

Rotações e translações: as curvas de juros na interação fiscal-monetária

Eduardo Loyo

Fevereiro de 2017

Tantas tem sido as oportunidades de tomá-lo emprestado da mecânica, que o termo “rotação” está por toda parte quando se fala sobre política macroeconômica e investimentos nas economias avançadas. Há referências a uma *rotação* entre instrumentos de estímulo à atividade, em que a política fiscal se apresentaria para aliviar a sobrecarga alegadamente imposta até agora à política monetária. Há referências também a uma *rotação* da estrutura a termo de taxas de juros, proposital ou acidental, conciliando juros de curtíssimo prazo ainda baixos, e até negativos, com taxas longas em patamares menos anormais. Há, enfim, referências a uma *rotação* entre classes de ativos financeiros, condizente com as rotações anteriores, em prol de ações e em detrimento de títulos de renda fixa cuja longa tendência de apreciação agora se reverteria.

Se não é surpresa tais movimentos rotatórios serem contemplados no contexto atual, e até de fato ocorrerem, tem havido em seu desenrolar alguns traços curiosos, surpreendentes, às vezes irônicos. Não é necessariamente onde mais fariam sentido, do ponto de vista normativo, ou de onde se esperaria que saíssem semelhantes notícias, que determinados desenvolvimentos desse enredo primeiro despontam. Nem é necessariamente aos propósitos que primeiro motivaram sua implementação que algumas medidas têm acabado por servir, assim como a recusa em tomar determinadas providências pode ter aberto caminho justamente para consequências que se parecia tentar evitar. Assim transladadas de habitat natural, de finalidade ou de efeito, essas rotações vão se sucedendo e interagindo umas com as outras para formar uma nova configuração das principais variáveis financeiras globais.

Japão inovador

Em setembro passado, o Banco do Japão anunciou que passaria a tratar a taxa de juros de 10 anos como uma espécie de instrumento “extra” de política monetária, em adição aos instrumentos convencionais e a outros menos convencionais já em uso. De um banco central visto outrora como tendo modos particularmente conservadores, vinha uma inovação momentosa na forma de conduzir a política monetária: o chamado “controle da curva de juros”.

Algumas das primeiras reações dos comentaristas especializados ao anúncio do Banco do Japão focaram nas sobredeterminações aparentemente envolvidas na ideia. Em primeiro lugar, parecia ser uma tentativa de controlar ao mesmo tempo preços (no caso, equivalentemente, taxas de juros) e quantidades (mantido como foi o programa de afrouxamento quantitativo, inclusive, num primeiro momento, com metas numéricas) no mercado de títulos públicos de um dado prazo. Pretendia-se, além disso, continuar controlando a taxa de juros na ponta mais curta (não só no presente, mas de maneira continuada, hoje e sempre) e ao mesmo tempo passar a controlar separadamente uma outra, muito embora essa segunda devesse, a princípio, estar

ancorada na trajetória esperada da própria taxa curta no futuro, junto com prêmios a termo presumivelmente determinados por forças de mercado.

Nesse segundo aspecto, soava como algo mais ambicioso do que a pretensão, compartilhada com os programas de afrouxamento quantitativo, de influenciar em alguma medida esses prêmios a termo dentro das estreitas margens proporcionadas pelos chamados “efeitos portfólio”, e também de influenciar as próprias expectativas a respeito da trajetória futura da taxa curta mediante sinalizações porventura implícitas nas compras de ativos pelos bancos centrais. Os programas de afrouxamento quantitativo, à diferença do novo sistema anunciado pelo Banco do Japão, operam sem metas publicamente declaradas para o formato da estrutura a termo e, dessa forma, sem qualquer desafio aberto à consistência de sua precificação desejada com as condições de mercado vigentes. Nesse mesmo sentido, também seria algo mais ambicioso do que a reencarnação moderna da “Operação Twist” do Federal Reserve, inaugurada em 2011 e encerrada em 2012, que, embora tivesse igualmente a intenção de influenciar a inclinação da estrutura a termo, tampouco se comprometia com metas numéricas para taxas mais longas.

Logo se compreendeu, como não podia deixar de ser, que não havia passe de mágica, nem aspirações do Banco do Japão a graus de controle manifestamente impossíveis à luz da teoria econômica. Na largada, ficou entendido que as metas quantitativas do programa de aquisição de títulos haviam sido mantidas, mais do que tudo, para evitar o susto que o súbito anúncio de sua eliminação poderia provocar, mas que, em caso de conflito, teriam primazia sobre essa estipulação de volumes de títulos a serem adquiridos as metas anunciadas para as taxas de 10 anos. Não se almejava, portanto, realmente controlar preços e quantidades num mesmo mercado, mas sim uma comunicação menos traumática da reforma do *guidance* numérico a ser seguido pelas intervenções no mercado de títulos – transicionando de metas quantitativas para metas para as taxas de juros correspondentes.

De forma semelhante, o Banco do Japão acabou reconhecendo expressamente que taxas curtas e longas não são dois instrumentos que possam ser controlados de forma independente. Pareceu satisfazer-se em assumir um compromisso a respeito da taxa de dez anos que, a julgar por sua própria experimentação anterior com as condições de mercado e com as margens de manobra proporcionadas por efeitos portfólio, não padeceria – pelo menos não por ora – de incompatibilidade com a precificação da estrutura a termo que deveria emanar da trajetória futura esperada da taxa curta. O anúncio da meta para a taxa de 10 anos só foi oficializado, diga-se de passagem, quanto essa taxa já havia caminhado espontaneamente, respondendo a meras especulações sobre o que o Banco do Japão pretendia a respeito da posição da estrutura a termo, para as proximidades do patamar em que acabou sendo então deliberadamente “fixada” – qual seja, em torno de zero.

Não ficou tão clara, entretanto, como será a relação mais permanente entre controle de taxas curtas e de taxas longas, caso sobrevenham condições de mercado que, aí sim, gerem incompatibilidade entre os objetivos numéricos estipulados para os dois

instrumentos. Haverá tolerância maior com desvios da taxa longa do que normalmente há, e supostamente continuará havendo, em relação à curta? Ou os próprios objetivos para uma e/ou para outra serão “endogenamente” ajustados ao longo do tempo, de forma a reconciliá-los com forças de mercado fadadas a prevalecer na precificação dos prêmios a termo? Ao afirmar que as taxas curtas, embora já negativas, poderiam cair mais, a mensagem primária pode ter sido a de que resta espaço para estímulo monetário adicional mesmo sem novo achatamento da estrutura a termo. Mas, com essa observação, o Banco do Japão também abre caminho, caso não queira permitir uma elevação da taxa longa, e os determinantes autônomos dos prêmios a termo demandem uma inclinação mais positiva da curva de juros, para acomodar esse desenvolvimento mediante taxas curtas ainda mais baixas.

Há, além disso, conhecidos conflitos entre mudanças pontuais e instantâneas de metas para taxas longas – na forma como costumam mudar as metas para taxas *overnight*, em degraus, de um dia para o outro, como produto de decisões periódicas de política monetária – e a estabilidade das taxas curtas em torno dessas transições. De fato, condições de não-arbitragem exigiriam flutuações enormes da taxa curta para que a taxa longa pudesse descrever um degrau desse tipo, à medida que o degrau se aproximasse e fosse incorporado às expectativas do mercado. Diante dessas inconsistências entre a expectativa de degraus da taxa longa e uma trajetória minimamente estável para a taxa curta, tampouco o método de implementação de *mudanças* de metas para a taxa de 10 anos ficou esclarecido.

Se a mudança operacional mais óbvia disse respeito ao formato do *guidance* para o programa de compras de títulos pelo banco central, e outros aspectos operacionais – em particular, como se resolverão eventuais conflitos no controle simultâneo de taxas longas e curtas – não ficaram plenamente esclarecidos, talvez o aspecto mais importante do anúncio de setembro passado tenha sido o sinal mais nítido que o Banco do Japão passou a dar sobre onde deseja que a curva de juros se posicione, seja lá o que for capaz de fazer para assegurar tal resultado.

Aí, entretanto, também prevaleceu de início uma certa confusão a respeito da natureza do compromisso, e portanto de sua verdadeira intenção. Alguns enfatizavam a instituição de um *piso* para os juros de prazo mais longo, entendendo que o Banco do Japão pretendia, dados os juros curtos, impor uma inclinação mínima à estrutura a termo. Outros (p. ex., o *Financial Times*) insistiam em falar de *teto*, sugerindo, pelo contrário, o desejo de impor uma inclinação máxima.

A ideia de uma inclinação *mínima* para a estrutura a termo seria um modo de seguir trabalhando com taxas curtas em território negativo, reconhecendo no entanto os possíveis efeitos deletérios de taxas longas muito baixas sobre a sensação de riqueza dos poupadores e sobre a rentabilidade da intermediação financeira. Alguma perplexidade era compreensível, contudo, diante dessa noção, pois até ali o esforço dominante entre bancos centrais, inclusive o japonês, vinha sendo no sentido de explorar as margens ainda disponíveis para compressão das taxas mais longas, à medida que iam se deparando com os limites para redução das taxas curtas

(estivessem esses limites cravados em zero, como era convencional supor por simplicidade, ou, na prática, graças à substituição imperfeita entre moeda manual e depósitos bancários, um pouco abaixo de zero).

Compromisso com um piso para a taxa longa soava portanto como uma inversão dessa lógica, como capitulação aos argumentos, com que bancos centrais vinham sendo insistentemente bombardeados mas aos quais pareciam continuar refratários, de que juros longos muito baixos, ou curvas de juros muito pouco inclinadas, poderiam ser ineficazes ou até contraproducentes como fatores de estímulo à demanda agregada, pelos seus efeitos deletérios sobre o comportamento e a saúde financeira de poupadores, bancos e seguradoras.

Já a noção de uma inclinação *máxima* para a curva de juros, por sua vez, pareceria fazer sentido como antídoto contra a resposta contracionista endógena das taxas longas, na eventualidade de esforços maiores de estímulo na frente fiscal. Expansões fiscais, pela antecipação de seus eventuais efeitos sobre atividade e inflação, e às vezes pelo seu impacto sobre a percepção de sustentabilidade da dívida e os respectivos prêmios de risco, normalmente levam a uma abertura de trechos mais longos da estrutura a termo. Esta, por seu turno, tende a desfazer, pela contração que representa das condições monetárias *lato sensu*, parte do estímulo advindo da própria expansão fiscal.

Numa situação em que o espaço fiscal já é escasso, por conta do volume preexistente de dívida pública, seria bem natural não querer desperdiçar nem um pouco do estímulo que uma expansão fiscal adicional fosse capaz de gerar, e por isso houvesse a preocupação em evitar, ou pelo menos limitar, esse ato reflexo dos juros longos.

Acontece que, se os juros estão inferiormente limitados pelos limites práticos à redução das taxas nominais (seja no zero, seja em sua proximidade), permanecendo acima do que seria o patamar ideal para o bom desempenho da economia, há menos razão para que se verifique o habitual ato reflexo das taxas longas. Se o estímulo fiscal se limita a tornar adequadas taxas de juros que, em sua ausência, seriam excessivamente contracionistas, não há tanto motivo para que estas subam, ou para que se espere que venham a subir.

Igualmente, com juros que permaneçam muito baixos, quiçá negativos, mesmo mediante quantidade moderada de estímulo fiscal adicional, não há uma piora tão significativa na dinâmica da dívida e uma perspectiva de insolvência que justifiquem prêmios de risco de crédito tão mais elevados.

Num ambiente assim, como o que prevalece no Japão, a utilidade de estipular uma inclinação máxima para a estrutura a termo se apoiaria mais na crença de que os mercados, sem orientação em contrário por parte do banco central, reagiriam a uma expansão fiscal, indevidamente, de acordo com os padrões habituais, aumentando prêmios a termo além do que seria racionalmente condizente com o ponto de partida na armadilha da liquidez.

Fosse qual fosse o risco de um indesejável ato reflexo da curva de juros japonesa na eventualidade de expansão fiscal, contudo, não parecia que o país estivesse diante de uma mudança substantiva nessa direção, que justificasse de antemão o passo preparatório de uma mudança operacional na política monetária. Alguma esperança chegou a ser despertada pela própria interpretação de que, com a mudança, o Banco do Japão pudesse estar preparando caminho para o melhor aproveitamento de algum estímulo fiscal adicional, mas, de fato, não sobreveio tal mudança de postura fiscal.

Naturalmente prevaleceu, por conseguinte, a interpretação de que a mudança havia sido motivada, antes de mais nada, pela preocupação com os efeitos da pouca inclinação da estrutura a termo sobre a intermediação financeira e sobre o comportamento de poupadores de horizonte mais longo. Tratou-se mesmo, naquele momento, de estabelecer pisos mais do que de impor tetos para as taxas de 10 anos. Essa interpretação foi respaldada por comentários em *off* atribuídos a fontes do Banco do Japão, e pela direção do movimento que os juros de 10 anos fizeram em antecipação ao anúncio propriamente dito, movimento esse afinal referendado pela nova meta estipulada para a taxa longa.

Europa caudatária

Era natural que se manifestassem na Europa as mesmas preocupações vistas no Japão com bancos, empresas de seguros e poupadores individuais, e com a possível erosão, por intermédio desses canais, do estímulo esperado de taxas de juros muito baixas.

O Banco Central Europeu insistiu muito que a saúde financeira dos bancos, particularmente questionada em sua jurisdição, está sob maior ameaça por parte de ineficiências estruturais do sistema – inclusive excesso de capacidade – do que da compressão conjuntural das margens líquidas de juros. Ressaltava que juros mais baixos ao longo da estrutura a termo têm, inclusive, efeitos indiretos positivos na qualidade dos ativos do sistema bancário e nos volumes de empréstimos. A própria intensidade do achatamento da curva de juros, e de seu aspecto talvez mais exasperante, que são juros longos negativos, permaneceu menor na Eurozona do que no Japão.

Mas as autoridades políticas nos países membros, com destaque para as alemãs, seguiram reiterando suas objeções à estratégia de política monetária do BCE. A ênfase maior das reclamações recaiu sobre os problemas que o programa de afrouxamento quantitativo – a quem se atribui, em última análise, o achatamento mais extremado da estrutura a termo – é acusado de provocar, entre iniquidades contra os poupadores e efeitos colaterais adversos na atividade econômica, mais do que em argumentos contrários a taxas *curtas* em território negativo.

As autoridades europeias não teriam forçosamente que chegar às mesmas conclusões que suas congêneres japonesas a respeito das vantagens e desvantagens de taxas muito baixas ao longo da curva de juros, e muito menos acompanhá-las na explicitação

mais heterodoxa de um objetivo numérico para taxas de dez anos (ou prazo que o valha) com o propósito de sustentar essas taxas contra um declínio que considerassem exagerado. A julgar, contudo, pelo precedente da sequência de suas conversões à prática de taxas curtas negativas, não era de modo algum inconcebível que o Banco Central Europeu terminasse seguindo os passos do Banco do Japão em algum tipo de iniciativa para dar suporte à inclinação positiva da estrutura a termo, a despeito, no caso, de suas maiores resistências iniciais a abrir mão dessa dimensão adicional do estímulo monetário.

Mas um veredito de maior envergadura a esse respeito acabou perdendo a premência por força de um evento altamente idiossincrático: as eleições presidenciais norte-americanas e seu impacto sobre a estrutura a termo de taxas de juros, tanto nos Estados Unidos quanto em outras partes do mundo. Da potencial caudatária estratégica (ou até metodológica) que talvez tivesse se tornado da política monetária japonesa no posicionamento da curva de juros, a da Eurozona converteu-se, em parte, em caudatária da elevação dos juros longos observada nos Estados Unidos (além, é claro, de determinantes domésticos dos movimentos dos juros europeus, inclusive o desenrolar da estória do Brexit). Embarcou nesse movimento solidário, todavia, sem que a economia política europeia facilitasse o uso do espaço fiscal desigualmente distribuído entre países membros como instrumento de estímulo agregado na Eurozona, em contraste com a premissa que se disseminou a respeito da mudança na postura fiscal norte-americana.



Trumpflação e suas ironias

Como se vê no gráfico (taxas americanas no eixo direito; japonesas e alemãs no esquerdo), a taxa dos títulos de 10 anos do Tesouro norte-americano, que já se elevava cerca de $\frac{1}{4}$ de ponto percentual entre o início de outubro e a data da eleição presidencial – em parte puxada pela sensação de que uma vitória cada vez mais provável de Hillary Clinton daria ao Federal Reserve maior tranquilidade, comparada a um cenário de incertezas caso ganhasse seu adversário Donald Trump, para prosseguir no processo de normalização monetária –, paradoxalmente avançou outros $\frac{3}{4}$ de ponto diante da inesperada vitória de Trump. O reflexo desses movimentos na Europa é exemplificado pelo desempenho dos títulos alemães de 10 anos, cujas taxas, nesse ínterim, saíram do patamar ligeiramente negativo onde se encontravam para subir cerca de $\frac{1}{2}$ ponto de percentagem.

Além de questionamentos sobre a conveniência de tamanha solidariedade entre taxas de juros longas de lados opostos do Atlântico, há espaço para dúvidas fundamentais sobre a adequação do movimento originário sofrido pelos próprios juros norte-americanos.

Afora ter sido quase instantânea – e, por isso mesmo, um tanto duvidosa – a mudança geral de sentimento do mercado a respeito do resultado da eleição, com base em acréscimos modestíssimos ao seu conjunto informacional sobre o futuro governo Trump, ainda resta espaço para muita insegurança, especificamente, a respeito da reprecificação da estrutura a termo de taxas de juros. Não se sabe muito bem que iniciativas o novo presidente de fato proporá, seja no campo fiscal, seja no regulatório, seja no comercial; das que propuser, não se sabe ao certo quais prosperarão; das que possam prosperar, seu potencial impacto sobre atividade econômica e inflação é muito difícil de estimar com base na informação disponível.

Em particular, não parece que uma economia onde tal estímulo adicional, sobretudo na esfera fiscal, seja tão bem-vindo – por ainda ser, supostamente, necessário, a despeito da queda da taxa de desemprego – deveria querer sacrificar uma parte relevante desse efeito expansionista mediante aperto de condições monetárias, com uma abertura substancial das taxas de juros longas. Se, por outro lado, a economia já está em tão boa forma que é bem-vinda uma abertura de taxas longas dessa magnitude, não se compreende tão bem a conveniência dos próprios estímulos fiscais, e menos ainda a polêmica que vem cercando até agora qualquer passo do Federal Reserve no sentido da normalização monetária (que se manifestava, inclusive, na sua maior cautela na ancoragem da estrutura a termo, depois da experiência do *taper tantrum*). De mais a mais, a abertura das taxas de juros longas já é um fato concreto, assim como a transmissão de seus efeitos à economia como um todo (mitigados estes, apenas em parte, por terem os juros reais *ex ante* subido menos que os nominais, por conta do aumento de cerca de 30 pontos-base das expectativas de inflação para o mesmo prazo). Enquanto isso, os estímulos adicionais que essa abertura já “compensa” permanecem em campo ainda altamente especulativo.

Faria sentido normativo toda essa reprecificação da estrutura a termo norte-americana se o país estivesse pretendendo não aumentar estímulos, acrescentando o impulso fiscal a um máximo que já pudesse estar extraindo do monetário, mas sim mudar a composição de um dado estímulo total, trocando impulso monetário por impulso fiscal.

É bem verdade que não foi nesses termos que a discussão começou a respeito da passagem do bastão do estímulo macroeconômico das autoridades monetárias para as fiscais: partia-se originalmente do desejo de obter mais estímulo quando o monetário parecia ter atingido o seu máximo. Aos poucos, porém, o argumento moldou-se à situação diferenciada de economias onde houvesse a percepção de que a política monetária não só não tinha mais para onde avançar, mas de que, na verdade, já avançara em demasia. Pelos efeitos colaterais que pudesse estar provocando ou por terem seus passos mais extremados se revelado contraproducentes até mesmo para fins de estímulo à demanda agregada, a prescrição seria de que retrocedesse um pouco, cabendo então ao impulso fiscal adicional compensar esse recuo. Como é no achatamento radical da estrutura a termo que se concentram as acusações de efeitos colaterais adversos da política monetária recente, um aumento de sua inclinação seria a margem mais natural para o recuo tático das autoridades monetárias, cedendo o passo às autoridades fiscais.

O curioso é que, do ponto de vista estritamente econômico, os Estados Unidos não deveriam ser o local mais propenso a liderar a implementação de uma estratégia de rotação motivada nesses termos, justamente por não serem uma economia onde a política monetária estivesse no campo altamente experimental das taxas negativas ou das estruturas a termo extremamente achatadas, e onde, por isso, pudesse prevalecer maior ansiedade pelo retorno a território monetário mais familiar. Na Europa continental ou no Japão, sim, mas não nos Estados Unidos, onde o argumento principal a favor de uma rotação do estímulo monetário para o fiscal continuava sendo apenas o mais tradicional, de que juros atipicamente baixos podem dar margem ao surgimento de bolhas de preços de ativos. Esse argumento das bolhas, por sua vez, não sugere uma mera correção das manifestações mais extremadas do relaxamento monetário, de volta a juros ainda bastante baixos, de qualquer modo, se comparados aos padrões históricos, mas a busca mais rápida de uma genuína normalização da postura monetária mediante adoção, na medida em que forem necessários, de estímulos de outra natureza.¹

¹ Surgiu mais recentemente, por parte de Eric Rosengren, presidente do Fed de Boston, outro argumento a favor de uma rotação da curva de juros norte-americana. O intuito seria implementar um determinado grau de normalização monetária com menor fortalecimento do dólar. Isso seria obtido mediante elevação menor dos juros mais curtos, aos quais a taxa de câmbio seria mais sensível, a ser compensada por uma elevação maior dos mais longos. Esta, por sua vez, seria produzida pela redução da carteira de títulos longos detida pelo Federal Reserve. Não se trataria, nesse caso, de um aumento da inclinação da curva causado pela expectativa de estímulos fiscais adicionais, nem está claro, tendo esse aumento já ocorrido, em que medida caberia intensificá-lo pelo encolhimento do balanço do Fed. As declarações de Rosengren são posteriores ao empinamento da curva de juros por conta da expectativa de

Se há uma certa ironia em ver os Estados Unidos puxando a fila da rotação do estímulo monetário para o fiscal – ou, pelo menos, ensaiando fazê-lo – há uma certa ironia também no que parece ter sido, diante desse desenvolvimento, a consequência da mudança operacional anunciada pelo Japão em setembro passado. Desenhada originalmente para moderar o achatamento da estrutura a termo de taxa de juros – e bem sucedida nesse quesito, na medida em que os juros de 10 anos subiram de cerca de $-\frac{1}{4}$ ponto percentual para a faixa de -10 a +10 pontos base – a meta japonesa para os juros longos acabou logrando defendê-los contra elevações como as observadas em outras economias centrais, diante da reprecificação sofrida pela estrutura a termo norte-americana. Movimentos mais recentes revelaram que o Banco do Japão, embora ainda passível de hesitações operacionais e mal-entendidos de comunicação, está disposto a intervir mais decididamente para impedir que a taxa de 10 anos se afaste muito da meta, agora para adentrar mais em terreno *positivo*. O que alguns chegaram a suspeitar que pudesse ser precaução do Banco do Japão contra um ato reflexo da curva de juros caso a postura fiscal japonesa se tornasse mais expansionista parece ter acabado por funcionar como proteção contra ato reflexo semelhante, só que deflagrado por sinais de estímulo fiscal do outro lado do Pacífico.

A comparação da Eurozona com Japão é particularmente irônica, dado que o BCE não parecia disposto a replicar sequer a moderação japonesa do achatamento da estrutura a termo – pelo menos não desde logo, mediante o dispositivo inovador da meta para os juros mais longos – e acabou, com isso, enfrentando uma abertura muito maior dessas mesmas taxas por força da reprecificação da curva de juros norte-americana (embora, justiça seja feita, pareça ter havido mais vida própria, de natureza doméstica, nos movimentos de juros europeus do que nos dos japoneses).

Já se tem aí um rol extenso de consequências não pretendidas e inesperadas em torno da interação entre política fiscal e política monetária, e das estratégias operacionais adotadas pelos bancos centrais, muito embora a estória ainda esteja longe de terminar, e estejamos também muito longe de ter clareza sobre como terminará.

Trumpfusão, sugerindo pelo menos seu conforto, do ponto de vista de calibragem das condições monetárias, com o movimento já observado. As declarações de Rosengren estão em: <http://www.cnbc.com/2017/01/09/reuters-america-interview-rosengren-urges-more-rate-hikes-slimmer-balance-sheet.html>.