

### As Expectativas do Aperto Monetário (QT) do Balanço do Federal Reserve nos Mercados

O aperto monetário quantitativo ( QT: *quantitative tightening*), ou seja, o esforço do Federal Reserve para reduzir a liquidez após compras de trilhões de títulos nos últimos anos está em curso. Isso é relevante para a perspectiva do mercado acionário internacional, pois o QT está prestes a aumentar. Entretanto, existem dúvidas no mercado se efetivamente o Fed está seguindo seu plano de vôo para restringir a liquidez nos montantes sugeridos

O Presidente do Fed, Jerome Powell sugeriu que a restrição de liquidez (QT) iria durar dois anos e meio, implicando na redução de US\$ 9,5 trilhões do balanço para US\$ 2,5 trilhões. Parece que o volume dos títulos em carteira não estaria recuando , até dando a impressão que estariam defendendo a manutenção da flexibilização da liquidez. A explicação parcial para isso seriam as diferenças contábeis, pois há uma defasagem entre a compra e a liquidação dos títulos. Em segundo lugar, há uma janela de três meses que o Fed tem para liquidar as compras de títulos e além disso, a autoridade monetária pode preferir adiar alguns ajustes para “a melhoria do funcionamento dos mercados”.

Desde março deste ano , o Fed não tem comprado títulos, mas tem reinvestido os pagamentos. A partir de agosto, devemos verificar a redução da carteira de títulos do Fed, pois agosto é o último mês em que os pagamentos devem exceder os limites de resgate. Estima-se que o Fed receba US\$ 25 bi em pagamentos por mês e como o escoamento dos títulos aumentará para US\$ 35 bilhões !

O mês de setembro pode apresentar um ajuste mais restritivo de liquidez e ter um impacto negativo nos mercados acionários, mas o Tesouro dos EUA pode tentar recomprar seus títulos mais antigos e menos líquidos para “suavizar” a política de redução do balanço do Federal Reserve. O que é relevante é que o fed precisa reduzir pelo menos uns US\$ 4 trilhões do seu balanço para convergir a inflação para uma faixa de 2,0%-2,5% a.a. ao longo do tempo.

Da mesma forma que a flexibilização da liquidez (QE) foi importante para crescimento e manutenção dos mercados, a política de restrição quantitativa monetária (QT) terá um impacto para baixo na atividade, implicitamente, uma outra forma de elevação da taxa de juros sobre as empresas. Devemos nos preparar para aumento da volatilidade no final deste trimestre, com os mercados e o próprio Federal Reserve entrando para uma dinâmica ainda desconhecida !

No mercado de commodities, a redução dos preços em geral em julho - a despeito do prolongamento da guerra da Ucrânia e de condições de oferta ainda desfavoráveis para algumas colheitas - esteve associada ao movimento de transferência de recursos com as elevações das taxas de juros externas para carteiras de renda fixa, como treasuries e moedas fortes, como ativo de reserva de valor, como dólar.

Entretanto, a perspectiva de desaceleração da atividade global com revisões adicionais para baixo do PIB de 2023 devem levar à elevações mais moderadas da taxa de juros pelo Federal Reserve e possivelmente, a novas ações de flexibilização na China.

Esse catalizador tende também a limitar uma trajetória de queda abrupta das commodities, mas claro, também dependerá do “pouso suave” (*softlanding*) da economias norte-americana e chinesa. Por enquanto, o FMI ao projetar uma taxa real do PIB dos EUA de % e no caso das estimativas do S&P Global e da Moddy’s de 1,3%, não consideram contração e nem um “pouso forçado” (*hardlanding*).

Após a alta dos juros de 75 pontos base nos EUA para 2,25%-2,25%, a curva futura do fed fund precifica uma taxa não superior à como probabilidade majoritária até o final deste ano, ou seja, o sinal de um Fed “um pouco menos hawkish” foi relevante para os ganhos dos mercados acionários em agosto, com o S&P Global e do Dow Jones com altas mensais de 9,1% e 6,7% , respectivamente e de 4,69% no caso do Ibovespa. Entretanto, o ritmo de ganhos salariais e o payroll robusto de julho apontam dúvidas sobre essa defesa da postura do Fed de desacelerar a alta dos juros.

Nosso cenário referencial é de que ocorra alguma desaceleração da inflação nos EUA nos índices de julho e agosto e combinada com a projeção de um PIB próximo de zero no próximo ano. Entretanto, a curva ainda precificará uma probabilidade de pelo menos 50% pela manutenção do ritmo de alta dos juros de 75 pontos na decisão da política monetária de setembro. Caso esse cenário dos índices de preços não seja confirmado, podemos esperar uma correção mais acentuada e para baixo dos mercados acionários, o que elevaria as apostas de juros para as reuniões seguintes tb.

No Brasil, avaliamos que com novo recuo do preço da gasolina, o mercado deverá reestimar a mediana do IPCA de 2022 para abaixo de 7% a.a. . Sem uma redução consistente do diferencial das expectativas ante à meta de 2023 e também dos riscos fiscais , nossa estimativa da inflação em torno de 6% a.a. ainda exigiria um juro mais elevado de 14,25%-14,5% até o final deste ano.

Entretanto, pelo último comunicado do Bacen e mesmo com a janela aberta de ajuste dos juros, parece (nossa interpretação) que o Bacen prefere optar por um prolongamento do juro básico Selic de 13,75% ( ou no máximo, 14% a.a.) do que elevar acima de 14, ou seja, a autoridade monetária teria que manter as taxas de juros elevadas na casa de dois dígitos por mais tempo em 2023 para garantir a convergência da inflação em 2024. Como o foco da política monetária estaria atrelada ao horizonte da inflação a partir do I trimestre de 2024, mantemos o nosso cenário de descumprimento do teto da meta em 2023.