

Déjà-vu: revisitando a estagflação dos anos 70?



Ricardo Cabral

Na zona euro, o *statu quo* como o conhecemos seria insustentável com taxas de juro de curto prazo de cerca de 8%

O Project Syndicate juntou num dossier especial, de 23 de Setembro, a opinião de sete conhecidos economistas académicos internacionais sobre o risco de uma nova era de estagflação. O resultado conjunto dessas análises é preocupante porque parece reflectir um consenso de que já nos encontramos em estagflação, i.e., um período em que, tal como nos anos 1970, a taxa de inflação é relativamente elevada, mas acompanhada por taxas de crescimento económico baixas e taxas de desemprego elevadas.

A história repete-se?

No primeiro desses artigos, Kenneth Rogoff argumenta que a taxa de inflação, ao contrário do que geralmente se julga, não é um tema tecnocrático, mecanicista, mas sobretudo um resultado de economia política. Ou seja, a tese de Rogoff é que a inflação resulta dos arranjos e decisões político-institucionais, por exemplo, de medidas de política económica tomadas pelos decisores políticos.

Rogoff argumenta que em várias dimensões o enquadramento macroeconómico e de políticas económicas da actualidade é similar ao dos anos 1970 comparando: o que Rogoff designa por derrota dos EUA no Afeganistão e no Vietname; o choque do proteccionismo e das cadeias de produção global da actualidade com o choque petrolífero de então; e a baixa taxa de crescimento da produtividade das duas eras.

Também analisa a actual situação sob o prisma dos choques na oferta e procura causados pela covid-19 e pelos efeitos da política orçamental e monetária de resposta a essa crise, sugerindo que uma repetição da estagflação dos anos 70 é um cenário plausível.

Taxas de juro de curto prazo próximas de 8%?

John Cochrane lembra que a conhecida (quase mítica) regra de Taylor sugere que a variação da taxa de juro óptima é de 1,5 vezes a variação da taxa de inflação.

Ora, a taxa de variação anual do índice de preços ao consumidor nos EUA esteve entre 5% e 5,4% entre Maio e Agosto, muito mais

elevada do que no passado recente. Se a Reserva Federal tivesse mandato único (que não tem o mandato da Fed atribuí, em teoria, igual preponderância à taxa de inflação e ao pleno emprego), e se a taxa de juro real fosse de 1%, essa taxa de inflação de curto prazo apontaria para uma taxa de juro de referência da Reserva Federal para empréstimos de um dia para outro (“overnight”) de quase 8%.

O argumento de Cochrane é que níveis de taxas de juro dessa ordem de grandeza ou superiores seriam insustentáveis, nomeadamente porque a dívida do Governo Federal dos EUA detida pelo público é tão elevada (-100% do PIB) que o Governo americano teria de se endividar para poder acomodar a despesa adicional com juros que a médio prazo passaria a ser de cerca de 8% do PIB em termos líquidos. Também o sector privado, sobreendividado, não aguentaria taxas de juro de curto prazo a esse nível. E se a Reserva Federal decidisse aumentar a taxa de juro de referência, o impacto também seria sentido nas economias do resto do mundo (ver abaixo).

Política monetária “gera” taxas de juro reais muito negativas

Note-se que a taxa de juro de referência da Reserva Federal se encontra num intervalo entre 0% e 0,25%. Assim, a taxa de juro real de curto prazo nos EUA é muito negativa (cerca de -5%). Ora tais níveis de taxa de juro reais, a manterem-se, representam um enorme estímulo da política monetária à actividade económica e, sobretudo, à especulação financeira, estímulo que no caso dos EUA e da União Europeia é acompanhado por programas orçamentais expansionistas de grande dimensão.

Cochrane parece defender que os bancos centrais devem ter a coragem para empreender a política monetária “difícil”, i.e., subir muito as taxas de juro de referência, que, segundo ele, é necessária no presente para evitar novo episódio de estagflação.

Note-se que Cochrane reconhece que se afigura improvável que os bancos centrais sejam capazes de subir as taxas de juro de referência a esses níveis, dados os constrangimentos que enfrentam (e.g., elevadas dívidas pública e privada).

Contudo, o artigo de Cochrane traz um dos muitos significativos riscos da

actualidade: que um ou mais bancos centrais principais resolva agir “*by the book*”, i.e., segundo as regras de política monetária, aplicando uma variante da regra de Taylor, ou seja, aumentando as taxas de juro de referência.

Note-se que, em particular, na zona euro, o *statu quo* como o conhecemos seria insustentável com taxas de juro de curto prazo de cerca de 8%, dados os elevados níveis de endividamento público, privado e externo em alguns Estados-membros.

Os mercados emergentes beneficiam dos mercados de expansão quantitativa, mas temem uma inflexão da política monetária dos EUA

Piroska Nagy-Mohacsi argumenta, num artigo originalmente publicado em Agosto de 2020, mas republicado neste dossier do Project Syndicate, que os programas de expansão quantitativa do mundo desenvolvido se traduziram em benefícios para os países em vias de desenvolvimento. Em particular, os bancos centrais de alguns desses países têm sido capazes de adoptar programas de expansão quantitativa para monetizar dívida em moeda doméstica, ao mesmo tempo que beneficiam de movimentos de capital financeiro que procuram taxas de juro mais elevadas do que no mundo desenvolvido, o que se tem traduzido numa redução das taxas de juro domésticas de países em vias de desenvolvimento.

Shang-Jin Wei, por outro lado, argumenta que as consequências da estagflação se sentirão mais profundamente nos países em

vias de desenvolvimento, em consequência da previsível alteração da política monetária da Reserva Federal que se avizinha i.e., taxas de juro de referência mais elevadas para combater a inflação. Por conseguinte, defende que os bancos centrais dos países em vias de desenvolvimento, para evitar crises cambiais, bancárias e de dívida soberana, devem começar já a preparar-se (leia-se, a aumentar as taxas de juro).

O regresso da estagflação?

Não obstante os importantes argumentos acima referidos, parecem não estar reunidas as condições para um novo período prolongado de estagflação, i.e., de estagnação económica acompanhada por elevadas taxas de inflação.

A razão primeira desta tese é que, seguindo a perspectiva de académicos como Luís Cabral e Richard Baldwin, afigura-se que a economia mundial nunca foi tão competitiva como na actualidade. A concorrência internacional crescente e inovações como o teletrabalho e inteligência artificial colocam o mercado de trabalho e o mercado de bens e serviços sob pressão. Parece, aliás, que as referências de CEO de empresas que observam taxas de inflação elevadas reflectem também o seu desejo de serem capazes de aumentar os preços dos seus bens e serviços, algo que parece difícil.

Segundo, com excepção dos mercados de energia que aparentemente enfrentam constrangimentos temporários, em numerosos mercados financeiros e de bens o risco parece continuar a ser de deflação. Por outro lado, a adopção generalizada de uma política monetária restritiva após a subida vertiginosa em numerosos índices bolsistas no último ano poderia resultar num colapso (“*crash*”) dos mercados financeiros, que tenderia a acentuar a pressão deflacionista.

Terceiro, embora a China esteja a empreender o que, na prática, é uma política económica restritiva, ao procurar “corrigir” os excessos do mercado imobiliário, esse efeito é contrabalançado pelas políticas expansionistas dos EUA e da UE, e a China dispõe de espaço orçamental para acomodar parcialmente os efeitos de uma recessão no imobiliário.

Quarto, afigura-se improvável que os bancos centrais independentes tenham a coragem para subir as taxas de juro se a taxa de inflação aumentar alguns pontos percentuais. Ou seja, a ser correcta esta tese, a taxa de juro real continuará negativa, estimulando a economia nos próximos anos.

Por último, os receios de estagflação parecem também estar associados ao facto de, pela primeira vez em muitos anos, se perspectivar uma dinâmica de crescimento económico que permita uma melhoria da taxa de crescimento dos salários nominais da generalidade da população. Seria lamentável que esta oportunidade de crescimento dos salários nominais fosse prematuramente abortada pelos receios, para já ainda infundados, de estagflação.

Professor de Economia do ISEG. Escreve à segunda-feira

“

Seguindo a perspectiva de académicos como Luís Cabral e Richard Baldwin, afigura-se que a economia mundial nunca foi tão competitiva como na actualidade

