



JOÃO SÃÁGUA
Analista de Research no Banco
de Investimento Global

Banco Central Europeu – “whatever it takes” II

A 26 de julho de 2012, em plena crise de dívida soberana na Europa, Mario Draghi, então presidente do Banco Central Europeu há cerca de três anos, proferiu as seguintes palavras: “Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me: it will be enough”. Em português, “no âmbito do nosso mandato, o BCE está preparado para fazer o que for preciso para preservar o euro. É acreditem: será suficiente”. Nessa altura, a Zona Euro atravessava, em menos de quatro anos, a segunda recessão económica da sua história, com o PIB do bloco a contrair a uma taxa anual homóloga de aproximadamente 0,9% no primeiro semestre. Por seu turno, a inflação, que rondou uma média de 2,5% durante esses seis meses, contribuía para a asfixia de uma economia que evidenciava inúmeras debilidades, nomeadamente um mercado interbancário disfuncional e a concessão de crédito bancário aos altamente endividados agregados familiares e às excessivamente alavancadas empresas não-financeiras a retrair drasticamente. A Zona Euro alcançava o auge da

discriminatória divisão core (essencialmente, Alemanha e França) vs. periferia (países que na altura compunham o mal-afamado grupo PIIGS), sendo seriamente discutida a possibilidade de exclusão de alguns dos Estados membros que exibiam um enquadramento macroeconómico quase apocalíptico para o ainda embrionário terceiro milénio. No mês em que Draghi anunciou a sua política “whatever it takes” (WIT) e simultaneamente sublinhou a crença do BCE na irreversibilidade da moeda única, a yield de dívida soberana alemã, o inquestionável ativo de refúgio da Zona Euro rondava os 1,5% (vs. -0,38% hoje, encostada à depo rate), a 10 anos, enquanto as homólogas portuguesas e gregas ascendiam a mais de 11% (vs. 0,28%, hoje) e 27% (vs. 2,08%, atualmente), respetivamente. Para concretizar a salvação do euro, o BCE dispunha de uma vasta panóplia de instrumentos, alguns dos quais nunca mundialmente utilizados fora da geografia nipónica. Dentro deste cabaz de medidas não-convencionais, cuja maioria ainda hoje vigora, destacam-se: taxas de juro diretoras entre zero (refi rate) e valores negativos

(depo rate), operações de financiamento a longo prazo, com condições verdadeiramente facilitadas, destinadas aos bancos (LTRO e TLTRO) e um programa de compra de ativos que substituiu o principal fator de insuflamento do balanço do BCE até aos atuais EUR 4,68 biliões. Atualmente, com cerca de um ano e meio decorrido desde o pico da recuperação económica europeia, o pronunciado abrandamento da Zona Euro é evidente, pior do que consistentemente antecipado pelos economistas e mais duradouro do que inicialmente previsto pelo BCE. Num contexto de desaceleração global sincronizada, a Zona Euro revela a maior vulnerabilidade dentro do complexo desenvolvido. A ciclicidade do bloco, agravada pela índole industrial e exportadora da sua economia-motor, expõe-no ainda mais a uma conjuntura fortemente marcada pelos efeitos adversos da escalada protecionista entre as duas maiores economias do mundo, que deverá alterar o comércio internacional de forma permanente. Perante um quadro externo substancialmente sombrio ao qual acrescem materiais riscos políticos, uma sustentada

quebra de sentimento económico, uma clara desaceleração da concessão de crédito aos agregados familiares e às empresas não-financeiras, e uma inflação persistentemente abaixo do objetivo (2%) levaram o BCE a não esperar mais pela constantemente retardativa intervenção dos governos através da via orçamental. Com efeito, a menos de seis meses do fim do seu mandato, Draghi anunciou que o BCE tem ainda um amplo arsenal à sua disposição para combater um agravamento da desaceleração económica e evitar uma potencial recessão. Estas palavras, que sinalizam uma política WIT II, poderão materializar-se, de forma não mutuamente exclusiva, em taxas de juro ainda mais negativas, um novo programa de “quantitative easing” (QE) ou mesmo, num cenário mais próximo de japonização, na compra de ações.

Ao contrário do sugerido por um recente working paper do BCE, os investidores consideram que o efeito líquido de taxas de juro negativas é verdadeiramente penalizador para os bancos da Zona Euro, cuja capitalização bolsista e avaliação estão perto de mínimos históricos atingidos aquando da crise financeira (2008). O impacto positivo, mas marginalmente decrescente, das TLTRO e do próprio programa de QE, focado em dívida pública, leva-nos a crer que, perante a aparente insuficiência da atual política de reinvestimento, o BCE decida avançar para novas compras de ativos, que deverão incidir sobretudo sobre dívida corporativa, alargando o seu universo de investimento às obrigações emitidas por bancos, tentando compensar o impacto nefasto de mais um potencial corte de taxas de juro.

