro.

Talvez mais importante do que a data do início do *tapering* será a velocidade com que o FED reduzirá suas compras. Mesmo com o Fed reafirmando que uma eventual alta de juro será separada da discussão sobre o *tapering*, provavelmente o mercado extrapolará a redução das compras para especular a data de início de elevação da taxa básica de juro. Por exemplo, se o FED reduzir suas compras mensais de *Treasuries* em US\$ 10 bilhões e de títulos lastreados em hipotecas em US\$ 5 bilhões por reunião, o mercado provavelmente especulará que o programa de compras será encerrado 8 reuniões mais tarde (atualmente, o Fed compra mensalmente US\$ 80 bilhões de *Treasuries* e US\$ 40 bilhões em MBS⁶), e portanto, que o juro poderá começar a subir um ano depois.

O anúncio do *tapering* poderá dar início a um período de maior volatilidade no mercado de *Treasuries* na medida em que o mercado avalia a probabilidade de alta do juro ainda em 2022 ou no início de 2023. Além disso, o FED terá que abrir a discussão sobre a redução do seu balanço rolando apenas o principal, mas deixando de rolar os cupons de juro, ou apenas parte dos vencimentos de principal.

⁴ A contribuição negativa da variação de estoques para o PIB anualizado de 6,5% foi de 1,1 p.p, e das exportações líquidas de 0,4 p.p. Já a alta de 11,8% do consumo das famílias teve contribuição positiva de +7.8 p.p. no trimestre.

⁵ Na próxima reunião, o FOMC também divulgará a atualização das projeções econômicas de seus membros, que pode ser outro instrumento importante de comunicação.

⁶ *Mortgage Backed Securities* – títulos lastreados em hipotecas residenciais emitidos pelas agências federais Fannie Mae e Freddie Mac.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

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

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / 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)