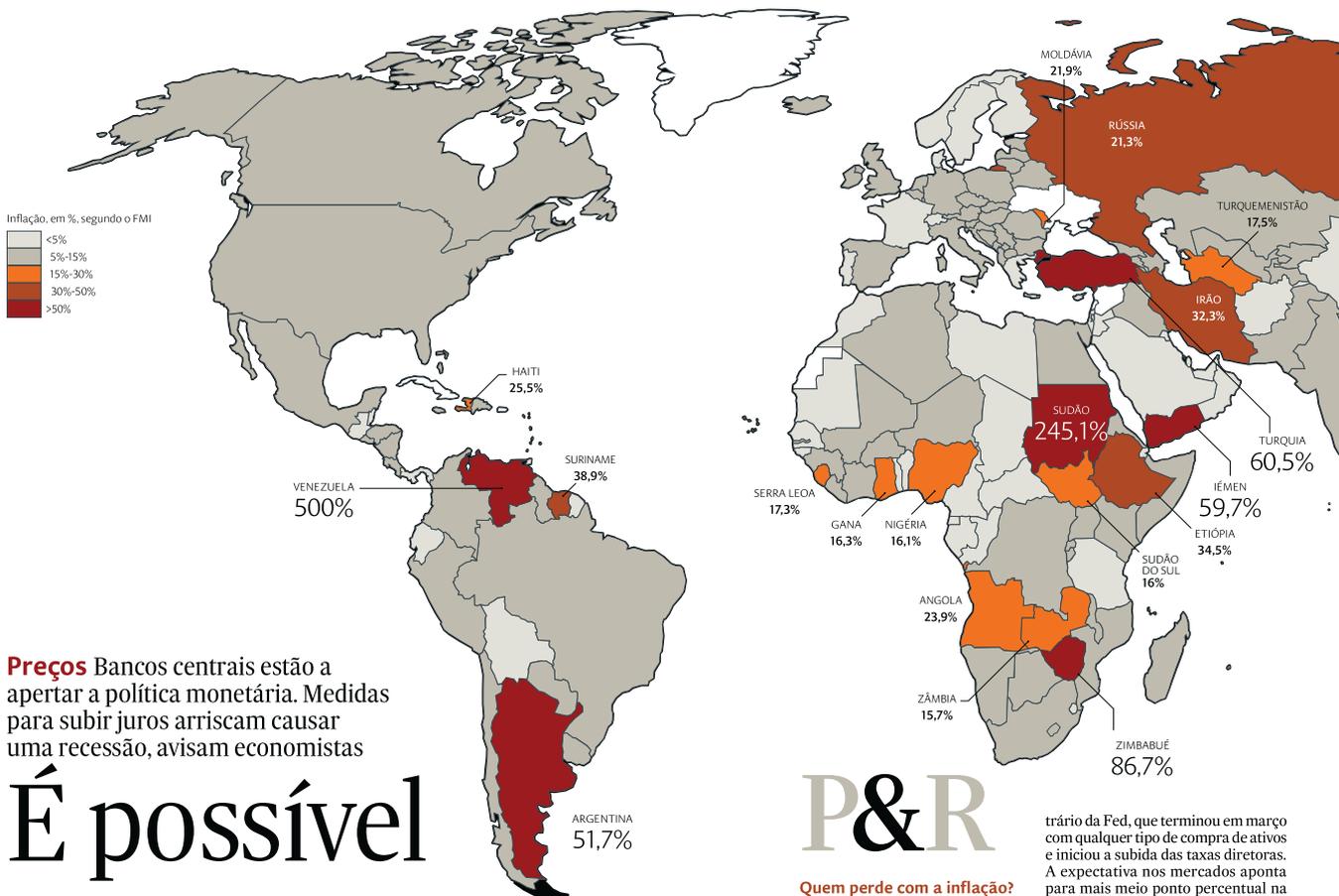


## MACROECONOMIA

Quanto crescem os preços no mundo em 2022



**Preços** Bancos centrais estão a apertar a política monetária. Medidas para subir juros arriscam causar uma recessão, avisam economistas

# É possível parar a inflação sem recessão?

SÓNIA M. LOURENÇO

Quando, em julho do ano passado, a inflação na zona euro atingiu 2,2% em termos homólogos — acima da fasquia de referência de 2% do Banco Central Europeu (BCE) pela primeira vez desde 2018 —, poucos suspeitariam o que se seguiria. A escalada dos preços tem batido máximos de décadas, atingindo 7,4% em março. Uma tendência sentida ainda com mais força nos EUA, onde chegou aos 8,5%. Os bancos centrais estão já a apertar a política monetária, primeiro a Reserva Federal dos EUA (Fed), depois o BCE, com maiores cautelas. Até por causa da guerra na Ucrânia. Agora, há um risco signifi-

cativo de as medidas para conter a inflação levarem a uma recessão, avisam os economistas.

Ricardo Reis, professor da London School of Economics, é um deles. “Tendo em conta a política monetária altamente expansionista de 2021, vamos ter com elevada probabilidade inflação alta durante todo o ano de 2022. Depois, tendo em conta a hesitação dos bancos centrais em controlar a inflação de forma agressiva, é razoável prever que não vamos ter inflação nos 2% até final de 2023”, antecipa. E deixa o alerta: “Quanto mais o banco central demora a responder a um aumento da inflação, mais esta se torna persistente e enraizada nas expectativas dos agentes económicos. Tornar a ancorar a inflação nestes casos é muito difícil sem causar uma recessão como dano colateral. Não é inevitável, mas é infelizmente provável.”

Ainda assim, depois de um pico em 2022, o Fundo Monetário Internacional (FMI) aponta para uma trajetória descendente da inflação, ao contrário do que aconteceu na América e na Europa nos anos 70 e 80 do século passado, que levou a um ciclo de subidas dos juros pelos bancos centrais, com recessão e desemprego (ver texto ao lado). “As expectativas de que a inflação abrande e até possa inverter a tendência são legítimas”, diz Pedro Brinca, economista e professor da Nova SBE. Até por causa da redução dos défices na zona euro e nos EUA e da “contenção” dos bancos centrais.

Mas, com os confinamentos de novo a intensificar-se na China e a incerteza sobre a guerra na Ucrânia, “as causas exógenas para a inflação na zona euro podem durar, tornando-se mais persistentes”, avisa Eric Dor, diretor de Estudos Económicos no ISEEG em Paris e Lille, em França. Nesse caso, “os salários acabarão por subir bastante na zona euro”, alerta. “Até agora, o seu aumento foi muito inferior à inflação, com os trabalhadores a perderem poder de compra. Mas a sua paciência tem limites, bem como a capacidade dos Governos para apoiar o seu rendimento”, vinca. Se os salários começam a estar indexados aos preços, “a inflação ter-se-á tornado persistente na zona euro”, aponta Dor, lembrando que nos EUA está associada “à subida dos salários”.

“Penso que a inflação na zona euro tem já alguns elementos permanentes”, diz, por sua vez, João Borges de Assunção, economista e professor da Católica-Lisbon, apontando, ainda assim, que “o problema parece ser mais grave nos EUA, devido à maior dimensão dos estímulos” durante a pandemia. Com os bancos centrais a disporem de instrumentos para travar a inflação, “neste momento, o equilíbrio difícil é controlar a inflação sem causar uma recessão”, alerta.

## BCE mais cauteloso do que a Fed

O principal instrumento para conter a inflação é subir as taxas de juro, o que ainda não foi feito pelo BCE, ao con-

## P&R

### Quem perde com a inflação?

A escalada dos preços penaliza as famílias com rendimentos fixos, como salário e pensões, se estes não forem atualizados ao mesmo nível da inflação. É o que está a acontecer na zona euro, Portugal incluído. Para as famílias com créditos, nomeadamente para comprar casa, a inflação também é uma má notícia, já que a resposta dos bancos centrais traduz-se numa subida das taxas de juro de mercado. As taxas Euribor, que servem de indexante a cerca de 95% dos créditos à habitação em Portugal, estão a subir em força, agravando as prestações mensais aos bancos.

### Em sentido contrário, há quem ganhe?

Sim. Em primeiro lugar, os países exportadores de produtos energéticos, cujo preço disparou. Depois, os aforradores, como as famílias com poupanças. Com a subida das taxas de juro de mercado podem ver essa poupança melhor remunerada, que nos últimos anos rendeu pouco mais de zero. Mas, atenção, têm de se assegurar que a taxa de juro nominal que auferem pela poupança compensa a inflação. Caso contrário, em termos reais, perdem rendimento.

### E quanto ao Estado?

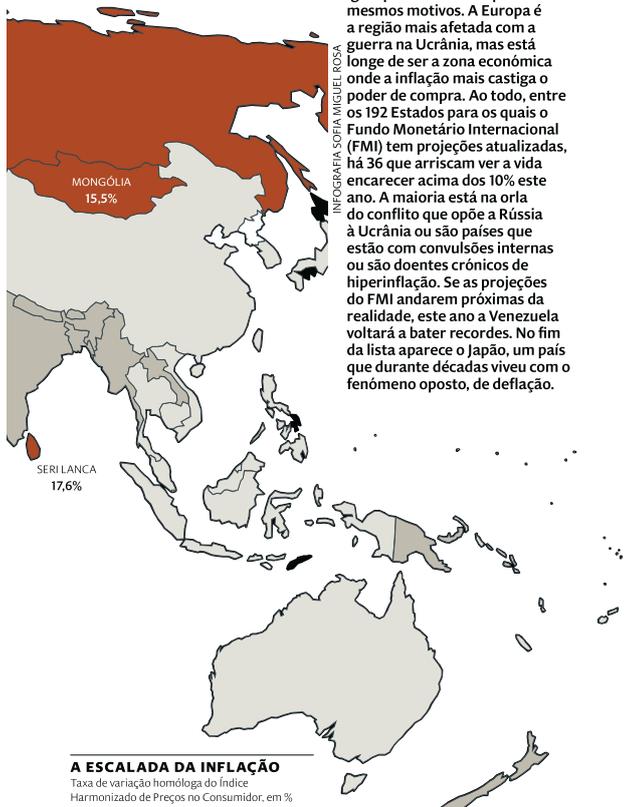
Há efeitos contraditórios. A subida da inflação significa mais receitas fiscais para o Estado, porque a taxa de impostos como o IVA aplica-se sobre preços mais altos. Contudo, medidas de resposta à crise energética, como Portugal e outros países europeus implementaram, anulam, em parte, esse efeito. Além disso, para países muito endividados, como Portugal, a subida dos juros agrava a fatura com o serviço da dívida. Contudo, a inflação ajuda a reduzir o peso da dívida no Produto Interno Bruto, já que o rácio é medido em termos nominais. S.M.L.

trário da Fed, que terminou em março com qualquer tipo de compra de ativos e iniciou a subida das taxas diretores. A expectativa nos mercados aponta para mais meio ponto percentual na próxima reunião de maio, reforçada por novos aumentos até final do ano que poderão colocar a taxa diretora num máximo de 3% (atualmente está entre 0,25% e 0,5%).

Quanto ao BCE, a sua presidente, Christine Lagarde, afirmou na semana passada que zona euro e EUA “enfrentam feras diferentes” em termos de inflação e que a incerteza trazida pela guerra na Ucrânia exige a sabedoria da “coruja” (que se tornou a sua mascote) e não a precipitação dos “falcoes”. Em março, o BCE terminou com o programa especial de compra de ativos lançado para responder à pandemia e já decidiu que até final de setembro descontinuará o programa de aquisições mais antigo. No entanto, Lagarde tem-se recusado a especificar quando exatamente acabará e qual o calendário para iniciar “algum tempo depois” a subida das taxas diretores (que estão em 0% no financiamento e -0,5% na remuneração dos depósitos dos bancos). O BCE admite discutir em junho datas precisas, e as expectativas no mercado apontam para uma subida da taxa de remuneração dos depósitos para -0,1% ou mesmo zero no final do ano.

“Na zona euro, o equilíbrio custo-benefício de travar a inflação é muito mais delicado do que nos EUA. Uma política monetária demasiado restritiva poderá travar o crescimento económico e diminuir os efeitos positivos decorrentes dos impactos da aplicação dos programas de resiliência e recuperação da pandemia”, salienta Bruno Fernandes, economista do Santander.

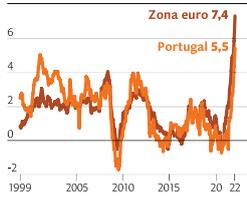
Mas, “se os próximos números da evolução salarial vierem mostrar crescimento significativo, estou em crer que a subida das taxas de juro poderá ser mais cedo do que o anunciado”, considera Pedro Brinca, referindo que “o impacto será sempre uma revisão em baixa do crescimento económico”. Taxas de juro mais altas desencorajam o consumo e o investimento, por causa do aumento do custo do crédito, ajudando a conter a inflação, mas penalizando fortemente a atividade. Ainda assim, Pedro Brinca acredita que o andamento da economia “se manterá em terreno positivo”, sobretudo em Portugal, onde as previsões de cres-



**INFLAÇÃO VAI DE 1% A 500%**  
Os preços não sobem de modo igual para todos nem pelos mesmos motivos. A Europa é a região mais afetada com a guerra na Ucrânia, mas está longe de ser a zona econômica onde a inflação mais castiga o poder de compra. Ao todo, entre os 192 Estados para os quais o Fundo Monetário Internacional (FMI) tem projeções atualizadas, há 36 que arriscam ver a vida encarecer acima dos 10% este ano. A maioria está na orla do conflito que opõe a Rússia à Ucrânia ou são países que estão com convulsões internas ou são doentes crônicos de hiperinflação. Se as projeções do FMI andarem próximas da realidade, este ano a Venezuela voltará a bater recordes. No fim da lista aparece o Japão, um país que durante décadas viveu com o fenômeno oposto, de deflação.

**A ESCALADA DA INFLAÇÃO**

Taxa de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, em %



FONTE: EUROSTAT E INSTITUTO NACIONAL DE ESTATÍSTICA

cimento este ano, até por efeitos de base, oscilam entre 4% (FMI) e 4,9% (Governo e Banco de Portugal). “Ter uma recessão técnica em Portugal durante 2022 seria algo completamente imprevisível”, diz o economista, cujo maior receio sobre o país “tem a ver com a instabilidade e contestação social que a inflação pode motivar”. Cenário que “se agravará com uma subida das taxas de juro”.

Também Paula Carvalho, economista-chefe do BPI, considera que a resposta do BCE, “que deverá aumentar os juros este ano duas vezes, segundo as nossas previsões, deverá ser suficiente para contrariar o descolar das expectativas de inflação, sem causar arrefecimento económico”. Contudo, “o desafio é significativo, sobretudo dada a incerteza da atual conjuntura”, reconhece.

**A ameaça dos juros**

Para Ricardo Reis, o aumento dos juros pelo BCE “já devia ter acontecido”. Mas Eric Dor vinca que quando a inflação “se deve essencialmente a fato-

res do lado da oferta”, como acontece na zona euro, conter a escalada dos preços “exigiria um enorme aumento nas taxas de juro, espoletando uma recessão extraordinariamente severa”. E argumenta que “o BCE está muito consciente de tudo isto. É por isso que permanece muito cauteloso, com uma trajetória muito prudente de normalização da política monetária”. Dor lembra ainda que Frankfurt “enfrenta um constrangimento implícito, que é assegurar a solvabilidade dos países muito endividados da zona euro”, já que “evitar uma nova crise da dívida soberana é absolutamente necessário para manter a integridade do euro”. Por isso, “é muito improvável que o BCE possa decidir um grande aumento na sua política de taxas de juro”, argumenta. Já nos Estados Unidos, a subida “será muito maior e é bem possível que espolete uma recessão”.

Ao mesmo tempo, na zona euro, pacotes como o Next Generation EU e os Planos de Recuperação e Resiliência nacionais estimulam a economia, através do reforço do investimento. Pedro Brinca vê “com preocupação” esta contradição entre política monetária e política orçamental. “Este sempre foi o problema clássico da política orçamental — o desfasamento temporal entre a necessidade e a chegada do dinheiro à economia real. Neste momento, estes ambiciosos pacotes nacionais e europeus irão pôr pressão adicional nos preços”, alerta. Pressão que pode obrigar o BCE a “subir as taxas de juro ainda mais para controlar a inflação, como é seu dever consagrado no Tratado de Maastricht”, diz Ricardo Reis.

Paula Carvalho lembra, contudo, que a política monetária na zona euro “é única, mas as políticas orçamentais são diferenciadas”. A informação do FMI indica “que as posturas dos governos da zona euro são bastante diferenciadas. É geralmente nos países mais expostos ao conflito entre Rússia e Ucrânia, do norte e centro da Europa, que se concentram as políticas orçamentais mais expansionistas. Em contrapartida, nos periféricos, com maior nível de endividamento, as políticas orçamentais tendem a ser mais neutrais”, remata a economista.

Com J.N.R.

slourenco@expresso.imprensa.pt

# A receita dos bancos centrais há 40 anos

**Nos anos 70, os bancos centrais aumentaram os juros até 20% nos Estados Unidos e 25% em Portugal**

O anterior surto inflacionista nas economias desenvolvidas saiu da prateleira das bibliotecas para refrescar a memória dos economistas e políticos que acham que a história se está a repetir. O anterior ciclo de preços altos, que já não se via desde o final da II Guerra Mundial, iniciou-se há quase meio século. Viria a ser debelado com um aperto extremo da política monetária, com os juros do banco central a chegarem a 20% em alguns meses de 1980 e 1981 nos Estados Unidos, a atingirem 25% em Portugal e a mais do que duplicarem na Alemanha (então República Federal da Alemanha).

O custo da operação de meter a inflação na ordem foram dois anos de recessão na América, com o desemprego a chegar a perto de 11%, e um período na Comunidade Económica Europeia (CEE, a antecessora da União Europeia) que foi batizado de “euroesclerose” por um economista alemão, Herbert Giersch, com quase-estagnação e desemprego acima de 10%. Em Portugal, que padecia adicionalmente de várias “doenças” próprias, aquele período saldouse por dois resgates do Fundo Monetário Internacional (FMI), uma desvalorização deslizante do escudo, dois anos de recessão e o desemprego acima de 7%.

Por isso, quando hoje se fala de acelerar a subida dos juros,

não perdendo nem mais um minuto, e de emagrecer rapidamente os ativos obesos dos bancos centrais em níveis recorde (em €8,8 biliões no caso do Banco Central Europeu e quase nove biliões de dólares para a Reserva Federal norte-americana), alguns economistas insistem em recordar os custos das políticas violentas de desinflação dos anos 70 e 80 do século passado. Na semana passada, Hélène Rey, uma economista francesa que dá aulas na London Business School, deixou um aviso num debate promovido pelo FMI: “Apretem, mas não exagerem.”

O regresso atual do palavra “estagnação” (junção de estagnação económica com alta inflação) pode ser até enganador. A situação há 40 anos era diversa em termos de médias anuais e entre as economias desenvolvidas e na combinação entre o comportamento do PIB e dos preços. Nos EUA dava-se atenção, inclusive, à evolução conjunta de três variáveis: crescimento, inflação e desemprego. Este último era muito sensível, com a memória da catástrofe social na Grande Depressão.

**A terapia de Volcker**

Regressando à história, nos Estados Unidos o surto é apenas um ano mais velho do que o 25 de Abril português. No espaço de apenas um ano, os preços no consumidor quase duplicaram: de 3,3% em 1972 para 6,2% no ano seguinte, em que dois choques se conjugaram para abalar a maior economia do mundo — o Presidente Ni-

xon acabaria com a indexação do dólar ao ouro e o cartel da Organização dos Países Produtores de Petróleo (OPEP) decretou um embargo aos países apoiantes de Israel.

Então, o surto na América não foi temporário — durou uma década. A taxa de inflação chegou a registar dois dígitos entre 1979 e 1981, e aquele período foi batizado de “Grande Inflação”, imitando a designação de Grande Depressão usada para o maior cataclismo económico do século XX. Em Portugal, a inflação duplicou no espaço de três anos, chegando aos 26% no final do ano da Revolução dos Cravos, e na Alemanha se também multiplicou por dois, saltando de 6% para quase 13%.

**A taxa de desconto do Banco de Portugal disparou de 4% em 1973 para 25% de 1983 a 1985**

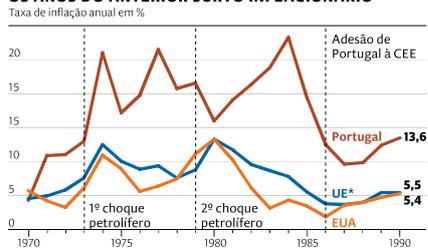
Para controlar a Grande Inflação, os EUA hesitaram durante algum tempo, com uma política monetária que ficou conhecida por “para-arranca”, até que o Presidente democrata Jimmy Carter decidiu chamar, em agosto de 1979, Paul Volcker, até então presidente do Banco da Reserva Federal de Nova Iorque, para tomar as rédeas do Conselho de Governadores da Reserva Federal. O mundo sofria então um segundo choque petrolífero depois da queda do xá do Irão. E Volcker resolveu aplicar um choque monetário logo a partir da famosa reunião de um sábado, a 6 de outubro: as taxas subiram de 11,5% para 13% e, passado duas semanas, já estavam em 15,5%. No ano seguinte, logo em março, subiram para um máximo de 20%, quando a inflação atingiu um pico de quase 15%. Volcker acabou por gerir a taxa em estilo iolo, com subidas e descidas, e voltou a impor 20% em dezembro de 1980 e em fevereiro e maio de 1981. A inflação acabaria por levar algum tempo a descer de um pico anual de 13,5%, em 1980, para 3,5%, três anos depois. O custo foi uma contração ligeira em 1980 e uma recessão de quase 2% em 1982.

Na Alemanha, o Bundesbank foi menos agressivo. As taxas nunca chegaram sequer a triplicar: de 3% em 1978 subiram até 7,5% no início de 1982, para iniciarem uma descida até ao ponto de origem, interrompida a partir de 1989. O crescimento médio na CEE caiu abaixo de 1% entre 1981 e 1983, mas nunca entrou em recessão. No entanto, o desemprego manteve-se acima de 10%, em média, durante quase 10 anos, enquanto nos EUA acabou por descer. Em Portugal, a taxa de desconto do Banco de Portugal disparou de 4% em 1973 para 25% de 1983 a 1985. A economia portuguesa sofreu duas recessões, em 1975 e 1984.

Nas duas décadas seguintes, os bancos centrais começaram a conquistar a sua independência formal face aos Governos e avançaram com metas de controlo da inflação. Os pioneiros foram os da Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido, a que se seguiu o Banco Central Europeu, depois de criado, em 1998. A Fed levaria mais tempo e só aprovou a meta de 2% em 2012.

**JORGE NASCIMENTO RODRIGUES**  
economia@imprensa.expresso.pt

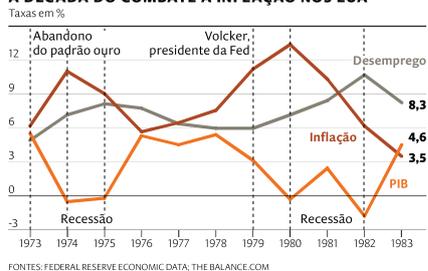
**OS ANOS DO ANTERIOR SURTO INFLACIONÁRIO**



Nota: \*Equivalente à União Europeia, que só foi fundada em 1993

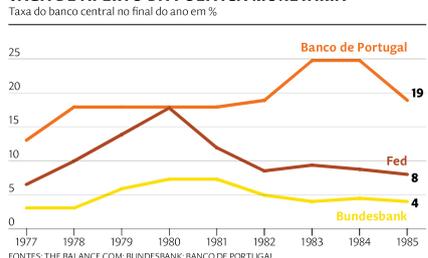
FONTES: FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA; MACROTRENDS; SÉRIES LONGAS DO BANCO DE PORTUGAL

**A DÉCADA DO COMBATE À INFLAÇÃO NOS EUA**



FONTES: FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA; THE BALANCE.COM

**VAGA DE APERTO DA POLÍTICA MONETÁRIA**



FONTES: THE BALANCE.COM; BLUNDESBANK; BANCO DE PORTUGAL

INFOGRAFIAS: CARLOS ESTEVES

**ATÉ AGORA, O AUMENTO DOS SALÁRIOS FOI MUITO INFERIOR À INFLAÇÃO, COM OS TRABALHADORES A PERDEREM PODER DE COMPRA**