



Decidir em tempos de incerteza - lições da política monetária

Por: José Miguel Cardoso da Costa | Banco de Portugal e Nova SBE¹

A economia global enfrenta choques mais frequentes e transformações profundas. Perante limites crescentes à capacidade de previsão, os bancos centrais têm privilegiado cada vez mais estratégias que assentam em uma comunicação mais transparente e decisões mais flexíveis. Esta é uma mudança de paradigma que tem igualmente implicações relevantes para os mercados financeiros: em contextos de elevada incerteza, decidir bem talvez dependa menos de acertar na previsão e mais de estar preparado para várias possibilidades.

Vivemos tempos de elevada incerteza. É sempre difícil fazer previsões – sobretudo, como alguém dizia, sobre o futuro –, mas os últimos anos distinguiram-se por uma sucessão de eventos inesperados que reforçam a dúvida sobre o que aí vem. A crise financeira de 2008-09, a crise das dívidas soberanas em 2010-12, o Brexit em 2016, a pandemia de COVID-19 em 2020-21, a invasão da Ucrânia e o subsequente surto inflacionista em 2022, ou ainda a guerra comercial lançada pelo Presidente Trump em 2025, são apenas alguns dos choques que abalaram a economia global nas últimas duas décadas. O recente aumento abrupto dos preços da energia, na sequência da guerra no Irão e do congelamento do tráfego no estreito de Ormuz, é mais um exemplo de um contexto particularmente vulnerável a perturbações com fortes implicações macroeconómicas.

Mais do que um mundo de riscos elevados, o que hoje enfrentamos é muitas vezes um mundo de incerteza genuína: não apenas porque os choques são frequentes, mas porque é difícil antecipar a sua origem, a sua duração e os seus efeitos macroeconómicos. A incerteza pode ser medida de diversas formas, mas a generalidade dos indicadores propostos sugere que esta aumentou nos últimos anos e se encontra em níveis relativamente elevados. Períodos de incerteza mais elevada estão tipicamente associados a uma redução do investimento privado, menor procura de trabalho por parte das empresas e aumento da poupança das famílias por motivos de precaução. Em conjunto, estes comportamentos contribuem para travar o dinamismo económico, ampliando o impacto dos choques iniciais sobre o crescimento.

Para além desta sucessão de eventos, a economia global enfrenta também um conjunto de transformações estruturais geradoras de incerteza: do envelhecimento da população às alterações climáticas;

do aumento das tensões geopolíticas e abrandamento da globalização ao avanço da digitalização e da inteligência artificial. São várias as tendências com potencial para alterar de forma duradoura o funcionamento da economia global e com implicações difíceis de antecipar sobre os padrões de produção, emprego e interação social.

Neste contexto de elevada incerteza, como devem os agentes económicos – e, em particular, os bancos centrais – tomar decisões? O caso dos bancos centrais é especialmente relevante, desde logo pelo impacto das suas decisões sobre o comportamento dos restantes agentes, em particular no que respeita ao nível das taxas de juro. O exemplo da política monetária é também interessante por outro motivo: as decisões são comunicadas com regularidade e sujeitas a um escrutínio intenso por parte dos analistas financeiros e do público em geral. Isso permite avaliar de que modo o aumento da incerteza tem influenciado a forma como os bancos centrais atuam e comunicam. Nos últimos anos, os principais bancos centrais reviram as suas estratégias de atuação e comunicação face ao aumento da incerteza, sendo possível identificar duas tendências principais:

A primeira mudança foi uma maior prudência na forma de apresentar as previsões macroeconómicas. Como as decisões de política monetária dependem, em grande medida, da evolução esperada do PIB e da inflação, os bancos centrais sempre atribuíram um papel central às suas projeções. Nos últimos anos, porém, procuraram relativizar a importância do cenário central, sublinhando com maior clareza o grau de incerteza que o rodeia, destacando explicitamente os fatores de risco, o balanço de riscos e a possibilidade de trajetórias alternativas para a economia.

Esta mudança é mais importante do que pode parecer à primeira vista. A apresentação de um único cenário ...

... tende a transmitir uma imagem de precisão que, em contextos voláteis, pode revelar-se ilusória. Se o enquadramento macroeconómico se alterar de forma abrupta, essa falsa certeza pode prejudicar a credibilidade do banco central. Pelo contrário, ao reconhecer os limites inerentes aos exercícios de previsão, as autoridades monetárias promovem uma comunicação mais transparente e ajudam os agentes económicos a preparar-se para diferentes desfechos possíveis. Foi isso que o BCE procurou fazer na sua avaliação da estratégia de política monetária em 2025, ao sublinhar a importância de considerar não apenas o caminho mais provável para a inflação e a atividade, mas também a incerteza e os riscos que o envolvem.

Em alguns casos, essa comunicação da incerteza passou mesmo a incluir cenários alternativos. Quando os riscos são particularmente salientes, a divulgação de trajetórias alternativas para o crescimento e a inflação permite ilustrar, de forma mais concreta, o intervalo de resultados plausíveis e dar pistas sobre as implicações de cada um deles para a política monetária. Por exemplo, nas projeções mais recentes, apresentadas em março de 2026, o BCE divulgou dois cenários alternativos associados ao choque energético recente que implicariam uma deterioração da atividade económica e um aumento mais acentuado e persistente da inflação, caso a política monetária permanecesse inalterada (Gráficos 1 e 2). O Riksbank sueco foi um pouco mais longe, ao associar cenários alternativos para o PIB e a inflação a trajetórias alternativas da própria taxa de juro. Já o Banco de Inglaterra tem procurado mostrar, em cenários mais estilizados, como a trajetória das taxas de juro se pode alterar em função da evolução do contexto macroeconómico e de regra de política considerada.

Gráfico 1 - Cenários do BCE em março de 2026 para a taxa de crescimento do PIB (v.c., em %)

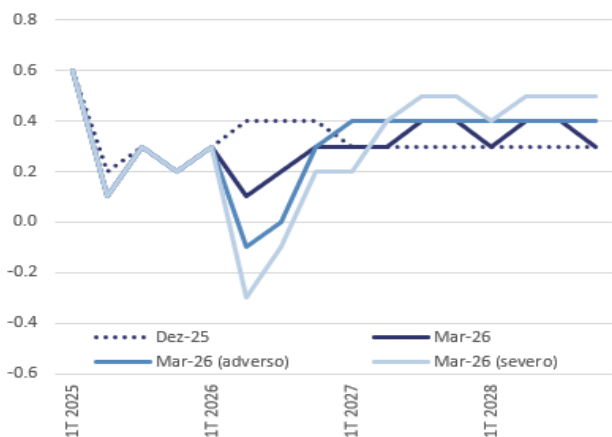
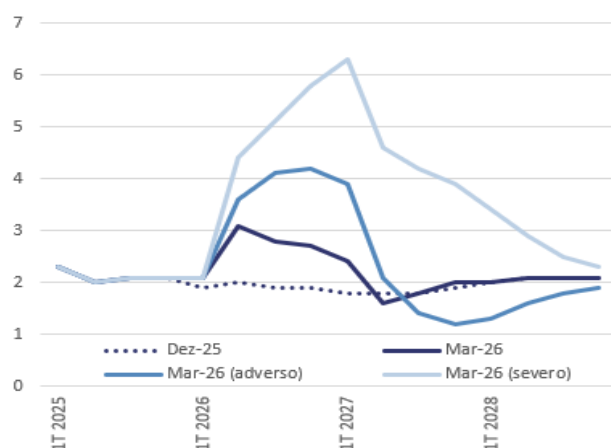


Gráfico 2 - Cenários do BCE em março de 2026 para a taxa de inflação (v.h., em %)



Fonte dos gráficos: LSEG Datastream.

Em todos estes casos, o objetivo é o mesmo: substituir a ilusão de precisão por uma comunicação mais rica, mais contingente e, em última análise, mais útil.

A segunda tendência foi o reforço da flexibilidade na condução da política monetária. Num contexto em que os choques são mais frequentes e por vezes difíceis de interpretar em tempo real, os bancos centrais passaram a evitar compromissos demasiado rígidos quanto à trajetória futura das taxas de juro. Em vez disso, procuram manter aberta a possibilidade de reagir em diferentes direções, em função da informação que vai sendo revelada.

Esta maior dependência dos dados não significa ausência de estratégia, nem imprevisibilidade. Pelo contrário, trata-se de uma forma de preservar a credibilidade da política monetária num ambiente em que a capacidade de previsão é mais limitada. Ao evitarem comprometer-se prematuramente com um determinado perfil para as taxas diretoras, os bancos centrais reduzem o risco de terem de corrigir bruscamente a orientação seguida caso o enquadramento se altere. Ao mesmo tempo, continuam a fornecer ao mercado uma indicação suficientemente clara sobre a sua função de reação – isto é, sobre o modo como tenderão a responder a mudanças na inflação, na atividade e nos riscos em presença –, procurando assim um equilíbrio entre flexibilidade e previsibilidade.

Os bancos centrais continuam, eles próprios, a aprender a navegar um contexto mais incerto e volátil. Talvez a principal lição dessa experiência seja ...

... um certo regresso à humildade, que passa por reconhecer que o futuro não é inteiramente previsível, que as estimativas são imperfeitas e que uma boa decisão não resulta de uma ilusão de controlo, mas da capacidade de ponderar riscos, considerar cenários alternativos e ajustar o rumo quando as circunstâncias mudam. Num mundo mais sujeito a choques, essa prudência não é sinal de hesitação; é uma condição para decidir melhor.

Essa é uma lição que vale para além da política monetária. Nos mercados financeiros, nas empresas ou nas famílias, gerir a incerteza não implica ficar à espera nem desistir de investir; implica, isso sim, decidir com prudência, testar alternativas e manter flexibilidade para mudar de direção se o contexto o exigir. Em tempos mais incertos, decidir bem talvez dependa menos de acertar na previsão e mais de estar preparado para várias possibilidades.

¹ As opiniões expressas vinculam apenas o autor e não as instituições a que está ligado, em particular o Banco de Portugal ou o Eurosistema.

As opiniões expressas são pessoais e vinculam apenas o autor

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

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 dos Documentos Constitutivos dos Fundos 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