

Sem novidades na parte econômica e com investidores aguardando as próximas notícias políticas, que poderão ser decisivas para a disputa presidencial no final deste ano, os mercados internos têm surfado o bom humor de seus pares internacionais. A perspectiva de forte crescimento global somada à expectativa de retirada gradual dos estímulos monetários dos principais bancos centrais têm gerado otimismo entre os investidores. Nesse cenário, vamos utilizar esse Opinião para avaliar as perspectivas para o cenário externo, dando ênfase para análise da política monetária americana.

Vale lembrar que entre os principais bancos centrais, o primeiro a começar o processo de desaceleração e retirada dos estímulos monetários foi o Federal Reserve. Em maio de 2013, o então presidente do banco central, Ben Bernanke, mencionou a ideia de reduzir gradualmente o ritmo de compras mensais de ativos, que na época era de US\$ 85 bilhões por mês. O comentário de Bernanke impactou o mercado, que reagiu<sup>1</sup> com o forte aumento dos *yields*<sup>2</sup>. Com o passar das semanas, os investidores perceberam que não havia motivo para pânico e o mercado se estabilizou novamente. Somente em dezembro, na sua última reunião como *chair* do Fed, Bernanke anunciou a redução de US\$ 10 bilhões no volume de compras mensais.

Já sob o comando de Janet Yellen, o banco central americano manteve o processo de redução de estímulos. Mesmo com o final do programa de compra de ativos, a economia americana continuou apresentando sinais consistentes de recuperação, com destaque positivo para o mercado de trabalho que passou a registrar forte criação de vagas acompanhada de queda significativa da taxa de desemprego. Nesse cenário, no final de 2015, um ano após encerrar o programa de compra de ativos, Yellen anunciou a primeira alta de juros desde 2006, de

---

<sup>1</sup> A forte reação do mercado no período depois foi denominada taper tantrum.

<sup>2</sup> Os juros do Treasury de 10 anos saíram de 1,63% em maio de 2013, para 2,74% em julho e 2,90% em setembro.

0.25p.p. Desde então, o banco central americano anunciou mais 4 altas, que resultaram em uma Fed Funds no intervalo entre 1.25% e 1.50%.

Devido aos programas de compra de ativos, o balanço patrimonial do Fed cresceu de US\$ 1.0 trilhão no final de 2008, para US\$ 4.5 trilhões no final de 2017. Com isso, em linha com o objetivo de normalizar a política monetária, o banco central americano decidiu, a partir de setembro de 2017, reduzir de forma bem gradual seus ativos.

Resumindo, neste momento, o Fed trabalha em duas frentes no sentido de diminuir os estímulos monetários da economia: eleva a taxa de juros e reduz seu balanço patrimonial. Para 2018, a perspectiva dos membros do banco central americano é de mais 3 elevações no Fed Funds e manutenção do ritmo de queda do balanço. No entanto, dois riscos permeiam essas projeções, sendo um mais antigo e outro mais recente.

Os fracos dados de inflação podem ser considerados uma preocupação antiga. O núcleo do principal índice de inflação americano (PCE<sup>3</sup>) não se mantém consistentemente acima de 2% (meta do Fed) desde 2008. Desde de 2016, a taxa de desemprego se situa abaixo dos 5%, fazendo com que, no curto prazo, muitos economistas projetassem um cenário de pressão inflacionária. A inflação não veio e, por isso, nos últimos meses, surgiram diversas teorias sobre o motivo no qual a melhora na atividade econômica ainda não se refletiu em pressão nos preços. Já dedicamos alguns Opiniões para este assunto, portanto, vamos focar na segunda fonte de preocupação, apenas nos limitando a falar que achamos que parte desta fraqueza dos preços tem origem em fatores transitórios. No entanto, algumas questões estruturais também podem explicar um PCE abaixo dos 2% ao longo dos próximos anos.

---

<sup>3</sup> Personal Consumption Expenditure (PCE).

A segunda fonte de risco, levantada recentemente, é o achatamento da curva de juros americana. O diferencial dos *yields* de curto e longo prazo tem diminuído significativamente. No início de 2015, antes do Fed começar a elevar os juros, a diferença entre os rendimentos dos papéis de 2 e 10 anos, estava ao redor de 1.50p.p.. Já no começo deste ano, essa inclinação chegou a 0.53 p.p. menor nível desde 2007. Nesse cenário, a última ata do Fed evidenciou que *“vários participantes da reunião acham que é importante monitorar a inclinação da curva de juros americana. Alguns expressaram preocupação de que uma possível inversão da curva, taxa de juros de curto prazo acima da de longo prazo, poderia sinalizar uma desaceleração da economia, destacando que inversões na curva precederam as recessões ao longo das últimas décadas”* (Tradução livre).

Analisando o gráfico histórico do diferencial dos juros nos EUA vemos que os membros do Fed realmente têm motivo para se preocupar. As últimas três vezes em que se registrou uma inversão da curva foram: 89 (EUA enfrentou uma recessão em 90/91), 2000 (crises da pontocom) e 2007/08 (dispensa explicações). Nesse contexto, as duas perguntas que surgem são: Por que está acontecendo esse movimento e o que o Fed poderia fazer para evitar uma inversão da curva?

Com relação à primeira questão, podemos destacar 3 possíveis fatores. O primeiro está intimamente ligado à antiga preocupação do Fed, os preços. Ao longo de 2017, a inflação ficou surpreendentemente baixa. O núcleo do PCE que em janeiro chegou perto dos 1.9% YoY, desacelerou para 1.3% YoY em junho, e acabou fechando o ano em 1.5% YoY. Dados decepcionantes da inflação, pressionaram para baixo os rendimentos dos Treasuries de longo prazo.

Em resposta a estes dados piores, os economistas revisaram suas projeções de inflação de curto prazo para baixo. No entanto, as expectativas de inflação para os próximos trimestres

geralmente têm pouco impacto nos juros mais longos. O que realmente é relevante é a expectativa dos economistas ao longo de todos os 10 anos. Curiosamente, a expectativa da inflação de longo prazo não se alterou muito, ficando ancorada em 2%. Apesar disso, a inflação implícita, diferencial entre os juros nominais e reais, recuaram sensivelmente.

As duas observações acima parecem bem contraditórias, o que explicaria uma expectativa estável entre os economistas, mas uma inflação implícita recuando? O termo de risco de inflação. Essa variável compensa os investidores pela incerteza sobre os retornos futuros dos papéis dado mudanças na inflação. Com os dados fracos de preços, os investidores passaram a ficar mais preocupados com números muito fracos, puxando o prêmio de risco de inflação para o território negativo. Ou seja, os investidores estão pagando um prêmio alto para os títulos nominais já que eles vêem os papéis como uma proteção para a inflação mais baixa.

Além das expectativas de inflação ao longo dos anos, as expectativas para a taxa de juros real no período também são fundamentais para a determinação dos *yields* mais longos. Enquanto a projeção para a taxa de curto prazo é mais afetada pelo ciclo econômico atual e pela política monetária, no longo prazo as expectativas são ancoradas pela taxa de juros real de equilíbrio.

Nos últimos anos, diversas estimativas mostraram que a taxa de juros de equilíbrio caiu e está abaixo dos níveis históricos, principalmente por causa de fatores estruturais, como baixa produtividade e envelhecimento da população. Esses estudos não são tão recentes quanto o movimento de redução da inclinação da curva, no entanto, à medida que a economia aquece e a inflação não responde, esse tema começa a ganhar ainda mais atenção do mercado. Além disso, a projeção de longo prazo dos membros do Fed caiu de 3.0% em junho de 2016 para 2.8% em junho de 2017.

Por fim, um último componente que impacta nos *yields* de longo prazo é o prêmio de risco, composto por todos os fatores, exceto as expectativas futuras de inflação e a taxa de juros real. Inclui, além do já citado prêmio de risco de inflação, mudanças na demanda e oferta não relacionadas com estas expectativas, como a busca por ativos mais seguros devido ao aumento dos riscos geopolíticos. Estimativas dos Fed São Francisco e do Fed Nova Iorque mostraram uma queda substancial do termo de risco. Um dos motivos seria o alto volume de títulos no balanço do Fed. Com seu programa de compra de ativos, o banco central americano reduziu a oferta de títulos, puxando os preços para cima e pressionando os rendimentos para baixo. Mesmo o anúncio atual de redução do balanço não alterou essas estimativas de baixo prêmio de risco. O fato do banco central americano ter anunciado uma diminuição muito gradual e pré-determinada, teve pouco impacto nos preços dos ativos.

Tendo dito isso, vamos a segunda questão: O que o Fed poderia fazer para evitar a inversão da curva de juros? Levando em consideração o primeiro fator, temos que as ancoragens das expectativas são fundamentais para que os juros de longo prazo não registrem novas quedas. Nesse caso, o Fed deve sinalizar que está comprometido com a meta de 2%, elevando os juros só enquanto tem confiança de que esta será atingida no médio prazo. Dados persistentemente fracos de inflação somados com apertos monetários mais fortes podem levar a uma queda dos juros de longo prazo.

Já com relação ao terceiro fator, tendo em vista que parte da queda dos *yields* longos pode estar relacionada ao forte volume de compras do banco central americano nos últimos anos, uma redução mais agressiva deste balanço também poderia evitar um achatamento ainda maior da curva.

Juntando as duas respostas, temos que se o achatamento/reversão da curva se tornar o centro das preocupações da autoridade monetária americana, esta poderá depender mais da redução do balanço como instrumento de aperto monetário do que da taxa de juros.

Os ativos brasileiros têm registrado uma boa performance porque o cenário externo está muito positivo, no entanto, caso haja algum risco de desaceleração global, poderemos ter uma reversão desta tendência, o que geraria ainda mais volatilidade, em um ano já complicado para a economia brasileira. No próximo Opinião, voltamos a analisar o cenário interno...

<b>Projeção</b>			
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>IPCA (%)</b>	<b>2.95</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	<b>3.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>
<b>Selic (eop %)</b>	<b>7.00</b>	<b>6.75</b>	<b>8.00</b>
<b>PIB (%)</b>	<b>1.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.