



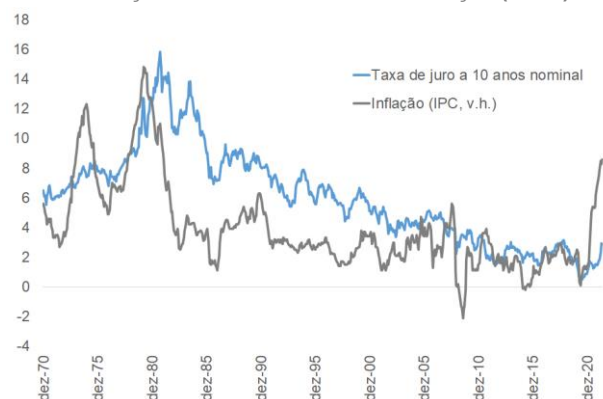
Pressões inflacionistas geram contexto de taxas de juro mais altas

Por: Joel Carvalheira | Responsável pela gestão de carteiras de Rendimento Fixo da Caixa Gestão de Ativos

Muitas decisões financeiras envolvem um equilíbrio entre consumo presente e futuro. As taxas de juro são variáveis que influenciam essas decisões e afetam muitos agentes económicos, entre os quais, investidores e tomadores de crédito. Nos países com risco de incumprimento muito baixo, as subidas das taxas de juro, normalmente, refletem i) expansão da atividade económica e/ou ii) aumento da inflação. Neste ponto, importa diferenciar dois grupos, em primeiro, as taxas de juro de curto prazo, que incorporam as expectativas dos investidores sobre a atuação dos bancos centrais e, em segundo, as de longo prazo, que refletem dinâmicas estruturais como política, demografia, economia e mercados de capitais.

Nas últimas décadas assistiu-se a uma tendência de descida dos níveis de inflação, o que culminou, no período recente, em taxas de juro nominais muito baixas e até negativas em muitos países. Com efeito, o valor de mercado global das obrigações com yields negativas atingiu 16 biliões de dólares em 2019, o que correspondeu a cerca de 16% do total, segundo dados do CFI. Atualmente, esse valor baixou para 2,6 biliões de dólares, o que representa apenas 2% do total. Esta redução está relacionada com a subida das taxas de juro nos mercados financeiros motivada por bancos centrais preocupados com as pressões inflacionistas, o que conduziu, inclusivamente, ao fim da era do quantitative easing, ou seja, dos programas de compra de ativos.

EUA - Evolução das taxas nominais vs. inflação (em %)



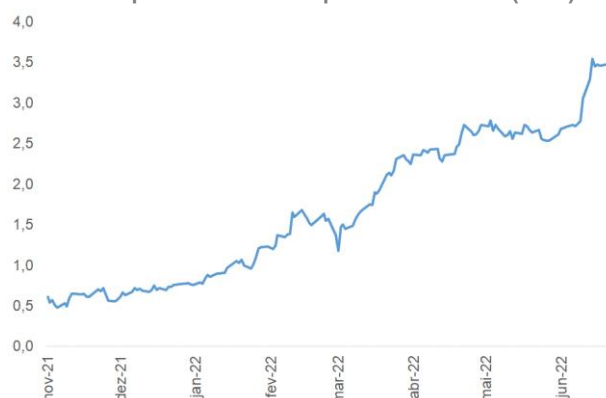
Fonte: Caixa Gestão de Ativos, BLS

No entanto, importa notar que, por exemplo nos EUA, apesar das fortes subidas nas taxas de inflação ocorrida nos últimos meses, as taxas de juro a 10 anos não se encontram nos mesmos níveis do passado, quando as taxas de inflação estavam no patamar de 7-8%.

Função Reação da Reserva Federal

Após um período em que a Reserva Federal norte-americana (Fed) considerou a subida da inflação como um fenómeno transitório, acabou por admitir, em novembro de 2021, que a inflação poderia ser mais persistente, tendo em conta os fatores subjacentes que provocaram esse aumento. E foi a partir desse momento que os agentes económicos começaram a incorporar subidas do intervalo das FF (Fed Funds), que se situava a 0,25%, o limite superior. A título de exemplo, no final de 2021, os mercados incorporavam 2 subidas de 25p.b. para um limite superior de 0,75% no final de 2022.

Taxas FF implícita nos futuros para dezembro/22 (em%)



Fonte: Caixa Gestão de Ativos

À data de 21 de junho, o mercado incorporava uma FF próxima dos 3,5% para o final deste ano, o que implica várias subidas de 50p.b. ou 75p.b. nas próximas reuniões da Fed. Em adição, os investidores acreditavam que o pico das taxas de referência será alcançado em meados de 2023, a quase 4,0%. Comparativamente com ciclos anteriores, a magnitude destas subidas é bastante agressiva. O último ciclo de política monetária mais restritiva da Fed com várias subidas iguais, ou superiores, (...)

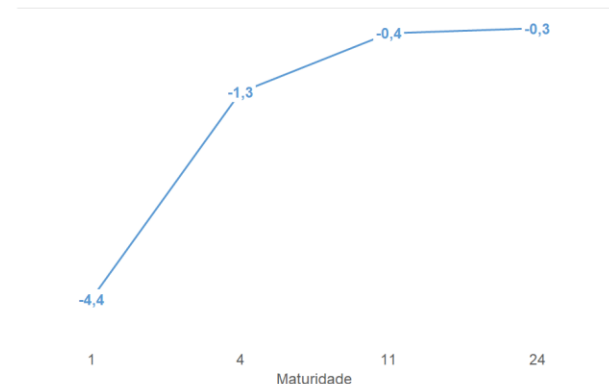
(...) a 50p.b. aconteceu em 1994-95. E a última vez que a Reserva Federal subiu as FF em 50p.b. foi em maio de 2000. Os dois ciclos seguintes de remoção das condições acomodatócias da política monetária aconteceram entre 2004 e 2006 e entre 2015 e 2018, sempre com incrementos de 25p.b..

Todavia, ao contrário dos ciclos anteriores, o atual quadro de política monetária mais restritiva por parte da Reserva Federal, encontra-se fundamentado pelos níveis de inflação e legitimado pela sociedade em geral e pela classe política em particular. Atualmente, nos EUA, existe um consenso generalizado e alargado sobre qual é a prioridade máxima: combater a inflação.

Função Reação do Banco Central Europeu

Na Área Euro, alcançaram-se taxas de juro negativas num contexto de inflação muito baixa e com receios deflacionistas entre 2014 e 2016. Por esta razão, o Banco Central Europeu (BCE), em 2014, adotou a taxa de juro zero (em inglês zero interest rate policy, comumente designado pela sigla ZIRP), para a sua taxa principal de refinanciamento. De igual modo, o BCE decretou taxas negativas (em inglês negative interest rate policy, comumente designado pela sigla NIRP) para a sua taxa de depósito, em junho de 2014, nos -0,10%, encontrando-se a -0,50% desde agosto de 2019. Isto significa que os bancos de retalho têm de pagar 0,50% pelos depósitos efetuados junto do BCE. Esta situação tem criado algumas distorções e desafios para os bancos e aforradores. Com os valores de inflação recentemente atingidos e com as yields nominais ainda em patamares relativamente baixos, as taxas de juro reais situam-se em níveis negativos, gerando uma erosão do poder de compra para os aforradores, mas, por outro lado, motiva os agentes económicos a aumentarem os seus níveis de investimento.

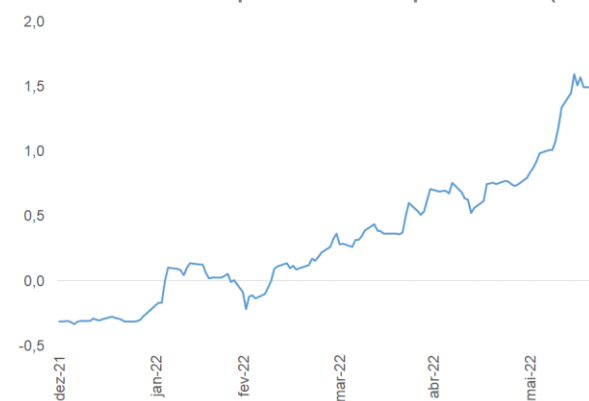
Alemanha - Curva de rendimentos reais (em %)



Fonte: Caixa Gestão de Ativos

O aumento recente dos custos de energia e de alimentação tem fomentado a subida da inflação total. No entanto, este indicador apresenta mais volatilidade e, por isso, muitas vezes, os investidores monitorizam o indicador que expurga a energia e a alimentação – inflação core ou subjacente. De tal forma que o BCE, até ao final de 2021, vinha desvalorizando os níveis de inflação admitindo que os fatores que levavam ao seu aumento seriam transitórios. Porém, já em 2022, e após o conflito Ucrânia/Rússia, o BCE tornou-se mais hawkish (postura mais restritiva) dando conta da sua vontade de terminar o programa de compra de ativos (APP) mais cedo do que tinha previsto. Em dezembro de 2021, o BCE tinha anunciado que o APP terminaria no 4º trimestre de 2022, mas, em março transato, admitiu que o programa poderia findar no 3º trimestre deste ano. Entretanto, o programa de emergência de compras de ativos decorrente da pandemia (PEPP) terminou no prazo perspetivado, em março de 2022. Adicionalmente, foi comunicado que as subidas de taxas poderiam ocorrer algum tempo após o término das compras de ativos no âmbito do APP. E, mais recentemente, foi anunciado que uma subida de 25p.b. poderá ser certa na reunião de julho. Em setembro, a subida poderá ser inclusivamente de 50p.b. dependendo das previsões da inflação. Este enquadramento levou a que os investidores comesçassem a incorporar subidas da principal taxa de refinanciamento do BCE, ao ponto de estar descontada em mercado uma taxa de depósito positiva e superior a 1% no final deste ano. Entretanto, a taxa Euribor a 3 meses ainda permanece em território negativo, a -0,2%, mas os mercados já incorporam níveis de 1,5% no final de 2022.

AE - Taxa Euribor 3M implícita nos futuros para dez/2022 (em%)



Fonte: Caixa Gestão de Ativos

Um aspeto a ter em atenção, na análise da inflação, está relacionado com um eventual embargo aos produtos (...)

(...) da Rússia, em concreto, o petróleo e o gás natural. Esta situação será muito difícil de gerir para o BCE, porque, nesse caso, poderá estar confrontado com uma aceleração dos preços da energia, com impacto desfavorável na inflação, conjugado com um abrandamento mais pronunciado do crescimento económico e um possível alargamento dos spreads da periferia, com destaque para Itália que tem eleições legislativas agendadas para o próximo ano. No que respeita à dívida pública e à sustentabilidade dos níveis de endividamento, um aumento das taxas de juro introduz um custo adicional no financiamento dos países. Como consequência, os países não conseguem reduzir os seus rácios de endividamento quando a taxa de juro a pagar é superior ao respetivo crescimento nominal. Nesse tema, os países da periferia da Área Euro encontram-se já numa situação mais vulnerável, tais como Grécia, Itália e Portugal que têm rácios de endividamento elevados. Nesse cenário poderá ser mais difícil para o BCE encetar uma política de subida de taxas de juro agressiva. No entanto, é aceitável, com o enquadramento macroeconómico atual, começar com a normalização da política monetária, para retirar a sua taxa de depósito de valores negativos no decorrer do corrente ano.

	Dívida Pública			
	Em milhões de euros		Em % GDP	
	4ºT de 2020	4ºT de 2021	4ºT de 2020	4ºT de 2021
Grécia	341.133	353.389	206,3%	193,3%
Itália	2.572.727	2.677.910	155,3%	150,8%
Portugal	270.481	269.232	135,2%	127,4%
Espanha	1.345.783	1.427.235	120,0%	118,4%
França	2.648.147	2.813.087	114,6%	112,9%
Área Euro	11.094.715	11.720.341	97,2%	95,6%
Alemanha	2.314.090	2.475.776	68,7%	69,3%

Fonte: Eurostat

Mudança de paradigma?

Com os desequilíbrios entre a oferta e a procura resultantes da pandemia e da invasão russa à Ucrânia, uma nova era começou. E a inflação acordou do estado de hibernação. Se observarmos para além dos impactos imediatos destes eventos mais recentes, estamos perante alterações estruturais que criam um diferente enquadramento no longo prazo: a inflação veio para ficar - depois dos estímulos monetários e fiscais sem precedentes, a pandemia, os aumentos de preços das commodities, a transição energética e os constrangimentos nas cadeias de abastecimento, reforçam os argumentos que a inflação deverá

permanecer em valores acima do observado nos últimos anos.

Por outro lado, uma tendência de reversão da globalização terá impactos negativos no comércio internacional e, por conseguinte, no crescimento económico global. Nesse sentido, a comparação com os choques petrolíferos da década de 70 é inevitável. No entanto, atualmente, os bancos centrais são mais independentes, transparentes e credíveis na estratégia de combate à inflação. Talvez seja por isso que as expectativas de inflação de longo prazo se situem nos 2-3%, bem longe dos níveis 8-9% das leituras de inflação mais recentes.

Por seu turno, a atividade económica vive de fases de expansão e de contração. Os mercados já estão a incorporar alguma probabilidade de recessão nos próximos 18-24 meses. Por isso, aferir até onde os bancos centrais poderão ir neste ciclo de subidas de taxas revela-se de uma importância crucial. Por exemplo, a Reserva Federal, ao tornar as condições monetárias mais restritivas, poderá desencadear um conjunto de efeitos como uma redução do investimento e do consumo que, por sua vez, reduzirá a procura agregada e o crescimento económico. No entanto, se isto acontecer, não significa, automaticamente, que a Reserva Federal torne as condições monetárias mais acomodáticas. No passado, a relação crescimento económico - política monetária era mais previsível graças a um enquadramento benigno da inflação. Isto é, com um abrandamento económico e/ou recessão a Reserva Federal cortava a sua taxa de referência. Neste momento, o paradigma pode ser outro: se os níveis de inflação não forem mais moderados no médio prazo, é possível que a Reserva Federal continue a subir as FF mesmo que isso possa significar uma recessão mais acentuada (hard landing). Por outro lado, se a Reserva Federal não “entregar” o que está atualmente incorporado, é previsível uma correção das yields de mercado nas curvas de rendimento. Neste enquadramento de subidas de taxas, a Reserva Federal irá estar atenta ao mercado de trabalho: se a taxa de desemprego permanecer nos níveis atuais ou ligeiramente mais alta mas com inflação elevada, então a Reserva Federal deverá continuar “o seu caminho”. O desafio para a estratégia atual de política monetária surgirá se a inflação permanecer elevada e a taxa de desemprego subir significativamente e/ou as leituras do Produto Interno Bruto (PIB) forem mais (...)

(...) fracas. Nesse cenário, é possível assistir a maior volatilidade no mercado de taxas de juro nos vários pontos da curva de rendimento.

Por fim, à semelhança de outras conjunturas de subida de taxas, o que se pode antecipar é uma redução da inclinação da curva de rendimentos (flattening). Isto é, as yields de maturidades mais curtas sobem à medida que os bancos centrais admitem que estão “atrás da curva” com necessidade de subirem as taxas mais rápido, enquanto as yields de maturidades mais longas, estabilizam nos níveis atuais ou até evidenciam uma tendência de queda antecipando a possibilidade de voltar a cortar as taxas de juro no espaço de 18-24 meses em resposta a uma possível contração económica. Os bancos centrais necessitam de controlar a inflação, mas ao mesmo tempo precisam de garantir condições financeiras favoráveis para a atividade económica. É na procura deste equilíbrio entre controlo de inflação, pleno emprego e crescimento económico que a atuação dos bancos centrais se deverá pautar.

Para além da Direção de Investimento Mobiliário - Rendimento Fixo, contribuiu para a elaboração deste documento, para a revisão do mesmo, a Direção de Supervisão e Compliance.

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