

O adeus de (Super) Mario Draghi

- A 31 de outubro terminará o mandato de Mario Draghi, um presidente que deixará um banco central na fronteira tecnológica da política monetária.
- Sob a batuta de Draghi, o BCE ofereceu um apoio muito significativo à recuperação da Zona Euro. No entanto, as medidas mais recentes levantaram dúvidas sobre a margem de ação e a eficácia da política monetária.
- Christine Lagarde, com um perfil menos técnico, mas com uma visão de continuidade em termos de política monetária, assumirá uma situação económica sombria, onde surgiram sinais de fragmentação entre os membros do BCE.

Após um mês de setembro repleto de anúncios, a próxima reunião do BCE (a 24 de outubro) será transitória, pelo menos num sentido: a 31 de outubro de 2019 termina o mandato de Mario Draghi, o presidente mais carismático¹ da história da instituição.

O legado: um banco central na fronteira tecnológica

É possível resumir o legado de Draghi na sua frase mais famosa: *Whatever it takes*². Três palavras com as quais Draghi, com apenas nove meses de mandato, pôs termo em 2012 ao medo de uma rutura da Zona Euro com a promessa de dirigir um BCE disposto a fazer o que fosse necessário para garantir a sobrevivência do euro (ver o primeiro gráfico). Com menos de 15 anos de história e com a exigência da recessão mais intensa das últimas décadas, sob o mandato de Draghi o BCE ergueu-se como o grande baluarte para estabilizar a economia europeia e revolucionou a política monetária da Zona Euro com a adoção de ferramentas na «fronteira tecnológica» dos bancos centrais: compras de ativos, taxas de juro de referência em níveis negativos, uso intensivo da comunicação,³ injeções de liquidez etc.

Esta revolução reflete-se no balanço do BCE, cujo tamanho mais que duplicou (+150%) desde 2011⁴. E não só, dado que a sua composição também é muito reveladora: como é possível observar no segundo gráfico, as compras de ativos e os empréstimos a longo prazo deixaram de ser praticamente inexistentes no período de pré-crise para passarem a representar atualmente 70% o balanço do BCE, refletindo a utilização intensa de ferramentas de política monetária não convencional⁵.

1. Assim mostram as alcunhas que recebeu durante o seu mandato: de «Super Mario» (um herói dos videojogos) até à mais recente, «Drácula Draghi», assim denominado pelos críticos por causa das baixas taxas de juro.

2. Ou seja, «o que for preciso».

3. O artigo «Mario Draghi e a sua «parole, parole» na IM01/2018 analisa o poder da comunicação como ferramenta da política monetária.

4. Em percentagem do PIB, o tamanho do balanço do BCE (40%) excede em muito o da Fed (ligeiramente abaixo de 20%).

5. Por trás desta mudança estão, principalmente, a compra de ativos por um valor total de 2,6 biliões de euros do programa APP que teve início em 2015 (principalmente dívida pública e corporativa) e as diferentes rondas de injeções de liquidez no sistema financeiro através de empréstimos a longo prazo (a última foi a TLTRO-III, anunciada no passado mês de março), cujo *stock* é de 0,7 biliões de euros.

O poder da comunicação do presidente do BCE

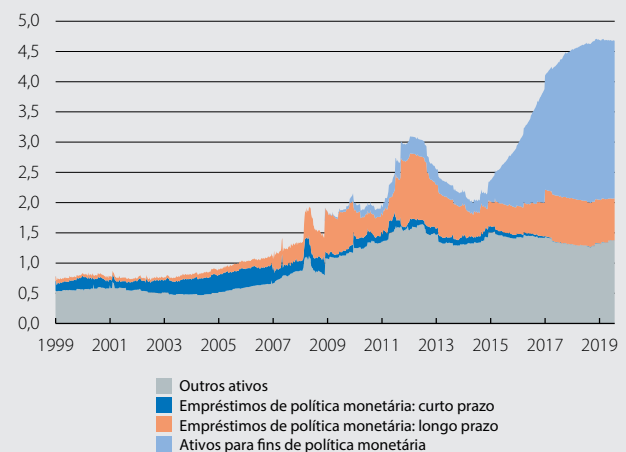
Prémios de risco da dívida soberana espanhola e italiana a 10 anos (p. b.)



Nota: * A 26 de julho de 2012, o presidente do BCE, Mario Draghi, declarou em Londres que faria «o que for preciso» (em inglês, *whatever it takes*) para preservar a moeda única.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

BCE: composição dos ativos do balanço

(Biliões de euros)



Nota: Os empréstimos a curto e longo prazo consistem essencialmente em operações MRO e TLTRO, respetivamente. Os ativos para fins de política monetária incluem principalmente compras no âmbito do programa APP e outros programas anteriores (CBPP, SMP). A categoria «outros ativos» inclui ouro, dinheiro, reservas estrangeiras, outras operações de política monetária etc.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

Tudo isto resultou numa política monetária amplamente acomodatória, que, segundo algumas estimativas, seria equivalente a ter reduzido a taxa de juro de referência do BCE para cerca de -7%⁶. Além disso, se antes da crise financeira a política monetária ajustava-se muito mais às necessidades dos países do núcleo do que às dos da periferia, entre 2009 e 2015, o BCE encontrou um ponto intermédio entre as duas áreas. Desde então, o terceiro gráfico mostra como a política monetária deixou para trás as prescrições tradicionais⁷ e entrou num terreno cada vez mais acomodatório, possivelmente porque estas prescrições estão baseadas no funcionamento da economia em tempos normais e não incluem a preocupação que provoca a incerteza atual (geopolítica, mas também em torno da fragilidade da inflação ou do verdadeiro grau de subutilização dos recursos produtivos)⁸. De facto, **entre os êxitos de Draghi, destaca-se a sua capacidade de alcançar consensos na implementação desta política monetária, apesar da heterogeneidade das economias da Zona Euro.**

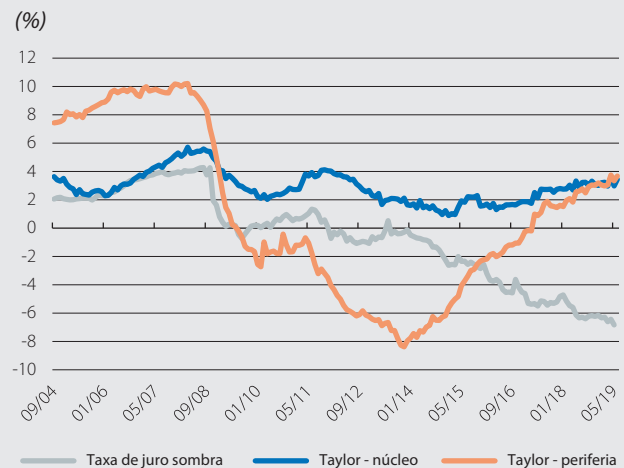
O impacto macroeconómico do BCE de Draghi

Estima-se que as medidas do BCE, especialmente as anunciadas a partir de 2014, foram um suporte muito importante para a recuperação da Zona Euro. Especificamente, as estimativas (ver o quarto gráfico) sugerem que **o BCE seria responsável por quase 25% do crescimento da atividade e cerca de 40% da recuperação da inflação entre 2016 e 2018**⁹, com um crescimento do PIB da Zona Euro que acelerou para 2,2% na média destes três anos (1,1% em 2013-2015). Assim, com uma taxa de inflação subjacente que começava a aproximar-se de 1,5% em meados de 2018, o BCE preparou-se para finalizar a compra de ativos, indicar o primeiro aumento das taxas de juro e, em suma, começar a retirar o estímulo monetário.

As últimas decisões: Um BCE no limite?

No entanto, a intensificação e persistência de riscos (por exemplo, tensões geopolíticas, vulnerabilidades em economias emergentes ou turbulências financeiras) e a desaceleração da atividade que trouxeram consigo fizeram com que o BCE desse uma volta de 180 graus. **Draghi poderia ter-se despedido com o primeiro aumento**

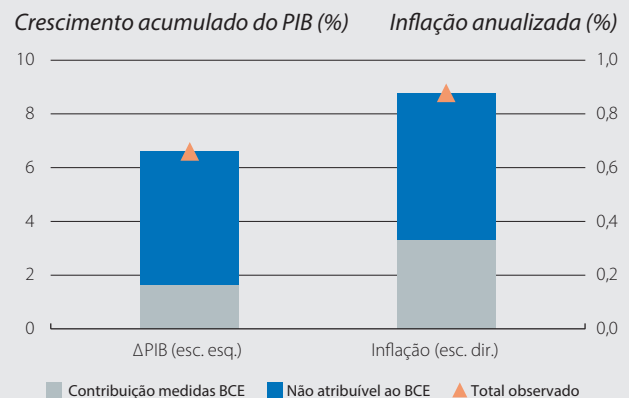
Zona Euro: regras de Taylor e taxa de juro sombra do BCE



Nota: O núcleo é composto pela Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Holanda e Itália. A periferia é composta pela Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal. A fórmula usada para as regras de Taylor $i_t = 1 + 1,5\pi_t - (u_t - u_t^*)$, onde π_t é a taxa de inflação subjacente e u_t^* é a taxa de desemprego natural estimada pela OCDE.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Wu e Xia (2016), Eurostat e OCDE.

Impacto macroeconómico da política monetária do BCE: 2016-2018



Fonte: BCE (2019). «Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases». Economic Bulletin 02/2019.

das taxas de juro. Contudo, fá-lo-á com um novo pacote de estímulos, lançado no passado mês de setembro: corte de 10 p. b. na taxa de juro da facilidade de depósito (para -0,50%) e reatamento das compras líquidas de ativos (QE) a um ritmo de 20.000 milhões de euros mensais¹⁰.

No entanto, estas medidas, **levantaram dúvidas sobre a margem de ação do BCE e a sua eficácia.** Por um lado, embora no BCE se argumente que não há problemas em continuar com a compra de ativos, as estimativas sugerem que estas podem ter uma trajetória relativamente limitada e que, segundo os critérios atuais, **o BCE poderia ficar sem capacidade para comprar mais dívida pública por**

6. Estas estimativas são baseadas na denominada «taxa de juro sombra»: a taxa de juro refi que observaríamos no contexto atual se não estivesse ancorada em 0%. Wu, J. C. e Xia, F. D. (2016). «Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound». Journal of Money, Credit, and Banking. Ver também o artigo «Descobrimos a política monetária na sombra» na IM02/2016.

7. Como a regra de Taylor, que nos diz qual deve ser a taxa de juro oficial em função da taxa de juro natural, a inflação (subjacente) e uma medida do quão longe a atividade económica se encontra do seu potencial.

8. Por outro lado, a divergência entre as prescrições tradicionais e a posição efetiva da política monetária também ilustra a existência de um debate sobre a idoneidade das últimas medidas adotadas pelo BCE.

9. BCE (2019). «Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases». Economic Bulletin 02/2019.

10. Para além de melhores condições para a TLTRO-III, um esquema de tiering e uma comunicação que sugere que este novo estímulo poder-se-ia estender por um longo período de tempo.

volta do final de 2020¹¹. Por outro lado, com o recente corte nas taxas de juro, o BCE poderia estar a aproximar-se do denominado «nível de reversão»: o limiar onde uma nova descida das taxas de juro de referência teria efeitos de contração sobre a economia. Especificamente, a análise de sensibilidade das taxas de juro sobre os depósitos e empréstimos de famílias e empresas às alterações das taxas de juro do BCE sugere que o «nível de reversão» poderia estar em torno de -1,0% (ver o último gráfico)¹², uma estimativa semelhante aos resultados de análises mais sofisticadas¹³ e relativamente perto de -0,50%, no qual se encontra a taxa de juro da facilidade de depósito do BCE.

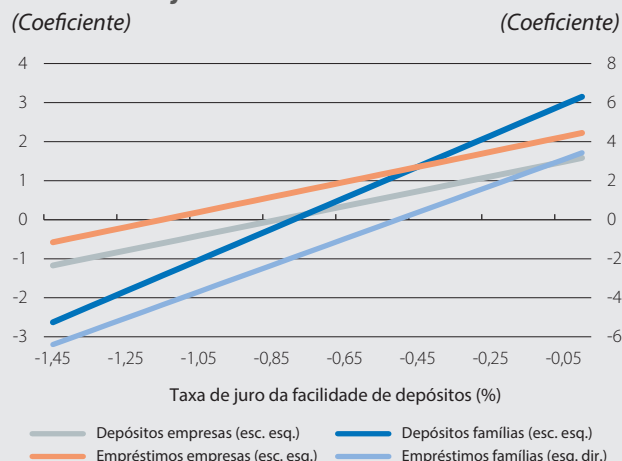
Christine Lagarde assume o cargo no meio de turbulências

Assim, Mario Draghi dará lugar a Christine Lagarde (nomeada pelas instituições europeias no passado mês de julho) dentro de um contexto mais sombrio do que o esperado há um ano. Além disso, no meio de dúvidas sobre o novo programa de estímulo, surgiram sinais de fragmentação entre os membros do BCE: os governadores dos bancos centrais da Alemanha, Holanda e França (entre outros) declararam publicamente que se opunham ao reatamento do QE, e Sabine Lautenschläger, membro do Comité Executivo, apresentou a sua demissão no final de setembro¹⁴. Neste contexto, e apesar de ter um perfil menos técnico do que o seu antecessor¹⁵, serão fundamentais as grandes habilidades de comunicação e de obtenção de consensos que Lagarde mostrou à frente do Ministério da Economia de França e como diretora-gerente do FMI, posições em que viveu na linha da frente as transformações económicas da última década e nas quais defendeu as ferramentas não convencionais e o rumo da política monetária implementada por Draghi.

11. O BCE autoimpõe-se a não comprar mais de 33% dos ativos de uma mesma emissão ou de um mesmo emissor e distribui as compras de acordo com o capital que cada país contribui para o BCE. Por exemplo, as compras acumuladas da dívida alemã já estão muito próximas de 30% do seu universo elegível de 1,5 biliões de euros: se a dívida pública cobrir 75% das novas compras (um valor em linha com o histórico) e se a fração da Alemanha estiver perto de 25%, as compras da dívida alemã atingiriam o limite de 33% daqui a aproximadamente 12 meses (na ausência de maiores emissões acompanhadas, por exemplo, por um estímulo fiscal). Além disso, embora o aumento do peso das compras de obrigações corporativas ou a diminuição dos limites poderiam permitir aumentar a margem, o aparecimento de dúvidas retira eficácia à política monetária do BCE.

12. Estimamos a regressão $i_t = \alpha + \beta r_t^{BCE} + \gamma (r_t^{BCE})^2 + \varepsilon_t$ com dados entre 2010 e 2019 para as taxas de juro sobre os depósitos e os empréstimos das famílias e empresas não financeiras no conjunto da Zona Euro. Na regressão, a taxa de juro do BCE aproxima-se à euríbor a três meses (que no gráfico reconvertimos para a taxa de juro tipo depo, assumindo um diferencial de 5 p. b.). Todos os coeficientes estimados são significativos em 95% e – sendo especialmente relevantes para a hipótese do «nível de reversão» – positivos.

Sensibilidade das taxas de juro a alterações nas taxas de juro do BCE



Nota: A sensibilidade é a derivada da regressão $i_t = \alpha + \beta r_t^{BCE} + \gamma (r_t^{BCE})^2 + \varepsilon_t$. Ou seja, o coeficiente representado no gráfico é graficado em $\beta + 2\gamma r_t^{BCE}$. Os valores negativos sugerem que os cortes do BCE podem traduzir-se em aumentos das taxas de juro do mercado. Todas as estimativas são significativas em 95%.

Fonte: BPI Research.

13. Ver Brunnermeier, M. K., e Koby, Y. (2018). «The reversal interest rate». National Bureau of Economic Research n.º w25406. Também Radde e Stehn (2019). «How much could the ECB cut?» Goldman Sachs European Economics Analyst.

14. Com o fim do mandato de Benoît Cœuré, abrir-se-á outra vaga a 31 de dezembro de 2019, que provavelmente será preenchida por Fabio Panetta, que possui uma longa trajetória no Banco Central de Itália.

15. Antes de dirigir o BCE, Mario Draghi, doutor em economia pelo MIT, foi professor universitário, ocupou altos cargos no Ministério do Tesouro italiano, no Banco Mundial e na Goldman Sachs e foi presidente do Banco Central de Itália. Christine Lagarde, licenciada em Direito, tornou-se em 1999 na primeira mulher a presidir o escritório de advogados Baker & McKenzie e foi ministra da Economia, Finanças e Indústria de França entre 2007 e 2011 e diretora-gerente do FMI entre 2011 e 2019.