



Níveis de inflação suscitam a viragem da política monetária

Por: João Loureiro | Professor Associado, Faculdade de Economia do Porto.

O comportamento ascendente da taxa de inflação observado desde 2021, e que se acentuou nos primeiros meses de 2022, levou a que a Reserva Federal dos Estados Unidos (EUA) tivesse procedido já a uma primeira subida da taxa de juro de referência do dólar (USD), a que outras se seguirão. A viragem na política monetária do BCE estará para breve.

Nos Estados Unidos, a taxa de inflação homóloga aumentou continuamente ao longo de 2021, passando gradualmente de 1,4% em janeiro, para 7,0% em dezembro. Na Área do Euro (AE) o comportamento foi semelhante, embora numa escala um pouco inferior. Assim, em janeiro de 2021, a taxa de inflação homóloga da AE era de 0,9%, tendo progredido até 5,0% em dezembro. Quando se atenta nas taxas de inflação médias anuais, constata-se que o valor de 4,7% observado nos EUA em 2021 é o registo mais elevado desde 1990, isto é, trata-se de um recorde dos últimos 30 anos. No caso da AE, e desde que existe moeda única, o valor da taxa de inflação média de 2021 (2,6%) apenas foi suplantado em 2008 (3,3%), sendo da mesma ordem de grandeza das taxas registadas em 2011 e 2012 (ver figuras na página seguinte, com dados que cobrem o período 1999-2021).

No início de 2022, as taxas de inflação homólogas mantiveram a tendência ascendente. Nos EUA, o seu valor foi de 7,5% em janeiro e de 7,9% em fevereiro, correspondendo este último dado a um máximo histórico desde 1982. Na AE, a taxa de inflação homóloga em janeiro de 2022 foi de 5,1%, passando para 5,9% em fevereiro, estimando-se que seja de 7,5% em março.

Apesar do comportamento das taxas de inflação, o Banco Central Europeu (BCE) não efetivou, para já, qualquer alteração na política monetária, e a Reserva Federal só muito recentemente (em março) procedeu a um aumento da taxa de referência do USD (a Fed funds rate). Pode-se questionar se, face ao movimento ascendente das taxas de inflação e aos elevados valores registadas, não seria de esperar que os dois bancos centrais tivessem subido as respetivas taxas de juro diretoras há já algum tempo. “Não, necessariamente” é a resposta. De facto, os bancos centrais não devem reagir mecanicamente à taxa de inflação observada, devendo antes ter uma atitude prospetiva, isto é, avaliar o que poderá ser a taxa de inflação no futuro (exercício realizado no pressuposto de não alteração de políticas)

e, só em função dessa avaliação, decidirem. Se a avaliação é que existem forças nos mercados que, por si só, puxarão a inflação para os valores pretendidos pelas autoridades, seria contraproducente porem em prática políticas restritivas, cujos efeitos económicos não são imediatos, só se fazendo sentir num prazo de 12 a 18 meses. É que, nessas condições, conjugando a adoção de políticas restritivas com as forças dos mercados, a prazo, a taxa de inflação poder-se-ia estabelecer a níveis indesejavelmente baixos.

No caso concreto da AE, está legalmente estabelecido que a política monetária tem como objetivo primordial garantir a estabilidade dos preços. Este objetivo foi operacionalizado pelo BCE, ao definir o que entende por “estabilidade de preços”. Durante bastantes anos (e até há poucos meses), o BCE considerou que aquele objetivo era cumprido se a taxa de inflação estivesse “próxima, mas abaixo, de 2%”. Recentemente, redefiniu a sua interpretação, considerando que o objetivo é alcançado se a taxa de inflação se cifrar “à volta de 2%”. Esta diferença de wording não é neutra. Caso, conforme reiteradamente referido pelo BCE durante a segunda metade de 2021, a taxa de inflação observada fosse um fenómeno temporário e dissipável num futuro breve, a ultrapassagem do valor de referência de 2% seria perfeitamente consistente com a definição de estabilidade de preços recentemente adotada.

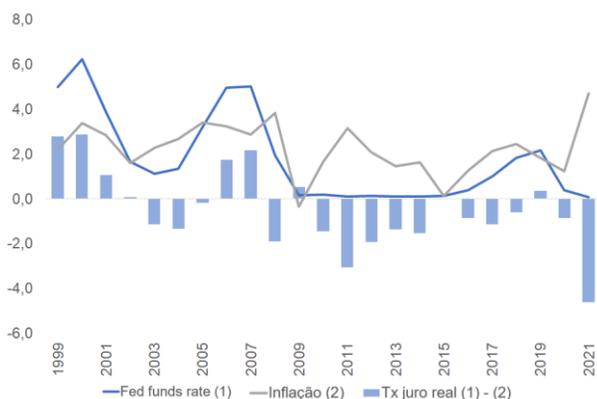
Para se tentar perceber o que será a atuação dos bancos centrais a breve prazo, a questão essencial está, pois, na avaliação sobre o comportamento da taxa de inflação no futuro próximo, no pressuposto de não alteração de políticas. Para este efeito, são vários os aspetos a ponderar conjuntamente.

Existe consenso que, em 2021 e no início de 2022, o comportamento dos preços dos bens e serviços foi sendo fundamentalmente influenciado pelo lado da oferta, nomeadamente perturbações nas cadeias de distribuição e produção e aumento de preços de energia e outras matérias-primas. Também o (...)

(...) desvanecer da pandemia poderá explicar alguma pressão do lado da procura, nomeadamente pela capacidade acrescida de realizar despesa por parte muitas famílias que, involuntariamente, acumularam poupança durante o período das restrições sanitárias. Com a invasão da Ucrânia por parte da Rússia, e as perturbações no comércio internacional que daí resultaram, com particular impacto nos mercados da energia e matérias-primas alimentares, o choque que estava em curso do lado da oferta continuou a ser alimentado.

Mesmo admitindo que os preços das matérias-primas, incluindo a energia, estabilizam, continuará a existir um relevante risco do lado da oferta, por via das subidas salariais. A título de exemplo, tome-se o caso dos EUA, onde, em 2021, conforme já referido, houve um agravamento médio do custo de vida de 4,7% (variação do nível médio de preços, medido pelo Índice de Preços no Consumidor). O mais natural é que um agravamento tão acentuado do custo de vida dê origem a ajustamentos salariais, particularmente num contexto em que o mercado de trabalho normalizou depois do choque pandémico, e em que a taxa de desemprego caiu para 4,0%. O risco é que este movimento alimente a taxa de inflação em patamares mais elevados, caindo-se num círculo vicioso em que a inflação no mercado de bens e serviços se transmite ao mercado de trabalho e a inflação no mercado de trabalho se transmite ao mercado de bens e serviços.

EUA - Evolução da inflação e da Fed funds rate (em %)



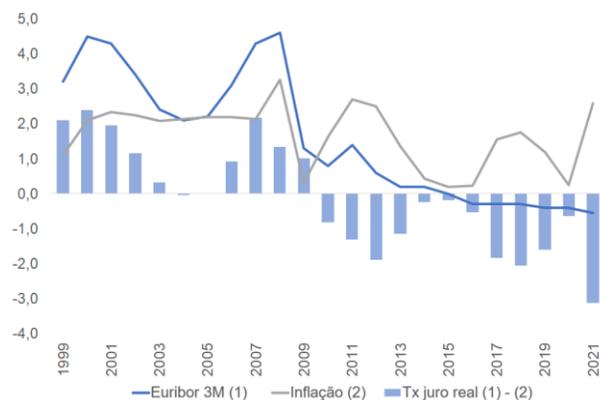
Fonte: FMI; Federal Reserve Bank of St. Louis

Em março de 2022, tendo em vista conter a eventual espiral inflacionista, a Reserva Federal aumentou a taxa de juro de referência do USD em 25 pontos base, tendo também deixado claro que irá proceder a novos incrementos ao longo do ano. Como é normal nestas

circunstâncias, será um processo gradual, com várias subidas de 25 pontos base, não sendo de colocar de parte a possibilidade de alguma delas ser de 50 pontos base, isto é, com maior agressividade do que o habitual.

Na figura aqui apresentada referente aos EUA, para além da taxa de inflação é também descrito o comportamento da Fed funds rate efetiva (média anual com base em informação diária), bem como da taxa de juro real, dada pela diferença entre a taxa nominal e a taxa de inflação. Com exclusão do período compreendido algures entre 2010 e 2014 (o pós-crise financeira e económica), deduz-se visualmente uma forte correlação entre os comportamentos da Fed funds rate e da taxa de inflação. Relativamente a 2021, constata-se que o forte aumento da taxa de inflação não foi acompanhado por movimento semelhante na taxa de juro, mas esse ajustamento far-se-á sentir, com desfasamento, em 2022. Acrescente-se que, combinando a taxa de juro e a taxa de inflação de 2021, chega-se a uma taxa de juro real negativa de 4,6% (o que representa o mínimo histórico no período considerado), valor que se terá agravado no primeiro trimestre de 2022, apesar da recente revisão da taxa de juro diretora. Este é um indicador de que, inevitavelmente, as taxas de juro do USD subirão visivelmente no ano corrente.

AE - Evolução da inflação e da Euribor 3M (em %)



Fonte: Eurostat

Na figura referente à AE, para além da taxa de inflação, é apresentada a média anual da taxa de juro Euribor de 3 meses, a qual reflete, de forma próxima, a política monetária do BCE. Adicionalmente, é apresentada a taxa de juro real, dada pela diferença entre a taxa nominal e a taxa de inflação. Tal como no caso dos EUA, é também em 2021 que a taxa de juro real do euro assume o valor historicamente mais baixo, cifrando-se (...)

(...) em -3,1%. Até então, o mínimo cifrava-se em -2,0% (em 2018). Face ao comportamento da inflação no primeiro trimestre de 2022 e à manutenção da política monetária do BCE, o valor negativo da taxa de juro real do euro tornou-se ainda mais acentuado nos primeiros meses do ano.

Atentando na figura referente à AE, constata-se que, até 2008, o BCE manteve as taxas de juro em níveis relativamente altos para impedir que a taxa de inflação excedesse a referência de 2,0%. Depois disso, apenas em 2011 subiu as taxas de juro para responder à subida da taxa de inflação para além do patamar de 2,0%. Desde então, tem mantido as taxas de juro em níveis extrema e anormalmente baixos, justificando-o com a necessidade de pressionar a inflação em alta, no sentido de a fazer convergir para o valor de referência. Esta explicação não acomoda, contudo, o observado em 2021, já que a taxa de inflação ultrapassou o valor de referência, ao mesmo tempo que as taxas de juro observadas no mercado monetário caíam (por ação do BCE) face ao ano anterior – de tal maneira que, conforme sublinhado no parágrafo anterior, a taxa de juro real assumiu um mínimo histórico.

Pelo exposto, parece mais ou menos óbvio que não resta ao BCE outra alternativa que não seja apertar a política monetária, quer através da subida das taxas de juro diretas, quer através da contenção na criação de liquidez que tem vindo a realizar através da compra de ativos financeiros. É muito provável que a atuação do BCE seja, contudo, mais moderada do que a atuação da Reserva Federal. Isso explica-se por, pelo menos, duas ordens de razão. Por um lado, porque a taxa de inflação na AE não subiu tanto quanto a dos EUA. Por outro lado, o BCE depara-se com o dilema de haver vários Estados-membros da AE com elevadas dívidas públicas, pelo que terá todo o tipo de cuidados no sentido de não desestabilizar muito os mercados de dívida soberana. Uma coisa parece ser certa: o BCE vai tendo cada vez menos margem de manobra para ajudar os Estados-membros do euro e, em simultâneo, garantir o cumprimento do seu compromisso estatutário com a estabilidade dos preços.

*João Loureiro
Professor Associado, Faculdade de Economia do Porto.*

As opiniões expressas apenas vinculam o autor.

Para além da Direção de Estratégia - Alocação de Ativos, a Direção de Supervisão e Compliance contribuiu para a elaboração deste documento através da revisão de conteúdos.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

www.caixagestaodeativos.pt

Esta informação é realizada com um objetivo informativo. Não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato ou investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. (empresa do Grupo Caixa Geral de Depósitos) e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A., por perdas ou danos causados pelo seu uso.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura.

A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta das Informações Fundamentais destinadas aos Investidores e dos Prospetos dos Fundos, disponíveis nos locais e meios de comercialização e nos sites www.caixagestaodeativos.pt e www.cmvm.pt.

Salvo autorização expressa da Caixa Gestão de Ativos, não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos, não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.



Caixa. Para todos e para cada um.



Caixa Gestão de Ativos