

## TAXAS DE JURO

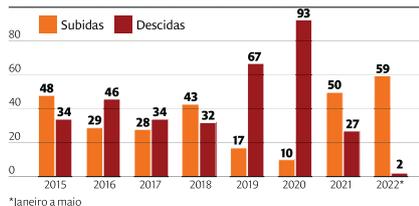
**Inversão** Subida dos juros vai começar. Taxas negativas serão as primeiras a acabar. Inflação ditará o ritmo

# Verão de grandes mudanças no BCE

JORGE NASCIMENTO RODRIGUES

## 59 BANCOS JÁ SUBIRAM JUROS EM 2022

Número de bancos com decisões de subidas e descidas das taxas



**VAGA DE SUBIDAS EM CINCO MESES ULTRAPASSA 2021** De janeiro a maio de 2022, 59 bancos centrais subiram as taxas diretoras, mais do que em todo o ano anterior. Apenas dois bancos centrais — o da China e o da Rússia — cortaram nas taxas. Ao todo, o aperto monetário em cinco meses incluiu 134 decisões de subida das taxas, muito mais do que as 113 tomadas em 2021.

Banco Central Europeu (BCE) vai até final de setembro acabar com a taxa negativa de remuneração dos depósitos dos bancos, logo a seguir a descontinuar, de vez, a partir de julho, todo o tipo de forma de novos ativos que já encheram uma carteira de quase €5 bilhões de títulos públicos e privados.

A agenda da subida da taxa aponta para dois aumentos moderados de 25 pontos-base, um quarto de ponto percentual, nas reuniões de julho e setembro. Uma mexida em alta naquela taxa já não acontece desde o verão de 2011, quando Jean-Claude Trichet, o francês que então presidia ao BCE, cometeu o erro de palmaria de fazer duas subidas seguidas em plena crise das dívidas públicas na periferia da zona euro. O BCE entra finalmente numa vaga que, só este ano, já envolve mais de meia centena de bancos centrais.

O “invulgar” — como o considerou o ex-banqueiro alemão Andreas Dombret, entrevistado na página ao lado — é que a comunicação oficial dos detalhes daquela estratégia de “normalização” (eufemismo para aperto da política monetária) para os próximos cinco meses não esperou sequer pela reunião do Conselho do BCE a 9 de junho. A francesa escolheu publicar um artigo no blogue do BCE para anunciar o fecho de

todo um ciclo de expansão da política monetária, inaugurado oito anos atrás por Mario Draghi. O italiano, antecessor de Lagarde, avançou em 2014 com o corte da taxa de remuneração dos depósitos, pela primeira vez, para terreno negativo (-0,1%) e iniciou um programa de aquisição de ativos em larga escala. Em setembro fará três anos que Draghi empurrou aquela taxa para os -0,5%.

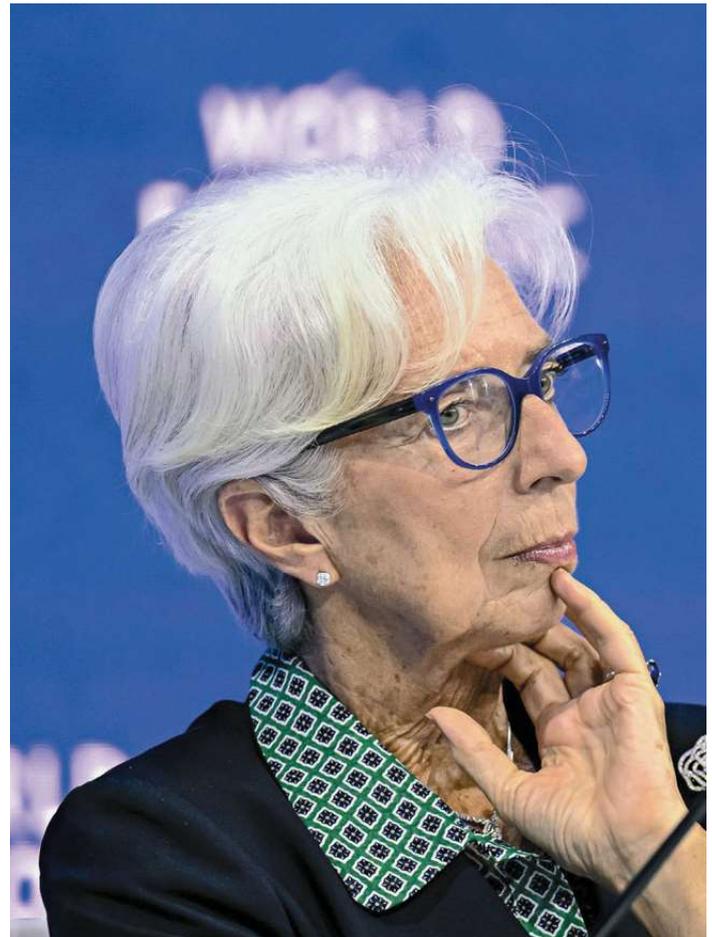
### Pôr ordem na casa

As razões para o invulgar comportamento de Lagarde rapidamente se multiplicaram. Philip Lane, economista-chefe do banco, argumentou em entrevista, dois dias depois de Lagarde ‘postar’ no blogue, que “os dois meses que vão desde a reunião de abril até junho eram provavelmente demasiado tempo para não dar nenhuma indica-

ção” aos mercados. O consenso entre os analistas inclina-se para Lagarde se ter visto obrigada a pôr ordem na casa face a uma multiplicação caótica de opiniões em entrevistas e intervenções num grupo de mais de uma vintena de participantes.

“Avançar num blogue com os detalhes de uma estratégia com uma tal precisão é, de facto, algo de excepcional. É evidente que Lagarde estava a ser submetida a uma tal pressão que pensou que era necessário clarificar as intenções do Conselho”, diz Dor. “Os ‘falcões’ chegaram a preanunciar uma subida inicial de 0,5 pontos percentuais, enquanto os prudentes avisavam para o risco de recessão. Ela exerceu o seu poder de arbitrar as divergências entre ‘falcões’ e ‘prudentes’, acrescenta o académico francês. “É uma novidade, de facto”, usa o blogue, adianta, por seu lado, Charles Wyplosz, professor no The Graduate Institute em Genebra, na Suíça.

Este especialista em política monetária encontra para a atitude fora da caixa de Lagarde várias possibilidades: “O BCE tornou-se maduro. Lagarde quer falar diretamente para o cidadão médio. Ou é a forma de transmitir algo sem ter de enfrentar perguntas difíceis. Ou, enfim, face a um Conselho muito dividido, com reuniões cada vez mais conflituantes, é uma forma de pôr ordem na casa”. Wyplosz confessa que o Conselho do BCE “é demasiado largo para que se faça alguma discussão útil — faz sentido que a presidente tente ter peso no resultado das políticas”.



Éric Dor avança ainda outra explicação adicional para a pressão. Com uma aceleração substancial do aperto da política monetária da Reserva Federal norte-americana (com os futuros a apontarem para 3% no limite máximo do intervalo no final do ano), ampliando o fosso entre as taxas nos EUA e na zona euro, o euro estava a sofrer uma depreciação substancial face ao dólar.

“O anúncio de Lagarde consolidou a inversão daquela trajetória”, diz Dor. O euro valorizou-se quase 3% em maio. Apesar de o controlo da taxa de câmbio do euro estar fora do mandato do BCE, o efeito colateral na apreciação do euro acaba por “reduzir um pouco o impacto inflacionista da alta de preços das commodities importadas em dólares”, explica (ver artigo ao lado).

### Margem para surpresa

O académico francês admite que há ainda alguma margem de novidade para os próximos meses. Lagarde só se referiu à evolução da taxa de remuneração de depósitos, que é negativa. Não se referiu à taxa principal de financiamento, que está em 0%, um mínimo histórico, desde março de 2016. “Historicamente, as taxas são aumentadas em conjunto. Na reunião de julho poderemos ter a subida da taxa negativa para -0,25% e da taxa principal para 0,25%. É o mais plausível. Mas se o BCE for prudente, a taxa principal poderá aumentar menos, por exemplo só para 0,1%”, diz Dor. Acha ainda que pode haver “uma surpresa se as novas projeções para a inflação apresentada nas reuniões de junho e de setembro colocarem em causa a descida da inflação para 2% no médio prazo”.

economia@expresso.imprensa.pt

## Inflação em máximos de 1993 só abranda depois do verão

**Taxa homóloga em Portugal atingiu 8% em maio. Economistas esperam descida nos próximos meses do ano**

É um valor que não era visto em Portugal há quase três décadas. A inflação, medida pela variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC), voltou a acelerar em maio, e atingiu 8%, o que compara com 7,2% em abril, e é o nível mais elevado desde fevereiro de 1993. Ainda assim, na zona euro, Portugal nem é dos países com taxa de inflação mais elevada. A variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) — a referência na Europa — subiu para 8,1% em maio (7,4% em abril), valor em linha com o conjunto do espaço da moeda única e o quinto mais baixo entre os 19 países do euro.

Sem surpresas face à guerra na Ucrânia, é na energia e nos produtos alimentares que a escalada dos preços mais se faz sentir. O Instituto Nacional de Estatística (INE) estima que a variação homóloga do índice relativo aos produtos energéticos se tenha situado em 27,2%, um máximo desde fevereiro de 1985, enquanto o índice referente aos produtos alimentares não transformados subiu 11,7%. Mas, a pressão nos preços já se faz sentir em muitos outros bens e serviços. Sinal disso, o indicador de inflação subjacente (que exclui, precisamente, os produtos alimentares não transformados

e energéticos, com preços mais voláteis) subiu 5,6% em termos homólogos, o registo mais elevado desde outubro de 1994.

Ainda assim os economistas ouvidos pelo Expresso esperam uma moderação da inflação depois do verão. É o caso de Paula Carvalho, economista-chefe do BPI. Considerando que a variação homóloga do IPC “nos próximos meses poderá manter-se em torno dos 8%, devendo estar próximo dos máximos esperados no ano”, salienta que “esperamos descida mais evidente no último trimestre”. Tudo somado, aponta para uma inflação média anual (considerando todos os meses do ano) de 6%. Um número em linha com a projeção do Fundo Monetário Internacional (FMI), mas muito acima do cenário do Governo, que aponta para 4% tendo em conta o IHPC, e 3,7% tendo em conta o IPC.

### O papel do BCE

Para Pedro Brinca, professor da Nova SBE, “seria surpreendente se durante os próximos meses a inflação não começasse a inverter a trajetória de subida que tem sido observada”. E lembra que “o Banco Central Europeu (BCE) reduziu drasticamente as operações de compra de dívida soberana que financiou uma boa parte dos défices públicos”. Ao mesmo tempo, “as contas públicas estão mais uma vez projetadas para convergir para o equilíbrio orçamental, em par-

João Hipólito  
Lino Neto

ADVOGADO



LISBOA

Rua Alexandre Herculano, 17 - 2.º Dto.  
1250-008 Lisboa

E-mail: 100advogados@gmail.com

COVILHÃ

Av. da Anil, 5 A, Esc. 11,  
6200-520 Covilhã

Tel.: 21 356 30 20



Christine Lagarde usou o blogue do BCE para colocar ordem num conselho de mais de uma vintena de vozes  
FOTO GIAN EHRENZELLER/JEPA

## Andreas Dombret Ex-dirigente do Bundesbank “BCE tem de ser prudente na subida dos juros”

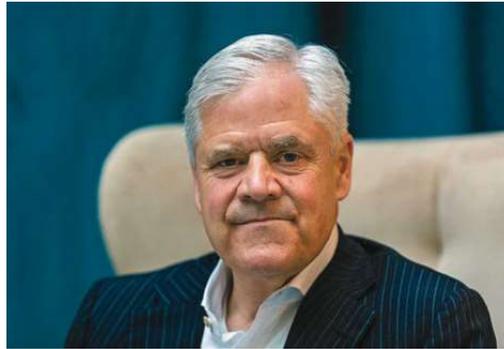


FOTO ANA BRÃO

É preciso “esperar para ver”. O grau de incerteza é enorme. Mas uma coisa é certa: o modelo de crescimento que dominou a Europa esgotou-se

A decisão de Christine Lagarde de revelar num blogue a estratégia do Banco Central Europeu (BCE) até final de setembro “foi muito invulgar”, confessa, com grande estranheza, Andreas Dombret, um banqueiro alemão de carreira que foi membro da direção do Bundesbank, o banco central alemão, e que, desde início de maio, é presidente independente da consultora financeira alemã AKInn.

Até concorda com as medidas até setembro antecipadas pela presidente do BCE: “É preciso, sem dúvida, acabar com as taxas negativas de remuneração dos depósitos e sair definitivamente dos programas de aquisição de ativos.” “Mas temos de ser prudentes com o ritmo de subida das taxas”, logo acrescenta na entrevista em exclusivo dada ao Expresso em Lisboa. A prudência — uma palavra que Dombret repetiu algumas vezes ao longo da entrevista — tem a ver com o horizonte de incerteza que temos pela frente. “Temos de estar muito atentos aos cenários. Temos de ser, por isso, prudentes”, sublinha o consultor alemão, que veio a Portugal, na semana passada, reunir com os responsáveis dos bancos portugueses, com o governador do Banco de Portugal e com gestores de ativos. Apesar da incerteza, Dombret acha que “Portugal e Grécia estão agora numa melhor posição para usar os seus ativos. Têm uma boa oportunidade para atrair investimento para os créditos de cobrança duvidosa ou de produtividade inferior”.

### Um horizonte muito enevoado

Dombret prefere evitar a palavra “desglobalização” para caracterizar o novo quadro geoeconómico e geopolítico em que parece estarmos a entrar depois da invasão russa da Ucrânia. Olha sobretudo para dois cenários: um de aproximação clara da Rússia à China, formando um bloco com sistemas de pagamentos e supervisão próprios, “uma Cortina de Ferro parcial”, gerando o enfrentamento entre dois sistemas competitivos; e outro em que se desenham três grupos, “um em torno da China e Rússia, outro à volta do G7 e um terceiro de ‘países oscilantes’, em que se destacam grandes economias como a Índia, Brasil e Indonésia”, refere Dombret.

Tem que qualquer dos cenários leve ao enfraquecimento de plataformas multilaterais de cooperação atual: “O G20 pode tornar-se em algo parecido com as Nações Unidas — muitos discursos mas poucas decisões. O mesmo pode contagiar o Fundo Monetário Internacional.” O próprio papel tradicional da China como “locomotiva

### PERFIL CARREIRA DE BANQUEIRO

Nascido em 1960 nos Estados Unidos, de pais alemães, pouco depois veio para a Alemanha, onde tirou um mestrado em Gestão na Universidade de Münster e um doutoramento na Universidade Erlanger, em Nuremberga. Iniciou uma carreira de alta direção na banca, passando pelo Deutsche Bank, J.P. Morgan, Rothschild e Bank of America. Entre 2010 e 2018 foi o primeiro banqueiro de carreira a entrar na direção do Bundesbank, o banco central alemão, e entre 2014 e 2018 pertenceu ao conselho de supervisão do Banco Central Europeu. Foi também diretor do Banco de Pagamentos Internacionais. Desde início de maio é presidente independente do grupo alemão AKInn. J.N.R.

mundial’ pode estar em risco: “A economia pode vir a crescer muito abaixo da meta governamental de 5,5% para este ano. Pode cair para um cenário pessimista, com um crescimento de 2,5%. Como vão reagir a China e os EUA a tudo isto? Não é claro. Temos de esperar para ver”, conclui Dombret, dizendo que enfrentamos um horizonte “cinzento”, “muito mais enevoado do que dantes”.

Uma coisa parece, no entanto, certa, diz o consultor alemão: “O modelo de economia ocidental e português, baseado na globalização e na paz, parece já não existir mais. A inflação baixa também não.” A Alemanha, o ‘motor’ da zona euro, preocupa-o. Nascido nos Estados Unidos, filho de pais alemães, Dombret cresceu na República Federal da Alemanha e depois na Alemanha unificada. Ali se doutorou e iniciou a carreira de banqueiro em lugares de topo no Deutsche Bank, J.P. Morgan, Rothschild e Bank of America. Agora olha para a Alemanha e vê “um dos principais perdedores”. O modelo de Berlim assentava numa defesa barata a cargo dos EUA, gás barato vindo da Rússia e um mercado de exportação gigante, a China. As economias do euro têm de habituar-se agora à fragmentação mundial (uma das palavras-chave no Fórum Económico Mundial, em Davos, do mês passado), à dissociação nas cadeias de fornecimento e ao reforço da “partilha entre amigos” (cadeias de produção e fornecimento com países “amigos”). São os conselhos do “primeiro banqueiro de carreira” que entrou na direção do Bundesbank e que sempre teve “uma bandeirinha da União Europeia em cima da secretária”. J.N.R.



### Massa Crítica

Luís Marques  
l.s.marques@sapo.pt

## O SANGUE DA UCRÂNIA

O general americano George Patton (1885-1945) tinha tanto de valente cabo-de-guerra como de excêntrico, inconvincente e cruel. Entre outros apelidos não muito simpáticos chamavam-lhe “bandido”. Reza a lenda, em que um filme transformou a sua vida, que quando foi chamado para a ofensiva da Normandia, na II Guerra Mundial, terá dito aos seus soldados: “Conto com a minha coragem e o vosso sangue.” Embora o contexto seja outro, as terríveis e cínicas palavras de Patton fazem lembrar a resposta ocidental à invasão da Ucrânia pelo exército russo. Há muita coragem proclamada, mas é ucraniano o sangue vertido no campo de batalha.

A Europa não está disponível para correr riscos excessivos no confronto com Putin. A coragem está limitada por divisões, por egoísmos nacionais e por divergências estratégicas. Isso ficou uma vez mais demonstrado no sexto pacote de sanções à Rússia, aprovado esta semana. A medida mais emblemática foi o anúncio do fim das compras de petróleo à Rússia. Importante. Mas só no final de 2022. Em nome da unidade interna admite que três países, Hungria, República Checa e Eslováquia, continuam a receber petróleo de Moscovo ou lá do fim do ano. Viktor Orbán, o liberal Presidente da Hungria, disse à chegada a Budapeste, com ar triunfante, que qualquer outra solução seria uma “brincadeira de crianças”. Nenhuma declaração podia exemplificar melhor o que se passa na Europa.

O pacote é omissivo em relação ao gás, cujo valor é bastante mais importante do que o petróleo. O tema é tabu para países com a Alemanha e a Itália, que irão precisar de muito mais tempo para encontrar alternativas. A dependência energética da Europa continuará a alimentar a máquina militar russa, embora em menor escala. A suficiente, no entanto, para que a destruição da Ucrânia continue sem fim à vista. Ursula von der Leyen prometeu mais medidas em breve, entre novas sanções à Rússia e apoios financeiros à Ucrânia. A Europa resignou-se à inevitabilidade de uma guerra longa.

O efeito das sanções e o isolamento económico e financeiro de Putin estão ainda longe do desejável. Depois do anúncio do embargo europeu ao petróleo russo o preço do barril chegou aos 125 dólares, enquanto o ministro Lavrov iniciava um périplo pelos países do Médio Oriente. Apesar de alguns esforços dos Estados Unidos, os países produtores de petróleo não aumentaram a produção para baixar o preço do barril. O que obviamente beneficia a Rússia, que compensa no preço a diminuição das vendas. O próximo teste será a retirada das 25 milhões de toneladas de trigo e milho retidos nos portos do sul da Ucrânia. Mais de 400 milhões de pessoas dependem dessas calorias. Não há muitas razões para otimismo, também nesta frente.

Como se vê, a coragem ocidental tem sido posta à prova, mas é incerta. Está limitada por medos e divergências. Certa é a monstruosidade da agressão, o sofrimento, a destruição e a morte, que são o dia a dia dos ucranianos há três meses. Há uma grande diferença entre a coragem de quem está fora e o sangue derramado no campo de batalha.

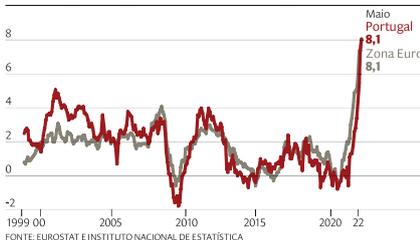
### INFLAÇÃO EM PORTUGAL ATINGE O VALOR MAIS ALTO DESDE 1993

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



### A ESCALADA DA INFLAÇÃO

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



ricular quando se espera que dentro de ano e meio as regras orçamentais da zona euro voltem a estar em vigor”, aponta. Acresce que “os focos de inflação motivados por disrupções de abastecimentos — sejam de energia ou outros ainda ligados à pandemia — serão responsáveis por um aumento do nível de preços mas, por si, não conseguem sustentar aumentos de preços continuados”, argumenta o economista. Assim, “tendo o BCE a capacidade de reancorar as expectativas de famílias e empresas ao seu objetivo de política, espera-se que a inflação comece a abrandar de forma significativa”, defende Pedro Brinca, lembrando ainda

o “importante efeito de base”, já que no ano passado, “devido aos condicionamentos associados às medidas de controlo sanitário, a inflação foi mais baixa do que seria de esperar”.

Mas nada é certo. A inflação “tem vindo a subir mais do que o esperado”, nota João Borges de Assunção, professor da Católica-Lisbon, considerando que “deve continuar a subir pelo menos até agosto”. A partir dessa altura “pode moderar, ou não, dependendo também da qualidade das decisões do BCE”, diz, antecipando um inflação média anual em Portugal este ano “muito próxima de 7%”.

SÓNIA M. LOURENÇO  
slourenco@expresso.imprensa.pt