

Recuperação rápida, mas com o medo da inflação de novo?



Ricardo Cabral

E decepcionante que, com a crise ainda no adro e os planos de estímulo orçamental no papel, se invoque já o fantasma da inflação

Nos EUA, o quarto pacote de estímulo orçamental de 1,9 biliões de dólares foi aprovado no Senado, com 50 votos a favor de democratas e 49 votos contra de republicanos. A proposta regressa agora para reconciliação das diferenças ao Congresso. Após isso, seguirá para ratificação pelo Presidente, Biden.

Em pouco mais de um ano o Congresso americano aprovou medidas de combate à pandemia de cerca de 5,3 biliões de dólares, i.e., cerca de 25% do PIB, um estímulo orçamental sem precedentes.

Além disso, nesse período, como se constata na figura, o balanço da Reserva Federal cresceu 80,9%, i.e., 3,4 biliões de dólares.

O aumento do balanço da Reserva Federal é de dimensão tal que permitiria, em teoria, a monetização total dos primeiros três pacotes orçamentais contra a covid-19 no total de 3,4 biliões de dólares de despesa (Cares Act, 2,3 biliões de dólares, Março de 2020; FFCR Act, 192 mil milhões de dólares, Março de 2020; Covid-19 Pandemic Relief Bill, 900 mil milhões de dólares, Dezembro de 2020).

Manter o estímulo orçamental ou retrá-lo prematuramente?

Não obstante os três primeiros programas de estímulo orçamental de 2020, o desemprego aumentou muito, passando de 3,5% em Fevereiro de 2020, antes dos efeitos económicos da covid-19 se começarem a sentir, para 6,3% no presente. Aliás, como referido pelo presidente da Reserva Federal, Jerome Powell, estima-se que a taxa real de desemprego seja de cerca de 10%.

Olivier Blanchard, numa análise recente, argumenta que, como a taxa de desemprego antes do início da pandemia era muito baixa (3,5% em Fevereiro de 2020), a actividade económica estaria então próxima da sua capacidade potencial (o hiato do produto seria pequeno). Dada a taxa de crescimento estimada do produto potencial (+1,7%) e a contracção económica observada (-2,4% em 2020), Blanchard estima que a capacidade produtiva disponível na economia americana seria no presente de cerca de 900 mil milhões de dólares. Nessas condições,

segundo Blanchard, o quarto pacote de estímulo orçamental agora aprovado seria demasiado grande.

Contudo, Blanchard parece não considerar que a redução da taxa de desemprego do pico observado de 14,7% em Abril de 2020 para 6,3% no presente será em larga medida explicada pela eficácia do impacto dos primeiros três pacotes de estímulo orçamental na procura agregada.

Ou seja, a queda do PIB foi de "somente" 2,4% graças aos três pacotes orçamentais de 2020 que, é certo, como argumenta Blanchard, geraram muita poupança ainda por utilizar.

Aliás, como faz notar Willem Buiter, a taxa anualizada de contracção do PIB no segundo trimestre de 2020 foi de 31,4%. Os primeiros dois pacotes de estímulo terão contribuído para a forte recuperação no terceiro trimestre (uma taxa anualizada de crescimento do PIB de +33,4%).

O quarto pacote, aprovado esta semana, de 1,9 biliões de dólares é similar ao nível de estímulo orçamental criado pelo primeiro pacote de Março de 2020 (de 2,3 biliões de dólares).

De acordo com esta interpretação alternativa, mesmo com os três primeiros pacotes de estímulo orçamental em 2020, o nível do desemprego nos EUA (e de capacidade produtiva por utilizar) ainda continua demasiado elevado, pelo que o quarto programa de estímulo orçamental permite evitar uma queda abrupta da procura agregada que comprometeria a continuação do processo de redução do nível de desemprego.

Inflação, inflação e ainda mais inflação?

Entretanto, Andrew Haldane, economista-chefe do Banco de Inglaterra, está preocupado que o "tigre" da inflação possa vir a rugir em breve. Numa apresentação recente, incluiu um gráfico com o agregado monetário mais lato (o M3) a crescer a uma taxa de quase 20% na OCDE. Na zona euro, no último ano, esse agregado M3 cresce 11,5% em Dezembro de 2020 face ao mês homólogo de 2019.

Na Alemanha, a taxa de inflação que estava em valores negativos (-0,7% em Dezembro de 2020), passou para valores positivos (+1,6% em Janeiro), em resultado

de efeitos pontuais, como o fim da redução da taxa de IVA e a alteração da composição do cabaz de compras subjacente ao índice harmonizado de preços ao consumidor para reflectir o facto de os alemães viajarem menos para o estrangeiro em férias. O Bundesbank prevê que a taxa de inflação na Alemanha venha a atingir 3% no fim de 2021, com um valor médio ligeiramente acima de 1,8%.

Esse enquadramento é problemático, porque fortalece a mão (e os argumentos) daqueles que defendem que é necessário reduzir a dimensão dos apoios à economia e reintroduzir as regras orçamentais actualmente suspensas.

O aumento da dívida pública da Alemanha

Jens Weidmann, presidente do Bundesbank, na apresentação dos resultados de 2020 dessa instituição e em entrevista de 12 de Fevereiro de 2021 ao jornal *Augsburger Allgemeine* teceu considerações importantes.

O Bundesbank estima que a dívida pública da Alemanha cresceu 10 pontos percentuais, para cerca de 70% do PIB no final de 2020, ainda assim abaixo do pico de 82% do PIB atingido em 2009 a seguir à crise financeira internacional.

Contudo, Jens Weidmann considera que as estatísticas oficiais dos Estados-membros da União Europeia deveriam ser alteradas de forma a reflectir correctamente o impacto da dívida protofederal que irá ser contraída pela União Europeia através dos diversos

programas desenhados para combater os efeitos nas economias europeias da pandemia covid-19.

Um estudo recente do Bundesbank estima que a quota-parte da Alemanha dessa dívida protofederal venha no futuro a representar cerca de 8% do PIB da Alemanha.

Na entrevista ao jornal *Augsburger Allgemeine*, Weidmann discorda da posição do ministro federal para Assuntos Especiais e chefe da Chancelaria Federal da Alemanha, Helge Braun, político da CDU, que defende que a regra travão à dívida – actualmente suspensa – deveria ser abandonada. Weidmann, pelo contrário, entende que essa regra serviu bem a Alemanha e implicitamente sugere que deveria ser de novo aplicada a partir de 2022.

Em relação às regras orçamentais europeias, Weidmann na prática sugere que devem ser reintroduzidas quanto antes. Também é favorável à sua alteração, mas num sentido de as tornar ainda mais exigentes e duras ("to give them more bite") com o objectivo de garantir uma trajectória de redução de dívida pública credível e de confiança, com a introdução de limites à despesa pública, criação de fundos de reserva contracíclicos e medidas para assegurar que as regras orçamentais são cumpridas, passando a responsabilidade pela verificação do cumprimento das regras para uma instituição "independente", leia-se, o Mecanismo Europeu de Estabilidade.

No que respeita aos programas do BCE de compra de dívida pública, Weidmann, surpreendentemente, dá um apoio tácito aos mesmos ... *for the time being* ... Mas, sem surpresa, defende que esses apoios não devem ser utilizados em excesso e devem ser suspensos logo que possível, porque é importante que os mercados financeiros possam assegurar a disciplina dos mercados de dívida soberana sem serem distorcidos pelos programas de compra de dívida pública do BCE.

Por último, Weidmann salienta que espera que as taxas de juro da dívida pública da Alemanha subam no futuro, gerando, nesse processo, perdas financeiras (mas não reais) para o Bundesbank.

Concluindo

É a primeira vez desde há décadas que o Ocidente utiliza a política orçamental em conjunto com a política monetária para reagir em força a uma profunda crise económica – nos EUA muito mais do que na União Europeia.

Esta estratégia orçamental reflecte sem dúvida alguma aprendizagem: os modelos adoptados no passado resultaram em descontentamento da população, que posteriormente apoiou movimentos populistas como o MAGA de Trump.

Assim sendo, é decepcionante que, ainda com a crise no adro e os planos de estímulo orçamental no papel, se invoque já o fantasma da inflação.

**Professor de Economia do ISEG.
Escreve à segunda-feira**

Activos totais da Reserva Federal

Em milhões de dólares americanos



Fonte: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/H001>

PIB: IGG