

20/10/2016 - 05:00

A 'sinuca' dos bancos centrais

Por **Carlos Primo Braga**

Os bancos centrais dos países industrializados enfrentam uma situação inusitada. Desde a crise financeira global, eles se transformaram na principal fonte de estímulo econômico no mundo industrializado, diminuindo taxas de juros de forma agressiva. Nos EUA, a taxa de juros alvo ("federal funds target rate") em 2007 era de 5,25%. A partir de agosto de 2007, este alvo foi continuamente reduzido e no final de 2008, o banco central americano (o Fed) passou a operar com um intervalo alvo de 0,25% a 0%.

O Banco da Inglaterra, por sua vez, trabalhava com uma taxa de 4,5% em outubro de 2008. Diminuiu a mesma em um série de ajustes de forma que ela caiu para 0,5% em março de 2009 - permanecendo neste patamar até agosto de 2016, quando ela foi reduzida para 0,25% em resposta às repercussões do voto a favor do "Brexit".

A alternativa de uma rápida normalização das taxas de juros também não é uma opção palatável. Ela sem dúvida tornaria ainda mais letárgica a recuperação da economia mundial e teria um impacto significativo sobre mercados acionários

A trajetória das taxas de juros controladas pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelo Banco do Japão (BoJ) foi similar. O BCE reduziu a taxa para operações de refinanciamento de 3,25% em outubro de 2008 para 0%. Além disso, bancos europeus que fazem depósitos "overnight" no Eurosystem são confrontados com taxa de juros negativa desde junho de 2014 (-0,40% na atualidade). No Japão, a taxa overnight já era baixa no momento da eclosão da crise (0,50% em 2007 e 0,30% em 2008) e foi reduzida para 0,10% em dezembro de 2008.

Mais recentemente (janeiro de 2016), o BoJ adotou um sistema de camadas em que reservas bancárias são remuneradas com taxas de 0,10%, 0,00%, e -0,10% de acordo com critérios financeiros e prudenciais. Qual seja, o BoJ também está praticando taxas de juros nominais negativas a exemplo do BCE e de outros bancos centrais na Europa (Dinamarca, Suécia, Suíça...)

Para brasileiros, que convivem com uma meta de taxa de juros básica (Selic) de 14,25% nos últimos 12 meses, as taxas dos países industrializados geram uma mistura de inveja e apreensão. A inveja reflete as dificuldades para investimentos em ativos não-financeiros em um país com uma das maiores taxas de juros reais do mundo. A apreensão é alimentada por uma questão básica: quais são as implicações destas políticas monetárias para a saúde do sistema financeiro internacional e para fluxos financeiros internacionais?

Cabe assinalar que a adoção de políticas monetárias heterodoxas por países industrializados não se limitou à repressão de taxas de juros de curto prazo. Estes bancos centrais também adotaram medidas de "flexibilização quantitativa" (quantitative easing, QE) a fim de influenciar taxas de longo prazo via compra de títulos governamentais (títulos da dívida governamental e títulos garantidos pelo governo).

Esta compra de ativos financeiros diminui a oferta de títulos disponíveis no mercado, aumentando o preço dos mesmos (que é o inverso do rendimento). O impacto ocorre não apenas a nível de títulos governamentais, mas também impulsiona a demanda por outros ativos, diminuindo o retorno de títulos de empresas e alavancando o mercado acionário.

A recuperação das economias industrializadas permanece frágil (em média, elas devem crescer apenas 1,6% em 2016 de acordo com o FMI). Neste contexto, a maioria dos bancos centrais continua a apostar em políticas heterodoxas (QE e taxas de juros negativas). O Fed é a exceção, tendo terminado a experiência com flexibilização quantitativa após o terceiro ciclo



de QE em 2014 - os três títulos adicionaram cerca de US\$ 3,7 trilhões ao seu balanço. Além disso, o Fed também iniciou um processo tímido de normalização das taxas de juros. O intervalo alvo foi aumentado para 0,50 a 0,25% em dezembro de 2015. E a expectativa é de que um novo aumento ocorra após as eleições presidenciais nos Estados Unidos.

A possível divergência na trajetória das taxas de juros entre os EUA e os demais países industrializados é um fator adicional de preocupação. O Fed tem preferido atuar com moderação dado que expectativas inflacionárias permanecem baixas e o mercado de trabalho nos EUA continua a apresentar uma taxa de participação inadequada. Mas o perigo permanece.

Devemos, no entanto, continuar a operar em um ambiente de taxas de juros extremamente baixas nos países industrializados. Isto reflete não apenas políticas heterodoxas, mas também tendências demográficas, que contribuem para impulsionar o aumento de poupança, e a integração da China (cuja população tem taxas de poupança estratosféricas) à economia global, entre outros fatores.

Alguns analistas inclusive argumentam que culpar bancos centrais pela queda da taxa de juros real é confundir causa e efeito. Em outras palavras, a queda viria sendo determinada por fatores estruturais e as ações dos bancos centrais seriam simplesmente uma reação a esta tendência na tentativa de validar uma taxa neutra de juros reais (aquela que é consistente com pleno emprego e expectativas estáveis de inflação).

O fato de termos mais de US\$ 15 trilhões de títulos soberanos com uma rentabilidade negativa, porém, ilustra o inusitado do momento atual. A "sinuca" que estes bancos centrais ora enfrentam é de que a persistir este ambiente macroeconômico, o modelo de negócios de bancos comerciais, de empresas de seguros, e de fundos de pensão entrará em crise. As opções para os bancos comerciais dos países industrializados, por exemplo, é: ou manter taxas de varejo inalteradas e sofrer uma queda de rentabilidade; ou adotar taxas negativas e perder depósitos.

Além disso, a baixa remuneração da poupança pode na margem gerar mudanças erráticas de portfólio a favor de outros ativos (por exemplo, ouro, bitcoins...). A alternativa de uma rápida normalização das taxas de juros também não é uma opção palatável. Ela sem dúvida tornaria ainda mais letárgica a recuperação da economia mundial e teria um impacto significativo sobre mercados acionários. Em suma, uma sinuca "de bico".

Carlos A. Primo Braga é professor associado da Fundação Dom Cabral e ex-Diretor de Economia Política e Dívida do Banco Mundial.