

## Taxas de juro mais altas durante mais tempo

As últimas semanas do terceiro trimestre do ano confirmaram o abrandamento assimétrico da economia mundial, com sinais intensos de arrefecimento na Europa, um ajustamento menos acentuado da atividade nos EUA, graças à força do consumo americano, e muitas dúvidas sobre o desempenho da economia chinesa, apesar da recente melhoria dos seus indicadores de atividade. Com um outono pela frente em que se intensificam os efeitos sobre o crescimento do endurecimento monetário e em que terá de ser digerido o mini-choque de oferta da subida do preço do petróleo nos últimos meses, as expectativas dos agentes continuam a agravar-se, antecipando um enfraquecimento da procura no curto prazo.

Neste contexto, com sinais claros de arrefecimento económico e com as subidas das taxas dos bancos centrais a aproximarem-se do fim, assistiu-se a uma subida acentuada das *yields* ao longo da curva, com movimentos significativos como o aumento de quase 100 pontos base (p. b.) da *yield* da obrigação norte-americana a 30 anos para máximos de 2007 (4,95% face a 1,2% no verão de 2020), a nova subida do prémio de risco italiano para a zona dos 200 p. b. (50 p. b. superior ao da Grécia), a subida das *yields* reais (2,3% no caso da obrigação a 10 anos indexada à inflação norte-americana) e o aumento dos spreads das obrigações de empresas, sobretudo nos segmentos *high yield*, onde o custo de financiamento se aproxima dos 9%.

Estamos, pois, a entrar num período de maior sensibilidade e discriminação dos mercados, uma vez que os bancos centrais estão a conseguir fazer passar a mensagem de que as taxas de juro vão permanecer elevadas durante bastante tempo, o que obrigará a uma extrema prudência do lado orçamental. O caso italiano constitui um novo aviso à navegação, uma vez que a subida das taxas de juro para a zona dos 5% coincide com o novo projeto de orçamento, que agrava claramente as estimativas do défice orçamental para 2023 (5,3%), 2024 (4,3%) e 2025 (3%).

Nos EUA, grande parte da subida das taxas de juro é explicada por um aumento dos rendimentos reais e do prémio de risco, uma vez que não se detetou qualquer alteração nas expectativas de inflação. Esta situação reflete o contexto político difícil e as necessidades de financiamento a curto prazo muito elevadas (7,6 biliões de dólares em 2024). E, no entanto, neste rio conturbado que caracteriza o ambiente económico e financeiro global, o dólar tem sido o ativo financeiro mais favorecido pelo último ajustamento da narrativa monetária, com um movimento de apreciação significativo que o levou a negociar abaixo de 1,05 face ao euro

(+6% desde julho) e a tocar 150 ienes na cotação com a moeda japonesa (máximos desde 1990). Tudo isto reflete que, apesar dos problemas nas frentes fiscal e política, os investidores valorizam a força relativa da economia americana, a atratividade dos rendimentos em máximos de década e meia e o tradicional papel de porto seguro do dólar.

Este enfraquecimento do euro face à moeda em que se paga a fatura energética, no momento em que o preço do crude volta a estar sob pressão, não é uma boa notícia para um BCE que terá um trabalho difícil nos próximos meses, pois terá de manter ancoradas as expectativas dos investidores, cada vez mais dependentes dos dados, responder a qualquer fonte de instabilidade financeira e gerir os efeitos sobre a atividade do processo de aperto monetário mais intenso das últimas décadas. A curto prazo, a chave será a evolução dos efeitos de segunda ordem causados pela interação entre as margens das empresas e os salários e, por conseguinte, a inércia negativa que pode ocorrer em momentos como o atual, se os agentes decidirem maximizar os seus rendimentos a curto prazo. Para já, para além do ruído nos dados causado pela evolução dos preços do petróleo, os bons dados na UEM sobre as medidas de inflação tendencial nos últimos meses são um sinal positivo, uma vez que antecipam que a zona dos 3% pode ser alcançada nos próximos seis meses com elevada probabilidade.

Em suma, o movimento dos mercados financeiros nas últimas semanas serve para consolidar o sentimento de que o regime de taxas de juro vai regressar a um certo grau de normalidade a médio prazo, após a anomalia do comportamento da política monetária durante grande parte da última década. Isto traduzir-se-á em taxas de juro reais ou naturais de equilíbrio mais elevadas do que as registadas nos últimos anos.