

Quando os juros subirem

Por **Martin Feldstein**

Valor Econômico, 2.4.2013

A esperada elevação das taxas nos próximos anos deve impor prejuízos aos detentores de bônus de longo prazo e pode comprometer potencialmente a estabilidade das instituições financeiras.

As taxas de juros de longo prazo estão no momento insustentavelmente baixas, o que implica o possível surgimento de bolhas nos preços dos bônus e de outros títulos. Quando as taxas de juros subirem, como certamente ocorrerá, as bolhas vão estourar, os preços desses papéis vão cair e todos os que os tiverem em carteira serão prejudicados. Pelo grau em que os bancos e outras instituições altamente alavancadas os detêm, o estouro das bolhas poderá causar falências e colapso do mercado financeiro.

O nível muito baixo das taxas de juros dos bônus de longo prazo do Tesouro dos EUA é um exemplo claro da atual precificação equivocada dos ativos financeiros. Um título do Tesouro de 10 anos tem uma taxa de juros nominal de menos de 2%. Pelo fato de a taxa de inflação também ser de cerca de 2%, isso se traduz numa taxa de juros real negativa, o que é confirmado pela taxa de juros de -0,6% incidente sobre os títulos do Tesouro protegidos da inflação (TIPS, nas iniciais em inglês), corrigidos pela inflação.

Historicamente, a taxa de juros real dos títulos de dez anos do Tesouro é superior a 2%; portanto, a taxa atual está cerca de dois pontos percentuais abaixo da média histórica. Mas essas taxas históricas ocorreram em épocas em que o déficit fiscal e o endividamento do governo federal eram muito mais baixos do que os de hoje. Com déficit público projetado a 5% do Produto Interno Bruto (PIB) no fim da próxima década e uma relação entre dívida e PIB que praticamente duplicou nos últimos cinco anos e continua a crescer, a taxa de juros real paga pelos títulos do Tesouro deveria ser significativamente maior do que no passado.

A razão do nível insustentavelmente baixo das taxas de longo prazo não é mistério. A política do Federal Reserve [Fed, o BC dos EUA] de "compras de ativos de longo prazo", também conhecida como "afrouxamento quantitativo", manteve intencionalmente as taxas de longo prazo baixas. O Fed está comprando bônus do Tesouro e títulos de longo prazo lastreados em contratos de crédito imobiliário à razão de US\$ 85 bilhões ao mês, equivalente a um total anual de US\$ 1,020 trilhão. Como esse valor ultrapassa o déficit público, a prática implica que os mercados privados não precisam comprar nenhum dos títulos do governo recém-emitidos.

O Fed deu a entender que acabará encerrando seu programa de compras de ativos de longo prazo e permitindo que as taxas subam para níveis mais normais. Embora não tenha indicado exatamente quando as taxas vão subir ou para que nível, o Departamento de Orçamento do Congresso projeta que a taxa sobre os títulos de dez anos do Tesouro subirá para níveis superiores a 5% até 2019 e permanecerá acima desse patamar nos cinco anos seguintes.

As taxas de juros projetadas pelo Departamento de Orçamento do Congresso pressupõem que a inflação futura será de apenas 2,2%. Se a inflação acabar se revelando superior a isso (decorrência muito provável da recente política do Fed), a taxa de juros dos bônus de longo prazo poderá ficar correspondentemente maior.

Os investidores estão comprando bônus de longo prazo às baixas taxas de juros atuais porque a taxa de juros dos investimentos de curto prazo está atualmente próxima de zero. Em outras palavras, os compradores estão obtendo um rendimento corrente adicional de 2% em troca de assumir o risco de deter bônus de longo prazo.

Essa tende a ser uma estratégia geradora de prejuízo a menos que o investidor tenha a astúcia ou a sorte suficiente de vender o bônus antes da alta das taxas de juros. Se não tiver, a queda do preço do bônus vai mais do que transformar em pó os juros adicionais que ganhou, mesmo se as taxas permanecerem inalteradas por cinco anos.

É essa a aritmética para um investidor que faz a rolagem de bônus de dez anos pelos próximos cinco anos, ganhando assim 2% a mais a cada ano do que ganharia se investisse em letras do Tesouro ou em depósitos bancários. Suponhamos que a taxa de juros dos bônus de dez anos permaneça inalterada nos próximos cinco anos, para então subir de 2% para 5%. Durante esses cinco anos, o investidor ganhará 2% a mais a cada ano, um ganho acumulado de 10%. Mas, quando a taxa de juros do bônus de dez anos subir para 5%, o preço do bônus cairá de US\$ 100 para US\$ 69. O investidor perderá US\$ 31 sobre o preço do bônus, ou três vezes mais do que tinha ganhado por meio dos rendimentos maiores de juros.

A baixa taxa de juros dos bônus do Tesouro de longo prazo também aumentou a demanda por outros ativos de longo prazo que prometem rendimentos superiores, como ações, terras agrícolas, bônus corporativos de longo rendimento, ouro e imóveis. Quando as taxas de juros subirem, os preços desses ativos cairão também.

O Fed seguiu sua estratégia de taxas de juros de longo prazo na esperança de estimular o nível de atividade econômica. Neste momento, a magnitude do estímulo parece muito baixa, e o risco de formação de bolhas financeiras é cada vez mais alarmante.

Os Estados Unidos não são o único país a praticar taxas de juros muito baixas ou negativas. Alemanha, Reino Unido e Japão têm taxas de juros analogamente baixas. E, em cada um desses países, é provável que as taxas de juros subam nos próximos anos, impondo prejuízos aos detentores de bônus de longo prazo e comprometendo potencialmente a estabilidade das instituições financeiras.

Mesmo se as atuais estratégias monetárias das principais economias avançadas não levarem à alta da inflação, poderemos vir a rememorar estes anos como uma época em que a política oficial acarretou prejuízos individuais e instabilidade financeira geral.