

Precisamos falar sobre as taxas de juro

Num verão em que as atenções se voltam tanto para os efeitos das mudanças climáticas (fenómenos como o El Niño, que podem causar perturbações na atividade global no outono) quanto para o ressurgimento do risco político para o patamar anterior à assinatura do acordo entre os EUA e o Irão (em junho), um velho conhecido voltou a bater à porta dos riscos económicos e financeiros. A forte subida das rentabilidades em todas as zonas da curva de taxas de juro, entre 40 e 50 p. b. desde o final de junho, representa um novo degrau na mudança de tendência dos mercados de títulos iniciada em 2022 e reflete as transformações estruturais que a economia mundial enfrenta. Trata-se de uma nova fonte de preocupação caso esse movimento se intensifique, tendo em conta que a dívida pública global já se aproxima da marca psicológica de 100 biliões de dólares, com países como os EUA a ultrapassar os 40 biliões de dólares. Aproximam-se, assim, dos limites estabelecidos pela Lei de Ferguson, segundo a qual uma potência económica entra em zona de risco quando o pagamento de juros da dívida pública supera os gastos com defesa. Nesse ponto, financiar as dívidas do passado exige mais recursos do que garantir a segurança futura.

Considerando que a taxa de juro natural é aquela que equilibra a poupança e o investimento e é compatível com a estabilidade de preços, a realidade é que, após mais de uma década perdida para a formação bruta de capital na sequência da grande crise financeira, observa-se, desde a pandemia, um aumento das necessidades de financiamento associadas à defesa, à inteligência artificial (IA), ao envelhecimento da população e à transição energética. Essa dinâmica acelerou-se nos últimos trimestres, impulsionada pela corrida das grandes empresas de tecnologia para liderar a revolução da IA e pelo seu crescente recurso direto aos mercados financeiros. Nessa perspetiva, estaríamos a presenciar uma normalização das taxas de juro após um longo período marcado por anomalias económicas e financeiras, como os rendimentos negativos ou o uso de instrumentos não convencionais pelos bancos centrais para combater o risco de «japonização» das economias ocidentais. Esse caminho de retorno situou a taxa de juro média das principais referências de dívida de longo prazo da OCDE em níveis de 2008, em torno de 3,7%. A normalização também se reflete na revisão em alta das taxas neutras por parte de bancos centrais como o da Zona Euro, que agora as situa entre 2% e 2,5%. Ao mesmo tempo, essas instituições reduzem a sua presença nos mercados (com um balanço que passou de 65% para 37% do PIB da Zona Euro) e voltam a concentrar a política monetária nas taxas de referência e nos leilões semanais.

Ao decompor a movimentação das taxas de juro nos últimos meses entre a componente real e as expectativas de inflação, verifica-se que a rentabilidade real explicaria a maior parte da subida verificada, tanto nos títulos a 10 anos como a 30 anos. O fenómeno é especialmente visível nos EUA, onde as taxas reais se situam entre 2,5% e 3% na zona longa da curva (em contraste com os níveis ainda negativos do início de 2022), ao passo que as expectativas de inflação de médio prazo mal ultrapassam os 2%. Esta evolução reflete a confiança na capacidade dos bancos centrais de reconduzir a inflação até à meta, as mudanças no equilíbrio entre poupança e investimento e o otimismo quanto ao impacto do investimento em IA no crescimento de longo prazo. Também ajuda a explicar a aparente contradição entre o aumento da rentabilidade dos ativos sem risco e o bom desempenho dos mercados bolsistas durante o verão.

Se, alternativamente, decomposermos as rentabilidades de longo prazo nas expectativas sobre os movimentos futuros dos bancos centrais e no prémio de risco associado à maturidade (isto é, o custo de proteção contra riscos imprevistos de natureza fiscal ou monetária), a maior parte da subida registada neste ano seria explicada por uma recalibração em alta do nível de taxas necessário para atingir as metas de inflação. No entanto, exceto no caso dos «suspeitos de sempre» dos últimos anos, como França e Reino Unido, o prémio de risco associado à maturidade não aumentou de forma significativa. Essa postura de excessiva tolerância pode ser explicada pelo fato de que o aumento da taxa neutra ao risco também reflete a preocupação com a política fiscal.

Em suma, aparentemente por trás da recente subida das rentabilidades não se observa uma inquietação excessiva dos investidores quanto a desequilíbrios monetários ou fiscais, mas sim a aposta dos bancos centrais em taxas neutras mais elevadas para combater os efeitos de choques de oferta, além de taxas de equilíbrio mais elevadas para acomodar a nova procura de financiamento dos setores público e privado. Portanto, a aposta (não isenta de riscos) é que os investimentos em IA se traduzirão rapidamente em ganhos de produtividade, crescimento potencial e lucros empresariais, permitindo estabilizar a dinâmica da dívida pública. Contudo, o otimismo e a tranquilidade não são uniformes, como demonstram as surpreendentes intervenções do Tesouro dos EUA no mercado de títulos, tanto de forma direta (mediante o aumento das compras de dívida pública) quanto indireta, por meio de sua atuação nos mercados de câmbio em conjunto com as autoridades japonesas.

José Ramón Díez