

REDUÇÃO GRADUAL; NÃO APERTO

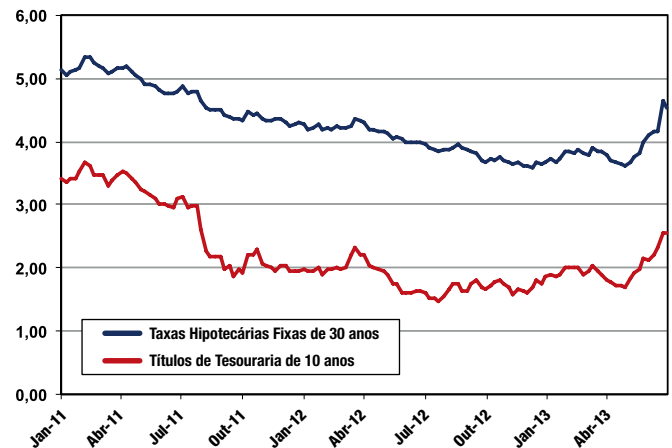
Por David Katsnelson, diretor de Macroeconomia da RISI

O presidente Ben Bernanke abalou os mercados financeiros norte-americano e internacional no fim de maio com afirmações que pareciam dizer que o Banco Central (BC) norte-americano estava considerando acabar com o atual programa de Alívio Quantitativo (AQ). Sob essa mais recente iteração do AQ, o BC tem comprado US\$ 85 bilhões por mês em valores mobiliários do Tesouro norte-americano garantidos por hipotecas, mantendo baixas as taxas de juros no longo prazo. Com as indicações de que o programa começará a ser desacelerado, porém, as taxas de juros começam a subir. Porta-vozes do BC manifestaram-se continuamente tentando assegurar aos mercados que essa desaceleração não se tratava realmente de um aperto. Isso, no entanto, teve pouco efeito. Então, isso é realmente o início de um aperto monetário pelo BC ou a reação dos mercados está sendo exagerada? Que efeito terão as taxas mais altas sobre a economia norte-americana?

Enquanto o BC está claramente começando a reavaliar suas ações de Alívio Quantitativo, de modo geral não achamos que a política monetária se torne menos acomodaticia no futuro próximo ou que essa ação tenha um sério efeito negativo sobre a economia norte-americana. O ritmo certo da desaceleração terá estreita correlação com os dados sobre a saúde da economia norte-americana. Bernanke é um estudioso da Grande Depressão e conhece muito bem os resultados do aperto monetário que o BC tentou implantar em 1937. É improvável que se repita aquela experiência. Atualmente, o BC declarou que vai continuar com o AQ até que a taxa de desemprego atinja 6,5% ou que a inflação supere 2,5%. Com a inflação efetivamente em declínio, o emprego será a medida chave. O relatório sobre emprego do mês de maio e as revisões em relação a meses anteriores indicam agora uma média de crescimento de postos de trabalho de quase 200 mil por mês. Caso essa tendência prossiga ou se acentue (e esperamos que isso aconteça), dará ao BC condições de começar a reduzir suas compras de títulos até setembro deste ano, quando a economia deverá estar em condições muito mais sólidas.

A principal preocupação com as taxas de juros ascendentes se refere claramente ao efeito que terá sobre a recuperação habitacional. A esta altura, com a produção industrial ainda combalida e os gastos dos consumidores ainda baixos com base em padrões históricos, o setor habitacional é o propulsor chave da economia norte-americana. A maioria das taxas hipotecárias está vinculada ao rendimento sobre o título do Tesouro de referência de dez anos, que se elevou de 1,66% no início de maio para 2,73% no final do mês de maio. As taxas hipotecárias acompanharam esse aumento (Figura 1), estando agora em seu nível mais alto desde agosto do ano passado – ligeiramente acima de 4,5%. Será que isso abortará a recuperação habitacional? Achamos que não. O aumento de 1% certamente foi rápido, mas as taxas hipotecárias ainda estão perto dos baixos níveis históricos. Ao longo dos últimos 40 anos, estiveram abaixo de 4,5% por apenas 19 meses (os últimos 19 meses). Se as taxas hipotecárias sofrerem um aumento significativamente maior, iríamos ficar um tanto mais preocupados com o

Figura 1. Taxas Hipotecárias Seguem os Títulos de 10 Anos



setor habitacional, mas não achamos que isso vá acontecer. Uma vez que se baseiam no rendimento dos títulos de dez anos – cerca de 2% acima –, isso será obviamente o fator chave, e não conseguimos ver aquele rendimento se elevando de modo significativo no curto prazo. Historicamente, o rendimento dos títulos de dez anos nunca passou de 4% a mais da taxa dos Fundos do BC, que no momento está efetivamente fixada em 0%. Até que o BC eleve essa taxa (o que esperamos que não aconteça até princípios de 2015), 4% é o teto para o título de dez anos. O atual alívio quantitativo vale cerca de 1% do rendimento e obviamente declinará à medida que o BC for reduzindo suas compras de títulos. A incerteza que reina em todo o mundo e a fuga resultante para a segurança dos valores mobiliários norte-americanos provavelmente valem mais 0,5%. Tudo isso somado importa num rendimento de 2,5% em dez anos e taxas hipotecárias de cerca de 4,5% – aproximadamente no nível em que se encontram agora.

Além disso, à medida que a economia for melhorando, haverá menor necessidade de financiamento pelo governo, que precisará emitir menos títulos. Se o BC continuasse a comprar títulos no ritmo atual, estaria absorvendo uma porcentagem mais alta do total de títulos, isto é, levando a um alívio monetário que não deseja estabelecer.

Então, por que todo o rebuliço em relação à desaceleração? O aumento nos rendimentos dos títulos parece uma reação um tanto exagerada por parte do mercado, tendo em vista os fundamentos. É certo que os rendimentos dos títulos aumentarão gradualmente à medida que a economia norte-americana for se fortalecendo, mas enquanto não se elevarem mais rapidamente do que as melhorias nas condições econômicas subjacentes, não terão um significativo efeito negativo. Bernanke não vai matar a recuperação econômica. ■

David Katsnelson, diretor de Macroeconomia da RISI e autor do *Monthly Economic Commentary* [Comentário Econômico Mensal], desenvolve suas atividades do escritório da RISI em Bedford, Massachusetts, podendo ser contatado pelo fone 781-734-8982 ou pelo e-mail dkatsnelson@risi.com.