

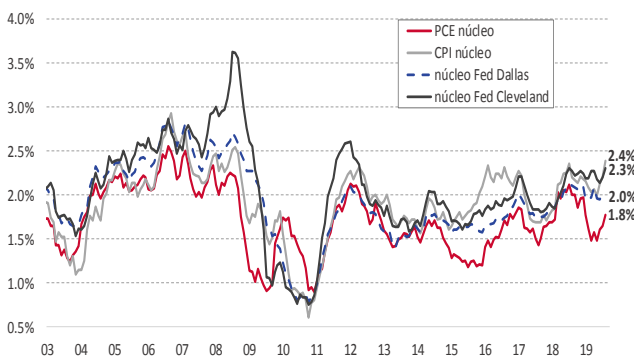
Sinais mistos levantam dúvidas a respeito do ciclo de corte de juros do Fed

Thomas Henrique Schreurs Pires
Constantin Jancsó

A economia dos Estados Unidos vem apresentando sinais mistos. De um lado, a atividade industrial e os investimentos mostram nítida perda de tração. Por outro, o setor de serviços e de consumo ainda apresentam crescimento robusto e o setor de construção residencial aparenta ter reagido favoravelmente à queda das taxas de juros.

Essas aparentes contradições dificultam o processo decisório do Federal Reserve e afetam até mesmo a forma de se interpretar o comportamento da inflação. De um lado, os núcleos de inflação mostram sinais de aceleração – o que em um contexto de mercado de trabalho apertado, seria um grande sinal de alerta para qualquer banco central. Mas as expectativas de inflação não só permanecem abaixo da meta de 2% do Federal Reserve, como se mantêm em trajetória descendente – o que tem sido um motivo de preocupação para a autoridade monetária.

Gráfico 1: Núcleos de inflação
Variação em 12 meses



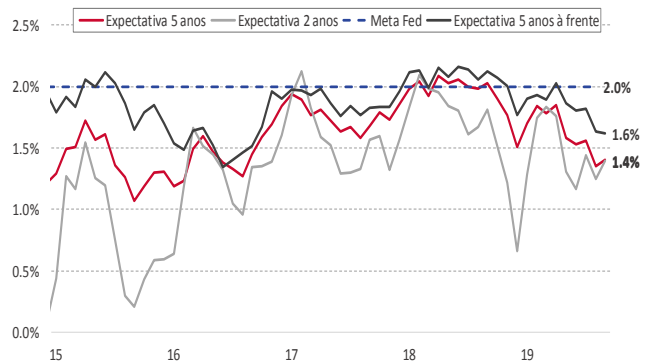
Fonte: Bloomberg, Bradesco

Nota: Núcleos de inflação (i) Fed Dallas é construído com base nos itens do deflator do PCE a partir da média aparada assimétrica com corte de 24% da cauda inferior e 31% da superior e (ii) Fed Cleveland é construído com base nos itens do CPI a partir da média aparada simétrica com cortes de 8% em cada cauda.

Vale lembrar que está em curso uma revisão na forma de o Banco Central conduzir a política monetária por conta da preocupação da persistência de expectativas de inflação abaixo da meta. Esse fenômeno se tornou mais recorrente em diversos países após a crise financeira global, possivelmente refletindo a melhor ancoragem das expectativas e a queda da taxa de juros neutra após a crise. Em agosto de 2019, um simpósio organizado pelo Federal Reserve de Chicago explorou propostas para alterar a condução da política monetária para evitar a persistência desse fenômeno. O consenso parece caminhar na direção de que a postura correta para a política monetária seria a de evitar que, na média, a inflação fique abaixo do centro da meta, pois isso promove a ancoragem das expectativas de inflação abaixo do centro da meta.

Gráfico 2: Expectativas de Inflação

Expectativas implícitas nos títulos negociados no mercado



Isso ajuda a explicar a repentina mudança nos rumos da política monetária. Até dezembro de 2018, o Fed embarcou em um ciclo de aperto gradual da política monetária, com o intuito de gerar um “pouso suave” para a atividade econômica. Mas a partir de janeiro deste ano, o aumento das preocupações com o impacto de uma desaceleração da economia mundial, particularmente na Europa e na China em função da nova escalada da guerra comercial, resultou em uma piora das expectativas de crescimento e levou o Federal Reserve a adotar um discurso mais cauteloso a respeito do balanço de risco e, a partir de julho, a novos cortes da taxa de juro.

A visão atual do Federal Reserve, tomando como base as projeções divulgadas após a última reunião do comitê de política monetária (FOMC), é de que a economia vai desacelerar, porém gradualmente, de uma expansão de 2,2% em 2019 para 1,8% até 2022. Mas de acordo com o mesmo comunicado, a percepção majoritária entre os integrantes do FOMC parece ser de que o balanço de riscos caminha para uma desaceleração mais forte e que, ao menos parte do comitê, permanece bastante preocupado com os impactos do menor ritmo de crescimento da economia global e da incerteza em relação à política comercial.

Essa visão não é unânime. Um membro do comitê, do total de 17, votou a favor de corte de 50 pontos-base, enquanto dois membros votaram a favor da manutenção da taxa de juros no patamar atual. A falta de consenso reflete a sinalização ambígua dos últimos indicadores econômicos e a incerteza sobre a desaceleração nos próximos trimestres.

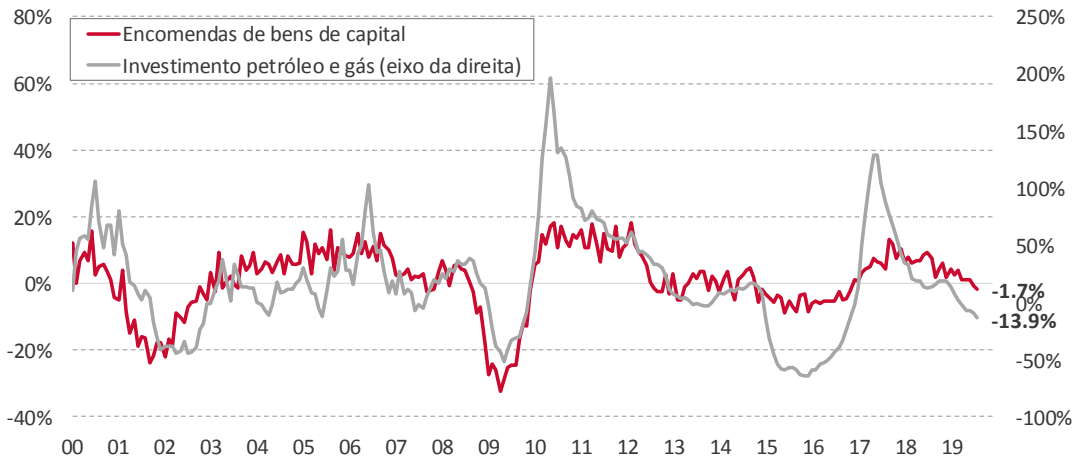
O impulso da economia mundial sobre a economia americana parece ser mais ou menos claro. O índice PMI global e as vendas de máquinas industriais sugerem uma desaceleração do PIB global de 3,2% no segundo trimestre para 3,0%, atualmente. Ademais, nas últimas semanas, houve piora significativa da perspectiva de crescimento de Europa e China para 2019 e 2020, em grande medida refletindo a recente escalada na tensão comercial. A projeção para crescimento em 2019 da Europa passou de 1,7% no final do ano passado para 1,0% e a projeção para 2020 passou de 1,6% para 0,8% no mesmo período. De forma análoga, a mediana das projeções para o crescimento de China saiu de 6,3% para 6,0% em 2019 e, para 2020, migrou de 6,0% para 5,8%.

Estudo recente de economistas do Federal Reserve¹ estimou que, tudo mais constante, a escalada da guerra comercial em 2019 levaria a uma redução adicional do PIB americano em 0,4 pontos em 2020 e que a guerra comercial como um todo subtraiu mais de um ponto de crescimento em 2018-20.

Em linha com o que seria de se esperar de um choque externo, indicadores referentes à indústria e de decisões de investimento das empresas mostram desaceleração em 2019, reforçando a tese que levou o Fed a cortar juros a partir de julho. O crescimento da produção industrial passou de 4% ao ano ao final de 2018 para próximo a zero atualmente; as encomendas de bens duráveis e as encomendas de bens de capital desaceleraram de 10% em meados de 2018 para abaixo de zero em agosto. É verdade que o investimento tem sido negativamente afetado pelos setores de petróleo e gás de xisto, por conta do impacto da queda do preço do petróleo, mas o movimento é mais amplo do que isso (Gráfico 3).

¹Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2019). "Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, September 4, 2019, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2445>

Gráfico 3: Encomendas de bens de capital e dos investimentos no setor de petróleo e gás
Variação interanual

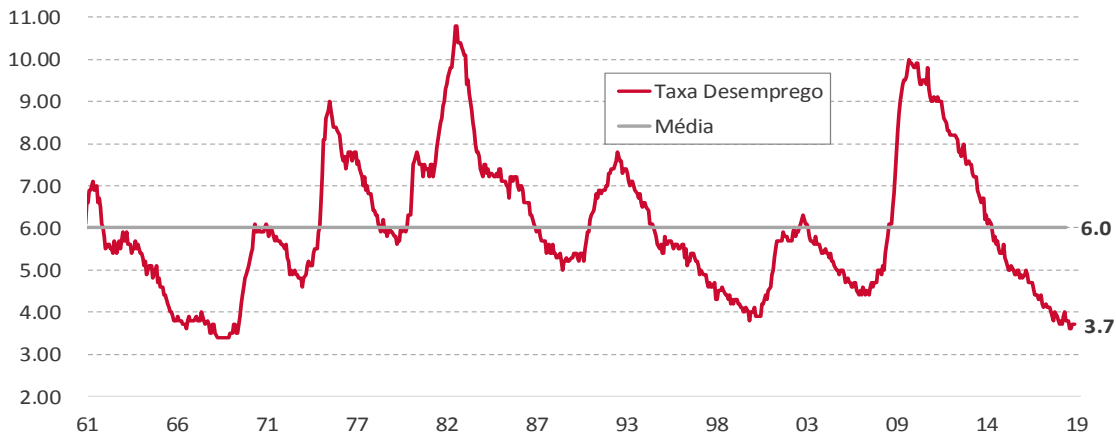


Fonte: Bloomberg, Bradesco

Por outro lado, o consumo das famílias cresce ao ritmo anualizado de 3% desde meados de 2018 e o setor de serviços, por mais que tenha mostrado uma desaceleração nos últimos meses, ainda cresce em um ritmo forte. A resiliência do setor de serviços e do consumo das famílias é explicada, em grande parte, pelo crescimento da massa salarial ao redor de 4% ao ano. Apesar de a criação líquida de empregos ter mostrado alguma desaceleração nos últimos meses (de 223 mil vagas em média em 2018 para 130 mil em agosto), a média dos últimos três meses (156 mil) ainda está acima dos 100-120 mil/mês – patamar consistente com a estabilidade da taxa de desemprego. O desemprego, por sua vez, encontra-se em seu patamar mais baixo desde o início da década de sessenta.

Gráfico 4: Taxa de desemprego

Com ajuste sazonal, em %

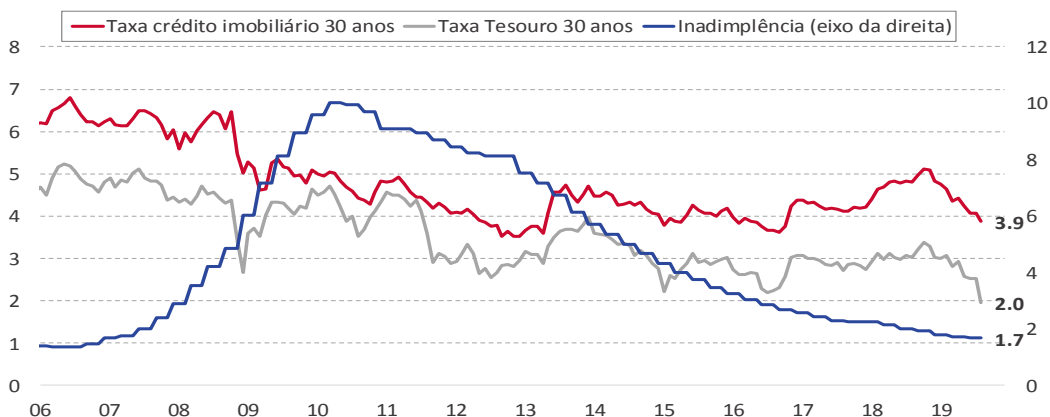


Fonte: IBGE, Bradesco

A queda dos juros também parece ter impulsionado o setor de construção residencial, que tem mostrado bom desempenho nos últimos meses. Como o nível de inadimplência no setor está em patamares muito baixos, próximo ao patamar de 2006, esse bom desempenho pode persistir nos próximos meses.

Gráfico 5: Juros de 30 anos (crédito imobiliário e tesouro) x Inadimplência do crédito imobiliário

Em %



Fonte: IBGE, Bradesco

Nosso cenário é de desaceleração da economia americana ao longo dos próximos trimestres (saindo de um crescimento de 2,3% em 2019 para 1,6% em 2020) e cortes da taxa básica nas próximas reuniões do Federal Reserve. No entanto, a resiliência do consumo e a retomada do setor de construção sugerem que o balanço de riscos para o crescimento talvez seja mais equilibrado do que parecia há alguns meses.

Isoladamente, os dados reforçam a tese dos membros do FOMC que têm votado a favor da manutenção da taxa de juro no patamar atual e, nesse sentido, aumenta a probabilidade de que o Federal Reserve será mais cauteloso no processo de corte de juros.

No entanto, a conjuntura atual é totalmente atípica e considerações como a assimetria das expectativas de inflação e a administração de riscos futuros de deflação, bem como o impacto do cenário externo sobre a economia americana, têm peso maior do que no passado.

A perspectiva de manutenção do diferencial de crescimento entre os Estados Unidos e as demais economias desenvolvidas continua apontando para o cenário de dólar forte, mas mesmo se o Federal Reserve for mais parcimonioso no atual ciclo e corte de juros do que projetamos (acreditamos em mais três cortes de 0,25% levando a taxa para o intervalo de 1,25% - 1,00%), acreditamos que o cenário externo para as economias emergentes permanecerá sendo de menor crescimento mundial e menor pressão sobre os preços das commodities, o que liquidamente implica pressões deflacionárias sobre as economias domésticas.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Andréa Bastos Damico / Ariana Stephanie Zerbinatti / Constantin Jancsó / Fabiana D'Atri / Igor Velecico / Leandro Câmara Negrão / Mariana Silva de Freitas / Myriã Tatianny Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Rafael Martins Murrer / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis / Thomas Henrique Schreurs Pires

Estagiários

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Daniel Funari Fouto / Gustavo Rostelato de Miranda / Lucas Oliveira Costa da Silva

economiaemdia.com.br

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)