



A mudança de *framework* do Fed

O fim de 2018 passou por forte aperto das condições financeiras no mundo, e isso gerou uma reação dos bancos centrais, especialmente o Federal Reserve americano. A visão convencional é que o Fed está apenas reagindo à queda dos mercados, e em menor medida à desaceleração econômica. Ou seja, apenas uma mudança cíclica de postura. No entanto, vemos uma mudança estrutural mais profunda sendo discutida, que nossos economistas **Thomas Wu** e **Daniel Leichsenring** detalham a seguir.

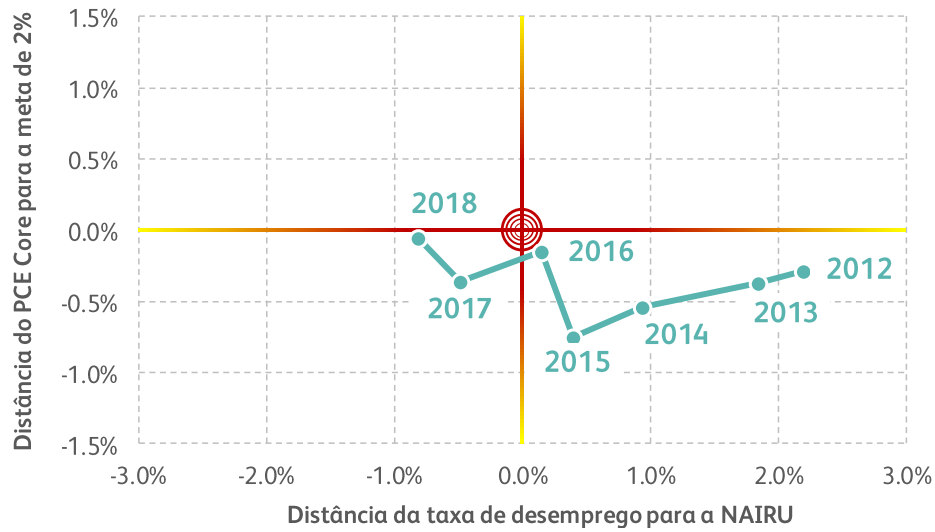
Grande parte das discussões recentes no Fed dizem respeito a sua capacidade de reação na próxima recessão. Não que o Fed ache que a economia americana esteja na iminência de entrar em recessão. Ao contrário, em todas as comunicações oficiais do Fed, ou de seus membros, há uma explícita confiança no cenário. Porém, do ponto de vista de um *policy maker*, a estratégia de combate à próxima recessão tem que ser debatida e definida durante o período de “normalidade”, para que ela esteja pronta para ser implementada assim que a recessão chegar. E, como a **figura 1** mostra, a economia americana está finalmente de volta à “normalidade” desde que a Crise Financeira Global trouxe desemprego e risco de deflação. Em outras palavras, o Fed conseguiu voltar a atingir os objetivos de seu mandato duplo, interpretado como uma inflação do PCE Core próxima de 2% ao ano e uma taxa de desemprego próxima da NAIRU¹.

¹ NAIRU é um acrônimo em inglês para a expressão *non-accelerating inflation rate of unemployment*, que nada mais é que a taxa natural de desemprego. Quando a taxa de desemprego se encontra com a taxa natural, o mercado de trabalho está em equilíbrio, sem pressões adicionais sobre a inflação de salários.



Figura 1

Distâncias da inflação e do desemprego em relação às metas do Fed

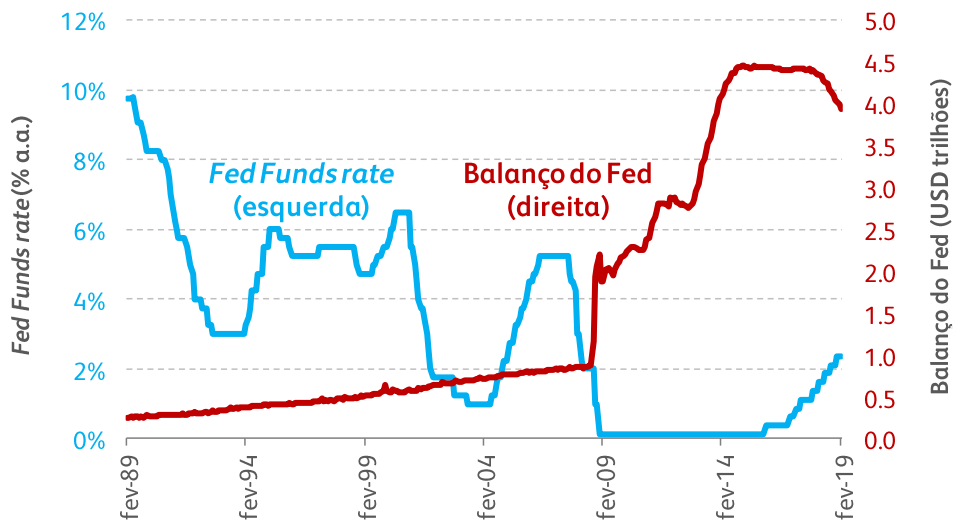


Fonte: BLS, BEA e Verde AM

O que há de errado com o “menu” usual de opções de combate a recessões? Como a **figura 2** mostra, o Fed se vê de volta à “normalidade” com o menor nível de sua taxa básica, a *Fed Funds rate* (o que vale mesmo na eventualidade de vermos *hikes* adicionais), e com o maior nível de seu *balance sheet* (e a última ata do Fed já sinalizou que o processo de redução do balanço se encerrará antes do final desse ano). Dessa forma, faz sentido o Fed se preparar para o cenário de chegar na próxima recessão com pouco espaço de resposta tanto em seu instrumento “convencional” (i.e., cortes de juros) quanto em seu instrumento “não-convencional ‘convencional’” (i.e., *Quantitative Easing*, ou QE).

Figura 2

Fed Funds rate e balanço do Fed nos últimos 30 anos



Fonte: Federal Reserve Board, Haver e Verde AM



Com isso em mente, o Fed anunciou que organizará, ao longo de 2019, uma série de discussões sobre a forma como conduz a política monetária.² Essas discussões começarão em um plano mais teórico, incluindo uma conferência acadêmica em junho, no Chicago Fed. Mas irão evoluir até se traduzirem em implicações práticas a serem incorporadas formalmente em seu *framework* em 2020, muito provavelmente em janeiro, quando o Fed publicará o *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy* junto com o comunicado da reunião do FOMC. No contexto das opções que estão sendo discutidas pelo Fed, duas delas nos chamam atenção pelo efeito que elas teriam sob os preços de ativos e pela alta probabilidade que atribuímos de serem implementadas.

A preocupação do Fed em ancorar melhor as expectativas de inflação é crucial nesta análise. O Fed interpreta o significado de *price stability* em seu mandato duplo como uma meta para a inflação do PCE Core **simétrica** ao redor de 2% ao ano. Mas o que é para ser, em teoria, o **centro** da meta, na prática acaba sendo percebido pelo mercado e pelos agentes econômicos como um **teto**: em tempos de “normalidade”, quando não há restrições na condução de política monetária, o Fed consegue manter a inflação próxima à meta de 2%; mas, durante recessões, em particular as recessões profundas que exigem que a taxa de juros vá a zero (o *zero lower bound*, ou *ZLB*), as limitações na capacidade de resposta acabam se traduzindo em uma inflação persistentemente abaixo da meta.

Se a inflação efetiva roda ou na meta ou abaixo dela, então normal esperar que as expectativas mais longas fiquem ancoradas abaixo da meta de 2%.

PCE Core do último ano e médias de 5, 10, 15, 20 e 25 anos

Período		Inflação do PCE	
		Headline	Core
Último ano	2018	1,75%	1,94%
Últimos 5 anos	Média 2014 a 2018	1,31%	1,63%
Últimos 10 anos	Média 2009 a 2018	1,58%	1,61%
Últimos 15 anos	Média 2004 a 2018	1,83%	1,76%
Últimos 20 anos	Média 1999 a 2018	1,85%	1,72%
Últimos 25 anos	Média 1994 a 2018	1,82%	1,74%

Fonte: BEA e Verde AM

² Ver o discurso do Vice Chair Richard Clarida em 22 de fevereiro de 2019, entitulado “*The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*”.



Manter as expectativas de inflação bem ancoradas ao redor da meta é particularmente importante quando o Fed se vê no ZLB. O que realmente importa para a economia (para o consumo das famílias e os investimentos em capital físico das firmas) é a taxa de juros real *ex-ante*, isto é, a taxa de juros nominal subtraída da expectativa de inflação. Em outras palavras, quando a taxa de juros nominal que o Fed controla está em zero, a magnitude do estímulo monetário acaba sendo determinada pela inflação esperada: quanto mais ancorada ao redor de 2% estiver, maior é o estímulo; em contrapartida, se o mercado começar a se assustar com o risco de uma deflação, maior é o aperto.

O desafio que o Fed enfrenta é justamente o de como convencer o mercado e os agentes econômicos a manterem suas expectativas inflacionárias ancoradas ao redor de 2%, mesmo durante uma recessão. Duas das propostas que mais estão sendo discutidas são: (i) *Temporary Price Level Targeting* (TPLT) e (ii) *Average Inflation Targeting* (AIT). **Ambas propostas são semelhantes em essência: o Fed promete que períodos de inflação abaixo da meta serão compensados por períodos de inflação acima da meta.** As diferenças aparecem nos detalhes, com importantes implicações em termos de comunicação e de credibilidade.

(i) O TPLT é mais bem definido do ponto de vista teórico: no momento em que a *Fed Funds rate* chegar a zero, ou seja, quando se atingir o ZLB, o Fed começa a contabilizar quanto está devendo de inflação, só voltando para o regime de *inflation targeting* normal no momento em que toda essa dívida for paga (na forma de inflação acima da meta). O principal proponente dessa ideia, o ex-chair do Fed Ben Bernanke, tem uma série de artigos onde demonstra a eficácia dessa proposta mesmo quando a promessa do Fed não é perfeitamente crível.³ A principal dificuldade relacionada a esta proposta está na comunicação do regime para o público, em particular sobre qual será a meta perseguida pelo Fed uma vez que o ZLB tiver sido atingido, ou de maneira alternativa, em quanto tempo o Fed se comprometerá a zerar a diferença da inflação para a meta. Por último, há o risco, ainda que pequeno hoje, de que em determinadas circunstâncias as expectativas de inflação subam muito rapidamente, levando a um resultado de juros nominais eventualmente bem mais altos no futuro.

(ii) O AIT é mais informal, e pode ser pensado como um meio termo entre o *inflation targeting* atual e o TPLT proposto pelo Bernanke. Basicamente, o Fed reinterpretaria a meta de 2% como se referindo à “*average inflation over a multi-year period*”.⁴ Ou seja, o que importa não é onde a inflação está hoje, mas como ela rodou em média em um período de 10 anos, por

³ Ver o artigo que Ben Bernanke escreveu para a Brookings Institution em 21 de fevereiro de 2019, intitulado “*Evaluating lower-for-longer policies: Temporary price-level targeting*”.

⁴ Nas próprias palavras do vice-chair Richard Clarida em seu discurso citado na nota de rodapé 2.



exemplo. Seus principais proponentes, o ex-presidente do NY Fed Bill Dudley e o atual presidente do NY Fed John Williams, argumentam que essa proposta é mais fácil de ser compreendida pela população em geral, e que essa compreensão é fundamental para que a promessa do Fed de compensação da inflação seja crível e, portanto, efetiva.

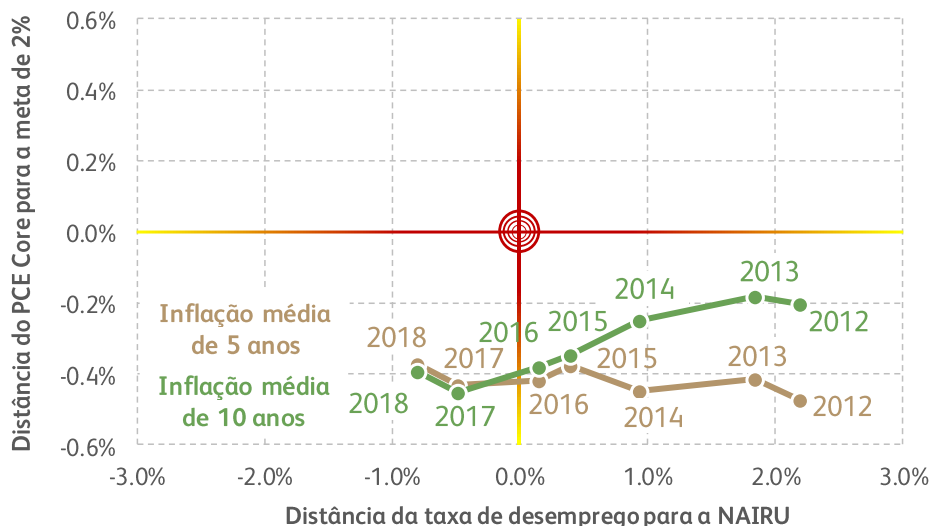
Nossa opinião atual é que o AIT será formalmente adotado pelo Fed em 2020, com uma probabilidade alta de já valer para o período de “normalidade” corrente. Afinal, a melhor forma do Fed superar a questão da inconsistência temporal, isto é, convencer os agentes econômicos de que vai realmente permitir que a inflação rode acima da meta no período de “normalidade” subsequente à próxima recessão, é já entregando uma inflação acima da meta no período de “normalidade” que antecede à próxima recessão.

Caso estejamos corretos, é importante notar que essa mudança terá implicações estruturais sobre o comportamento do Fed. Às vezes o Fed fica mais *dovish* por causa da forma como ele interpreta o cenário. Por exemplo, ele pode acreditar que algum choque desinflacionário seja mais persistente do que parece, ou pode achar que outros indicadores do mercado de trabalho mostrem uma foto mais frágil do que apenas a taxa de desemprego. Este não é o caso da mudança que estamos discutindo. Caso o AIT seja adotado, teremos uma mudança nos objetivos do Fed. No arcabouço atual, estamos praticamente na meta: como mostra a **figura 1**, o PCE Core fechou 2018 em 1,94% e a taxa de desemprego está abaixo da estimativa da NAIRU. Mas na reinterpretação da meta de 2% para a média de um período maior, o Fed ainda estaria aquém de seu objetivo de inflação. Como a **figura 3** mostra, as médias da inflação do PCE Core para os últimos 5 ou 10 anos estão ambas em 1,6%.



Figura 3

Distâncias da inflação e do desemprego em relação às metas do Fed com inflação média de 5 e 10 anos no lugar da inflação corrente



Fonte: BLS, BEA e Verde AM

Caso o *framework* do Fed seja de fato alterado, os efeitos sobre a curva de juros seriam relevantes. Caso o novo modelo seja visto como crível, a expectativa de inflação nos títulos indexados à inflação (TIPS) deveria subir, reduzindo o juro real. A curva deveria passar a ter alguma inclinação maior para incorporar um prêmio de risco de inflação mais alto no futuro. Eventualmente, o *term premium* também deveria aumentar.

Há outro ponto de debate recente importante sobre a política monetária nos EUA, também com implicações relevantes para preços de ativos, em particular para a inclinação e o *term premium*. Depois de uma política agressiva de *Quantitative Easing*, o Fed vem ao longo dos últimos anos reduzindo o tamanho do seu balanço. Neste momento, estão em discussão três pontos do balanço do Fed; a) seu tamanho; b) a composição do ativo; e c) a composição do passivo.

O tamanho do balanço, e em particular a composição do ativo, influenciam de maneira significativa (ainda que incerta) a curva de juros. Como houve forte expansão com títulos públicos de vencimentos longos (reduzindo as taxas nessa parte da curva) o *QE* fez com que hoje o Fed se encontre com um balanço maior do que no pré-crise, e com *duration* muito mais elevada do que a média da dívida pública. Deste modo, conforme a economia volta à normalidade, tanto o balanço deveria voltar para níveis mais baixos (em que pese o fato de que mudanças regulatórias elevaram de maneira permanente a reserva dos bancos), quanto a *duration* deste portfólio também deveria voltar para algo mais normal. Há inclusive uma linha de argumentação que defende que em tempos “normais”, a *duration* do balanço



do Fed seja menor do que a neutra, de maneira a que caso haja a necessidade de usar a política não-convencional novamente, que ela tenha o máximo efeito possível.

Neste sentido, devemos ver definições durante o ano sobre a estratégia ótima de tamanho e composição do balanço, de forma a garantir efetividade da política monetária em episódios de recessão no futuro. De qualquer maneira, se o debate for na linha que descrevemos aqui, fundamentalmente haveria a tendência de que a curva de juros nos EUA ficasse mais inclinada.

Concluindo, os impactos em preços de ativos desse novo *framework* do Fed devem ser vistos no decorrer dos próximos anos. Por que não de imediato? Porque é uma mudança sutil e que soa apenas acadêmica para a maioria das pessoas. Mas suas consequências são profundas e durarão muito tempo. Devemos ter taxas de juro reais em Dólar estruturalmente mais baixas, e portanto, taxas de desconto reduzidas para todas as classes de ativos. Isso é positivo para quaisquer ativos onde o crescimento esperado é maior ou está mais longe no futuro, caso típico dos mercados emergentes como o Brasil. Além disso, reduz pressão sobre os bancos centrais de tais países, que não precisam subir juros imediatamente à medida que o crescimento acelera. O Dólar, enquanto grande referência de valor, deveria se desvalorizar ao longo do tempo, embora a pergunta crucial seja “desvalorizar contra quem?”.