Pontos de inflexão

A economia mundial encontra-se em plena fase de transição, entre a resiliência que continuou a mostrar o crescimento nos meses de verão e o forte ajustamento descendente da atividade que estará a ser antecipado pela rápida deterioração das expectativas dos agentes económicos (especialmente marcada em outubro) e o agravamento das condições financeiras. Com riscos que podem mover a agulha, como a política covid-zero na China ou tensões geopolíticas.

A chave para os próximos meses será chegar ao ponto de viragem no comportamento da inflação, altura em que se poderá vislumbrar o fim do processo mais agressivo de subida das taxas de juro nos últimos 40 anos, o que reduziria previsivelmente a volatilidade no comportamento dos mercados financeiros. E, neste momento, não há muitas novidades, uma vez que continuamos a acumular surpresas negativas generalizadas (com exceções como Espanha), destacando o aumento dos preços em outubro na UEM para 10,7%, e a evolução negativa de países como Portugal (10,2%), a Alemanha (11,6%), a Itália (12,8%) ou a Holanda (16,8%). Quase dois anos após o início do processo inflacionista, continuamos a assistir a novos máximos mensais, enquanto os vários choques de oferta têm vindo a ser filtrados em todos os sectores, como evidenciado pelo facto de na zona euro quase 60% do cabaz do IPC (45% no caso da inflação subjacente) apresentar um crescimento anual de preços superior a 5%. Mas, o mais importante, estamos longe de compreender as alterações a nível da inflação e as suas potenciais implicações a médio prazo no crescimento, nas taxas de juro do equilíbrio, etc.

A curto prazo, alguns sinais de diminuição dos custos de transporte (contentores, etc.) e a recuperação dos inventários podem estar a antecipar uma diluição gradual dos estrangulamentos e, por conseguinte, melhorias nas fases iniciais do processo de formação dos preços, precisamente onde os problemas começaram a surgir há dois anos. Além disso, o mercado de futuros dos preços do gás para 2023 caiu 25% nas últimas semanas, refletindo os progressos nas respostas da política energética na Europa e os elevados níveis atingidos pelas reservas de gás (95% da capacidade de armazenamento).

Ou seja, não devemos estar longe do ponto de viragem no comportamento da inflação geral nos países industrializados, uma vez que a melhoria das restrições do lado da oferta se juntará ao intenso arrefecimento da atividade que se prevê para os próximos seis meses. A grande incógnita será o ritmo a que os preços voltarão às metas do banco central.

As expectativas de inflação descontadas pelos mercados financeiros antecipam que a inflação poderá situar-se abaixo dos 5% a partir do próximo verão na Europa e nos EUA, mas de acordo com estas leituras teremos de esperar quase mais dois anos para a ver na Europa aproximar-se dos 2%. Por conseguinte, a primeira parte do caminho para o objetivo poderia ser percorrida no próximo semestre, mas a partir daí o processo tornar-se-ia mais lento, tendo em conta fatores estruturais como a desglobalização, o risco geopolítico ou a transição energética. Isto pode testar a tolerância das autoridades monetárias para desvios de um ou dois pontos percentuais do objetivo, sobretudo se o preço a pagar em termos de emprego ou de estabilidade financeira for elevado. E, por isso, reabrir o debate sobre a adequação dos objetivos concebidos num contexto económico muito diferente do atual.

Por enquanto, após as dúvidas de 2021, as taxas de juro globais aumentaram 3 pontos percentuais em 2022, situando-se na maioria dos casos numa zona já restritiva. A questão que se coloca atualmente é saber qual será o efeito que este súbito aperto monetário terá na atividade e no emprego a curto prazo, dado que poderá também estar a alterar-se a forma de transmissão da política monetária às variáveis reais. É por isso que, a partir de agora, podemos esperar uma moderação da intensidade das subidas das taxas de juro, que terão de ser adequadamente combinadas com programas de redução do balanço, num ambiente de mercados financeiros nervosos. Mas o mais importante será compreender plenamente os fatores que estão por detrás do súbito aumento da inflação, monitorizar o caminho da normalização para o objetivo e tentar antecipar se, após a tempestade, assistiremos a uma mudança de regime no comportamento dos preços. Mais do que tudo, para evitar reações desnecessárias e dolorosas.