

A última milha

Uma vez terminado o primeiro semestre do ano com o ciclo de atividade a ultrapassar obstáculos de natureza muito diversa e com divergências significativas tanto setoriais (serviços melhores do que a indústria) como regionais (China e Europa mais fracas), a sensação é a de que estamos próximos de um ponto de viragem, a partir do qual se tornarão mais evidentes os efeitos da contração monetária acumulada ao longo do último ano e meio (aumentos de 400 p.b. nas taxas de juro diretoras na zona euro). Sobretudo, se este último apertar do cinto que os principais bancos centrais do mundo parecem estar prestes a aplicar se confirmar, pois há o risco de que a melhoria, nos próximos meses, da tendência nos preços base seja insuficiente, caso o reequilíbrio entre as margens das empresas e os salários não termine.

As subidas implementadas após uma pausa de vários meses (Banco do Canadá e Banco da Austrália), a intensificação do movimento em direção à «taxa terminal» (+50 p.b. pelo Banco de Inglaterra) e o reforço da comunicação (BCE e FED) refletem o facto de as autoridades monetárias darem agora prioridade ao objetivo da inflação sobre os do crescimento e da estabilidade financeira. Como aspeto positivo, a resiliência do ciclo económico e do sistema financeiro ao maior aperto monetário das últimas décadas está a revelar-se maior do que o esperado, uma vez que o problema dos bancos regionais dos EUA foi resolvido.

A dúvida é saber quanto tempo será necessário manter as taxas de juro na zona restritiva e qual o custo em termos de emprego e de crescimento que será necessário pagar antes de vermos sinais conclusivos na inflação. Tudo dependerá da evolução dos fatores que têm suportado a atividade nos últimos trimestres: i) poupanças acumuladas na pandemia, ii) política fiscal expansionista, iii) atrasos nos efeitos da política monetária, iv) normalização dos estrangulamentos e v) resiliência dos mercados de trabalho. Os efeitos positivos dos três primeiros fatores irão desvanecer-se com o tempo, e dificilmente poderão ser compensados por melhorias na oferta agregada e pela força do mercado de trabalho. Como o BIS acaba de nos recordar, uma maior coordenação entre a política monetária e a política orçamental facilitaria a realização da última milha no caminho para o objetivo do BCE e permitiria que a política regressasse à zona de estabilidade.

Neste contexto, os investidores aumentaram o seu apetite pelo risco nas últimas semanas, com subidas nos mercados acionistas e estabilidade no mercado obrigacionista, apesar da revisão das expectativas em relação às taxas de juro. O sentimento do mercado é de que os bancos centrais conseguirão que a inflação regresse aos 2% nos próximos 18/24 meses, sem terem de desencadear uma recessão. E, em todo o caso, se o cenário se complicar, os mercados antecipam uma rápida inversão da política monetária. Algo com que os bancos centrais não se sentem exatamente confortáveis.