



**JOÃO SÁÁGUA**  
Analista de Research  
no Banco de Investimento  
Global

## Lições da Reserva Federal para o BCE: Capítulo II – “Tapering”

A utilização de medidas monetárias expansionistas não-convencionais, conhecidas como “quantitative easing”, remonta ao início do atual milénio, período em que o Banco do Japão tentou combater a persistente deflação e o crescimento consistentemente anémico da economia nipónica. Porém, o termo “quantitative easing” (QE) passou a pertencer ao coração da gíria financeira apenas em 2008, quando, a fim de segurar a economia e aumentar a liquidez em plena resposta à crise financeira, a Reserva Federal norte-americana (Fed), então liderada por Ben Bernanke, iniciou um programa de compra de ativos – predominantemente, dívida do tesouro norte-americano e “mortgage-backed securities”

dilatado para EUR 80 mil milhões, até ao primeiro trimestre de 2017, inclusivamente.

O QE consiste numa política extraordinariamente expansionista, utilizada como último recurso, quando as ferramentas monetárias ortodoxas se revelam ineficazes. Dada esta natureza, o seu efeito inflacionista e o verificado impacto na descida dos custos de financiamento, que, por sua vez, incentiva o aumento da concessão de crédito, implicam que esta política deva ser limitada a um período temporal restrito, de modo a não potenciar os seus efeitos economicamente adversos, entre os quais se destacam um disparo inflacionista e um sobre-endorividamento dos agentes económicos. O

torna-se relevante para analisar um dos temas mais marcantes do quarto trimestre de 2018: o fim do programa de QE do BCE. Recorrendo à tabela supra, torna-se evidente que a Fed teve um timing extremamente pertinente na execução do seu “tapering”. Desde o momento em que este começou a ser descontado pelo mercado até à sua conclusão, a evolução económica e de mercados financeiros nos EUA foi absolutamente saudável. De facto, à data de fim do “tapering” norte-americano (Outubro de 2014), verifica-se um quádruplo efeito positivo da decisão de remoção de estímulos não-convencionais por parte da Fed: em termos económicos, o crescimento, a

a abrandar, a inflação core ainda nos 1% (a inflação harmonizada está próxima do objetivo do banco central [2%]), graças sobretudo à componente energética), os indicadores PMI longe dos seus máximos, os sentimentos de consumidores e de investidores em deterioração, e o mercado acionista fragilizado e com perdas desde o início do ano. A esta conjuntura questionavelmente suficiente para o fim de um programa de estímulos monetários não-convencionais acresce (1) o elevado risco político na Europa, onde o populismo já se apoderou da terceira maior economia da Zona Euro, bem como (2) a crescente onda protecionista de Trump, com efeitos

Estados Unidos da América - Reserva Federal norte-americana	Crescimento do PIB (Médios dois trimestres) YoY %	Inflação - Core PCR (média seis meses) Y o Y %	Taxa de desemprego %	ISM PMI Compósito (média seis meses)	Confiança do consumidor (média seis meses) 49,9% @ início do QE	State Street Confiança do Investidor (média seis meses)	EUR USD	Obrigação do tesouro norte-americano 10 anos (Yield %)	Mercado acionista cotação S&P500 (% YTD)
Mercado começa a descontar remoção de estímulos (05/2013)	1,5	1,5	7,7	54,7	66,4	94,4	1,2906	1,93	1669 (16,1%)
Início da remoção de estímulos (12/2013)	2,3	1,6	7,1	54,5	77,5	99,7	1,3685	2,89	1,810 (27,0%)
Fim dos estímulos (10/2014)	2,9	1,7	6,1	57,0	89,2	110,1	1,2613	2,31	1,995(8,9%)
12 meses após o fim de estímulos (12/2015)	2,2	1,3	5,2	56,7	98,1	128,8	1,106	2,14	2,079 (1,0%)
Zona euro - Banco Central Europeu	Crescimento do PIB (média dos trimestres) YoY %	Inflação - HICP/ Core PCI (média seis meses) Y o Y %	Taxa de desemprego %	Markit PMICompósito (média seis meses)	Confiança do consumidor (média seis meses) -3,6% @ início do QE	State Street Confiança do Investidor (média seis meses)	EUR USD	Obrigação soberana da Alemanha 10 anos (Yield %)	Mercado acionista cotação Stoxx 600 (% YTD)
Mercado começa a descontar remoção dos estímulos (10/2016)	1,9	0,2/0,8	9,8	53,0	-7,9	91,8	1,1204	-0,054	346 (-5,4%)
Início da remoção de estímulos, com extensão da sua longevidade (12/2016)	1,8	0,5/0,8	9,6	53,4	-7,4	90,0	1,0615	0,382	352 (-3,8%)
Última extensão de estímulos (06/2018)	2,6	1,1/1,0	8,2	56,4	0,4	104,3	1,1568	0,426	393 (+10%)
Presente (a 3 meses do fim dos estímulos)	2,3	1,8/1,0	8	54,7	-0,4	99,4	1,1690	0,458	378 (-2,8%)

(MBS) – com um volume sem precedentes. Como resultado, o balanço daquele que é visto como banco central do mundo expandiu de USD 900 mil milhões para USD 4,5 biliões no fim de 2014 e o crescimento económico norte-americano inverteu dos níveis negativos mais acentuados de 50 anos (-2,5% em 2009) para uns verdadeiramente saudáveis 2,9%, em 2015. Após a crise de dívida soberana na Europa, perante uma deflação acentuada (-0,6% em janeiro de 2015), Mario Draghi anunciou que o BCE iniciaria em março o seu próprio programa de “quantitative easing”, começando por comprar mensalmente EUR 60 mil milhões de obrigações soberanas até, pelo menos, 2016, momento em que o montante total de compras acabou por ser

horizonte temporal durante o qual as compras de ativos por parte de bancos centrais são reduzidas até, posteriormente, terminarem assume o nome “tapering”. A antecipação do “tapering” por parte dos investidores é habitualmente correspondida pelo mercado com maior volatilidade e eventuais quedas acionistas, valorização da respetiva divisa e aumento das yields de dívida.

Ainda que o QE nos EUA tenha sido, no total das suas três fases (QE 1, QE 2 e QE 3), substancialmente mais longo que o europeu, cujo “tapering” se está a realizar com cortes progressivos no montante de compras, acompanhados por uma extensão de longevidade temporal, uma comparação entre os dois programas

inflação e a atividade manufatureira e de serviços aceleraram, o desemprego continuou a trajetória descendente e os sentimentos de consumidores e investidores registaram avanços favoráveis; a nível de mercados, o dólar norte-americano valorizou face não só ao euro, mas também às demais divisas, a yield das obrigações do tesouro a 10 anos caiu significativamente e o mercado acionista continuou a acumular ganhos.

Na Europa, com apenas três meses para o fim do “tapering” do BCE, é claro que o apogeu da recuperação económica europeia já pertence ao passado (segundo semestre de 2017). Efetivamente, o BCE prepara-se para terminar o seu programa de compra de ativos com a economia da Zona Euro

disruptivos para o comércio internacional e (3) a debilidade do bloco emergente, ao qual a Europa tem exposição, nomeadamente por via do setor financeiro.

Neste contexto, antevemos que, ao contrário do sucesso norte-americano, o fim – possivelmente precoce – do programa de estímulos do BCE poderá contribuir para o arrefecimento da economia europeia, com a ausência do apoio monetário, a incrementar a incerteza e as suas adversas repercussões nos mercados financeiros. Perante taxas de juro entre zero e valores negativos, resta ao BCE flexibilizar a sua política de reinvestimento de cupões e reembolsos da dívida existente no seu balanço, que atualmente ascende a cerca de EUR 4,6 biliões.