

A Combinação do Ajuste Monetário nos EUA

A despeito do descolamento entre a alta do Ibovespa de +6,98% em janeiro e a retração das bolsas norte-americanas de -3,3% (Dow Jones) e de -5,2% (S&P 500), consideramos que o balanço de riscos da economia brasileira ainda está frágil, no que refere ao crescimento econômico e a inflação no curto prazo, que segue defrontando com a inércia dos preços nesse primeiro trimestre. Com o resultado da inflação do IPCA-15 de janeiro, estimamos que nova surpresa inflacionária

Avaliamos que o Bacen não deveria se comprometer com a próxima decisão dos juros de março, mas até a presente data, a probabilidade seria mais elevada de nova alta da Selic de 1,5 p.p. Em cenário alternativo, o Bacen desaceleraria o ritmo de alta para 1,0 p.p. no Copom de março para 11,5%, mas seguiria com elevação de 0,5 p.p. ou 0,25 p.p. nas duas reuniões seguintes.

Essa alternativa de desaceleração da alta da Selic a partir de março seria compatível com um ajuste gradual dos juros nos EUA e sem correção robusta do mercado acionário, pois em caso contrário, o surgimento de novas pressões do dólar e dos yields no exterior, o Bacen tende a manter o mesmo ritmo de ajuste.

De qualquer forma, constatou-se nas últimas semanas um retorno expressivo do fluxo de ingressos de recursos externos em diversos países emergentes, sendo que no Brasil, o superávit de “gringos” na Bolsa (B3) acumulou R\$ 30 bilhões em janeiro, que sancionou uma revalorização do real ante o dólar para uma faixa de R\$ 5,3/US\$. O movimento também foi beneficiado pela redução do dólar no exterior e a sinalização de uma política monetária um pouco mais frouxa na China. Há também uma parcela do mercado que avalia que o Federal Reserve não será tão agressivo no ciclo de alta dos juros, o que ainda beneficiaria os mercados acionário e de commodities.

Na ótica das contas públicas a redução da dívida pública bruta de 7 pontos de 88,6% do PIB em 2020 para 80,3% do PIB em 2021 é positiva e também fundamenta a revalorização recente do real. Entretanto, avaliamos que no curtíssimo prazo, (i) os resultados fiscais de 2021 já foram absorvidos nos preços do mercado e não devem contribuir para a revalorização do real nas próximas divulgações e (ii) justamente o déficit fiscal reduzido dá espaço para o executivo de ampliar a deterioração dos gastos públicos nos próximos meses.

Com sazonalidade desfavorável em ano de eleição presidencial, a probabilidade de mais renúncia fiscal e maiores concessões de “benesses fiscais” deverá a elevar a dívida e o déficit público em 2022. Deve-se ressaltar que a nota de crédito do Brasil não foi ajustada, e no caso da Fitch Rating por exemplo, está sob perspectiva negativa. Esperamos que o contexto político eleitoral e o debate dos rumos da política econômica em 2023 repercutam nos preços dos ativos a partir de março com maior consistência.

O Federal Reserve deverá elevar a taxa de juros na decisão do Comitê de Política Monetária (FOMC) de março, sinalizando de forma implícita, um ciclo de altas nas reuniões seguintes para garantir que a inflação seja controlada. A inflação acelerou para máximas de várias décadas e estaria em 6% pelo indicador preferido do Fed, o índice de preços de gastos de consumo (*Personal Consumer Expenditure*), sendo quase três vezes a meta de 2%. Entretanto, existem incertezas sobre a intensidade do ajuste dos juros e de outras ações de ajuste que o Fed estaria disposto a se comprometer para reduzir a inflação ao longo do tempo.

Diversos bancos internacionais em janeiro revisaram para cima as previsões de alta dos juros nos EUA, mas por outro lado, constatamos estabilidade ou redução das expectativas de inflação por parte dos consumidores e empresas. Além disso, os impactos da variante Ômicron e dos términos dos estímulos fiscais já estariam desacelerando a geração de empregos nas sondagens no primeiro trimestre, o que pode levar a uma ação da autoridade monetária não tão agressiva (menos *hawkish*) no ciclo total de alta dos juros em relação ao ajuste do seu balanço patrimonial.

O Fed poderá elevar os juros até o final do primeiro semestre, para verificar junto com o ajuste do seu balanço patrimonial, os impactos sobre a inflação futura, o que seria um fator para interromper a queda do spread dos yields das treasuries de 10 e de 2 anos, mas o juro de dois anos já deverá estar consolidado na faixa de 1,4% ou 1,5% a.a.

A redução do diferencial dos juros de curto prazo com o de longo prazo, muitas vezes está associado ao aumento da percepção de desaceleração da atividade e/ou incertezas com os rumos ou intensidade da política monetária. De fato, o spread entre o rendimento da treasury de 10 e 2 anos recuou para patamares mínimos. Nas últimas semanas, após a elevação da probabilidade das expectativas de juros, também ocorreu redução das previsões do crescimento da economia dos EUA do primeiro trimestre e de 2022, de uma faixa de 3,7%-3,8% para 3,2%-3,3%, com redução de forma preponderante dos estímulos fiscais.

Avaliamos que a pior combinação para a atividade econômica e o mercado acionário seria uma combinação de aumento agressivo dos juros e também, paralelamente, a redução do balanço patrimonial do Fed. Entretanto, avaliamos que uma opção alternativa de ação do Fed seria priorizar a redução do balanço patrimonial - do nível atual próximo de US\$ 9 trilhões. Desta forma, a elevação acumulada dos juros poderia ser mais “suave” no total do ciclo. Essa opção seria mais apropriada para evitar uma quebra de empresas e bancos.

A pressão e a volatilidade não devem dar trégua em fevereiro, pois os resultados da inflação de janeiro, tanto da inflação ao consumidor (CPI) como do PCE, taxas na vizinhança de 5% a 7% a.a., relembrando níveis do período da inflação alta dos anos 70 e início da década de 80, e ainda compensando os recentes ganhos salariais para muitos trabalhadores.

Entre 2008 e 2014, o Federal Reserve imprimiu mais de US\$ 3,5 trilhões. Para colocar isso em perspectiva, é aproximadamente o triplo da quantidade de dinheiro que o Fed criou em seus primeiros 95 anos de existência. Três séculos de crescimento na oferta de dinheiro foram espremidos em poucos anos. O dinheiro correu pelas veias do sistema financeiro e alimentou a demanda por ativos como ações, dívida corporativa e títulos imobiliários comerciais, elevando os preços nos mercados. O receio era alimentar perigosas bolhas de ativos e o risco de levar o Federal Reserve para uma armadilha de “impressão monetária” do qual o banco central não seria capaz de escapar sem desestabilizar todo o sistema financeiro.

O Fed iniciou o primeiro trimestre de 2022 com uma “sinuca de bico”. A inflação está subindo mais rápido do que esperava até alguns meses atrás, com os preços mais altos do gás, bens e automóveis sendo alimentados pelos programas sem precedentes de expansão monetária e fiscal. A última vez que os EUA sofreram um longo e descontrolado período de inflação, foi o período que veio a ser conhecido como a Grande Inflação, na década de 1970. mantendo as taxas de juros tão baixas que os empréstimos eram baratos e fáceis e inflacionou toda a economia.

A autoridade monetária dos EUA observa “com muito carinho” para suas decisões da política monetária, as medidas de expectativas de inflação apontadas por empresas e consumidores. No final de janeiro deste ano, o Fed atualizou um índice que combina várias medidas de expectativas das famílias e do mercado, que ficou praticamente inalterado em relação ao trimestre anterior, mesmo com a própria inflação acelerando, ou seja, há credibilidade de que a meta de inflação de 2% será defendida pelo Fed ao longo do tempo.

Entretanto, o Presidente do Fed se recusa a dar orientações específicas sobre o caminho da política, além de dizer que o apoio deve ser removido de forma constante e a política deve ser ágil na resposta aos dados econômicos. Sua reticência abriu as portas para elevações em todas as reuniões deste ano, se necessário. Entretanto, Powell fez o possível para indicar que as autoridades não haviam se decidido! O fato que em média, iniciaremos fevereiro, com o aumento das apostas dos investidores em Wall Street na elevação em média de cinco altas de juros em 2022 contra três que previam em dezembro, antes do último comunicado de Powell do Federal Reserve.

Em maio de 2020, Hoenig, um ex-membro do colegiado do Federal Reserve, publicou um artigo que explicava seu veredicto sombrio sobre a era do “dinheiro fácil”,

de 2010 até agora. Ele comparou dois períodos de crescimento econômico: o período entre 1992 e 2000 e o período entre 2010 e 2018. Esses períodos eram comparáveis porque ambos eram longos períodos de estabilidade econômica após uma recessão, argumentou. A maior diferença foram os extraordinários experimentos do Federal Reserve na impressão de dinheiro durante o último período, durante o qual a produtividade, os ganhos e o crescimento foram fracos.

Durante a década de 1990, a produtividade do trabalho aumentou a uma taxa média anual de 2,3%, cerca de duas vezes mais do que durante a era do dinheiro fácil. Os ganhos reais médios semanais para assalariados e assalariados aumentaram 0,7% em média anualmente durante a década de 1990, em comparação com apenas 0,26% durante a década de 2010. O crescimento médio real do produto interno bruto – uma medida da economia geral – aumentou em média 3,8% ao ano durante a década de 1990, mas apenas 2,3% durante a década recente.

A única parte da economia que parecia se beneficiar com a flexibilização quantitativa e as taxas de juros de zero por cento foi o mercado de ativos. O mercado de ações mais que dobrou de valor durante a década de 2010. Mesmo após o crash de 2020, os mercados continuaram seu crescimento e retornos estelares. A dívida corporativa foi outro mercado superaquecido, alimentado pelo Fed, subindo de cerca de US\$ 6 trilhões em 2010 para um recorde de US\$ 10 trilhões no final de 2019.

E agora, pela primeira vez desde a Grande Inflação da década de 1970, os preços ao consumidor estão subindo rapidamente junto com os preços dos ativos. As cadeias de suprimentos tensas são as culpadas por isso, mas também a forte demanda criada pelos bancos centrais. O Fed tem incentivado os gastos do governo comprando bilhões de títulos do Tesouro todos os meses enquanto injeta dinheiro novo nos bancos. Assim como na década de 1970, agora há muito dinheiro perseguindo uma quantidade limitada de mercadorias. Temos uma liquidez que deve ser ajustada em 2022 e fugir da armadilha !

O Fundo Equador teve desempenho positivo em janeiro de 0,35%, correspondente à 45,6% do CDI, puxado de forma preponderante pela contribuição do segmento de renda fixa.