

A vez dos bancos centrais

O trabalho do banqueiro central tornou-se cada vez mais complicado nos últimos anos, não só devido à dificuldade de conciliar os objetivos de crescimento, inflação e estabilidade financeira, mas também devido ao desafio colocado pelo encadeamento de três grandes crises de natureza muito diversa na última década e meia (financeira, COVID e conflito militar), com efeitos heterogêneos na dinâmica dos preços. Se há dois anos a preocupação das autoridades monetárias de ambos os lados do Atlântico ainda era o risco de deflação, o que forçou o uso abusivo de ferramentas não convencionais para tentar sair da armadilha da liquidez, agora o desafio é como lidar com o processo mais intenso de aumento de preços das últimas quatro décadas. Atualmente ainda está em vigor a maior execução de política monetária expansionista da história e a recente mudança de estratégia dos dois maiores bancos centrais do mundo, que, não esqueçamos, se destinava a facilitar um ajustamento ascendente das expectativas de inflação, ainda está a ser testada. Trata-se de lidar com um choque da oferta, tentando minimizar os efeitos na atividade e na estabilidade financeira do caminho inevitável para a neutralidade.

Além disso, o problema é que o aumento dos preços das matérias-primas como resultado do conflito na Ucrânia é desencadeado quando a inflação já revelava os efeitos de estrangulamentos nas cadeias de produção globais há mais de um ano. Por outras palavras, o momento do impacto difere de outros episódios semelhantes nas últimas décadas, pois coincide com uma inflação superior a 5% na maioria dos países desenvolvidos, após meses de surpresas negativas no comportamento dos preços.

A realidade é que quando combinamos uma oferta global incapaz de se adaptar à retoma da procura, estrangulamentos em partes muito sensíveis das cadeias de abastecimento globais, aumentos acentuados dos preços matérias-primas (não só da energia), incerteza geopolítica e bancos centrais atrás da curva, o *cocktail* é uma ameaça à ancoragem das expectativas de preços, amplificando os riscos de efeitos de segunda ordem na dinâmica dos preços. O problema com a inflação atual deve-se a ter muitas “camadas” e à dificuldade de discernir se os aumentos de preços atingem até as componentes tendenciais, mesmo utilizando medidas tradicionais de inflação de base.

Assim, os bancos centrais concentram a sua preocupação nos efeitos da guerra sobre o desempenho da inflação, enquanto o seu impacto no crescimento se afigura como

uma preocupação secundária que deve, de qualquer modo, ser abordada através da política fiscal e de rendimentos. Não esqueçamos que a autonomia dos bancos centrais, os seus objetivos, estratégia e configuração atual são um produto dos choques petrolíferos dos anos 70. Ou antes, dos erros iniciais na resposta de política económica que levaram a uma espiral inflacionista e a um processo de estagflação. Portanto, teoricamente, a lição deveria estar bem aprendida.

É precisamente este sólido quadro institucional, criado nos anos 80 em resposta a uma situação semelhante à atual, que deveria imunizar contra os riscos de desequilíbrios macroeconómicos, e isto é compreendido pelos investidores, que antecipam uma normalização suave da política monetária. E, esta é a chave. As taxas de juro já sobem de forma generalizada ao longo da curva de rendimentos, mas este aperto das condições financeiras ocorre com custos mínimos em termos de estabilidade do mercado. Mesmo com algumas surpresas positivas, como o bom desempenho dos mercados bolsistas após o ajustamento inicial depois do início da guerra. Por este motivo, por enquanto, o preço que os bancos centrais pagam por estarem um pouco atrás da curva no início das hostilidades não é muito significativo. Acresce o facto da Fed acelerar a retirada dos estímulos, visto que após a primeira subida em março antecipa mais seis subidas este ano e, sobretudo, uma taxa de juro no final do processo acima do nível de longo prazo considerado neutro (2,4%, conforme a própria instituição). Este é o primeiro reconhecimento por um grande banco central da necessidade de entrar na zona de restrição para resolver os atuais problemas de preços.

Em última análise, a questão não é se irão aumentar as taxas de juro (já o estão a fazer), mas sim quanto será necessário para manter as expectativas de inflação ancoradas após o impacto energético. Assim, mais de uma década após o último endurecimento monetário na Europa (agosto de 2011), parece que a flecha está no arco e agora resta apenas decidir o momento mais apropriado para atirar. A partir daí, a questão-chave é como uma combinação de taxas de juro, inflação e incerteza em níveis muito mais elevados do que aquelas as que estamos habituados irá interagir com economias altamente endividadas.