

O BCE deve acelerar a subida dos juros?

leitor.expresso.pt/semanario/semanario2592-1/html/primeiro-caderno/a-abrir/duelo/o-bce-deve-acelerar-a-subida-dos-juros-

Duelo

SIM O objetivo do BCE, como do FED, é assegurar a estabilidade dos preços no médio e longo prazo, o que tem sido definido como manter a taxa de inflação ancorada em torno dos 2%. O BCE é conhecido como imitador das políticas do FED, mas com um desfasamento que tem



Abel M. Mateus

levado a uma atuação menos satisfatória. Foi assim com o comportamento na crise financeira global, no Quantitative Easing e está agora a ser com a reação à subida global da inflação.

Neste momento, o FED já subiu a taxa de cedência de fundos (federal funds rate) para 1,75%, enquanto a taxa de cedência de fundos a taxa fixa do BCE está em 0%. O FED já sinalizou, no último Relatório da Política Monetária, que deverá subir a taxa para 3,4% até final de 2022 e para 3,8% em 2023. Até agora, o BCE apenas sinalizou um aumento para 0,5% até setembro deste ano. Além disso, o FED já começou a reduzir o seu balanço, enquanto o BCE disse que acabaria com as compras de ativos nos finais de junho, mas com o anúncio de que intervirá para travar o aumento das taxas pagas pelo Tesouro italiano, grego, espanhol e português. Ora, só o poderá fazer, voltando a comprar dívida o que poderá anular os efeitos da subida dos juros.

As decisões dos Conselhos dos Bancos Centrais refletem: (i) os seus objetivos de longo prazo, (ii) as projeções de médio prazo, e (iii) o julgamento sobre o balanço dos riscos, incluindo os riscos sobre o sistema financeiro que podem impedir alcançar os seus objetivos. É, pois, uma tarefa complexa e que exige grande competência teórica e experiência prática.

E quais são os dados de base das decisões mais recentes? A taxa de inflação nos EUA está em 8,6% e o FED prevê uma taxa de 5,2% para o ano de 2022, baixando para 2,6% em 2023 e 2,2% em 2024. A taxa de inflação na zona Euro está em 8,1% e o BCE prevê uma taxa de 6,8% para 2022, 3,5% em 2023 e convergindo para os 2% em 2024, superiores às dos EUA (dados de junho). E as expectativas inflacionistas dos mercados? De acordo com os Inquéritos aos Profissionais de Projeções macroeconómicas, tanto nos EUA como na Europa prevêem-se taxas um pouco superiores às dos bancos centrais, que têm sido

revistas em forte alta. Mas o interessante é que as taxas de inflação no longo prazo continuam próximas dos 2%. Ou seja, poderá inferir-se que a batalha dos bancos centrais ainda não está perdida!

O BCE está “a correr atrás da inflação”, com uma política muito menos decisiva do que a Fed dos EUA

A aplicação das regras de Política Monetária que servem para balizar as decisões, como a conhecida regra de Taylor, indicam neste momento que, no mínimo, as taxas de juro no curto prazo deveriam estar em 4% (e no máximo em 7%). Se a política das taxas for acompanhada de redução do balanço dos bancos centrais, por exemplo não comprando dívida para substituir as obrigações que se vencem, as taxas que o FED sinaliza não estarão muito abaixo do indicado, mas claramente que as taxas que o BCE já anunciou indicam um grande atraso na reação às condições macroeconómicas.

O atual processo inflacionista deriva de choques da oferta: a subida dos preços da energia e da alimentação devido à política climática e à guerra da Rússia, e à disrupção das cadeias de produção. Sobre estes choques a política monetária pouco pode fazer. Mas também existem choques sobre a procura, provocados pelo excesso de liquidez que o Quantitative Easing colocou nos mercados e as políticas orçamentais expansionistas. E aqui tanto o FED como o BCE cometeram graves erros, com o BCE a aumentar proporcionalmente o seu balanço muito mais que o FED. A evolução da inflação no futuro vai depender dos efeitos cumulativos das subidas preços-salários, que podem ser incentivados por uma política monetária acomodatória e orçamental expansionista.

O problema do Euro é que no Conselho do BCE confrontam-se duas fações: a que favorece uma política mais restritiva (hawkish) da Alemanha-Holanda-Finlândia, e uma política mais acomodatória (dovish) da Europa do Sul. E desde a entrada de Draghi e agora com Lagarde o Sul tem a presidência.

O balanço dos riscos do BCE é entre (i) comprometer a reputação em combater a inflação, e (ii) causar uma recessão. Este último poderá causar riscos de crise da dívida nos países altamente endividados.

O BCE está “a correr atrás da inflação” (behind the curve), tendo anunciado até agora uma trajetória de política monetária extremamente acomodatória, muito menos decisiva do que o FED. Aliás os mercados já estão a acusar com o aumento dos fluxos de capitais para os EUA e a desvalorização do Euro. Embora seja preocupante o risco de uma subida rápida dos juros causar uma recessão, o adiar de uma política mais ativa contra a inflação leva a que a subida de juros pelo BCE tenha que ser ainda mais acentuada no futuro. E aí o risco de uma crise da dívida é ainda maior.

Professor de Economia no Instituto de Estudos Políticos da Universidade Católica Portuguesa

NÃO Revelar o quadro teórico do qual se extraem recomendações de política pública é um bom ponto de partida para uma discussão que se pretende transparente. A maioria dos proponentes da subida das taxas de juro tem como quadro teórico implícito a designada macroeconomia do novo consenso. A inflação é geralmente vista como resultado de um excesso de procura, expressa na exigência de salários nominais incompatíveis com uma inflação estável. Uma taxa



Diogo Martins

de inflação baixa é alcançada de forma indireta, através do controlo do poder reivindicativo do trabalho: a subida da taxa de juro faz decrescer o investimento e o consumo privados. Essa diminuição da procura agregada aumenta o desemprego, que reposiciona a reivindicação salarial num nível consistente com uma inflação constante.

Mas a inflação presente não tem origem no excesso de procura nem na aceleração dos salários nominais. Sem custos de energia e de bens alimentares, a inflação na zona euro é de apenas 3,8%. Os salários nominais negociados situaram-se em 2,8% no primeiro trimestre, o que compara com uma inflação global de 7,4%. Em Portugal, prevê-se uma quebra dos salários reais de 0,8%, o que, a par de um crescimento da produtividade de 3,5%, se concretizará numa transferência de 4,3% do rendimento nacional do trabalho para o capital.

Com os atuais níveis de dívida pública, pode aumentar o custo de financiamento soberano para níveis incomportáveis

Ao invés, o debate internacional tem atribuído a inflação a três fatores do lado da oferta: os estrangulamentos nas cadeias de produção globais, a subida dos custos energéticos e a subida das margens de lucro dos sectores oligopolistas, num contexto de desancoragem de preços.

Será que, neste contexto, a subida da taxa de juro é eficaz? A resposta poderá ser positiva, mas com efeitos dramáticos e desnecessários para a desigualdade e para o desenvolvimento. Configura a metáfora do tratamento que cura a doença matando o paciente. Causaria uma recessão artificial, com o aumento do desemprego e contração salarial. Seriam os desempregados e os trabalhadores, cujos salários reais já estão em queda, a suportar o fardo do ajustamento, enquanto as margens de lucro continuariam a

subir em muitos sectores. Compromete também o futuro da economia portuguesa. Nos últimos 20 anos, Portugal registou níveis de investimento muito baixos, em parte pelo efeito negativo da austeridade. Aumentar a taxa de juro significa contrair o investimento, com reflexos negativos na capacidade produtiva e na incorporação de inovação tecnológica. Ser defensor desta estratégia e ter como prioridades a convergência tecnológica e o aumento da produtividade é um paradoxo.

Mas o argumento de oposição mais preponderante advém da fragilidade macroeconómica. Com os atuais stocks de dívida pública e privada, usar a taxa de juro como instrumento de política monetária corre o risco de aumentar o custo de financiamento soberano para níveis incomportáveis. Sem uma solução robusta para os problemas de desenho institucional da zona euro, defender a subida das taxas de juro é aceitar o regresso da austeridade.

Investigador do Observatório das Crises e Alternativas do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra