



Segredos do Templo, “straying donkeys” e “dot plot” 1

Por: Prof. Hans-Helmut Kotz² | Administrador Não Executivo da CGD | Antigo membro da Comissão Executiva do Deutsche Bundesbank, o Banco Central Alemão (2002-2010)

Ao longo das últimas décadas assistiu-se a um recrudescimento do interesse pela política monetária, a qual na Área Euro é da responsabilidade do BCE que gere a quantidade de moeda em circulação com o propósito de garantir a estabilidade de preços. Esta gestão acaba por ter impacto num leque variado de variáveis económicas e resultados não só das empresas, entre elas os bancos, como dos investimentos financeiros. Tornou-se por isso decisivo o acompanhamento e a tentativa de antecipação das decisões dos bancos centrais, os quais têm no decurso dos anos optado por diferentes estratégias de comunicação.

No início deste ano, os mercados financeiros esperavam que a Reserva Federal dos EUA reduzisse a taxa de juro diretora de 5,50% para cerca de 4,00% em dezembro. No final do mês de abril, o ponto médio das apostas do mercado situa-se nos 5,00% (New York Times, 26 de abril de 2024). Estas expectativas reveladas, incluindo aquelas refletidas em posições de compra e de venda sujeitas a ganhos e perdas, estão regularmente erradas. Este facto é um elemento básico da literatura financeira desde há décadas (Eugene Fama, Robert Shiller, etc.). A razão para tal, não é o facto de os participantes no mercado não serem profissionais competentes. No entanto, o contexto das taxas de juro altera-se continuamente e de forma imprevisível. Em particular, isto refere-se na flutuação dos prémios de risco. Em resumo: os preços dos futuros não são bons indicadores da trajetória futura das taxas.

Obviamente, a recente mudança bastante substancial de sentimento tem a ver com surpresas negativas: nos EUA, o índice de despesas de consumo pessoal (PCE), o indicador de inflação preferido da Reserva Federal, está nos 2,7%, em termos homólogos. Este valor encontra-se acima do objetivo de 2% e, recentemente, o desvio tem vindo a aumentar (ligeiramente). Como resultado, os “dot plots” ou “gráfico de pontos”, a trajetória da taxa de juro diretora, tal como considerada adequada pelos membros do Conselho de Governadores, também seguiram a direção “mais alta por mais tempo”. No caso europeu, por outro lado, com a inflação a aproximar-se do objetivo, parece claro que o BCE irá baixar a taxa da sua facilidade de depósito no próximo dia 6 de junho em 25 pontos base.

Mas porque é que nós, também na CGD, nos damos ao trabalho de tentar antever as decisões de política monetária? Porque é que os participantes nos mercados financeiros em geral investem tantos recursos para

perceber o que os bancos centrais andam a fazer? Porque tem impacto nos resultados dos bancos. Obviamente que, para efeitos de gestão de ativos e passivos, bem como de estruturação do balanço, saber o que se passa em termos de política monetária continua a ser fundamental. Direta e indiretamente. Indiretamente, significa compreender o impacto das taxas diretoras nas componentes da procura agregada sensíveis aos juros. Neste domínio, o crédito hipotecário é o mais importante. Empiricamente, são o principal canal através do qual se transmitem os impulsos políticos dos bancos centrais. É também aqui que o ambiente do BCE é significativamente mais complexo (ou complicado) do que nos EUA. Na Área Euro “setentrional”, prevalecem os empréstimos hipotecários a taxa fixa. Por conseguinte, a transmissão das subidas das taxas diretoras é mais lenta. Pelo contrário, em muitos Estados-Membros do “sul” da Área Euro, as hipotecas de taxa variável são dominantes - refletindo, de certa forma, as suas taxas de inflação historicamente mais elevadas. Tudo o resto constante, este facto aumenta os riscos de crédito malparado, reduzindo também a acessibilidade dos preços.

Em última análise, como demonstrado pela moderna teoria dos mercados de capitais, os bancos são uma carteira de ativos (e passivos), cuja rentabilidade depende, em grande medida, da conjuntura macroeconómica e não da seleção de ativos ou linhas de negócio individuais. E esta conjuntura macroeconómica depende, em grande medida, da política monetária.

Então, como é que se pode fazer este trabalho de “observação dos bancos centrais”? Há cerca de 30 anos, numa conferência da Fed em Boston, Paul Samuelson, o ilustre economista do MIT e vencedor do Prémio Nobel, explicou como formava as suas expectativas. “Durante cinquenta anos, a Fed não me pareceu misteriosa ou ...

... perversa. Como o velho agricultor que encontrou o seu burro depois de ter perguntado a si próprio: "Para onde é que eu iria se fosse um burro?" Curiosamente, isso aconteceu numa altura em que Alan Greenspan era já presidente do conselho de administração durante sete anos. No início do seu longo mandato, Greenspan tinha avisado que "se eu for particularmente claro, provavelmente não perceberam o que eu disse".

Greenspan, apelidado de "O Maestro" (título de um livro do jornalista do Washington Post Bob Woodward), era aparentemente um crente fervoroso naquilo que o muito influente economista monetarista Karl Brunner descreveu, de forma escarnecedora, como a "impossibilidade inerente de articular os conhecimentos [de política do banco central] em palavras e frases explícitas e inteligíveis". Os "segredos do templo" (título de um grande livro de William Greider) deviam ser mantidos - secretos. A política monetária era, de longe, demasiado arcana, indecifrável, para os não iniciados.

A partir de meados da década de 1990, esta abordagem caiu no esquecimento. Deu-se uma "revolução silenciosa" (Alan Blinder, economista de Princeton, antigo Vice-Governador da Fed e um importante instigador). Baseada em provas, uma nova abordagem ganhou adeptos. Num artigo muito influente, publicado em 1993, Alberto Alesina e Larry Summers documentaram uma forte correlação entre o grau de independência e o desempenho no índice de inflação. O Banco Nacional Suíço e o Banco Central alemão (Bundesbank), os dois bancos centrais mais independentes, destacaram-se na proteção do poder de compra das famílias. A concessão de independência aos bancos centrais parecia ser um almoço grátis.

No entanto, a autonomia só era vista como legítima no âmbito de um mandato claro e restrito e, mais importante ainda, quando os tecnocratas da política monetária eram transparentes e responsáveis. É aqui que entra a "comunicação". Os bancos centrais devem explicar a sua "função de reação" - as suas respostas políticas quando as economias se desviam dos objetivos publicados. É interessante notar que, na altura, essa transparência ia contra a filosofia do Bundesbank. Ainda assim, o Bundesbank tornou-se o modelo para o Banco Central Europeu (BCE). Por uma razão: durante o seu reinado, teve um desempenho notável na proteção do poder de compra do marco alemão. Contudo, por vezes, o Bundesbank estava propenso a surpreender, exatamente o oposto daquilo que hoje se designa por "orientação futura de política monetária", tal como

implementada pelo BCE desde 2013, reforçada na "revisão da estratégia" (realizada entre 2019 e 2021) - e abandonada novamente em 2023. Entretanto, a "dependência dos dados" é a nova orientação de política orientadora.

No período anterior à grande crise financeira, ou seja, antes do verão de 2007, os bancos centrais criaram a "taxa de política", tentando assim controlar os mercados monetários interbancários, ou seja, a extremidade curta da curva de rendimentos. Na Área Euro, a política monetária convencional significava que esta taxa era determinada nas operações principais de refinanciamento (semanais). Através da "teoria das expectativas" de Irving Fisher, as OPR (operações principais de refinanciamento) também deveriam ter impacto na forma da curva de rendimentos. No entanto, com as taxas diretoras a atingirem o "limite inferior efetivo", ou seja, em território "não convencional", a política de balanço-flexibilização quantitativa e qualitativa - tornou-se o instrumento pertinente. Antes, o sistema bancário encontrava-se numa posição de défice de liquidez, obrigado a recorrer às facilidades do BCE. Entretanto, durante quase uma década e meia, a política monetária foi, no entanto, conduzida num "sistema de reservas amplas". Assim, a taxa de depósito tornou-se a nova taxa de política - sinalizando a orientação política do BCE.

Mas há mais para complicar a tarefa do BCE - e a sua inteligibilidade para os leitores externos. Este facto é mais evidente na dispersão das taxas de inflação entre os Estados-Membros da AE. E reflete as diferenças nas políticas fiscais, nos sistemas de negociação salarial e na intensidade da concorrência (poder de mercado) entre os Estados-Membros. Na sequência dos estrangulamentos da cadeia de abastecimento induzidos pela pandemia, dos aumentos dos preços da energia após o ataque russo à Ucrânia, os países bálticos, por exemplo, registaram taxas de inflação superiores a 20%. Simultaneamente, a França, a Espanha ou Portugal, que implementaram vários limites máximos para os preços da energia, registaram aumentos de preços entre 5 e 9%. Por outras palavras, a crise do custo de vida assumiu uma forma plural (ver gráficos). Não se tratou de uma crise única, mas de uma variedade de crises nacionais, que se traduziram em diferenças significativas nas reações entre os Estados membros da União Monetária. Este é, aliás, o tema de um número da Revue d'Économie Financière, uma revista académica francesa, que será publicado este mês.

...

Área Euro: IHPC v.h. de países membros da AE



Fonte: Eurostat

Área Euro: Inflação subjacente - dispersão entre Estados membros



Fonte: Eurostat

Isto faz com que a adivinhação "samuelsoniana" de onde o burro - ou, no caso do euro, os burros - está (estão) a desviar-se não seja menos relevante. E é aqui que uma interessante proposta de Isabel Schnabel, membro da comissão executiva do BCE e responsável, entre outras, pelas operações monetárias (a execução da política monetária), se torna altamente relevante.

Numa palestra proferida em abril nas imediações das reuniões da primavera do FMI em Washington, DC, sugeriu que se ponderasse a publicação de "gráficos de pontos" também para o BCE. Ou seja, obrigar os membros do órgão de decisão do BCE a tornar públicas as suas expectativas sobre a trajetória adequada das taxas diretoras, tendo em conta as suas previsões sobre a evolução da economia da Área Euro. Isto seria a derradeira "traição" dos "segredos do templo". A propósito, o antigo presidente da Reserva Federal, Ben Bernanke, convenceu os seus colegas de direção a publicar os

gráficos de pontos em 2012. Encarregado, no ano passado, de avaliar o desempenho do Banco de Inglaterra na previsão da inflação, Bernanke (entretanto galardoado com o Prémio Nobel) apresentou, há apenas três semanas, doze propostas de melhoria.

Curiosamente, a publicação das expectativas dos membros do conselho de política monetária do Banco de Inglaterra não fazia parte das suas propostas. É caso para perguntar porquê. Não deveriam os gráficos de pontos do BCE aumentar a transparência? Tornar as políticas do BCE mais legíveis? Não documentaria a incerteza inerente e inevitável dos decisores políticos, bem como as diferenças de preferências (hawkish vs. dovish)? Poderá haver demasiada transparência?

Em todo o caso, uma avaliação adequada do contexto macroeconómico - perspetivas sobre a geografia do balanço - é um fator de grande importância.

Para continuar.

As opiniões expressas são pessoais e vinculam apenas o autor

¹ Este artigo foi originalmente integrado na Síntese de Investimento de maio de 2024, publicada no dia 7 do mês de junho.

² Professor Hans-Helmut Kotz é também docente residente e co-presidente do seminário no Centro de Estudos Europeus, bem como professor visitante de economia na Universidade de Harvard. Foi deputado ("Sherpa") do Deutsche Bundesbank no processo G7/G20.

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