

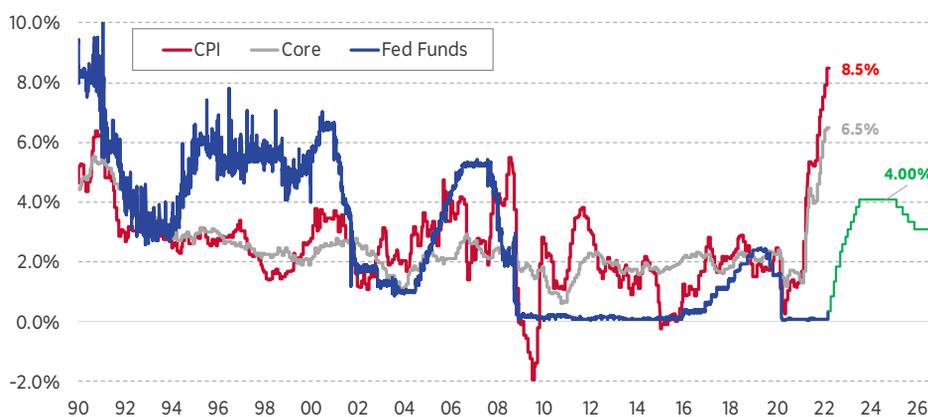
## EUA: Tamanho da alta de juros também dependerá do desempenho da bolsa

Constantin Jancsó

**Acreditamos que o Federal Reserve elevará o juro básico nos EUA em 0,5 ponto percentual na próxima semana, para 0,75%.** Projetamos ainda que esta será a primeira de uma sequência de 4 altas consecutivas de 0,5 ponto percentual que levará a taxa dos Fed Funds para 2,25% até setembro, chegando, posteriormente, a 4,0% em 2023. Além disso, nossa expectativa é que o Federal Reserve também dê início ao processo de *Quantitative Tightening* (QT) logo após a reunião do FOMC da semana que vem, nos termos indicados na ata da reunião do FOMC (Comitê de Política Monetária) de março.<sup>1</sup>

### Gráfico 1: Inflação e Taxa dos Fed Funds

%



Fonte: BLS, Federal Reserve e Bradesco

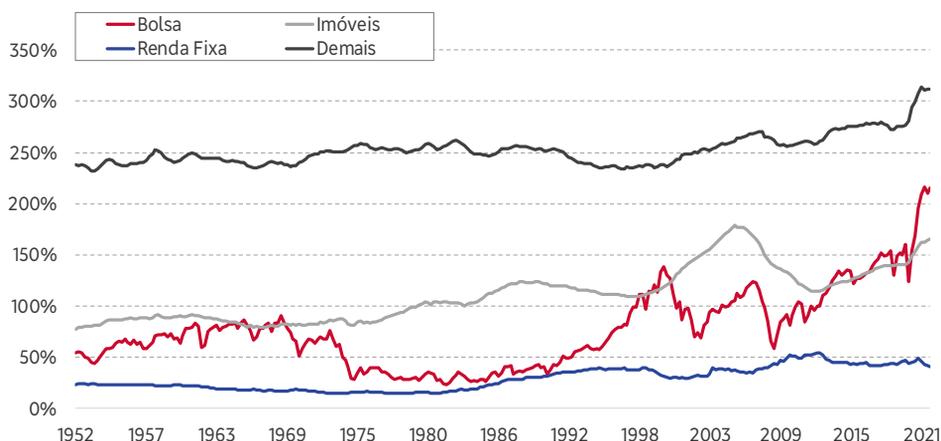
**Além da evolução da inflação e da economia, acreditamos que a evolução dos preços dos ativos será um fator determinante para a condução da política monetária.** Isso porque o aumento da riqueza das famílias torna o efeito-renda associado à variação de preços cada vez mais relevante.

**Ao final de 2021, o patrimônio líquido das famílias havia atingido 654% do PIB** (com ativos de 733% do PIB e passivos de pouco menos de 80% do PIB). Houve um aumento expressivo na riqueza das famílias ao longo da pandemia graças ao aumento da poupança – por conta dos auxílios emergenciais pagos pelo Tesouro – e, especialmente, pela alta dos preços dos ativos. O gráfico a seguir mostra a evolução da riqueza em bolsa, imóveis, renda fixa e outros ativos (que incluem a participação em empresas familiares e não listadas, bens duráveis, depósitos bancários e outros ativos não-tradicionais).

<sup>1</sup> i) Redução mensal de ativos de US\$ 60 bilhões em títulos do Tesouro e de US\$ 35 bilhões em títulos lastreados em hipoteca (MBS), a ser realizado pela não rolagem do fluxo de vencimentos de principal e cupom de juros dos títulos na carteira do Fed; ii) Período de transição (provavelmente linear) de 3 meses até que estes limites de redução mensal sejam atingidos; iii) Se o fluxo de vencimentos não for suficiente para atingir os limites mensais, o Fed venderá títulos de curto prazo até que a meta mensal seja atingida.

## Gráfico 2: Ativos das Famílias Americanas

% PIB



Fonte: Federal Reserve, BEA e Bradesco

**Durante a pandemia, o estoque de riqueza das famílias aumentou em US\$ 33,5 trilhões, o que equivale a cerca de 150% do PIB.**

## Tabela 1: Variação dos Ativos e Passivos das Famílias

US\$ bilhões

	Ativos					Passivos			Patr. Líq.
	Totais	Bolsa	Renda Fixa	Imóveis	Outros	Hipoteca	Cred. Cons	Outros	
2014	6,147	2,300	346	1,361	2,140	(50)	219	(23)	6,000
2015	3,290	(320)	(60)	1,529	2,140	106	91	(3)	3,096
2016	5,504	1,906	30	1,734	1,834	166	236	16	5,086
2017	9,262	4,696	292	1,864	2,409	270	194	89	8,708
2018	1,178	(2,900)	850	1,668	1,559	275	176	12	714
2019	13,153	7,476	1,047	1,486	3,144	277	185	43	12,647
2020	15,185	6,670	238	2,996	5,281	439	(7)	187	14,567
2021	20,175	8,706	(953)	5,116	7,306	823	249	157	18,946

Fonte: Federal Reserve, Bradesco

**Durante o mesmo período, as famílias pouparam um total de US\$ 5,1 trilhões e consumiram US\$ 26,6 trilhões.** Fica claro que a maior parte do crescimento do patrimônio das famílias foi resultado da valorização de preços de ativos, especialmente no caso das ações e dos imóveis. O efeito-renda do aumento de riqueza sempre foi considerado um fator importante para as decisões de consumo das famílias nos Estados Unidos. Há vários estudos que buscam quantificar a relação entre a variação da riqueza e o consumo<sup>2</sup>, mas uma regra de bolso de 3 a 4 centavos de variação no consumo para cada dólar na variação do estoque de riqueza parece ser adequada.

<sup>2</sup> Por exemplo, em *Stock Market Wealth and the real economy: a local labor market approach* (2019), Chodorow-Reich, Nenov e Simsek encontram propensão marginal para o consumo de 3,2 centavos para cada dólar de aumento em riqueza em ações, além de um aumento anual de 1,7% no ritmo de crescimento do emprego para um aumento de 1 desvio padrão na variação do mercado de ações. Em *Does Stock Market Wealth Matter For Consumption?* (2001), Dynan e Maki do Federal Reserve concluem que o efeito renda se materializa rapidamente e leva ao aumento do consumo ao longo de vários trimestres, e que famílias detentoras de carteiras relevantes de ações aumentam o consumo entre 5 e 15 centavos para cada dólar de aumento de riqueza. Já Case, Quigley e Schiller concluem que cada aumento de 10% na riqueza eleva o consumo em 0,3% a 0,4%, independentemente se o aumento da riqueza ocorre em imóveis ou em ações em *Comparing Wealth Effects: The Stock Market vs. The Housing Market* (2005).

**Tabela 2: Renda das Famílias e sua utilização**

US\$ bilhões

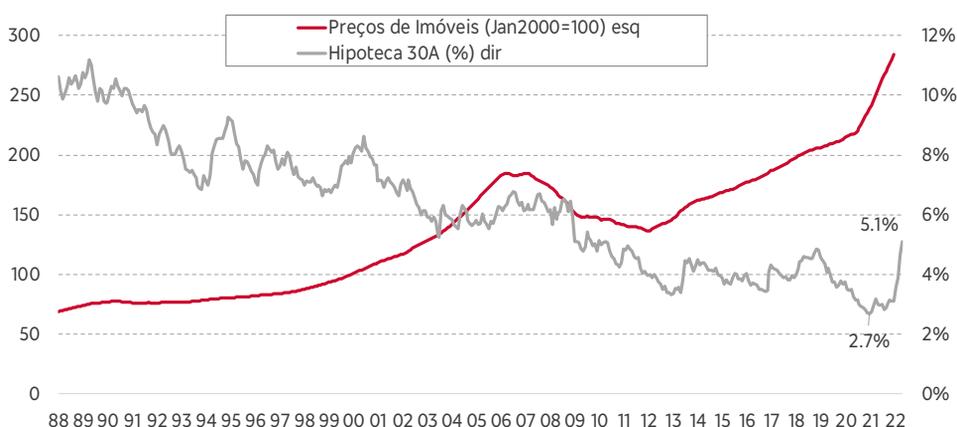
	Renda	Aux. Pandemia	Impostos (-)	Renda Disponível	Consumo	Juros & Transferencias	Poupança
2014	14,977		1,785	13,192	11,848	413	931
2015	15,685		1,940	13,745	12,264	447	1,035
2016	16,097		1,958	14,139	12,693	458	988
2017	16,850		2,049	14,801	13,239	486	1,076
2018	17,706		2,076	15,630	13,914	525	1,191
2019	18,424		2,205	16,219	14,429	553	1,238
2020	18,763	865	2,196	17,432	14,048	497	2,888
2021	20,066	1,011	2,583	18,495	15,742	485	2,268

Fonte: BEA, Bradesco

**Tudo mais constante, uma correção nas bolsas de 10% geraria uma perda de riqueza das famílias de US\$ 5 trilhões e reduziria o consumo em US\$150-200 bilhões**, considerando o estoque de US\$ 50 trilhões de riqueza das famílias em ações ao final de 2021 e partindo da relação descrita acima. Analogamente, uma correção de 10% no preço dos imóveis reduziria o consumo das famílias em US\$ 110-150 bilhões.<sup>3</sup>

**Gráfico 3: Preços de Imóveis e Custo de Hipoteca**

Índice Nacional S&P/Case-Schiller (Jan 2000 = 100) e Custo Médio de Hipotecas de 30 anos (%)



Fonte: S&P/Case-Schiller e Freddy Mac

**O expressivo aumento da riqueza das famílias em ações e imóveis nos últimos anos aumentou a potência do efeito-renda de uma correção nos preços desses ativos.** Para se ter uma ideia, partindo de nossa regra de bolso de 4% para a relação riqueza/consumo, o efeito de uma correção de 10% nas bolsas e nos preços dos imóveis implicaria reduzir o consumo em aproximadamente US\$300 bilhões, ou quase 2% do consumo total em 2021.

**Por esse motivo, acreditamos que o comportamento da bolsa e do mercado imobiliário americano será um fator importante para balizar condução da política monetária pelo Fed.** Caso as ações não respondam significativamente aos efeitos da alta dos juros americanos, aumenta a probabilidade de o Federal Reserve ter que aumentar o juro ainda mais. Não estamos falando de uma “Powell Put” – o cenário no qual o Federal Reserve responderia diretamente à queda da bolsa, injetando liquidez para sustentar os preços em um esforço para evitar instabilidade financeira. Pelo contrário, acreditamos que o efeito-renda da variação do estoque de riqueza tenha se tornado um canal importante de transmissão da política monetária na economia norte-americana.

**Assim, acreditamos que a materialização ou não de uma correção nos preços de ativos é um determinante para a magnitude do aperto monetário** e que uma eventual correção nos preços seria percebida como complementar ao esforço de política monetária por parte do FED.

<sup>3</sup> Tal correção pode ser plausível se considerarmos que as expectativas de alta de juros nos EUA já elevaram o custo médio dos empréstimos hipotecários de 30 anos para 5% e que valorização dos preços dos imóveis acelerou da média histórica de 5% ao ano nos últimos 30 anos para próximo de 20% nos últimos dois anos.

## Equipe Técnica

### Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

### Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Marcelo Gazzano / Mariana Silva de Freitas / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Rafael Martins Murrer / Renan Bassoli Diniz / Thiago Coraucci de Angelis / Vitor Vidal Costa Velho

### Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Gabriel Sartor Ganzarolli / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Rafaela de Sousa Silva

### [economiaemdia.com.br](http://economiaemdia.com.br)

O Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos do Banco Bradesco é o responsável pela elaboração deste relatório de análise econômica. Todos os dados ou as opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e refletem nossa opinião no momento da publicação desse relatório. O objetivo dos relatórios não é atender a nenhum cliente específico, seja pessoa física ou jurídica. O Banco Bradesco S.A. não se responsabiliza por quaisquer atos ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. As análises e os dados contidos nos relatórios não devem ser tomados, sob qualquer 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 dessa publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o Banco Bradesco S.A. de todas as ações decorrentes do uso desse material. O conteúdo da publicação pode não expressar o posicionamento do Banco Bradesco S.A., bem como demais empresas do conglomerado econômico, sendo possível, inclusive, que diverjam das visões de outras áreas correlatas. Esse material não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 598, de 3 de maio de 2018. Adicionalmente, o Banco Bradesco S.A. não se responsabiliza por atualizar qualquer estimativa contida nessa publicação e baseia a integridade das informações contidas em suas publicações às fontes públicas em que são obtidas. Dessa forma, não nos responsabilizamos por eventuais erros e omissões. O acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial dessa publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco Bradesco S.A. ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco Bradesco).