

GLOBAL MACRO SHIFTS

Com Michael Hasenstab, Ph.D.

Issue 8 | Outubro de 2017

O LONGO CAMINHO DO FED PARA A REDUÇÃO



Na mais recente edição do “Global Macro Shifts,” a equipe do Templeton Global Macro examina os planos para a redução do balanço patrimonial do banco central dos EUA (US Federal Reserve - Fed) e os potenciais impactos nos mercados financeiros. A equipe descreve sucintamente o cenário econômico global e analisa o desafio para a normalização da política monetária, comparando as expectativas do mercado com os três fatores que, em sua opinião, estão em jogo.

Para mais detalhes, baixe o relatório completo sobre o tema, clicando em [Global Macro Shifts homepage](#).

IMPORTANT INFORMATION

Este material reflete a análise e as opiniões do autor até 20 de outubro de 2017, as quais podem diferir das opiniões de outros gestores de portfólio e de outras equipes ou plataformas de investimento da Franklin Templeton Investments. É um documento apenas de caráter geral e não deve ser considerado como uma consultoria em investimento, uma recomendação ou uma oferta para comprar, vender ou manter qualquer ativo, ou para adotar qualquer estratégia de investimento. Esse material não constitui uma assessoria jurídica ou fiscal.

As opiniões expressas e os comentários, opiniões e análises são apresentados como eram na data de publicação, podendo ser alterados sem aviso prévio. As informações fornecidas neste material não têm como objetivo ser uma análise completa de todos os fatos importantes em relação a qualquer país, região, mercado, indústria ou estratégia.

Todos os investimentos envolvem riscos, inclusive uma possível perda de principal. O valor dos investimentos pode subir e descer, e os investidores podem não recuperar a quantia total investida. Os preços dos títulos de renda fixa, em geral, se movimentam na direção oposta à das taxas de juros. Dessa forma, à medida que os preços dos títulos de renda fixa de um portfólio de investimento se ajustam a um aumento nas taxas de juros, o valor do portfólio pode cair.

Global Macro Shifts is a research-based briefing on global economies featuring the analysis and views of Dr. Michael Hasenstab and senior members of Templeton Global Macro.

Visão Geral



“Nossa análise implica que, mesmo que a atividade econômica dos EUA se mantenha nos níveis atuais e as pressões inflacionárias se mantenham baixas, a redução do Fed deverá desencadear um aumento significativo nos rendimentos dos títulos de renda fixa.”

Michael Hasenstab, CIO
Templeton Global Macro

O Fed anunciou planos para começar a reduzir seu balanço patrimonial, o qual mais do que quadruplicou de tamanho desde a crise financeira global (CFG). A enorme expansão do balanço patrimonial do Fed, durante vários anos, teve um efeito reconhecidamente poderoso nos mercados de ativos financeiros, reduzindo os retornos e diminuindo a inclinação da curva de juros. No entanto, os investidores atualmente parecem acreditar que o processo reverso terá pouco ou nenhum impacto.

Nós discordamos. Acreditamos que três fatores têm o potencial de elevar os rendimentos dos títulos de renda fixa. Qualquer um deles, isoladamente, pode ser suficiente para elevar os rendimentos acima das atuais expectativas do mercado, e vemos muito poucas chances de que nenhum deles se materialize.

Em primeiro lugar, à medida que o Fed reduz suas compras e o Tesouro dos EUA aumenta a oferta para financiar o déficit fiscal existente, novos compradores terão que entrar em jogo para manter o mercado de títulos do Tesouro dos EUA (US Treasuries - USTs) em equilíbrio.

Nossa análise demonstra que o ônus recairá desproporcionalmente sobre compradores domésticos, mais sensíveis a preços, como bancos, fundos mútuos, fundos de pensão e empresas. Para que esses compradores aumentem sua demanda, os preços dos USTs deverão cair e os rendimentos deverão subir.

Em segundo lugar, à medida que o Fed reduz seu balanço patrimonial de forma gradual, as reservas bancárias excedentes permanecerão extremamente altas nos próximos anos. Uma recuperação econômica sólida e mais rigorosa dará aos bancos um incentivo cada vez maior para aumentar a oferta de crédito, ainda mais porque as regulamentações financeiras provavelmente serão aliviadas ao longo do próximo ano. Com um crescimento global mais robusto e com a confiança fortalecida, a demanda por crédito provavelmente aumentará. Isso evidencia o risco de uma aceleração maior do que o esperado no crédito, que poderia estimular ainda mais o crescimento e elevar a inflação.

Em terceiro lugar, é improvável que as pressões salariais e de preços permaneçam baixas, à medida que a economia dos EUA, tendo reabsorvido toda a folga econômica, continue crescendo acima do potencial, levando junto a economia global. Acreditamos que a relação entre salários e inflação (curva de Phillips) está mais fraca, porém os argumentos de que essa mudança é permanente não são convincentes. Além do mais, tanto as tendências de preços como as salariais possuem um forte componente global, e as atuais tendências inflacionárias da economia global provavelmente se fortalecerão.

Acreditamos que seria imprudente assumir que nenhum desses fatores ocorrerá. À medida que o Fed reduzir seu balanço patrimonial, a pergunta não necessariamente deveria ser quanto os rendimentos subirão, mas sim o quanto maior e mais rápido esse aumento será em comparação ao que é esperado pelo mercado.

Cenário macroeconômico: o estado da economia global

A economia global tomou um impulso maior este ano, com uma projeção de aumento do crescimento do produto interno bruto (PIB) global para 3,6%, dos 3,2% em 2016, e de aceleração marginal nos próximos dois anos.² Os países produtores de commodities se beneficiaram com a estabilização dos preços das matérias-primas, que ajudou o Brasil e a Rússia a sair da recessão. A zona do euro tem desfrutado de um crescimento cíclico robusto, a Índia tem mantido um forte ritmo, a China deverá atingir sua meta de 6,5% a 7% e a recuperação dos EUA tem se mostrado resiliente.

O comércio global se recuperou, de apenas 1% na segunda metade do ano passado para uma taxa de crescimento anualizada de 4% a 5%, e os lucros empresariais globais aumentaram, impulsionando uma recuperação nos gastos de capital. O medo de uma deflação se dispersou. Após uma recuperação lenta mas sustentável, de oito anos, a economia global já reparou grande parte dos danos causados pela CFG e pela Grande Recessão que se seguiu.

Nosso cenário de base, portanto, contempla um crescimento global seguindo o ritmo atual nos próximos anos, eliminando ainda mais qualquer folga remanescente.

1. A curva de salário de Phillips mede a relação entre o crescimento salarial e a falta de dinamismo do mercado de trabalho, e a curva de preços de Phillips mede a relação entre os preços e a falta de dinamismo econômica.

2. Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook, outubro de 2017.

Normalização da política monetária: desafios e riscos

A recuperação global foi possível graças a um enorme apoio constante de políticas monetárias das principais economias avançadas. Ao longo dos últimos oito anos, o Fed conduziu uma experiência sem precedentes em flexibilização monetária, combinando uma política de juro zero com várias rodadas de quantitative easing (QE), que impulsionaram uma enorme expansão em seu balanço patrimonial, o qual mais do que quadruplicou de tamanho entre 2008 e 2014.

Os mercados financeiros consideram, portanto, que o Fed poderá normalizar a política monetária de forma controlada. Em especial, eles parecem assumir que o crescimento salarial e a inflação se estabeleceram em um nível permanentemente baixo, que os multiplicadores monetários e o crescimento do crédito não se acelerarão, que apenas mais alguns aumentos de taxas de juros serão necessários e que um quantitative tightening (QT) terá um impacto limitado nos ativos financeiros.

Vemos apenas uma probabilidade muito baixa de todas essas premissas estarem corretas. Acreditamos que três fatores têm o potencial de elevar os rendimentos dos títulos de renda fixa, e que qualquer um deles, isoladamente, pode ser suficiente para elevar os rendimentos acima das atuais expectativas do mercado.

1. Redução no lado dos ativos do balanço patrimonial do Fed: À medida que o Fed encolhe seu balanço patrimonial, ele reduzirá significativamente sua demanda por USTs. Uma vez que o mercado de USTs deve estar sempre em equilíbrio, esperamos que isso force os rendimentos para cima (a alternativa implicaria na existência de uma demanda reprimida, pronta para entrar em cena, mas se esse fosse o caso, deveríamos ver uma pressão negativa sobre os rendimentos).

2. Uma aceleração no crescimento do crédito, baseada no lado dos passivos do balanço patrimonial do Fed: Considerando a perspectiva de crescimento mais forte e o provável afrouxamento das regulamentações do setor financeiro, vemos uma alta probabilidade de os bancos começarem a emprestar suas substanciais reservas excedentes, aumentando ainda mais as pressões macroeconômicas sobre a inflação.

3. Maiores pressões salariais e de preços, estimuladas por uma recuperação econômica sustentada: Vemos o fortalecimento constante do crescimento dos EUA e global como prováveis estímulos para um crescimento salarial e uma inflação dos preços ao consumidor mais fortes. Isso levaria o Fed a acelerar o ritmo dos aumentos de taxas ou resultaria em um aumento do prêmio por prazo, uma vez que os mercados esperam que a inflação ande à frente do Fed.

A grande redução: o encolhimento do balanço patrimonial do Fed

A reversão da QE marca um capítulo importante em política econômica, no mundo pós-CFG. Desde 2008, a expansão do balanço patrimonial do Fed, acompanhada pela QE na zona do euro, no Japão e no RU, tem sido a força dominante do ambiente econômico global.

O impacto das políticas do Fed sobre a atividade econômica real se deu principalmente pela criação de uma forte retomada nos preços dos ativos e pelo apoio a grandes déficits fiscais, em um momento de fraca demanda privada doméstica. Ao mesmo tempo, entretanto, uma enorme intervenção do Fed nos mercados financeiros criou distorções substanciais.

Ajuste quantitativo I: Predetermined Path, Uncertain Magnitude

O programa de desinvestimento do Fed introduz limites superiores para os USTs e para os ativos lastreados em hipotecas (mortgage-backed securities, ou MBS) que estiverem vencendo, para limitar o tamanho dos resgates mensais (o valor acima do limite seria reinvestido). De acordo com o plano de desinvestimento, os limites começarão em US\$ 6 bilhões para os USTs e US\$ 4 bilhões para os MBS, aumentando em etapas iguais a cada três meses até atingirem US\$ 30 bilhões para os USTs e US\$ 20 bilhões para os MBS (em outubro de 2018).

As Figuras 1 e 2 apresentam um perfil estático para os USTs e os MBS, desconsiderando a questão do reinvestimento. Para gerar projeções de extinção, temos que criar premissas adicionais sobre como o Fed reinveste os USTs e os MBS que estiverem vencendo, e como outros componentes do lado dos passivos no balanço patrimonial evoluem.³

Se tudo sair conforme o planejado, até 2020 a maior parte do ajuste terá sido realizada. Apesar de a trajetória real permanecer incerta, o balanço patrimonial do Fed encolherá em US\$ 1,3 trilhão nos próximos três anos, com o resgate de títulos do Tesouro e de MBS no período 2018-2020 totalizando US\$ 700 bilhões e US\$ 630 bilhões, respectivamente.

3. Assumimos que as posições do Fed em USTs e em MBS são reinvestidas proporcionalmente em títulos do Tesouro. Para os USTs, usamos dados desagregados para separar os vencimentos de meados do mês e os de final do mês, dados os diferentes calendários de emissão desses leilões. Para os leilões de meados de mês, 38,6% dos USTs reinvestidos foram direcionados a títulos de três anos, enquanto que, nas ofertas de final de mês, 29,5% dos USTs reinvestidos foram direcionados a títulos de dois anos (segundo o calendário de leilões do Tesouro do último ano). Uma vez que os títulos restantes, emitidos tanto em leilões de meados como de final de mês, possuem vencimentos maiores do que cinco anos, eles não afetam as análises (no horizonte relevante). Premissas adicionais foram assumidas sobre o lado dos passivos do balanço patrimonial, em relação ao crescimento da moeda, das reservas necessárias e da categoria capital/outras passivos, para eliminar as reservas excedentes.

Qualquer que seja o ponto final, o Fed espera que essa redução tenha pouco ou nenhum impacto no mercado.⁴ A maioria dos analistas dos bancos de investimento parece concordar, projetando apenas um aumento modesto nos rendimentos, com os rendimentos dos USTs de 10 anos aumentando em torno de 50 pontos base.

Ajuste Quantitativo II: Quem comprará o que o Fed não comprará?

O cenário mais simples (e mais seguro) seria o Tesouro reduzir o nível de dívida pública em circulação de forma correspondente: O Tesouro transferiria dinheiro de sua conta de caixa no Fed para cobrir a dívida que estiver vencendo. Um valor igual seria retirado de ambos os lados do balanço patrimonial do Fed, que diminuiria no valor da dívida que tivesse vencendo. Entretanto, isso somente poderá ocorrer se a postura da política fiscal resultar em um superávit, permitindo a redução no nível de endividamento. Na prática, a emissão de títulos do Tesouro provavelmente aumentará substancialmente nos próximos anos.

O Tesouro precisará emitir novos títulos para cobrir os que estiverem vencendo (mais alguns adicionais para financiar o déficit). Os novos títulos poderiam ser adquiridos pelo público doméstico, pelas instituições financeiras domésticas ou por compradores estrangeiros.

Analisemos primeiro os compradores domésticos: Para serem induzidos a aumentar sua demanda por USTs, tanto as instituições financeiras como os indivíduos precisarão ser atraídos por um preço mais baixo, ou seja, um rendimento mais elevado. Do ponto de vista dos bancos, USTs não são a mesma coisa que reservas líquidas. Os USTs possuem um risco de duration muito mais elevado, que os bancos dificilmente poderão ignorar, especialmente em um cenário de redução.

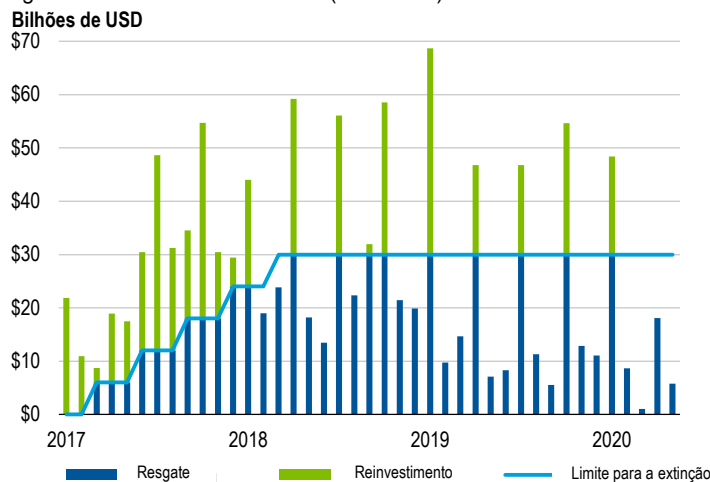
Os proponentes da teoria do excesso de poupança dizem que os investidores estrangeiros menos sensíveis ao preço entrarão no mercado. Os dados, entretanto, mostram o oposto:

A demanda por ativos percebidos como porto seguro declinou, apesar de ter sido ocultada pelos efeitos da QE nas principais economias avançadas.

Nosso modelo, portanto, demonstra que, mesmo que a demanda dos compradores estrangeiros oficiais se recupere um pouco, após ter estado ausente nos últimos quatro anos, uma proporção muito maior da oferta de USTs precisaria ser absorvida por investidores sensíveis ao preço, incluindo compradores estrangeiros privados, mas especialmente investidores domésticos, como bancos, fundos mútuos e fundos de pensão. Isso aumentaria significativamente a probabilidade de fortes retomadas nos rendimentos. Essa transição poderá ser exacerbada por círculos viciosos, à medida que os participantes do mercado reavaliam suas previsões de taxas de juros.⁵ Essa análise implica em que, mesmo que a atividade econômica dos EUA se mantenha nos níveis mornos atuais e as pressões inflacionárias se mantenham baixas, a redução do Fed deverá desencadear um aumento significativo nos rendimentos dos títulos de renda fixa.

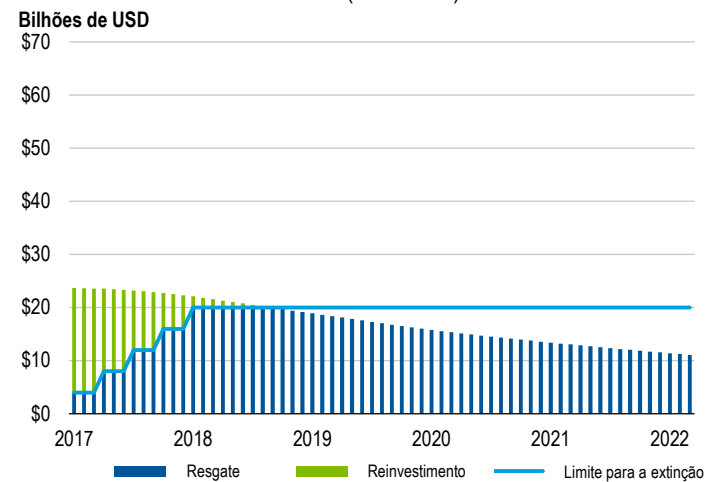
O programa de desinvestimento do Fed – Cenário estático

Figura 1 – Extinção dos Títulos do Tesouro do Fed
Agosto de 2017–Dezembro 2020 (Estimativa)⁵



Fonte: US Federal Reserve. Não há garantia de que qualquer estimativa, previsão ou projeção se realizará.

Figura 2 – Projeção dos pagamentos dos MBS do Fed
Outubro de 2017–Dezembro 2022 (Estimativa)⁵



Fonte: US Federal Reserve. Não há garantia de que qualquer estimativa, previsão ou projeção se realizará.

Table 1: The Fed's Disinvestment Program – Dynamic Picture (USD Billions)
Q4 2017–2020 (Estimate)⁵

	Q4 2017	2018	2019	2020
Treasuries				
Natural Runoff	45	426	400	334
Projected Runoff	18	229	280	242
Mortgage-Backed Securities				
Natural Runoff	71	272	238	200
Projected Runoff	12	168	238	200
Total				
Natural Runoff	116	698	638	535
Projected Runoff	30	397	518	442
Fed Assets	4486	4193	3679	3214
Excess Reserves	2229	1859	1264	713

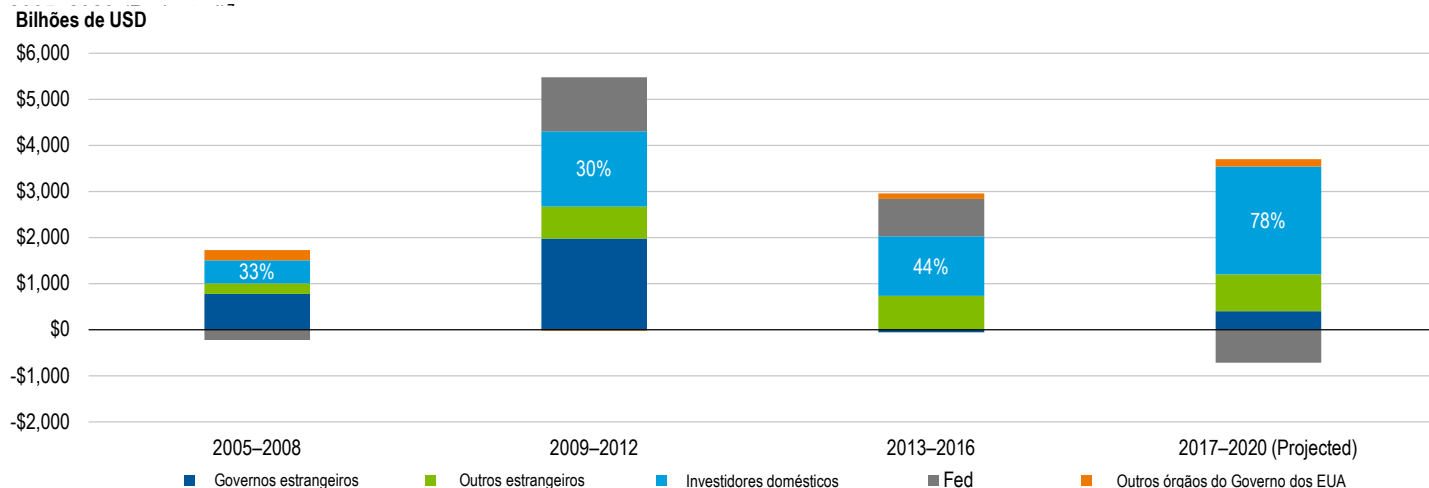
Source: Calculations by Templeton Global Macro using data sourced from US Federal Reserve, US Treasury Department.

4. Da conferência de imprensa de junho, de Janet Yellen: "Minha esperança e minha expectativa são de que...isso seja algo que se desenvolva silenciosamente ao fundo por alguns anos...tão interessante quanto assistir à tinta secar."

5. There is no assurance that any estimate will be realized.

Previsão de que os investidores privados domésticos aumentem fortemente sua fatia do mercado de títulos do Tesouro dos EUA

Figura 3: Tomada líquida de empréstimos públicos



Fonte: Cálculos da Franklin Templeton Global Macro, utilizando dados obtidos do Congressional Budget Office, do US Bureau of the Federal Service, do US Treasury Department e do US Federal Reserve.

Não há garantia de que qualquer estimativa, previsão ou projeção se realizará.

O lado dos passivos: o retorno do multiplicador monetário

As discussões de ajuste quantitativo tendem a focar no lado dos ativos do balanço patrimonial do Fed. O lado dos passivos do balanço patrimonial do Fed tem atraído muito menos atenção e no entanto, ele esconde o risco potencial de um aumento súbito no nível de crédito, com aceleração da inflação.

O Fed indicou querer que o processo de redução seja suave e gradual. Uma vez que apenas em torno de 40% dos ativos do Fed vencerão nos próximos cinco anos, e o banco central quer evitar a venda pura e simples de ativos, o ritmo no qual seu balanço patrimonial encolherá tem uma limitação natural. As reservas excedentes, portanto, permanecerão extremamente elevadas nos próximos anos.

Uma recuperação econômica sólida poderá dar condições para que o multiplicador monetário e a velocidade da moeda retornem aos seus níveis pré-crise. O Fed e a maioria dos analistas, portanto, esperam que a velocidade da moeda e o multiplicador monetário aumentem, à medida que a política monetária se normalize.

Porém, não vemos nenhuma garantia de que eles aumentarão exatamente no ritmo que tornaria o QT consistente com uma inflação estável ou moderadamente mais elevada. Assim como a queda na velocidade da moeda e no multiplicador monetário foi mais rápida do que o esperado na CFG, sua retomada poderá ser mais rápida do que o esperado na fase de recuperação.

Desregulamentação

O Tesouro dos EUA recentemente emitiu um relatório propondo algumas mudanças na estrutura regulamentadora do setor financeiro, incluindo as exigências de capital, as regras de liquidez e os testes de stress dos bancos. Essas mudanças propostas refletem preocupações de que o aumento de regulamentações pós-CFG tenha sido excessivo, com um impacto adverso no crescimento do crédito que afetou principalmente as pequenas e médias empresas e reduziu o crescimento econômico.

A desregulamentação financeira proposta visa permitir um crescimento mais rápido do crédito e um maior dinamismo econômico. A maioria das mudanças propostas pode ser implementada diretamente pela agência regulatória competente, sem aprovação de novas leis pelo Congresso. Isso implica em uma probabilidade bastante elevada de que a desregulamentação financeira venha a ocorrer de fato, mesmo que a implementação leve tempo, prolongando-se até 2018.

5.O BIS (Bank for International Settlements, ou Banco de Compensações Internacionais) evidenciou mecanismos de amplificação nos mercados financeiros que reduziram os rendimentos durante a QE. Potencialmente, essas dinâmicas podem facilmente se reverter. Para ver um exemplo desse mecanismo, leia o estudo de caso em gestão de risco em empresas de seguro além do artigo do BIS chamado "How Much Should We Read into Shifts in Long-Dated Yields," Hyun Song Shin, 3/3/17.

7. There is no assurance that any projection will be realized.

The observations in this paper contain theoretical estimates based on a series of assumptions and should not be interpreted as investment advice. The analytical opinions of the authors are based on a series of assumptions, which may change at any time.

Fatores macroeconômicos: O enigma do crescimento salarial e da inflação

A inflação permanece bem abaixo das metas dos bancos centrais, tanto nos Estados Unidos como na zona do euro, e também tem permanecido fraca na maioria das demais economias avançadas, apesar de a atividade econômica ter ganhado força. A baixa inflação reflete em parte o baixo crescimento salarial: Nos EUA, mesmo tendo o mercado de trabalho retornado ao pleno emprego, as remunerações horárias médias cresceram apenas 2,9% ano a ano, até 30 de setembro.

O crescimento salarial tem demonstrado muito pouca resposta às mudanças na taxa de desemprego, resultando em uma curva salarial menos inclinada. Muitos economistas atribuem esse efeito a dois fatores estruturais:

Globalização: A integração gradual da Ásia emergente e da antiga União Soviética na economia global aumentou bastante a mão de obra disponível, de forma que a ameaça de terceirização limita o poder de barganha dos empregados nas economias avançadas.

Tecnologia: Avanços em robótica e em inteligência artificial ampliaram a gama de tarefas que podem ser automatizadas, pressionando os salários dos trabalhadores de baixa e média qualificação.

Entretanto, achamos essa interpretação pouco convincente:

Em primeiro lugar, se a automação estivesse tendo um papel tão importante, esperaríamos ver um crescimento mais rápido na produtividade e ganhos modestos no nível de empregos. Até agora, temos visto exatamente o oposto.

Em segundo lugar, apesar de estudos acadêmicos sugerirem que a concorrência global (principalmente da China) causou perdas significativas em empregos na manufatura, os serviços respondem pela maior parte dos empregos nos EUA, e a maioria dos empregos em serviços ainda está menos exposta à concorrência global.

Um debate similar começou a surgir sobre a relação entre os preços e a folga econômica - a curva de preços de Phillips. Aqui também as opiniões convergiram para um consenso, de que a curva de preços de Phillips se achatou devido a uma combinação de melhorias tecnológicas e concorrência global intensificada. E também aqui, acreditamos que os dois pilares do consenso devem ser entendidos com algumas ressalvas.

1. As novas tecnologias parecem mesmo ter ajudado a reduzir as pressões dos preços, em alguns casos reduzindo os custos de produção mas, de forma mais importante, aumentando a transparência dos preços e a concorrência. Pensem na capacidade dos consumidores de comparar rapidamente os preços na web. Ao mesmo tempo, porém, essas tecnologias criaram uma dinâmica de "o vencedor leva tudo" em vários mercados, onde uma plataforma de sucesso pode adquirir um poder quase monopolístico.
2. A concorrência global também parece ter contribuído para a redução das pressões de preços nas economias avançadas. Entretanto, à medida que as economias emergentes convergem em direção às avançadas, esse impacto se enfraquecerá: Os níveis salariais já estão subindo nos grandes mercados emergentes, fazendo com que seus custos de produção aumentem. E uma vez que a inflação tende a ter um importante componente global, o aumento no crescimento global e na utilização da capacidade global deve aumentar a pressão dos preços globais que, por sua vez, deve impactar as tendências inflacionárias dos EUA e de outras economias avançadas.

O fato de que os salários e a inflação têm permanecido inesperadamente estáveis nos últimos dois anos não deve nos levar a acreditar que a inflação não poderá mais voltar. Se não entendemos totalmente por que a curva de Phillips se achatou, devemos reconhecer o risco de ela se acentuar novamente.

Conclusão

Tanto o Fed quanto os mercados financeiros parecem esperar que a redução do balanço patrimonial do Fed seja tranquila, suave e sem impactos nos mercados. Nesse artigo, defendemos que esse muito provavelmente não será o caso. Na verdade, apenas uma combinação extremamente improvável de eventos poderia garantir uma transição suave e indolor. Em particular, acreditamos que os mercados estejam subestimando o impacto nos rendimentos dos USTs.

À medida que o Fed reduz sua demanda por USTs, e à medida que o Tesouro aumenta sua oferta para cobrir o déficit fiscal, os preços dos títulos de renda fixa deverão cair e os rendimentos deverão aumentar para atrair novos compradores. A QE reduziu os rendimentos. Sua reversão os aumentará. Nossa descoberta de que os compradores domésticos, sensíveis aos preços, terão que cobrir uma parte desproporcional da demanda reforça esse ponto básico.

Para reduzir o risco de uma ruptura nos mercados de ativos financeiros, o Fed planeja reduzir o balanço patrimonial a um ritmo lento e gradual. Entretanto, por consequência, as reservas excedentes dos bancos permanecerão extremamente altas nos próximos anos. Isso poderá determinar uma súbita aceleração da oferta de crédito, à medida que tanto a demanda por crédito quanto a oferta reagem a condições econômicas mais fortes e a um alívio nas regulamentações financeiras.

As pressões dos preços têm permanecido baixas, até agora. Isso pode não durar muito. Os salários de trabalhadores permanentes estão aumentando a um ritmo saudável. A relação entre salários e inflação (curva de Phillips) está mais fraca, mas os argumentos de que essa mudança é permanente não nos convencem.

Além do mais, as tendências dos salários e dos preços têm um forte componente global, e o cenário global indica uma maior utilização dos recursos e um crescimento mais rápido dos salários e dos preços.

Nem todas essas três forças precisam ocorrer, mas todas terão que estar erradas para que as expectativas do mercado sejam válidas. Acreditamos que isso seja extremamente improvável, e definitivamente não é um cenário no qual investir. Acreditamos que o caminho do Fed para a redução será longo e potencialmente turbulento para os mercados.



Sobre o Global Macro Shifts

É um relatório de pesquisa dos mercados globais, com as análises e opiniões do Dr. Michael Hasenstab e os membros seniores do Templeton Global Macro. Dr. Hasenstab e seu time gerenciam as estratégias do Templeton Global Bond, incluindo renda fixa unconstrained, moedas e global macro. O time econômico, formado nas melhores universidades do mundo, integram a análise macroeconômica com uma pesquisa aprofundada nos países, e ajudam a identificar no longo prazo os desequilíbrios que se transformam em oportunidades de investimentos.

Michael Hasenstab, Ph.D.
Executive Vice President, Portfolio Manager,
Chief Investment Officer
Templeton Global Macro



Sonal Desai, Ph.D.
Senior Vice President,
Portfolio Manager,
Director of Research
Templeton Global Macro



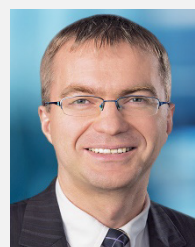
Calvin Ho, Ph.D.
Vice President, Deputy
Director of Research
Templeton Global Macro



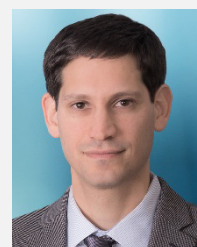
Hyung C. Shin, Ph.D.
Vice President, Senior Global
Macro & Research Analyst
Templeton Global Macro



Diego Valderrama, Ph.D.
Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro



Attila Korpos, Ph.D.
Research Analyst
Templeton Global Macro



Shlomi Kramer, Ph.D.
Research Analyst
Templeton Global Macro

IMPORTANT LEGAL INFORMATION

Este material reflete a análise e as opiniões do autor até 20 de outubro de 2017, as quais podem diferir das opiniões de outros gestores de portfólio e de outras equipes ou plataformas de investimento da Franklin Templeton Investments. É um documento apenas de caráter geral e não deve ser considerado como uma consultoria em investimento, uma recomendação ou uma oferta para comprar, vender ou manter qualquer ativo, ou para adotar qualquer estratégia de investimento. Esse material não constitui uma assessoria jurídica ou fiscal.

As opiniões expressas e os comentários, opiniões e análises são apresentados como eram na data de publicação, podendo ser alterados sem aviso prévio. As informações fornecidas neste material não têm como objetivo ser uma análise completa de todos os fatos importantes em relação a qualquer país, região, mercado, indústria ou estratégia.

Dados provenientes de outras fontes podem ter sido usados na preparação deste material e a Franklin Templeton Investments ("FTI") não verificou, validou ou auditou, de forma independente, os referidos dados. A FTI não tem qualquer responsabilidade por qualquer perda decorrente do uso dessas informações e a confiança nos comentários, nas opiniões e nas análises incluídas no material deve ocorrer ao critério exclusivo do usuário.

Os produtos, os serviços e as informações podem não estar disponíveis em todas as jurisdições e são oferecidos pelas afiliadas da FTI e/ou suas distribuidoras, de acordo com as leis e as regulamentações locais. Consulte o seu próprio consultor profissional para obter mais informações sobre a disponibilidade de produtos e serviços em sua jurisdição.

Emitido nos EUA pela Franklin Templeton Distributors, Inc., One Franklin Parkway, San Mateo, California 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com - A Franklin Templeton Distributors, Inc. é a principal distribuidora dos produtos registrados nos EUA da Franklin Templeton Investments, disponíveis apenas em jurisdições onde a oferta ou a venda de tais produtos é permitida, em conformidade com as leis e os regulamentos aplicáveis.

Austrália: Emitido pela Franklin Templeton Investments Australia Limited (ABN 87 006 972 247) (Detentor de licença de serviços financeiros australianos nº 225328), Level 19, 101 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Áustria/Alemanha:** Emitido pela Franklin Templeton Investment Services GmbH, Mainzer Landstraße 16, D-60325 Frankfurt am Main, Germany. Autorizada na Alemanha pelo IHK Frankfurt M., nº de reg. D-F-125-TMX1-08. **Canadá:** Emitido pela Franklin Templeton Investments Corp., 5000 Yonge Street, Suite 900 Toronto, ON, M2N 0A7, Fax: (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca. **Dubai:** Emitido pela Franklin Templeton Investments (ME) Limited, autorizada e regulada pela Dubai Financial Services Authority. Escritório em Dubai: Franklin Templeton Investments, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, U.A.E., Telefone: +9714-4284100 Fax: +9714-4284140. **França:** Emitido pela Franklin Templeton France S.A., 20 rue de la Paix, 75002 Paris France. **Hong Kong:** Emitido pela Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong. **Itália:** Emitido pela Franklin Templeton International Services S.à.r.l. - Italian Branch, Corso Italia, 1 - Milan, 20122, Italy. **Japão:** Emitido pela Franklin Templeton Investments Japan Limited. **Coreia:** Emitido pela Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seoul, Korea 150-968. **Luxemburgo/Benelux:** Emitido pela Franklin Templeton International Services, S.à.r.l. - Supervisionada pela *Commission de Surveillance du Secteur Financier* - 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg - Tel: +352-46 66 67-1 - Fax: +352-46 66 76. Tel: -46 (66) -1 7400 Fax: +352 (-46) 66 76. **Malásia:** Emitido pela Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn. Bhd. e Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. **Polônia:** Emitido pela Templeton Asset Management (Polónia) TFI S.A., Rondo ONZ 1; 00-124 Warsaw. **Romênia:** Emitido pela agência de Bucareste da Franklin Templeton Investment Management Limited, 78-80 Buzesti Street, Premium Point, 7th-8th Floor, 011017 Bucharest 1, Romania. Registrada na Romania Financial Supervisory Authority sob o nº PJM01SFIM/400005/14.09.2009, e autorizada e regulada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority. **Cingapura:** Emitido pela Templeton Asset Management Ltd., nº de registro (UEN) 199205211E. 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapore. **Espanha:** Emitido pela agência da Franklin Templeton Investment Management, profissional do setor financeiro sob a supervisão da CNMV, José Ortega y Gasset 29, Madrid. **África do Sul:** Emitido pela Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd que é uma fornecedora de serviços financeiros autorizada. Tel: +27 (21) 831 7400 Fax: +27 (21) 831 7422. **Suíça:** Emitido pela Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurich. **Reino Unido:** Emitido pela Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), sede registrada em: Cannon Place, 78 Cannon Street, London, EC4N 6HL Autorizada e regulada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority. **Regiões nórdicas:** Emitido pela Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), agência sueca, Blasieholmsgatan 5, SE-111 48 Stockholm, Sweden. Telefone: +46 (0) 8 545 01230 Fax: +46 (0) 8 545 01239. A FTIML é autorizada e regulada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority e está autorizada a prestar determinados serviços de investimento na Dinamarca, na Suécia, na Noruega e na Finlândia. **Américas Offshore:** Nos EUA, esta publicação é disponibilizada apenas para intermediários financeiros pela Templeton/Franklin Investment Services, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Florida 33716. Tel: (800) 239-3894 (ligação gratuita nos EUA), (877) 389-0076 (ligação gratuita no Canadá), e Fax: (727) 299-8736. Os investimentos não estão cobertos pelo seguro FDIC, podem perder valor e não possuem garantia bancária. A distribuição fora dos EUA pode ser realizada pela Templeton Global Advisors Limited ou por outros subdistribuidores, intermediários, revendedores ou investidores profissionais, que foram contratados pela Templeton Global Advisors Limited para distribuir cotas dos fundos Franklin Templeton em certas jurisdições. Isso não é uma oferta para vender nem uma solicitação de uma oferta para comprar valores mobiliários em qualquer jurisdição, onde isso possa ser ilícito.

ESTE MATERIAL FOI PREPARADO POR OUTRA EMPRESA DE GESTÃO, LIGADA À FRANKLIN TEMPLETON INVESTIMENTOS BRASIL (FTIB), MAS CONSTITUÍDA DE FORMA INDEPENDENTE. AS OPINIÕES AQUI EXPRESSAS NÃO NECESSARIAMENTE REFLETEM AS DA EQUIPE DE GESTÃO DE INVESTIMENTOS DA FTIB.

Este material é meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento.

A Franklin Templeton Investimentos Brasil não realiza a distribuição ou venda de cotas de Fundo. Se você tiver qualquer dúvida sobre a forma de aquisição de cotas, procure um distribuidor habilitado.

A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito - FGC. Leia o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

Importantes avisos e termos de fornecedores de dados estão disponíveis em www.franklintempletondatasources.com.



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

Acesse www.franklinresources.com para ser
redirecionado ao site local da Franklin Templeton.

