



Política Monetária e Taxas de Juro: Desta vez não foi diferente...

Por: Joaquim Cadete, Professor Auxiliar (Convidado) da Católica Lisbon School of Business & Economics.

O papel do banco central tende a ser extremamente relevante como garante para os cidadãos da preservação da confiança na moeda como reserva de valor. Qualquer processo inflacionista não antecipado traduz-se numa perda de valor para os detentores de ativos financeiros (salários e poupança financeira) e o inverso é igualmente válido na eventualidade de uma dinâmica deflacionista, nomeadamente face aos detentores de ativos reais.

“Economic growth has become the secular religion of advancing industrial societies.”

Daniel Bell, The Cultural Contradictions of Capitalism, 1996

Tradicionalmente, o papel da moeda numa economia de mercado tem três funções distintas. É um meio de troca, ou seja, uma forma de pagamento com um valor em que todos confiam. É igualmente uma unidade de conta, que permite atribuir um preço a bens ou serviços e constitui ainda uma reserva de valor. Neste contexto, o papel do banco central tende a ser extremamente relevante como garante para os cidadãos da preservação desta mesma função. Assim, qualquer processo inflacionista não antecipado traduz-se numa perda de valor para os detentores de ativos financeiros (salários e poupança financeira) e o inverso é igualmente válido na eventualidade de uma dinâmica deflacionista, nomeadamente face aos detentores de ativos reais. Em contrapartida, cabe aos governos a responsabilidade da condução da política orçamental através da gestão entre a coleta de impostos e despesas realizadas no intuito da promoção do contrato social em vigor na comunidade (equilíbrio entre eficiência, equidade e justiça inter-geracional).

Contudo, nos últimos anos, face ao crescente endividamento público de muitos estados, a política monetária centrou-se essencialmente na promoção da dinâmica económica por via da emissão monetária (processo frequentemente denominado de quantitative easing). A compra massiva de títulos de dívida pública por parte dos bancos centrais, ao longo de toda a curva de rendimentos, implicou uma redução significativa das taxas de juro por via da relação inversa entre preço e taxa de desconto. A consequência não intencional desta ação dos principais bancos centrais traduziu-se na validação de muitos projetos e negócios apenas por via

do financiamento barato. Em linha com o argumento de Schumpeter, a emissão de crédito por parte de um banco central leva a que a função de avaliação das reais oportunidades por parte do empreendedor tenda a ser adulterada dado que todos os estados da produção estão distorcidos. Em outubro de 2016, o Fundo Monetário Internacional quantificava que 60% do retorno gerado no mercado acionista norte-americano desde 2013 decorria do impacto da descida das taxas de juro pela Reserva Federal. Na Europa, no período entre 2012 e 2020, a política monetária justificou 87% da variância total da curva de rendimentos para as maturidades até 10 anos (o que compara com um valor de 50% no período equivalente até ao início da Crise Financeira de 2007/09). Em final de 2020 cerca de 18,4 biliões de dólares de ativos transacionavam, a nível global, com uma taxa de rendibilidade negativa para os investidores.

O prolongamento temporal do período de repressão financeira conduziu à procura sistemática de instrumentos com um acréscimo do nível de risco, com a progressiva realocação de carteiras de investimento em favor de classes de ativos como imobiliário, private equity e cryptos. Os receios da estagnação por via dos efeitos decorrentes da pandemia do COVID19 justificaram novamente o regresso, em larga escala, da estratégia de emissão monetária (o agregado monetário M2 nos Estados Unidos incrementou 40% entre março de 2020 e de 2022). Contudo, importa lembrar que as autoridades americanas detêm ainda o “Privilégio Exorbitante”, tal como Barry Eichengreen apelida, face ao estatuto que o dólar possui como principal reserva de valor. A conjugação deste facto com o processo de globalização possibilitou que tantos anos de emissão de moeda não se traduzissem de imediato num regresso a uma dinâmica inflacionista.

...

...

“Never think that lack of variability is stability. Don’t confuse lack of volatility with stability, ever.”

Nassim Taleb, The Black Swan, 2007

Apesar de frequentemente os decisores, nos diferentes níveis de atuação, nos prometerem estabilidade, a realidade é que a nossa natureza humana incorpora a incerteza como uma característica própria. O elemento comum a muitos dos acontecimentos ocorridos ao longo dos últimos anos foi o seu fator surpresa pois traduziram-se em cenários que até então eram completamente impensáveis. Neste contexto, o ano de 2022 marca uma dramática alteração na dinâmica internacional ao nível político e económico por via do Conflito Ucrânia-Rússia. Este acontecimento obrigou ao repensar das prioridades de investimento e das parcerias estratégicas por parte dos decisores políticos. Adicionalmente, intensificou o processo de “fragmentação” em curso que a própria pandemia já tinha acentuado. Por último, o regresso da inflação e a subida nas taxas de juro obrigou necessariamente ao repensar dos modelos de negócio e à tomada de decisões.

O forte acréscimo de preços associados à energia, por via das restrições impostas à Rússia, traduziu-se num processo inflacionista generalizado que forçou a uma brusca mudança no curso da política monetária, em especial na Europa. Na sequência da forte depreciação do valor de mercado nos títulos de rendimento fixo, as primeiras vítimas ocorreram já em 2023, com os casos do Silicon Valley Bank e do First Republic. O acentuado desequilíbrio entre a maturidade dos ativos em relação à dos passivos, por via da exposição a títulos emitidos pelo Tesouro Americano ou a crédito hipotecário determinou a resolução bancária destas instituições. Mais recentemente, o Financial Times reportava a possibilidade do próprio Bundesbank poder necessitar de um processo de recapitalização por via das menos-valias decorrentes do processo de normalização da política monetária. Curiosamente, para as empresas, a turbulência inflacionista de 2022 permitiu um acréscimo nas margens operacionais e inclusive uma redução do grau de endividamento em alguns dos países europeus.

Face ao exposto anteriormente, torna-se agora determinante compreender o momento presente e seus desafios, nomeadamente em termos geopolíticos e suas implicações para a dimensão monetária. A crescente tensão nas áreas das relações externas, comercial e militar entre os Estados Unidos e a China apenas foi

potenciada pela invasão russa da Ucrânia. Importa notar que o elemento de continuidade entre as duas últimas administrações norte-americanas centra-se precisamente na difícil relação com a China. Assim sendo, às dificuldades ao nível logístico que caracterizaram o período pandémico, acresce agora a progressiva divisão do mundo dos negócios entre os blocos Estados Unidos e China. Para os países europeus, doravante torna-se ainda necessário proceder ao estabelecimento de reservas estratégicas em termos alimentares, energéticos e militares de forma a assegurar a autossuficiência de recursos para cenários adversos em caso limite. A conjugação de todas estas forças sugere uma retração das vantagens desinflationistas inerentes ao processo de globalização, e que caracterizaram a última década e meia. Ainda na Europa, a expectável execução do Plano de Recuperação e Resiliência, de cerca de 2 biliões de euros, incrementará a procura de bens e serviços até 2026. Naturalmente que a permanência do fenómeno inflacionista, no curto prazo, tenderá a gerar uma pressão social para o acréscimo salarial e que dificilmente será contrariada pelo poder político. Em suma, não é expectável uma rápida reversão da recente tendência ascendente do nível de preços o que gera um crescente desconforto nos decisores da política monetária. A credibilidade de um banco central decorre da sua previsibilidade e eficácia no cumprimento do mandato inerente à estabilidade de preços. Por outras palavras, a ausência de transferência de riqueza entre sectores de uma população, por via da política monetária, e consequente neutralidade do papel da moeda.

“We are now living in a totally new era.”

Henry Kissinger, Financial Times, 9 de Maio de 2022

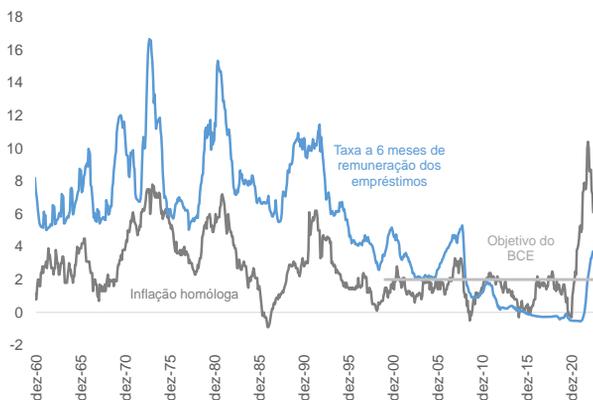
No intuito de identificar a possível extensão do surto inflacionista, recorreu-se à análise da evolução histórica entre a taxa de inflação homóloga e a remuneração dos empréstimos a 6 meses para o caso da Alemanha (ver gráfico seguinte). A escolha desta economia tende a ser óbvia face à sua relevância na determinação do nível ótimo de taxas para a Zona Euro. Acresce que o referido processo de “fragmentação” em curso sugere que o passado recente possa não ser a melhor indicação para o futuro próximo.

No caso do primeiro choque do petróleo (início em 1973), a economia alemã demorou cerca de 5 anos para

...

... atingir um nível de inflação em torno de 2%, consistente com o objetivo do BCE. A taxa média de inflação no período foi de 5,2% e de remuneração de empréstimos a 6 meses de 8,7%.

Alemanha - taxa de inflação homóloga e de remuneração dos empréstimos a 6 meses (em %)



Fonte: German Federal Statistical Office; FMI

No caso do segundo choque do petróleo (início em 1979), a economia alemã demorou igualmente cerca de 5 anos para atingir um nível de inflação em torno de 2%. Neste caso, a taxa média de inflação no período foi de 4,7% e de remuneração de empréstimos a 6 meses de 10,1%. Por último, e aquando do processo de reunificação Alemã (início em 1990) o qual implicou uma taxa de conversão de 1x1 entre o marco da República Democrática Alemã e marco da República Federal Alemã, a economia demorou novamente 5 anos para retornar a uma taxa de inflação de 2%. A taxa média de inflação no período foi de 3,9% e de remuneração a 6 meses de 8,6%. Por fim, importa realçar que em outubro de 2022 a Alemanha atingiu o nível de inflação mais alto dos últimos 60 anos (10,4%) e que em Junho de 2023 a taxa homóloga se situou ainda em 6,4%.

Em conclusão, e mesmo considerando o impacto positivo das novas tecnologias na otimização dos recursos, os dados sugerem que o combate à inflação tenderá a prolongar-se por um horizonte mais longo em relação à expectativa do mercado. Para os decisores da política monetária fica o dissabor de que desta vez não foi, nem será, diferente...

Para além da Direção de Estratégia, contribuiu para a elaboração deste documento, para a revisão do mesmo, a Direção de Supervisão e Compliance.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

www.caixagestaodeativos.pt

Esta informação é realizada com um objetivo informativo. Não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato ou investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. (empresa do Grupo Caixa Geral de Depósitos) e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A., por perdas ou danos causados pelo seu uso.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura.

A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta das Informações Fundamentais destinadas aos Investidores (IFI) ou dos Documentos de Informação Fundamental (DIF) e dos Prospetos, disponíveis em www.cmvm.pt e www.caixagestaodeativos.pt

Salvo autorização expressa da Caixa Gestão de Ativos, não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos, não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.



Caixa. Para todos e para cada um.



Caixa Gestão de Ativos