

O Fed e as expectativas de inflação



Oussama Himani
Diretor de Investimentos
o@parkviewgroup.com
www.parkviewgroup.com

Londres
20 de setembro de 2020

Após quase um ano de debate público, o Fed anunciou uma mudança sutil, mas importante, em sua estrutura de política monetária. Em vez de ter como meta uma taxa de inflação de 2%, o Fed buscará atingir uma taxa média de inflação de 2% ao longo do tempo.

Esta mudança parece simples à primeira vista. Mas as consequências podem ser de longo alcance. Com efeito, o Fed não está mais comprometido em agir quando a inflação sobe para 2%. A inflação passada passará a ter importância. Se a inflação tivesse ficado um pouco abaixo da meta de 2% por muito tempo, nós poderíamos esperar que o Fed toleraria uma inflação um pouco acima de 2% por muito tempo. Eles também podem tolerar uma taxa de inflação significativamente superior a 2% por um período mais curto. Em outras palavras, o Fed introduziu um novo e importante elemento de incerteza na capacidade dos mercados de antecipar sua função de reação.

Uma razão para essa mudança é que a inflação está teimosamente baixa há muitos anos. O núcleo da inflação PCE teve uma média de 1,75% nos últimos 20 anos e pairou em torno de 1,5% nos últimos 10. É pouco mais de 1% hoje. A relação de longa data entre inflação e desemprego - conhecida como Curva de Philips - não parece mais se manter. A inflação não aumentou durante a expansão econômica que precedeu a crise da Covid-19, embora os EUA estivessem sem dúvida em pleno emprego.

A consequência da inflação teimosamente baixa, apesar das condições monetárias frouxas para os padrões históricos, significa que a caixa de ferramentas do Fed está restrita. Ben Bernanke está entre muitos economistas e formuladores de políticas proeminentes que argumentaram que, quando a inflação está "muito baixa", a capacidade dos bancos centrais de lutar contra recessões no futuro é limitada. Isso porque, quando a inflação está teimosamente baixa, as taxas de juros podem permanecer próximas de zero.

A Covid-19 de fato expôs as limitações do kit de ferramentas de taxa de juros tradicional do Fed, exigindo níveis sem precedentes de criação de dinheiro por meio da compra de títulos do Tesouro. O Fed evitou medidas implementadas por outros bancos centrais, como a introdução de taxas de juros negativas ou tentativas de controlar a curva de rendimento, comprometendo-se a comprar títulos de vencimento mais longo a um preço predeterminado.

O novo quadro é uma tentativa de elevar as expectativas de inflação, ao se comprometer a tolerar uma inflação acima de 2% por um período indeterminado. O efeito dessa mudança é estender as expectativas de duração da política monetária atual.

O fenômeno da inflação "muito baixa" não é um fenômeno exclusivamente americano. O BCE e o BoJ têm lutado contra a inflação baixa. Em períodos mais recentes, a inflação surpreendeu no lado negativo também em muitos mercados emergentes. Mais notadamente no Brasil, onde a inflação caiu a um nível que permitiu ao banco central reduzir as taxas a níveis sem precedentes.

Os economistas não têm certeza de por que a inflação baixa tem sido um problema persistente. Mas o fato de estar baixa em todo o mundo sugere que forças globais estão em jogo. Pode-se argumentar que a evolução do banco central - aumentando a independência do banco central e as metas de inflação - finalmente triunfou. Mas essa não pode ser a história completa. Os bancos centrais certamente ganharam credibilidade. Mas os debates em curso e a evolução da política monetária são em si um sinal de que os bancos centrais estão menos confiantes em seus próprios kits de ferramentas do que muitos observadores acreditam.

Uma explicação mais persuasiva para a ausência de inflação está na competição global. O período desinflacionário desde a década de 1990 coincidiu com um crescimento sem precedentes no comércio global. O aumento da concorrência, a globalização das cadeias de abastecimento e a consequente redução dos custos de produção contribuíram para moderar as pressões inflacionárias.

Olhando para o futuro, o Fed e outros bancos centrais conseguirão aumentar as expectativas inflacionárias? A resposta não é clara. Como não temos certeza dos motivos pelos quais a inflação permaneceu teimosamente baixa, não podemos estar muito confiantes nos fatores que podem aumentá-la. Dito isso, o balanço de riscos não sugere que o status quo possa ser mantido por três razões.

Em primeiro lugar, a batalha contra a inflação alta foi vencida quando os bancos centrais - liderados pelo Fed de Paul Volker - demonstraram independência real ao desvincular as decisões de política monetária dos ciclos políticos: ele notoriamente ignorou as expedições da reeleição de Jimmy Carter. Os bancos centrais hoje, embora formalmente mais independentes, estão agindo com menos independência. Considere, por exemplo, a escala de financiamento monetário dos déficits fiscais. Chamada de “coordenação de política monetária e fiscal”, essa forma de criação direta de dinheiro para financiar déficits fiscais era tabu há uma década.

Em segundo lugar, a globalização atingiu o pico. O comércio global como parcela do PIB global parou de crescer alguns anos antes da eleição de Trump em 2016. Hoje, essa proporção está diminuindo. Independentemente de como as disputas comerciais de hoje serão resolvidas, a crise da Covid-19 aumentou a necessidade de empresas e países diversificar as cadeias de suprimentos e aumentar a fabricação nacional. Esse processo necessariamente aumentará os custos. Mais importante, também significa menos competição global que manterá a inflação baixa.

Terceiro, a ausência de pressões inflacionárias desviou a atenção do banco central para outras prioridades de política. Há uma discussão em andamento no BCE e em outros, por exemplo, sobre como as políticas monetárias e prudenciais podem ser usadas para fazer avançar a agenda climática. Há uma discussão no Fed sobre como as ferramentas monetárias podem ser usadas para direcionar as diferenças no desemprego entre diferentes grupos raciais. Esse é o tipo de prioridade de política que historicamente caiu inteiramente nas políticas fiscais e regulatórias. Ao iniciar essa discussão, os bancos centrais sinalizam que a inflação é um objetivo importante - mas nem sempre primário - da política.

Embora existam razões muito sólidas para acreditarmos que as expectativas de inflação devem aumentar no médio prazo, é mais difícil argumentar que elas irão aumentar no curto prazo. A crise da Covid-19 diminuiu a demanda, apesar do nível impressionante de apoio fiscal e monetário. A incerteza sobre a duração do apoio fiscal contínuo, o aumento do desemprego e a insegurança no emprego provavelmente manterão a demanda calada.

À medida que a economia global se recupera, as condições monetárias frouxas e os bancos centrais que tentam ativamente aumentar as expectativas inflacionárias preparam o terreno para uma reviravolta. No entanto, na próxima vez em que as expectativas inflacionárias aumentarem, haverá maior incerteza quanto à força e velocidade da resposta.

Nenhum desses riscos é cotado nos mercados de títulos. Em termos reais, os retornos são negativos na maioria dos prazos de quase todas as economias avançadas. Nos Estados Unidos, onde o Fed decidiu não usar suas compras de títulos para definir um teto de rendimento para prazos mais longos, é impossível justificar os rendimentos atuais de títulos de longo prazo com base nos fundamentos. Como consequência, buscaremos reduzir significativamente nossas alocações em ativos de renda fixa de longo prazo no médio prazo.

Este documento foi produzido por opiniões da Parkview Ltd e expressas a partir da data de sua escrita e estão sujeitas a alterações. Ele foi preparado exclusivamente para fins de informação e para o uso do destinatário. Ele não constitui uma oferta ou um convite em nome da Parkview Ltd a qualquer pessoa, para comprar ou vender qualquer valor mobiliário. Nada no presente material constitui aconselhamento de investimento, contabilização, jurídico ou fiscal, ou que suas informações queiram induzir a qualquer investimento ou estratégia adequada ou apropriada às suas circunstâncias individuais, ou de outra forma, que constitua uma recomendação pessoal para você. O preço e o valor dos investimentos mencionados e qualquer rendimento que os mesmos possam proporcionar podem variar, assim como podem cair ou subir. Qualquer referência ao desempenho passado não é um guia para o futuro. As informações e análises contidas nesta publicação foram compiladas ou chegaram a partir de fontes consideradas confiáveis, mas a Parkview Ltd não faz nenhuma representação quanto à sua exatidão ou perfeição e não aceita nenhuma responsabilidade por qualquer perda decorrente do uso deste instrumento.