

Os bancos centrais tomam medidas

No início de um ano em que todas as atenções se centram na forma como a Fed e o BCE irão implementar a mudança na política monetária e no sentimento de que poderá haver alguma divergência temporária no ponto de partida dos cortes das taxas de juro em ambos os lados do Atlântico, registaram-se nas últimas semanas desenvolvimentos que podem lançar alguma luz sobre o conturbado mundo da política monetária.

Em primeiro lugar, o banco central suíço (SNB) juntou-se a várias autoridades monetárias de países emergentes (Brasil, Chile, Malásia e Hong Kong) e da Europa (Polónia, Hungria e República Checa) ao reduzir surpreendentemente a taxa de juro oficial em 25 p. b. para 1,50%, assim que a inflação atingiu o objetivo (1,2% em fevereiro), aparentemente de forma estável. Para além disso, com esta medida, o banco central suíço conseguiu quebrar a curto prazo a tendência de apreciação da taxa de câmbio, algo importante para uma economia que continua a mostrar um elevado grau de fraqueza e que tem um grau de abertura ao exterior superior a 100% do PIB. Assim, enquanto se aguardam as decisões dos dois principais bancos centrais, já se iniciou a trajetória da viragem da política monetária mundial, que poderá conduzir a um corte de cerca de 100 p. b. nas taxas de juro nos próximos 12 meses.

Neste início do processo de flexibilização monetária, o Banco do Japão (BoJ) produziu um movimento em contraciclo aumentando a taxa de referência de -0,1% para o intervalo de 0%-0,1% (a primeira subida desde 2007), bem como anunciou o fim de outras medidas não convencionais, como o programa de controlo da curva de rendimentos e as compras de ETF. A decisão é apenas um primeiro passo para a normalização da política monetária, uma vez que o aperto das condições financeiras tem sido mínimo e as compras de dívida pública vão continuar. A partir de agora, o importante será acompanhar o comportamento da dívida pública detida pelos investidores japoneses no estrangeiro (mais de um bilião de dólares só em dívida dos EUA), devido aos efeitos que um movimento de regresso ao país poderá ter na curva de taxas de juro dos EUA ou da Europa. A decisão do BoJ, para além do bom desempenho recente da inflação, reflete também o desconforto com a subvalorização do iene (entre 25% e 30% face às principais moedas), que poderá levar a intervenções cambiais se a situação não for invertida a curto prazo.

Com esta decisão, pode considerar-se encerrada a anomalia da fase das taxas de juro negativas. Foi precisamente nesta altura que os bancos centrais implementaram medi-

das não convencionais para combater o risco de «japonização», caracterizado por: uma redução significativa do crescimento potencial, uma queda da taxa de juro natural para níveis próximos de zero, uma descida continuada dos preços e o esgotamento da eficácia dos instrumentos tradicionais de política monetária. A realidade é que é demasiado cedo para certificar que a economia japonesa deixou definitivamente para trás um comportamento que reflete fatores estruturais difíceis de inverter a curto prazo (demografia, etc.). Da mesma forma, os bancos centrais de todo o mundo continuarão a ter na sua «caixa de ferramentas» os instrumentos não convencionais que tiveram de conceber e utilizar ao longo da última década. Neste contexto, o BCE anunciou uma atualização dos instrumentos e procedimentos à sua disposição para implementar a sua estratégia de política monetária. No novo quadro operacional, a taxa *depo* passará formalmente a ser a principal referência, a liquidez será determinada pela procura do sistema financeiro, será mantida uma carteira estrutural de obrigações, não haverá alterações nas reservas mínimas e, a partir de setembro, o diferencial entre a taxa de refinanciamento e a taxa *depo* será reduzido até 15 p. b. Com tudo isto e com os novos instrumentos criados (TPI), o BCE disporá dos instrumentos adequados para poder responder com flexibilidade ao desafio do duplo objetivo (estabilidade monetária e financeira) nas águas turbulentas em que a política monetária continuará a evoluir a médio prazo.

Para já, o desafio deste ano será gerir a evolução para uma zona de política monetária mais neutra, limitando os desalinhamentos cambiais importantes, caso se confirmem as divergências no processo de ajustamento dos dois lados do Atlântico. No caso do dólar/euro, os níveis atuais não estão muito afastados da taxa de câmbio de equilíbrio, o que permitirá alguma margem de manobra. Tudo isto tendo em conta o risco geopolítico e os seus efeitos potenciais sobre os preços da energia, o fator que pode realmente alterar o plano. E, infelizmente, as últimas notícias neste domínio não são positivas, como se reflete no comportamento dos preços do petróleo e de alguns ativos de refúgio tradicionais, como o ouro.