

## Do «*soft landing*» ao «*no landing*»: taxas de juro mais elevadas durante um período de tempo mais longo

Na «passarelle» das expressões económicas da moda, a cotação do *higher for longer* para as taxas de juro tem vindo a aumentar nas últimas semanas, refletindo as surpresas positivas que se estão a acumular nos dados de atividade e a resistência à descida que componentes fundamentais do cabaz de preços no consumidor, tais como alimentos e serviços, continuam a mostrar. Com a ameaça de uma recessão diluída no curto prazo pela força do mercado de trabalho, a preocupação volta a centrar-se na inflação e os mercados financeiros estão agora a descontar subidas adicionais das taxas de juro oficiais para 4% na zona euro e 5,5% nos EUA. Os 75 p. b. adicionais em comparação com o que era descontado no início do ano tiveram um impacto imediato em toda a curva de rendimento, e em particular nos prazos mais curtos, com as *yields* das obrigações a 2 anos nos EUA e na Alemanha a atingirem os níveis mais elevados dos últimos quinze anos.

Por conseguinte, a enésima mudança na narrativa económica dos últimos meses, desta vez de «*soft landing*» para «*no landing*», parece favorecer a intenção dos bancos centrais em manter o rumo, continuar a aumentar as taxas e, uma vez atingido o pico, permanecer em território restritivo por mais tempo do que o esperado. Os efeitos negativos no crescimento desta nova reviravolta na política monetária far-se-ão sentir no Inverno do próximo ano, tal como antecipa a ampliação das inclinações negativas nas curvas de rendimento em ambos os lados do Atlântico. Por outras palavras, escapámos ao «*match ball*» energético, mas o jogo continua tendo em conta a complexidade em avaliar os potenciais efeitos do maior aperto monetário das últimas quatro décadas num mundo que não parou de acumular dívidas.

De acordo com dados do Institute of International Finance, apesar do ligeiro declínio em 2022 (4 biliões de dólares), a dívida global total eleva-se a 299 biliões de dólares (338% do PIB), duplicando em termos nominais os níveis de 2006 (+50 p. p. em percentagem do PIB). Para além da já conhecida elevada alavancagem do sector empresarial não financeiro na China (160% do PIB), a parte mais vulnerável do novo ambiente da política monetária é a capacidade de pagamento dos países emergentes. Tanto devido ao aumento da dívida total desde o início da pandemia (+20 biliões para um total de 95 biliões de dólares), como devido aos elevados vencimentos que têm de assumir em 2023 (7 biliões de dólares), num ambiente em que o dólar se

aprecia em relação às principais moedas. Recordemos que, desde 2020, três países emergentes (Zâmbia, Sri Lanka e Gana) não pagaram as suas dívidas.

A verdade é que num mundo tão complexo como o atual, com diferentes choques a interagirem em simultâneo e tendo em conta as distorções de todo o tipo que estão a afetar os canais de transmissão da política monetária, é difícil medir os efeitos dos aumentos das taxas de juro na atividade e na inflação. Os exercícios recentemente publicados pelo BCE refletem uma dispersão significativa, dependendo do modelo escolhido para avaliar o impacto. Em média, em todas as estimativas, por cada 100 pontos base de subida das taxas de juro, o crescimento cairia abaixo do potencial em 0,7 p. p. e a inflação em três décimas. Tendo em conta que no final do atual percurso da política monetária a subida acumulada será 400 ou 450 p. b., o preço a pagar no crescimento para tentar aproximar a inflação do objetivo será muito apreciável.

Os bancos centrais estão a atravessar um momento muito complexo, com pouca certeza sobre os efeitos das suas decisões e a necessidade de mostrar grande flexibilidade face a possíveis surpresas no cenário. Especialmente se o que realmente está em cima da mesa é uma insuficiência estrutural da oferta, resultado de uma década e meia com baixos níveis de investimento público e privado e mudanças que começam a ser percebidas no mercado de trabalho nos países da OCDE (reforma dos «*baby boomers*», número reduzido de jovens trabalhadores ou demissões silenciosas de trabalhadores). Isto limitaria a capacidade de corrigir a atual inércia inflacionista («*sticky*» é outra palavra-chave) com políticas do lado da procura. Em todo o caso, enquanto as correntes subjacentes, tais como a transição energética (ou desglobalização) se instalam, no curto prazo teremos de nos habituar a um mundo de taxas de juro mais elevadas. Por enquanto, as taxas implícitas a 10 anos da taxa da facilidade de depósito (*depo*) estão em níveis médios próximos de 3%. Isto está muito acima dos níveis com que vivemos durante a última década e do que consideraríamos neutro até há alguns trimestres atrás. Uma mudança importante com efeitos não negligenciáveis.