



O que esperar da política monetária? O dilema do BCE e da Fed num cenário de inflação elevada

Por: João B. Duarte | Professor Associado, Nova SBE¹

A 11 de junho, o Banco Central Europeu subiu as taxas diretoras em 25 pontos base, a primeira subida em três anos, levando a taxa da facilidade de depósito para 2,25%. Seis dias depois, a Reserva Federal, na primeira reunião presidida por Kevin Warsh, manteve os juros no intervalo de 3,50%-3,75%. Mas a pausa não foi serena: o comunicado encolheu para cerca de 130 palavras, prometendo que o comité "assegurarà a estabilidade de preços"; as projeções dos seus membros dividem-se ao meio, nove contra nove, mas a mediana já aponta para uma subida este ano. O mesmo choque energético, duas respostas: Frankfurt subiu; Washington segurou, mas com um claro viés restritivo.

A pergunta que este contraste impõe é a mais difícil do ofício: o que esperar da política monetária quando um choque de oferta empurra, ao mesmo tempo, a inflação para cima e a atividade para baixo? A divergência entre Frankfurt e Washington não é um acaso nem apenas uma diferença de opinião: é, antes de mais, o sintoma de um dilema estrutural. E dele dependem a prestação da casa indexada à Euribor, o euro em que poupamos e o prémio de risco da dívida portuguesa.

O mesmo choque, duas respostas

O ponto de partida é comum. Com o Estreito de Ormuz quase encerrado e a guerra no Médio Oriente a prolongar-se, os preços da energia subiram e arrastaram consigo a inflação: nos Estados Unidos, o índice de preços no consumidor subiu para 4,2% em maio, o valor mais alto em mais de três anos; na Área Euro chegou a 3,2%, com a aceleração a dever-se sobretudo à energia. Um choque energético é o exemplo de manual de um dilema estagflationário: encarece a produção e a fatura das famílias, travando a atividade, ao mesmo tempo que empurra os preços. Não há taxa de juro que estabilize as duas coisas em simultâneo, e o próprio BCE o reconheceu: na mesma reunião em que subiu os juros, reviu em baixa o crescimento da Área Euro para 2026, para uns magros 0,8%.

Se o dilema é o mesmo, porque diverge a resposta? Porque os dois bancos não leem o choque com lentes diferentes. Leem-no com mandatos diferentes. O do BCE é, na letra do Tratado, hierárquico: a estabilidade de preços primeiro, o apoio à economia apenas "sem prejuízo" desse objetivo. O da Reserva Federal é duplo, com o máximo emprego e a estabilidade de preços no mesmo plano legal. Perante um choque que empurra

inflação e emprego em sentidos opostos, a Fed pode, legitimamente, trocar alguma inflação por atividade; o BCE tem muito menos margem. A assimetria de mandato, só por si, empurra Frankfurt para um aperto maior do que o crescimento justificaria.

A esta assimetria jurídica somam-se duas assimetrias económicas. A Europa é importadora líquida de energia: para a Área Euro, o choque funciona como um imposto sobre o rendimento nacional, enquanto a economia americana está muito menos exposta. Essa vulnerabilidade atenua-se (Lagarde notou em Sintra que em Portugal e Espanha a eletricidade se tem descolado do gás, o que amortece novos choques), mas ainda pesa. E o comércio mundial de energia fatura-se em dólares: um euro mais fraco encarece as importações e importa inflação, ao passo que amortece a transmissão aos preços americanos.

Há, por fim, uma assimetria de geometria: ao contrário da Fed, o BCE fixa uma taxa única para uma união de orçamentos muito desiguais, e cada ciclo de subidas reabre o risco de fragmentação. Não subiu por ser mais severo por temperamento, mas por ter menos espaço.

A âncora é tudo

Falta explicar o essencial: porquê subir os juros para dentro de um choque que já trava a economia? A resposta está menos no petróleo do que nas expectativas. No modelo de manual, estabilizar a inflação estabiliza também a atividade, a "coincidência divina". Mas basta um choque de custos para a quebrar e obrigar o banco central a escolher. A prescrição clássica é conhecida: perante um pico transitório, ver para lá dele e não sobre reagir, desde que as expectativas se mantenham ancoradas. Todo o juízo de política ...

... monetária em 2026 se reduz a uma pergunta: a âncora aguenta?

O episódio de 2021-2023 é o melhor laboratório de que dispomos, e ensina duas coisas. Primeiro, um aviso: os bancos centrais, o BCE incluído, chamaram "transitória" à subida inicial e reagiram tarde; quando a inflação da Área Euro tocou os 10,6% em outubro de 2022 (a energia explicava mais de 40%), foi preciso apertar bruscamente para recuperar o tempo perdido. Segundo, um alívio: apesar do susto, as expectativas de médio prazo mantiveram-se ancoradas perto de 2% (subiram acima do objetivo no pico, mas não descolaram), e foi isso que tornou a desinflação menos dolorosa. As espirais preços-salários, raras na história (só um em cada quatro episódios acaba em aceleração sustentada), também não vieram. O barco não largou a amarra, mas ela esticou até ao limite.

Só que 2026 não é 2022: é, em aspetos importantes, mais delicado. O choque atual é mais claramente de oferta e chega com a procura menos forte, o que corta nos dois sentidos: uma procura fraca limita a transmissão, mas a memória inflacionista ainda fresca torna famílias e empresas mais rápidas a extrapolar se o banco central parecer passivo. É esta a lógica da atuação preventiva do BCE. Explica por que Schnabel defendia subir já em junho, mesmo que Ormuz reabrisse (as infraestruturas e cadeias danificadas já tinham tornado o choque persistente), e por que o governador do Banco da Grécia dizia que a subida podia ser inevitável para a credibilidade. Defender a âncora é o manual deste ciclo.

Mas o manual não é garantia. Há um argumento sério do lado oposto. Subir os juros para dentro de um choque de oferta que pode estar a reverter (em maio, o setor de energia já caiu 9% nos mercados, a antecipar a reabertura de Ormuz) arrisca aprofundar a recessão para combater uma inflação que talvez se desfaça sozinha, fixando um custo evitável que recai sobre quem menos o suporta. Não por acaso, o próprio governador grego, ao defender a subida, avisou contra um aperto excessivo. O BCE rejeita o rótulo de "seguro": em Sintra, Lagarde insistiu que a subida respondeu a dados, com a inflação, headline e core, a subir. O dilema é genuíno: a âncora exige firmeza, e a firmeza tem um preço.

Do outro lado do Atlântico, joga-se o mesmo jogo com outras peças. A Fed de Warsh manteve os juros, mas toda a sua comunicação é gestão de credibilidade: o novo presidente declarou, já na sua confirmação, que a inflação é "uma escolha" pela qual o banco central "deve

assumir responsabilidade" (uma aposta em regras, mais do que em discricção) e, no fórum de Sintra, classificou a inflação americana de "demasiado alta", recusando dar pistas sobre a decisão de julho. Por agora, a âncora aguenta: Lagarde afirmou que "a ancoragem das expectativas se aproximou de 2%", e o mercado permite segui-la pela diferença entre as obrigações nominais e as indexadas à inflação (o breakeven), que se mantém contida face a 2022. Mas convém ler a projeção do BCE pelo que é: os 3,0% deste ano, 2,3% em 2027 e 2,0% em 2028 só regressam ao objetivo com mais aperto pela frente. Manter as taxas, avisou Lagarde, deixaria a inflação acima de 2% em 2027 e 2028. Não é uma promessa, é uma aposta na âncora que ainda exige ação. Se a âncora falhar, falha o cenário.

Quem paga, e porque a periferia é o ponto de tensão

Até aqui, tratámos o dilema como se a economia fosse um bloco único. Mas há uma terceira camada, que os modelos com uma "família representativa" não veem, e é nela que se decide tanto a política certa como a exposição portuguesa: quem paga. A inflação não é suportada por todos por igual, nem a desinflação que a combate. O choque energético é profundamente regressivo: incide sobre um bem essencial, com peso desproporcionado no orçamento das famílias de menores rendimentos, que, tendo pouca poupança, cortam o consumo de imediato. Segundo estudos do BCE, o consumo dessas famílias cai várias vezes mais do que o das mais ricas; e, em 2021-2023, os reformados e aforradores com rendimentos nominais fixos estiveram entre os que mais perderam, com perdas que, para os reformados, terão chegado a 13% de três anos de rendimento.

A conclusão prática é menos óbvia do que parece: como o choque destrói procura onde o rendimento faz mais falta, a dose certa de aperto é mais fina do que sugere o reflexo de combater a inflação a todo o custo.

E é na periferia que esta lente mais importa, porque é aí que a transmissão morde primeiro. Em Portugal, cerca de dois terços dos contratos de crédito à habitação continuam indexados à Euribor, pelo que cada subida do BCE chega ao orçamento das famílias em meses, não em anos, ao contrário dos Estados Unidos, onde domina a taxa fixa. O perfil está a mudar: em 2026, cerca de 80% do novo crédito foi a taxa fixa ou mista, e só 20% a taxa variável pura (Banco de Portugal). Mas o alívio é sobretudo de calendário: a taxa mista é fixa só nos primeiros anos e depois passa a variável, pelo que a subida chega mais tarde a muitas famílias, mas acaba ...

... por chegar. Por agora, sente-se sobretudo em quem já tem taxa variável; os proprietários sem dívida quase não a notam. Somem-se a elevada dependência energética e uma dívida pública alta: a taxa única do BCE aterra de forma desigual, e com peso particular sobre nós.

Resta a sombra orçamental, onde tudo se cruza. Os governos que amortecem o choque (apoios à energia, mais defesa) sustentam a procura, mas acumulam dívida; e uma subida movida pela credibilidade encarece o serviço dessa dívida, risco que o próprio BCE sinaliza para os Estados-membros mais endividados. É nos spreads da dívida periférica que a tensão se materializa; até maio, comprimiram, com o mercado a dar o benefício da dívida, no caso português com razão: anos de redução da dívida são já um seguro a ser pago. E o instrumento do BCE contra a fragmentação está condicionado à disciplina orçamental. Para Portugal, a conclusão é quase aritmética: a trajetória das contas públicas é o prémio de seguro, e paga-se antes da tempestade, não durante.

O que vigiar

Que esperar, então? Em Sintra, Lagarde deu a chave: o BCE não faz "forward guidance", faz "framework guidance", ou seja, diz como decide, não o que fará, guiado por três critérios: a inflação prevista, a dinâmica subjacente e a força da transmissão. É o que os cinco sinais ajudam a ler.

Primeiro, as expectativas de inflação, nos inquéritos e no mercado: são a âncora. Se aguentarem, o pico das taxas neste ciclo fica abaixo do de 2022-2023; se cederem, segue-se um aperto mais longo e mais caro.

Segundo, os salários, o sinal clássico de segunda ronda, sobretudo numa periferia como a portuguesa: se a moderação salarial acompanhar a procura fraca, o BCE pode manter a mão fina; se acelerarem, aperta.

Terceiro, os prémios de risco periféricos: para Portugal, o seguro é a disciplina orçamental, que o mercado ainda premeia, com spreads comprimidos e pouca margem para surpresas.

Quarto, o euro. Se enfraquecer, importa inflação e aperta o BCE. Mas, até agora, o movimento tem sido contido, porque o laço é autolimitado: quanto mais o euro fraco alimentar a inflação, menos o BCE pode ficar para trás.

Quinto, o balanço da Fed. Warsh quer reduzi-lo; menos um comprador estrutural de dívida longa significa

prémios de prazo mais altos e curvas mais inclinadas: um vento contrário para a duração, mesmo sem novas subidas.

O dilema não tem saída sem custos; a escolha é entre custos visíveis já e custos maiores depois. Os bancos centrais escolheram defender a âncora. Os investidores fariam bem em vigiá-la com a mesma atenção. Enquanto ela aguentar, este choque é uma tempestade que passa. Se ceder, deixa de ser um episódio e passa a ser um regime. É nessa fronteira, mais do que na próxima reunião de Frankfurt ou de Washington, que se decide o que aí vem.

¹ As opiniões expressas são pessoais e vinculam apenas o autor

Para além da Direção de Estratégia, 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 dos Documentos Constitutivos dos Fundos disponíveis em www.cmvm.pt e www.caixagestaodeativos.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