



Comitê de Investimentos – 07/12/2010

*Robério Costa
Roberta Costa
Ana Luiza Furtado*

Experiências Internacionais de Quantitative Easing

**Dados do Estudo: “ *Doubling Your Monetary Base and Surviving: Some International Experience*” –
Fed of St. Louis (nov-dez 2010)**

Conclusões do estudo

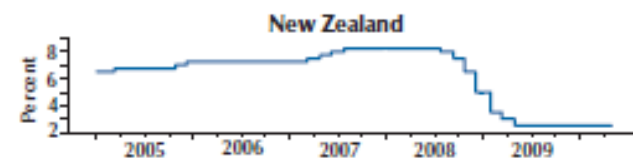
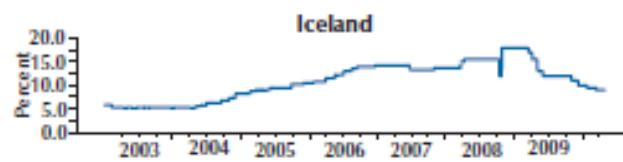
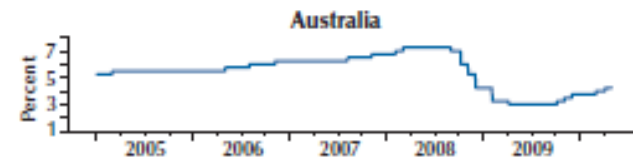
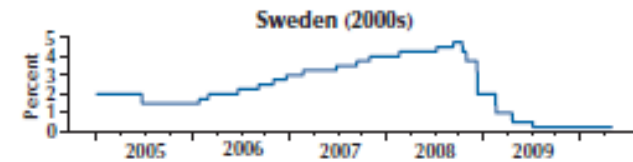
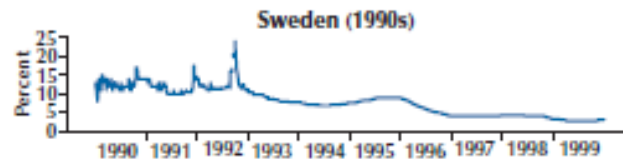
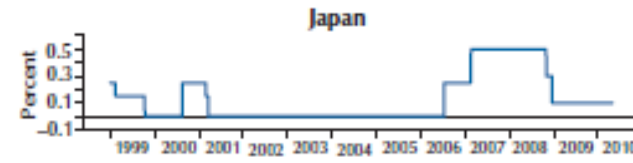
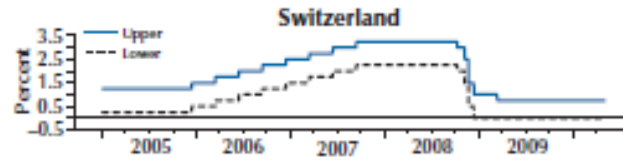
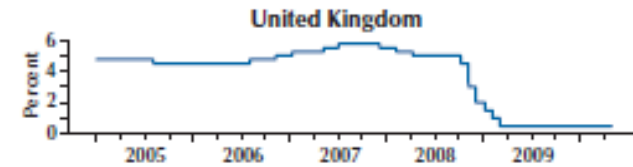
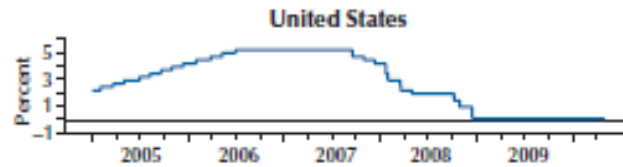
Para a política monetária, o estudo sugere:

- Durante as últimas duas décadas, houve diversas experiências de grandes incrementos ou reduções do balanço dos bancos centrais ao redor do mundo;
- A teoria econômica e a experiência empírica (segundo o Fed) sugerem que tais ações são instrumentos úteis de política, *se o público os entende como temporários e se o BC tem credibilidade sobre seu objetivo de manter uma taxa de inflação estável*;
- São encontrados poucos casos de altas de inflação advindas de tais expansões monetárias;
- Um grande incremento nos balanços dos BCs por um período curto pode ser estimulante para a economia;
- As razões para a ação devem ser bem comunicadas. Expectativas de inflação não se movem se consumidores e empresas entenderem a razão (ou razões) para tais ações. Os BCs com credibilidade podem retirá-las quando apropriado;
- Expectativas de inflação bem ancoradas são cruciais para o sucesso de políticas monetárias não convencionais;
- Quando a crise passa, o balanço deve ser trazido à normalidade rapidamente.

Taxa de juros dos países selecionados

- O primeiro instrumento “clássico” de expansão monetária é a redução da taxa nominal de juros para um nível próximo de zero. Isso ocorreu na crise de 2008 com a maioria dos países estudados, com exceção da Austrália e Finlândia;

- Diferentemente da crise de 2008, na crise dos países nórdicos (anos 1990), houve elevações de taxas de juros (e.g. Suécia e Finlândia) por conta da inflação elevada.



Expansão monetária dos países selecionados

- Depois de a taxa de juros ser levada a zero, os Bancos Centrais deram início à uma forte expansão da base monetária;

- Os gráficos ao lado ilustram a magnitude dessa expansão ocorrida em 9 países. Para tanto, os gráficos são indexados a uma base 100 na primeira observação;

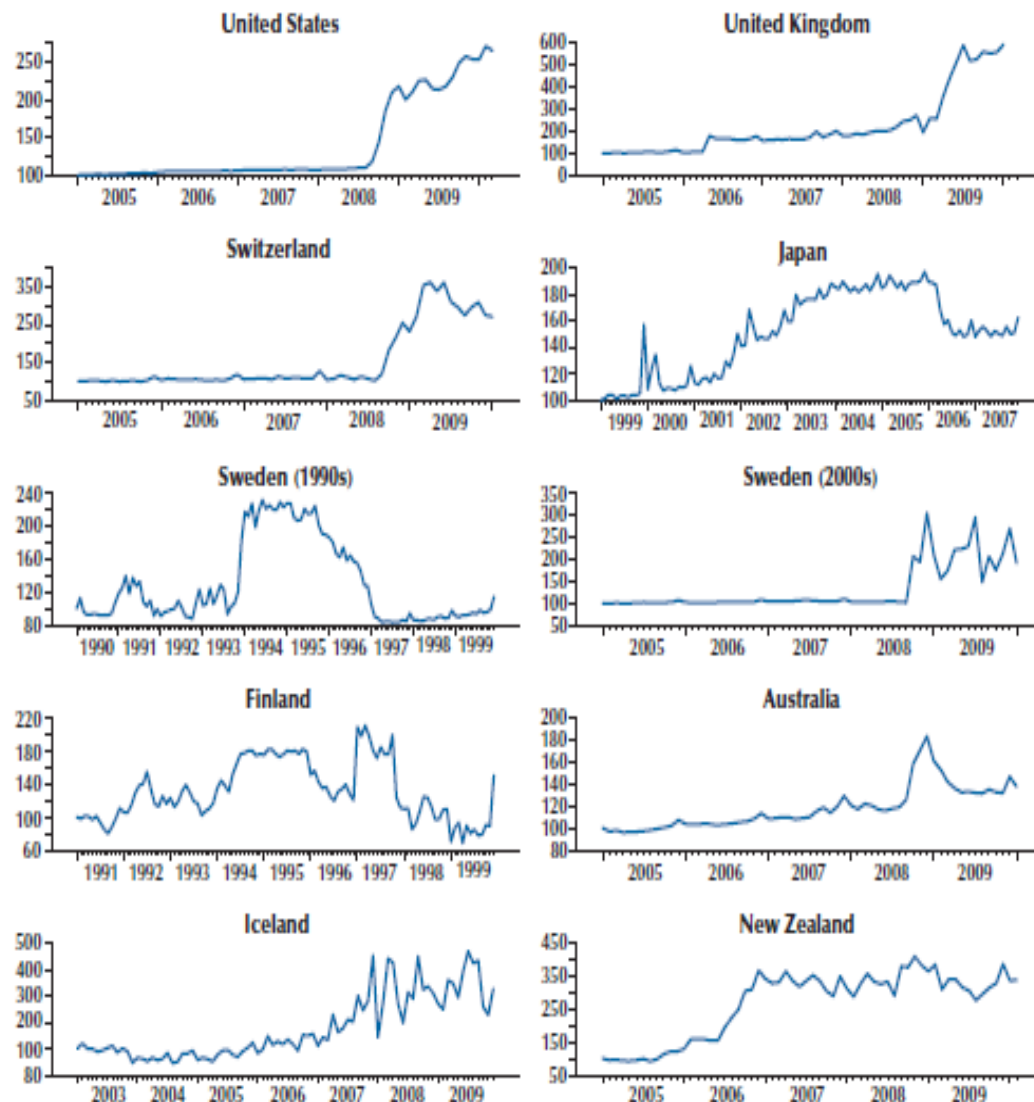
- As escalas horizontais refletem 4 diferentes episódios:

- 1) EUA, UK, Suécia e Suíça: crise de 2008;

- 2) Suécia e Finlândia: na década de 1990;

- 3) Japão*: *Quantitative Easing* de 2001-2006;

- 4) Nova Zelândia: aumento permanente da base monetária para melhorar o sistema de pagamentos, em 2006.

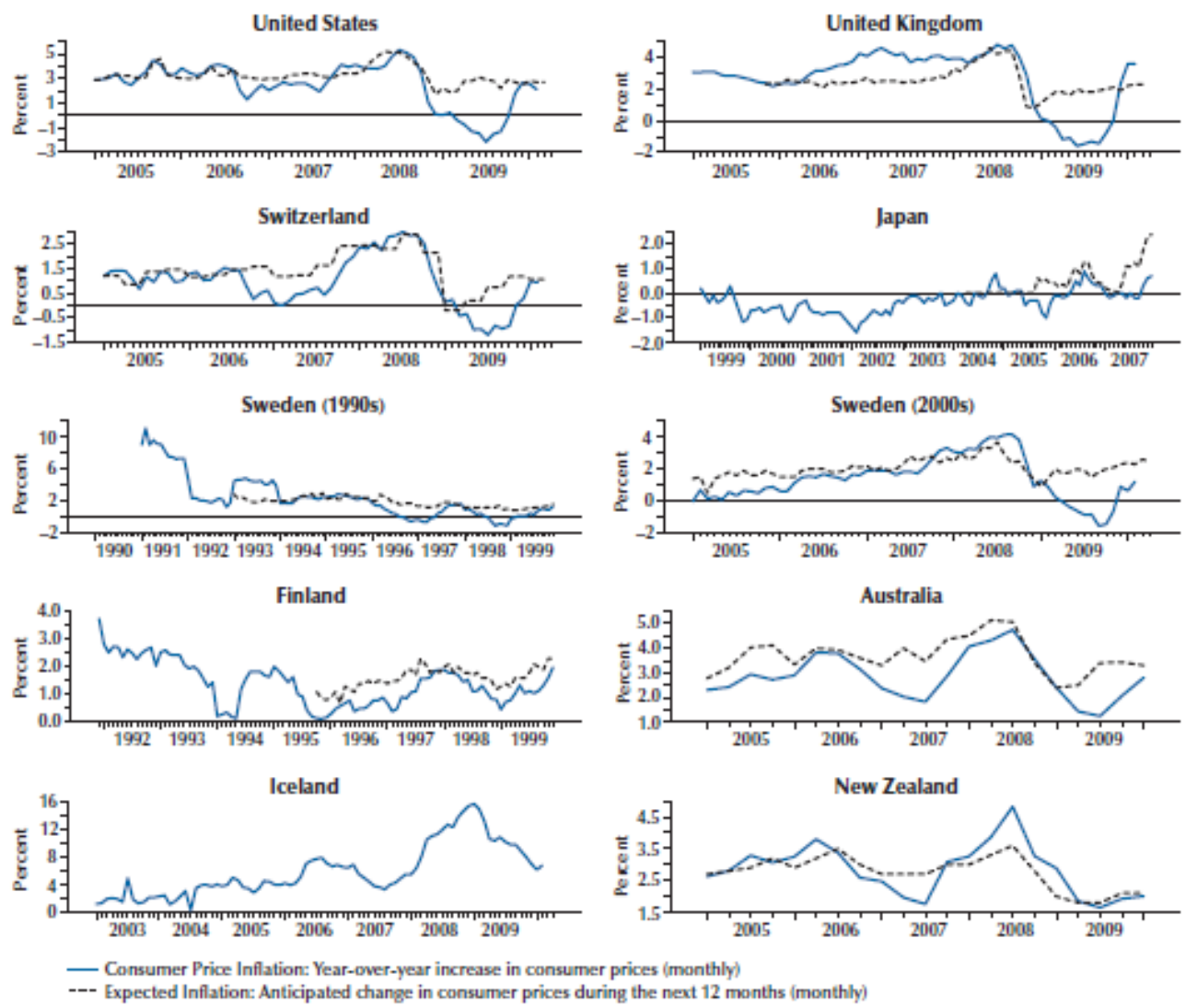


(*) A expansão monetária feita pelo Japão em 2008 é considerada irrelevante frente ao tamanho do balanço do BoJ e, por isso, não foi considerada nesse estudo.

Inflação atual e esperada dos países selecionados

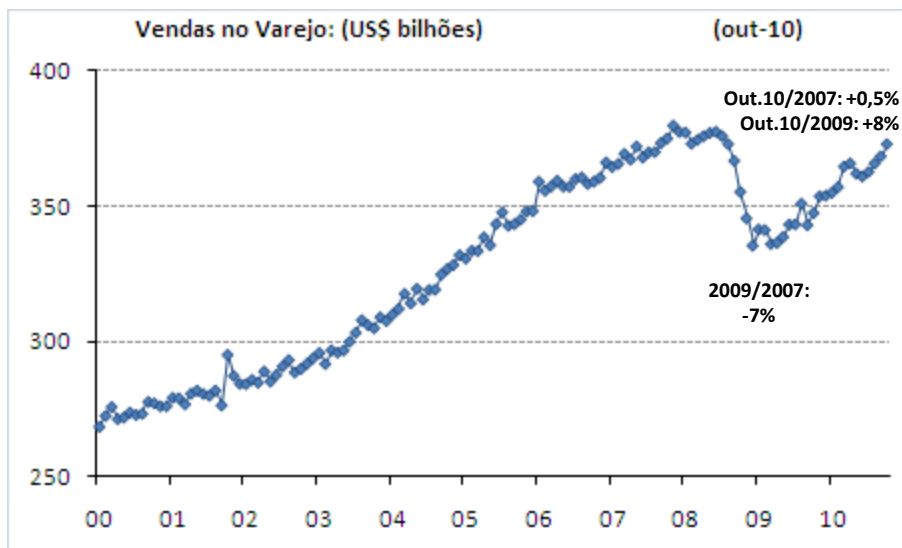
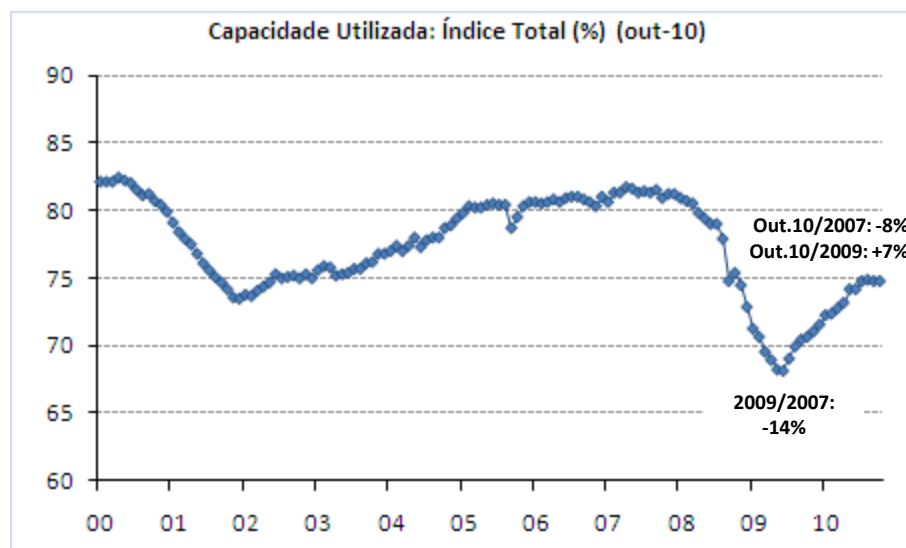
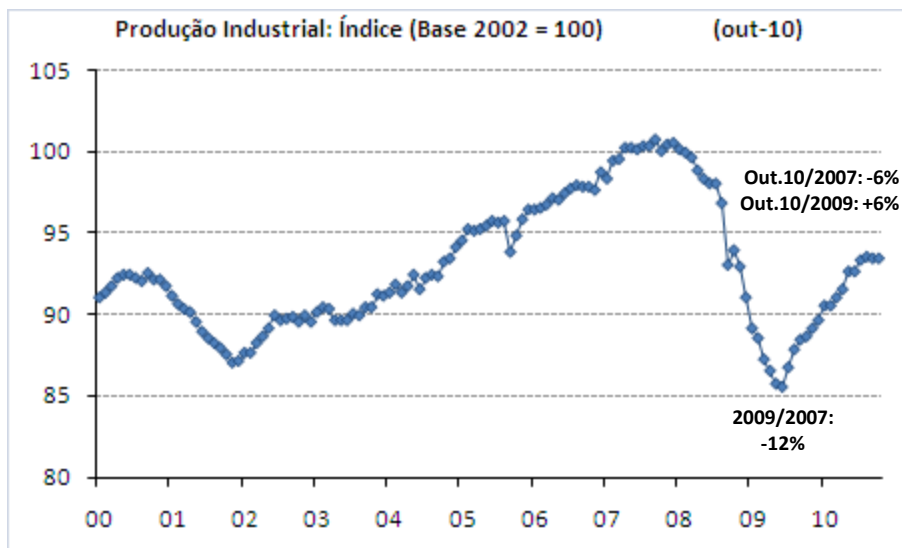
• Como mostram os gráficos, o início da crise financeira (e da recessão) tipicamente reduz a inflação corrente e as expectativas. No momento em que a expansão monetária é antecipada, no sentido de impulsionar a economia, os agentes esperam que a inflação atual retorne para sua tendência de longo prazo em um futuro próximo.

• Ou seja, enquanto a inflação corrente continua caindo, as expectativas se estabilizam em torno do patamar desejado pelos Bancos Centrais.



Dados macroeconômicos - EUA

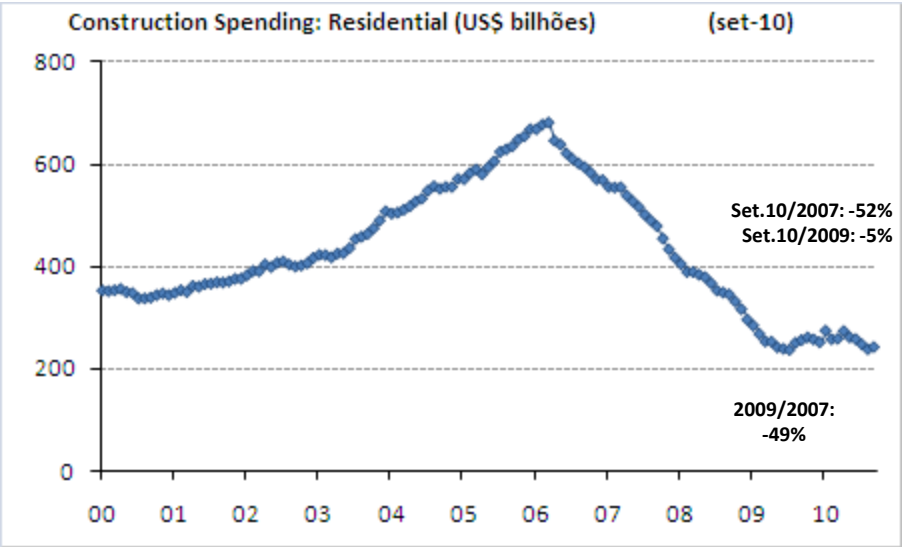
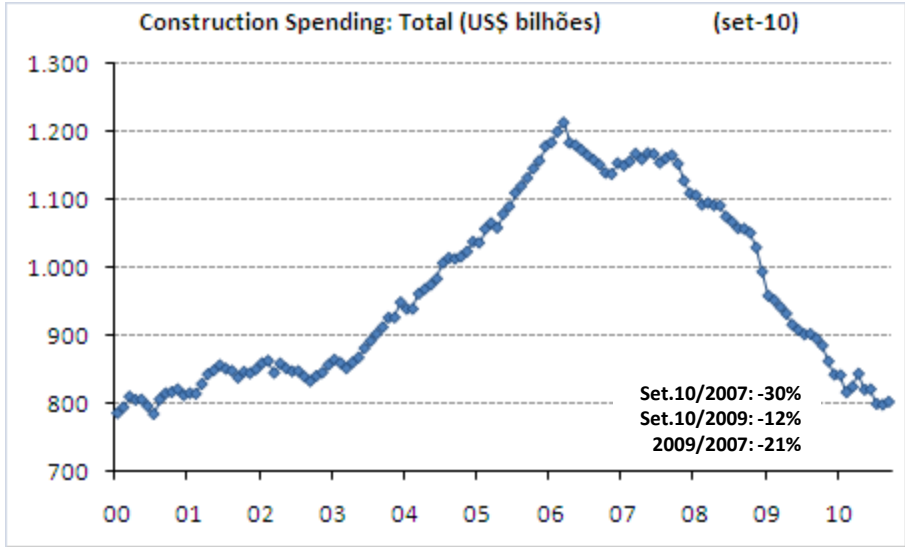
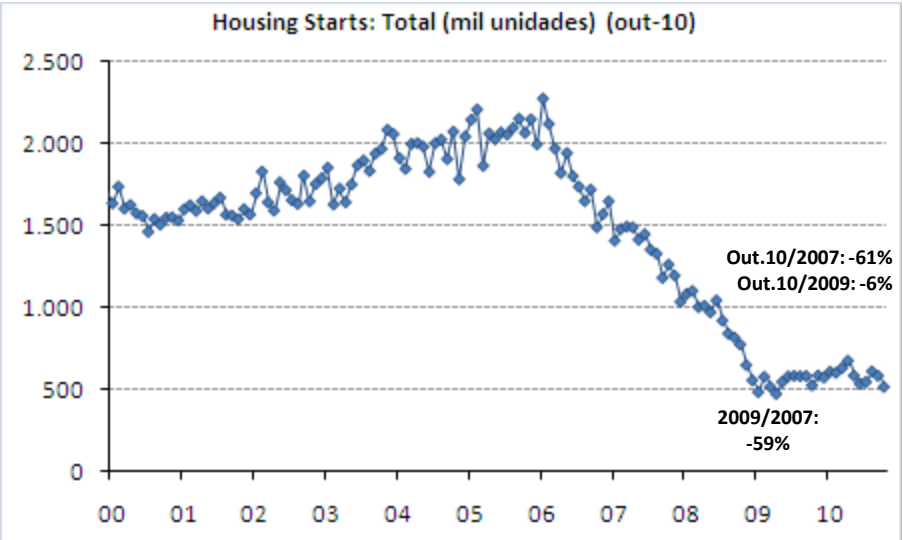
Atividade



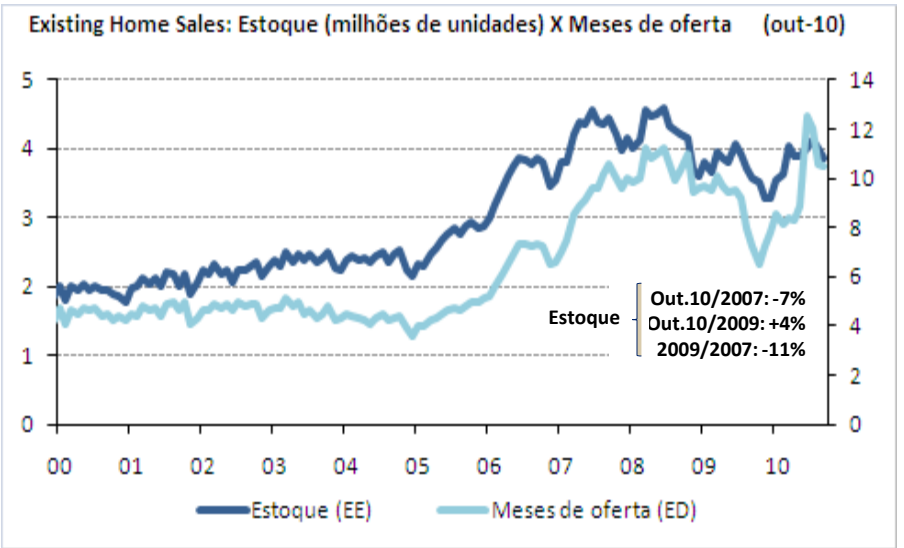
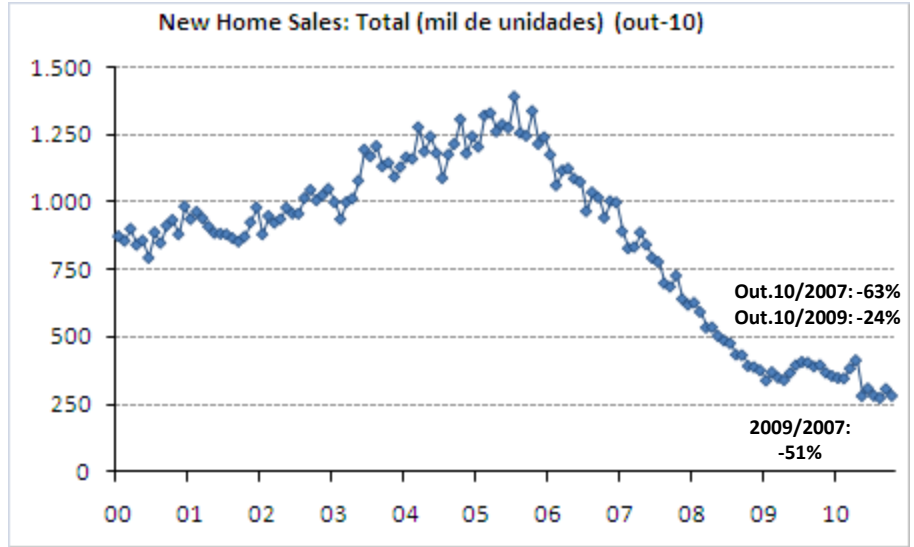
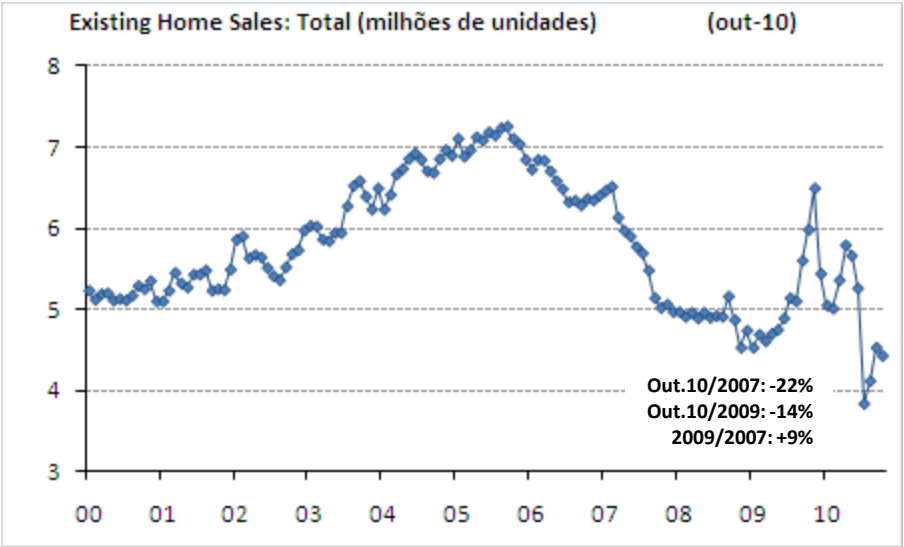
- Produção industrial americana se recuperou a partir de meados de 2009, mas está há 5 meses estagnada num nível inferior ao pré-crise.
- Ainda há, portanto, certa capacidade ociosa, o que deve desestimular os investimentos por enquanto.
- O consumo, no entanto, continua a subir, já ultrapassando a média de 2007. Contudo, os gastos das famílias estão sendo sustentados por transferências governamentais e cortes de impostos.

Housing - Construction

- O mercado imobiliário é o que tem tido o pior desempenho desde a crise. Ao contrário da produção de bens, a construção de casas continua no seu nível mais baixo desde o início da série, sem sinal de melhoras no curto prazo.



Housing – Vendas e Estoque

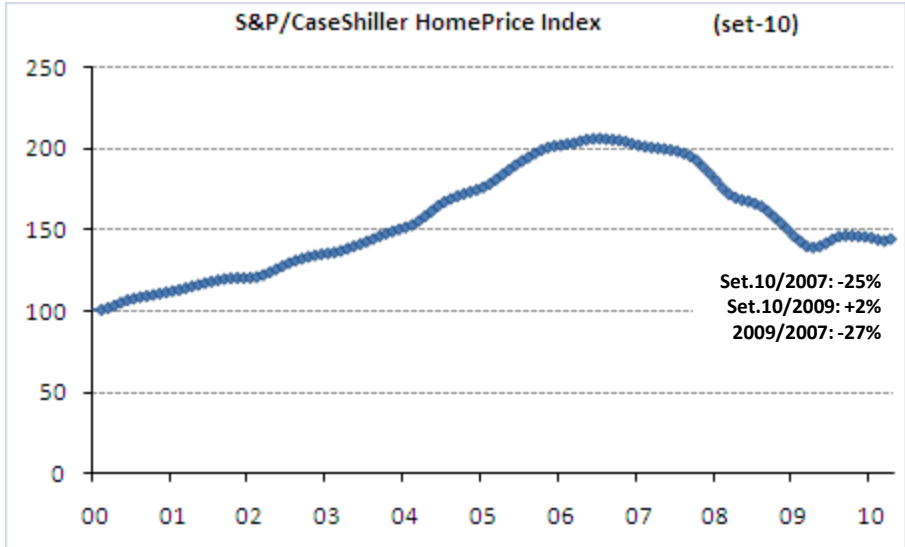
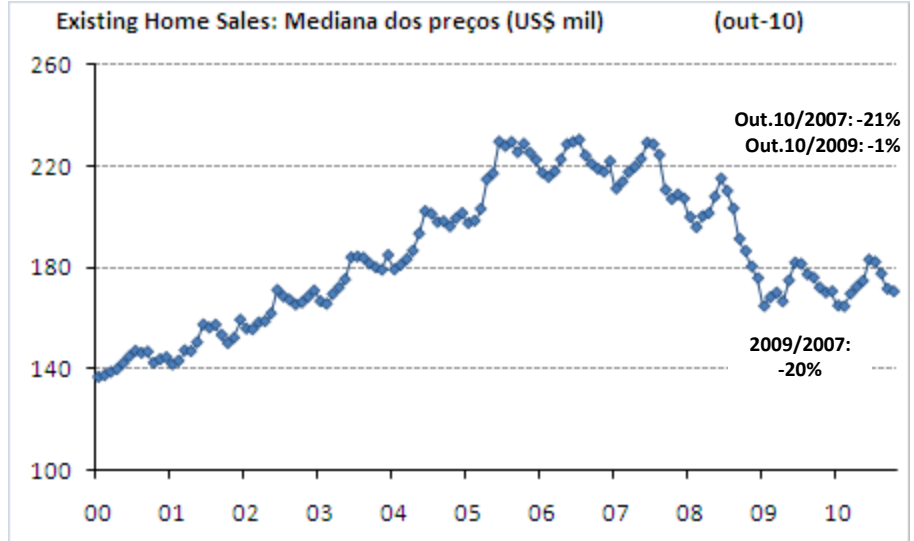
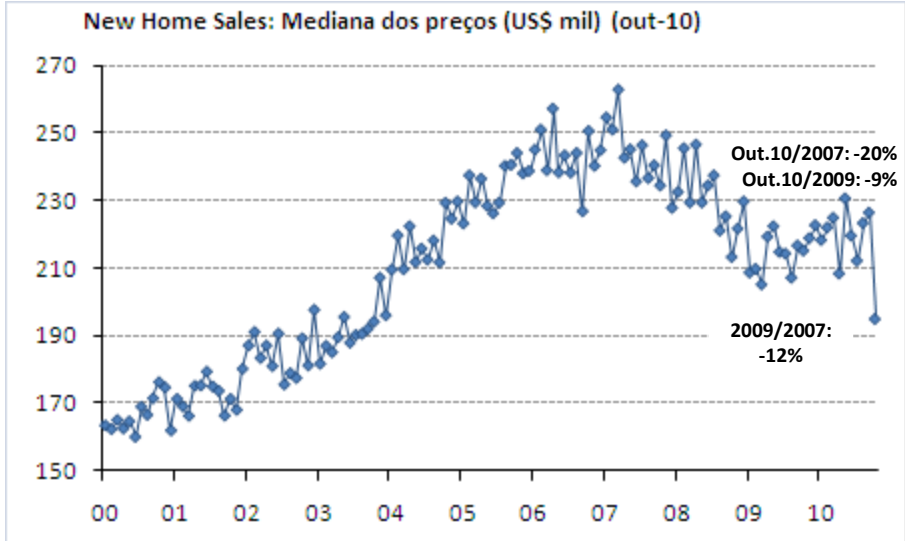


- Vendas de casas (novas e usadas) também no nível mais baixo desde o início das séries. No caso das casas já existentes as vendas aumentaram no final de 2009/início de 2010 devido a incentivos do governo à compra de casas, mas logo depois voltaram para um nível 22% menor que a média de 2007.

- Com as vendas sem sinal de recuperação, os estoques continuam muito altos (o dobro do que foram em 2000 e 2004).



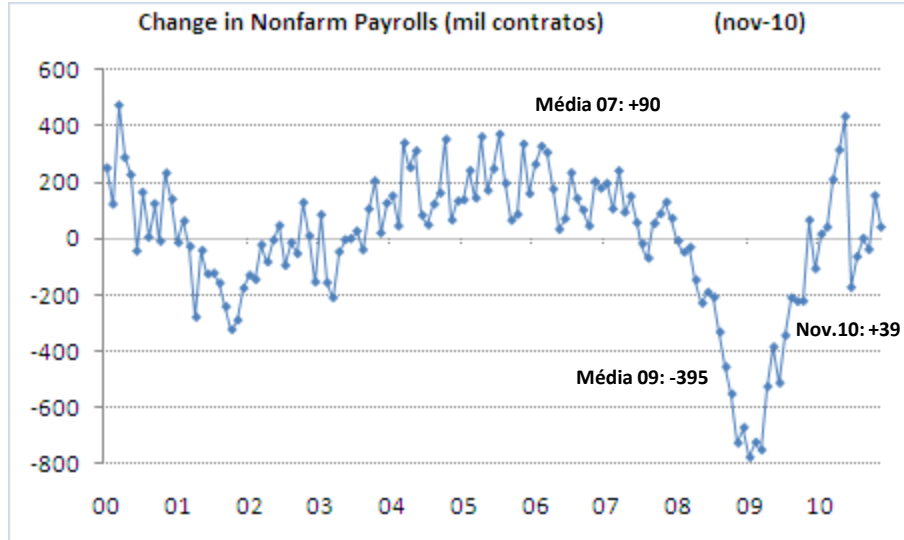
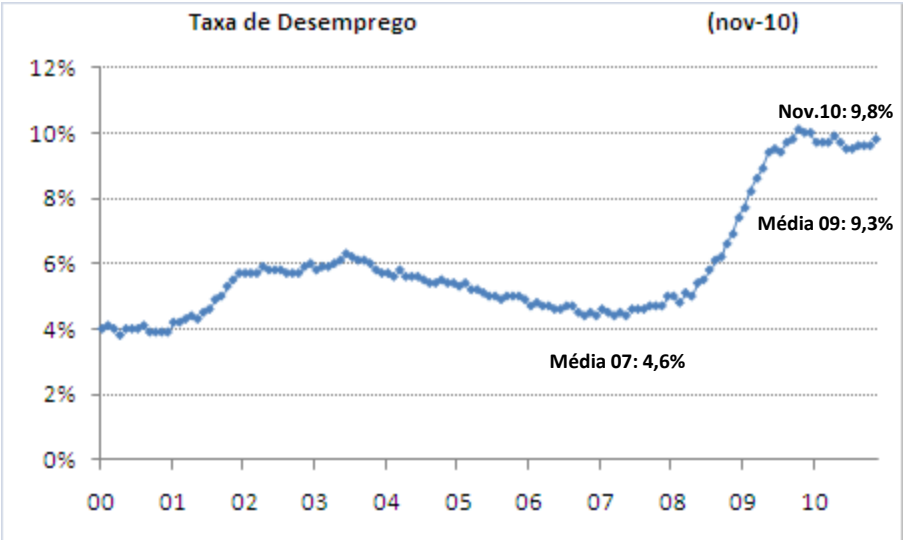
Housing – Preços



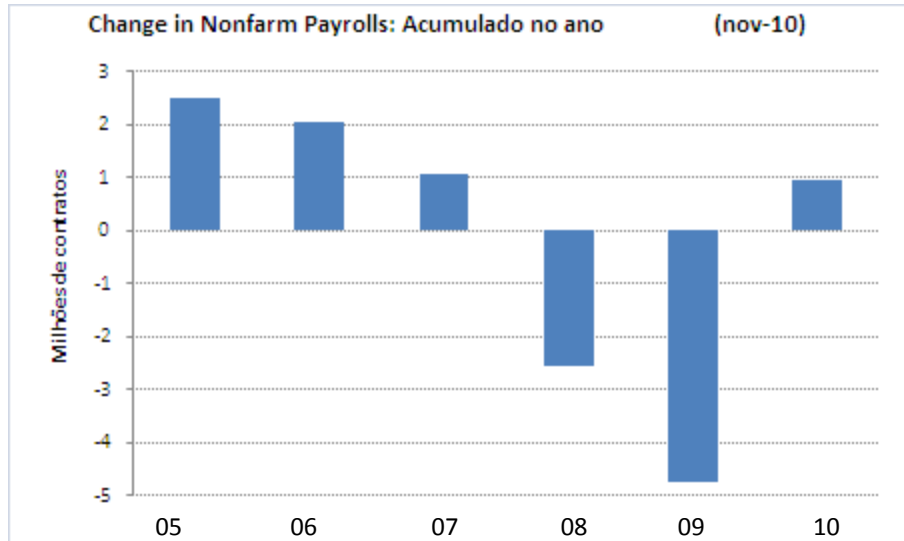
- Estoques altos e vendas fracas seguram o preço num nível cerca de 20% mais baixo que a média de 2007.



Mercado de Trabalho

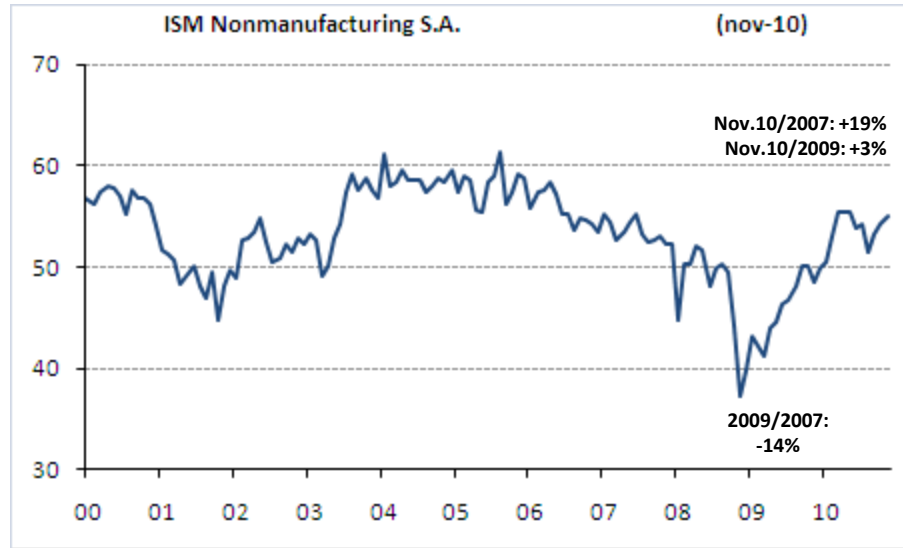
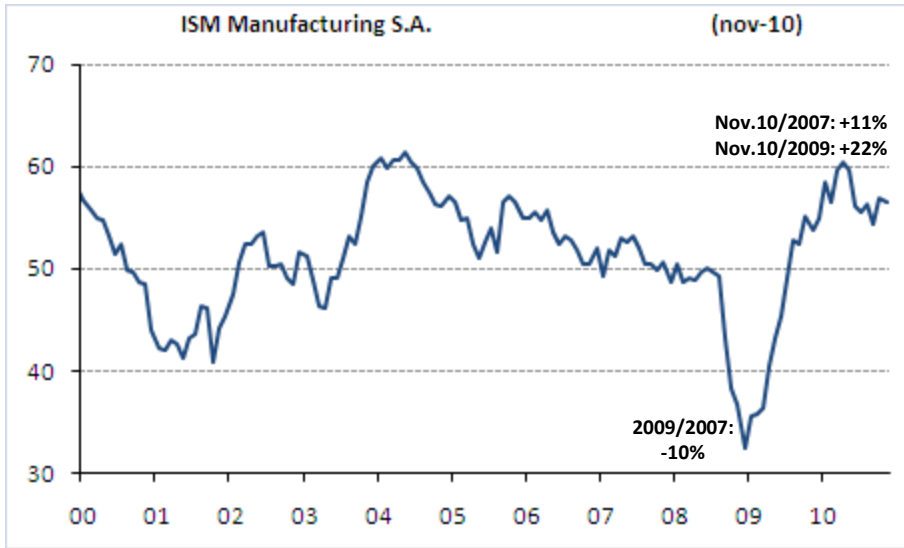
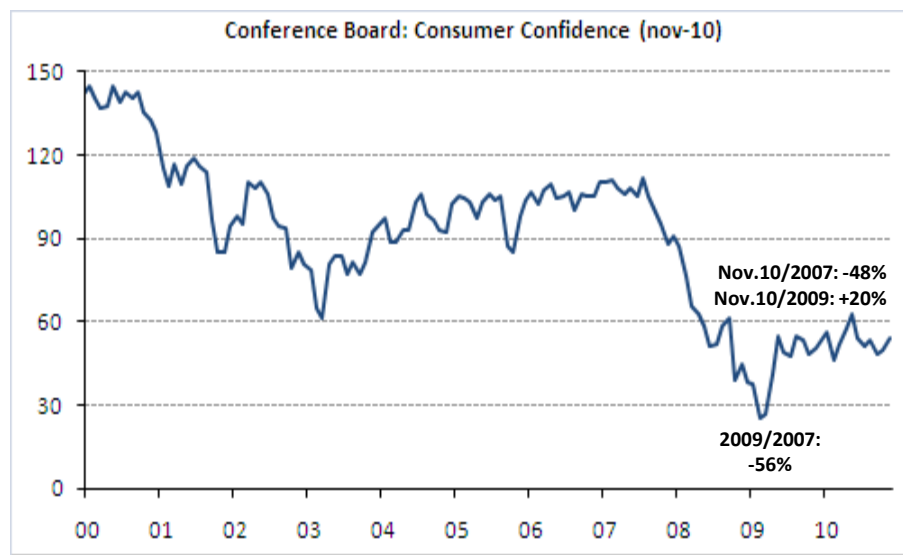


- O desemprego continua a ser um problema, com a taxa de desemprego a quase 10%. Embora as empresas norte-americanas tenham tido um desempenho positivo em 2010, isto ainda não se refletiu num nível significativo de contratações.
- Durante o período mais crítico da crise (2008/2009) ocorreram mais de 7 milhões de demissões, e em 2010 o resultado líquido de contratações não chega a 1 milhão de contratos (até novembro).

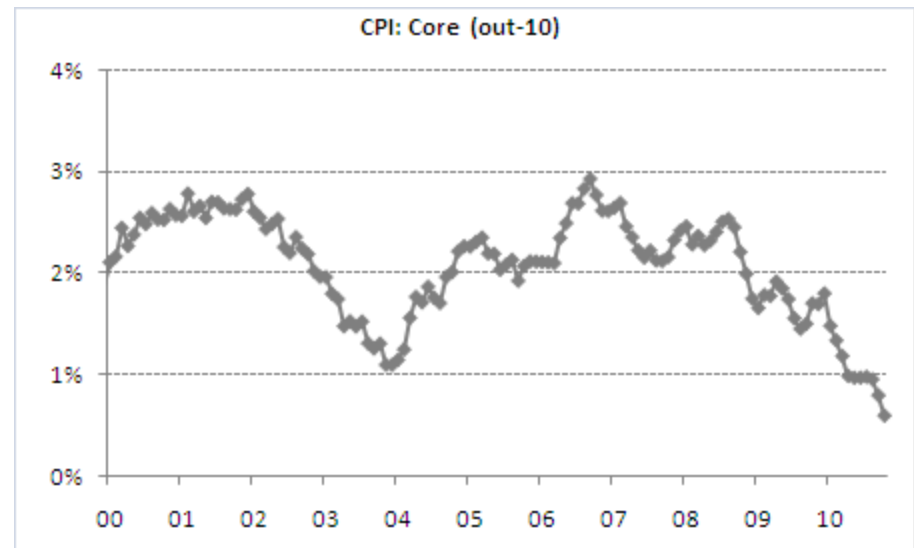
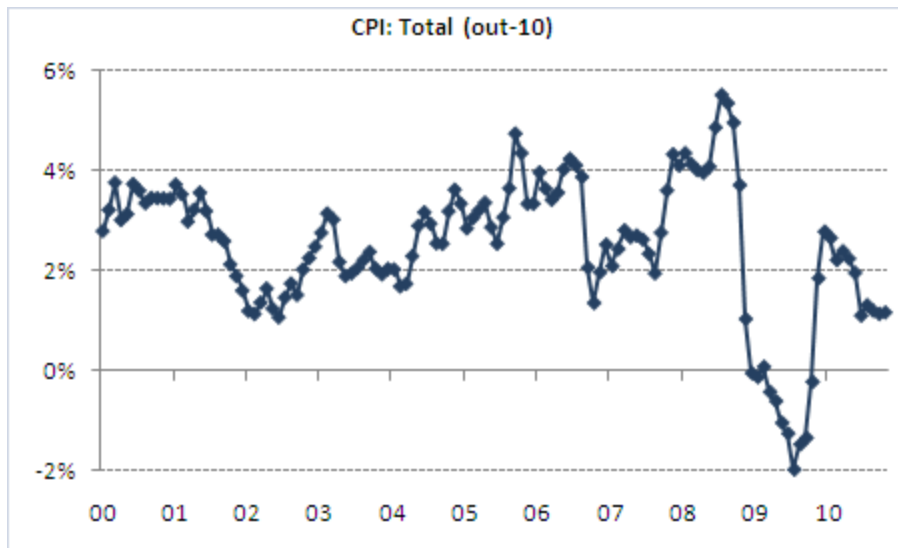


Indicadores de confiança e atividade

- A confiança do consumidor se recuperou um pouco mas ainda está no nível de 2008, bastante abaixo do patamar pré-crise. Enquanto o mercado de trabalho continuar contraído é pouco provável que a confiança volte a subir.
- Os indicadores de atividade (ISM) voltaram a sinalizar otimismo (nível acima de 50). Contudo, por serem resultado de uma pesquisa qualitativa, podem indicar um percepção distorcida em um cenário turbulento. A melhora nos lucros das empresas, sem significar uma melhora nos níveis de produção e emprego, por exemplo, pode ser um possível viés do indicador.

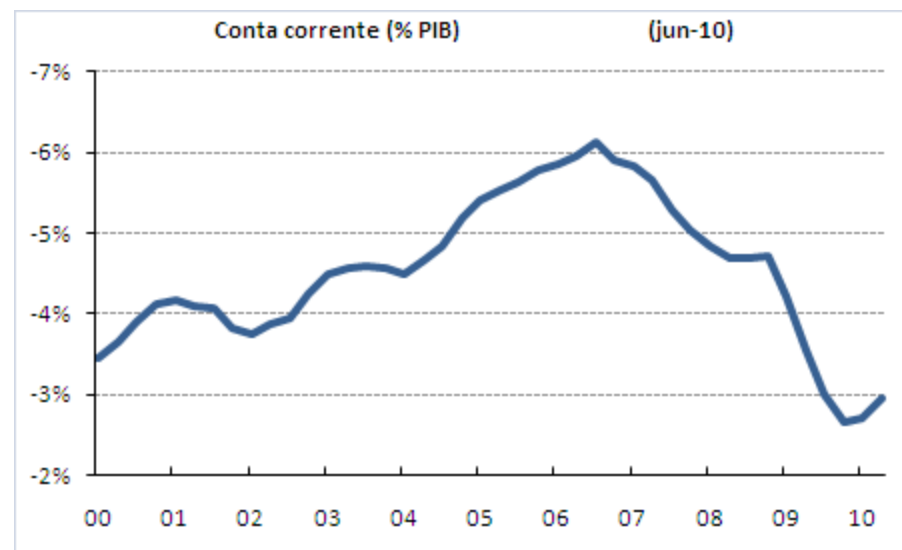
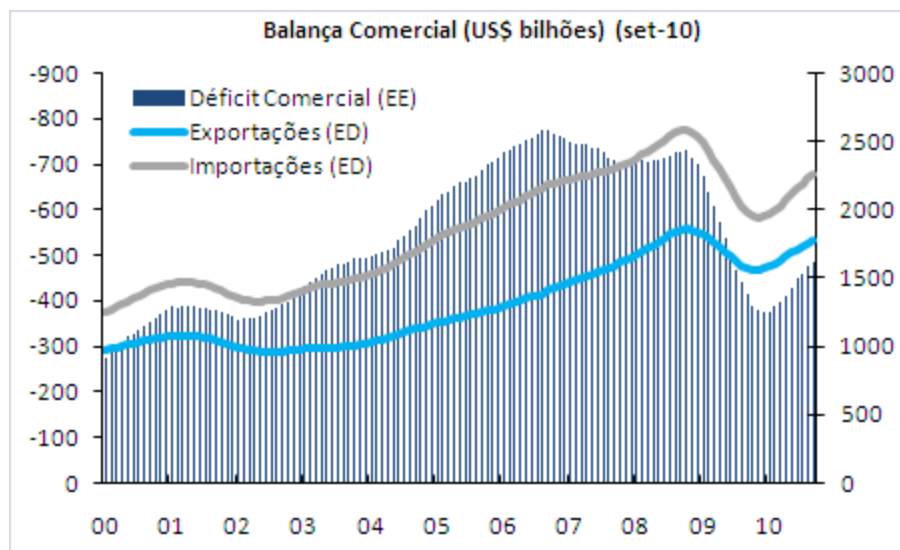


Inflação (YoY)



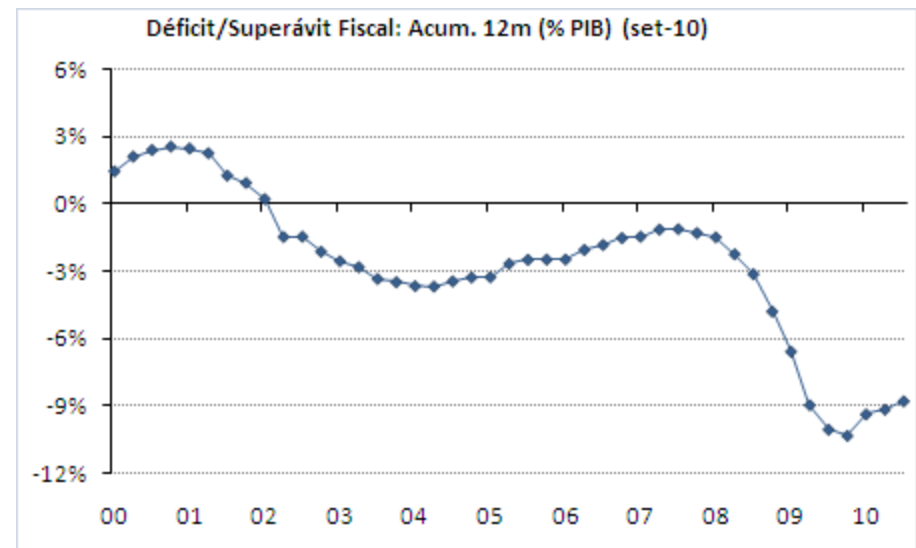
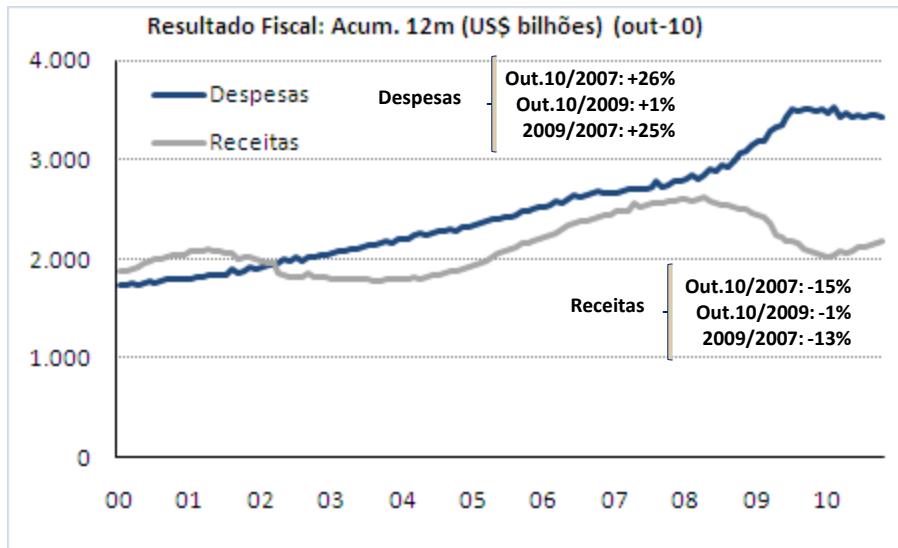
- A inflação cheia tem permanecido num nível próximo a 1% a.a., abaixo da meta implícita de 2% a.a.. No entanto, a preocupação com uma possível de deflação parece ter sido postergada. Na outra ponta, o risco de um descontrole para cima dos preços, como consequência das injeções de dinheiro que o Fed tem feito no mercado, também não tem aparecido como motivo de apreensão para as autoridades monetárias dos EUA.

Setor Externo



- Após uma melhora de cerca de \$ 300 bilhões nas balança comercial de bens e serviços norte-americana, consequência de uma forte queda nas importações, o saldo comercial voltou a se deteriorar.
- O principal efeito da diminuição do déficit comercial foi uma melhora na conta corrente do país, que tem permanecido próxima a -3% do PIB.

Fiscal



- O déficit fiscal, que aumentou significativamente em 2008 e 2009, permaneceu estável em 2010, próximo a 9% do PIB, mas sem previsão de melhora. A recente aprovação de continuação dos estímulos fiscais sinalizou para o mercado que a melhora do resultado fiscal não é foco de preocupação do atual governo.

Algumas questões em aberto no cenário internacional

- Há algum motor autônomo de recuperação das economias centrais em 2011 ?
- O consumo pós-2008 foi sustentado por transferências governamentais e renúncia fiscal. Mas não houve reativação de investimentos ou exportações líquidas. Há esperança de ser diferente em 2011 com prorrogação das medidas emergenciais no Congresso norte-americano?
- Política monetária: mais QEs, sugere o *paper* de *St Louis*, deve desentupir os canais de crédito. Segundo Bernanke, o Fed promoverá mais relaxamento monetário, se necessário;
- Política fiscal: embora o governo possa manter os estímulos anteriores, isso não deverá ser suficiente para conduzir o aumento de demanda agregada;
- Até quando os Estados Nacionais europeus e os organismos multilaterais (FMI/BCE/FEF) irão absorver dívidas privadas e soberanas? Os limites não são só econômicos, mas também de tolerância política;
- Guardadas as devidas proporções, a dívida dos Estados e Municípios americanos (\$ 4 a 5 trilhões) reserva desafios semelhantes, talvez com menos instrumentos de socorro;
- Dá para acreditar que 2011 será a transição para a normalidade, qual seja, de crescimento de 2% a 2,5% na Europa e 3% a 3,5% nos EUA, diante dos desafios?
- Quais os potenciais novos eventos que podem trazer nova ruptura no cenário global, em termos de grandes movimento no preço de ativos? Candidatos: *breakdown* da União Monetária Européia, corrida bancária ou outra surpresinha (e.g. problemas na China), tão a gosto de quadros de ruptura.

Cenário básico para os ativos externos

- No atual contexto de “armadilha da liquidez” (taxa de juros não ativando investimentos e, portanto, o crescimento) e desalavancagem do crédito, injeções adicionais de moeda nas economias dos EUA e da Europa não devem surtir o efeito desejado pelos Bancos Centrais;
- Nos países desenvolvidos, a continuidade da estagnação econômica deve segurar inflação baixa;
- Efetividade de um aumento da política fiscal expansionista é limitada, devido à magnitude do impulso exigido pelos países desenvolvidos;
- Cenário de crise de dívida soberana dos ricos é inflacionária e destruiria valor dos títulos públicos. Haveria fuga para ativos reais;
- Mesmo com um *decoupling* entre as economias centrais e emergentes, o crescimento dos países em desenvolvimento deve ser insuficiente para sustentar uma recuperação dos países desenvolvidos;
- Ativos reais (ouro, bolsas, commodities) tendem a atrair o fluxo financeiro e seus preços devem continuar a subir gradualmente.