

Relatório de Gestão

A guinada do Federal Reserve

O ano de 2021 para os Estados Unidos foi marcado por uma ótima performance econômica e uma excelente performance dos ativos financeiros. Tal desempenho foi atingido a despeito das sucessivas ondas de Covid que continuaram assolando o país e do impasse político que praticamente paralisou a agenda do governo.

A perspectiva de crescimento para 2021 iniciou o ano próxima a 4%, foi consistentemente revisada para cima até atingir mais de 6% em meados do ano, para encerrar 2021 com 5,5% de crescimento estimado. A expectativa para o desemprego ao final de 2021 foi caindo monotonicamente, iniciando o ano em 4,5% e encerrando dezembro com uma taxa de desemprego de 3,9%, uma queda de 2,8 pontos percentuais comparado ao observado ao final de 2020. Foram gerados liquidamente 6,5 milhões de novos empregos ao longo do ano.

Apesar do desempenho favorável, a economia americana ainda se encontra no limiar, mas ainda abaixo do potencial, tanto em termos de utilização de recursos quanto em termos do mercado de trabalho. O PIB superou o nível pré-Covid ao final do ano passado, mas estaria ainda cerca de 1 ponto abaixo do potencial. No mercado de trabalho, por outro lado, a taxa de desemprego já se encontra próxima a NAIRU (do inglês, taxa de desemprego não aceleradora da inflação) estimada. Porém, o nível de emprego ainda está 3,5 milhões abaixo do observado no início de 2020 e, no ritmo recente de geração de emprego, esse hiato seria fechado no segundo semestre de 2022.

Foi neste ambiente de retorno à plena utilização dos recursos e em meio aos desarranjos na cadeia de produção causados pela Covid, que o choque de inflação foi sendo observado e digerido ao longo de 2021. A inflação, medida pelos preços ao consumidor ao final de 2020, estava em 1,3% enquanto o núcleo¹ estava em 1,6%. Nesse momento a expectativa era de inflação subindo para perto de 2% em 2021. Em maio de 2021, a inflação anual já

¹ Excluindo energia e alimentos.

estava em 4,9% enquanto a expectativa para o ano fechado continuava relativamente bem-comportada, em 2,6%. Boa parte da elevação da inflação observada na época estava sendo atribuída a fatores temporários resultantes dos estímulos monetários e fiscais, do efeito base e dos problemas na cadeia de produção causados pela pandemia.

De fato, essa foi a postura também adotada pelo Banco Central durante boa parte do ano. Somente em novembro, o tom dos comentários foi alterado, fato formalizado no discurso onde Jerome Powell, presidente do Fed, comentou que “fatores pressionando a inflação para cima permanecerão no próximo ano”² e “creio que devemos abandonar a classificação da inflação como transitória”. Nesse momento o Fed decidiu reduzir as compras de títulos (QE) mais rapidamente, visando encerrar a expansão do balanço em março de 2022. É no mínimo curioso e extemporâneo um processo de afrouxamento de política monetária (QE) ao mesmo tempo que a inflação e expectativas de inflação aumentavam rapidamente.

Mas o mercado já estava atento a este risco de inflação e, conforme escrevemos em nossa carta macro de outubro³, o aumento da volatilidade no mercado de juros global refletiu a mudança de postura dos principais bancos centrais, com o mercado passando a questionar a credibilidade do *forward guidance* dos bancos centrais. Naquele momento, o mercado futuro antecipou a expectativa do primeiro aumento de juros por parte do Fed do início de 2023 para meados de 2022.

Os meses finais de 2021 apresentaram uma certa calma no mercado de juros, talvez reflexo da expectativa de agravamento da nova onda de Covid, talvez reflexo do melhor entendimento da situação na China, ou mesmo da correção no preço do petróleo. Mas desde os últimos dez dias de dezembro o mercado de juros voltou a abrir taxas de forma consistente. Inicialmente as taxas mais longas subiram e, mais recentemente, as taxas mais curtas, que agora antecipam o primeiro aumento de juros pelo Fed para o mês de março.

O tema inflação não deveria ser novidade. Em junho escrevemos que à medida que as economias reabriam, na esteira de uma “política monetária acomodatória e um excesso de liquidez e poupança acumulados como resultado dos estímulos fiscais, é bastante provável que o crescimento, mesmo menor, continue sendo acima do potencial. Desta forma levando as economias desenvolvidas de volta ao pleno emprego e com consequências para salários e inflação – em outras palavras, a volta para o tema *reflação*”⁴.

² Presidente Jerome H. Powell em testemunho ao Senado, “Coronavirus and CARES Act”, 30 de novembro, via [Federal Reserve](#)

³ “Descontrole de inflação ou problemas de comunicação?”, [Relatório de Gestão JGP \(out/21\)](#)

⁴ “De refração para desaceleração?”, [Relatório de Gestão JGP \(jun/21\)](#)

Em outubro⁵ comentamos que “o cenário mais provável permanece sendo a continuação do tema *reflação*”, destacando, porém, que os riscos aumentaram tanto na direção de um aumento e persistência maior do que o esperado na inflação, quanto na direção de uma desaceleração do crescimento mais forte do que a esperada, ou ainda estagflação.

A novidade, além das surpresas com a inflação surpreendendo as projeções no fim de 2021, foi que, no último mês, o Fed deu uma guinada na direção mais ‘hawk’, antecipando o início do aperto monetário e, possivelmente, aumentando o grau de aperto percebido como necessário para fazer frente ao risco de inflação. Além do aumento de juros discute-se a redução no balanço do Fed. E, segundo alguns membros do banco central, essa redução deveria ser “o mais rápido possível, sob a condição de não atrapalhar o funcionamento dos mercados financeiros”⁶.

Há um ténue equilíbrio a ser navegado nos próximos meses, com riscos ainda presentes da Covid impactando atividade econômica e gerando gargalos na cadeia de produção global, inflação em queda lenta partindo de um nível elevado e um banco central dando uma guinada na direção de antecipar o aperto monetário visando conter o processo inflacionário e, ao mesmo tempo, tentando equilibrar a reação de política monetária com o intuito de “não atrapalhar os mercados”. Um caminho difícil de navegar tanto para os formuladores de política monetária quanto para os investidores. **Feliz 2022!**

⁵ “Descontrole de inflação ou problemas de comunicação?”, [Relatório de Gestão JGP \(out/21\)](#)

⁶ Loretta Mester, Cleveland Fed President, via [Market Watch](#)

Administração

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
Rio de Janeiro – RJ
CEP: 20030-905
Telefone (21) 3219-2500
Fax (21) 3219-2508
www.bnymellon.com.br/sf

SAC: Fale conosco no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone 0800 7253219
Ouvidoria no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone: 0800 7253219

Gestão e Distribuição

JGP Gestão de Recursos Ltda.
e JGP Gestão de Crédito Ltda.
Rua Humaitá 275, 11º andar
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22261-005
Brasil
www.jgp.com.br

Signatory of:



Este material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores. Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto ou do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. As informações e conclusões contidas neste material podem ser alteradas a qualquer tempo, sem que seja necessária prévia comunicação. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da JGP. Para maiores informações, consulte nossa área comercial.