

O grande teatro económico: a inflação regressa à atualidade e condiciona a *Reconstrução Económica*

Tal como um meteorologista quando se aproxima uma mudança do tempo, como um médico quando tem um paciente para curar, como um engenheiro que é convidado a projetar um novo mecanismo ou como um artista quando começa a pintar um quadro. É assim que os economistas se sentem. Após meses a seguir a esteira de epidemiologistas para tentar decifrar as implicações dos seus diagnósticos para o cenário económico, uma das nossas personagens favoritas reapareceu repentinamente como protagonista e gerou um debate acalorado. Refiro-me à inflação, que esteve ausente por muitos anos. Dependendo do seu comportamento e da forma como vamos reagir ao seu regresso, o resultado tão desejado da *Reconstrução Económica* será um ou outro. Passo a explicar.

A ausência da inflação durante este tempo é evidente quando olhamos para trás e observamos a trajetória que tem vindo a traçar nos últimos anos. Por exemplo, na Zona Euro tem avançado a um ritmo inferior a 1% anual desde 2014. Este tem sido o seu comportamento mais comum (para não dizer médio), sendo que em várias ocasiões a inflação congelou ou inclusivamente caiu enquanto a atividade económica continuava a desempenhar o seu papel. Por outro lado, nos 10 anos anteriores parecia que a inflação avançava com uma cadência mais elevada, com um ritmo superior a 2% anual, e sempre em linha com a atividade. Contudo, a falta de ligação que recentemente mostrou com a restante economia e que ainda nos confunde, não se limita apenas ao cenário europeu. A nível mundial parecia também que a história da inflação tinha chegado ao fim, culminando numa gradual mas sustentada perda de protagonismo no cenário económico internacional.

O reaparecimento da inflação foi abrupto. Na Zona Euro subiu para 0,9% em fevereiro após ter terminado em 2020 em -0,3%. Nos EUA também se aproximou de registos negativos no ano passado, rondando já atualmente os 1,5%. Existem vários fatores que explicam esta alteração de comportamento (aspectos técnicos, o impacto das alterações fiscais ou a normalização do preço do petróleo) e todos terão um papel semelhante: vão aumentar ainda mais o protagonismo da inflação nos próximos meses, visto que a irão elevar para cerca de 3% (na Zona Euro um pouco mais abaixo, nos EUA ligeiramente acima). Em qualquer caso, o apoio que lhe darão será temporário. Posteriormente serão retirados.

No entanto, a história da inflação vai prosseguir. Outros elementos ganharão protagonismo, alterarão completamente o cenário e irão ajudar a inflação a manter um papel de destaque, restando saber se será inclusivamente de protagonista. O título para a nova temporada é fácil de imaginar: *Reconstrução Económica*, e provavelmente seremos capazes de a ver mais cedo do que pensamos, espero. Nos principais países desenvolvidos, o ritmo de vacinações está a avançar positivamente, embora com diferenças entre eles e, o mais importante ainda, a vacina está a mostrar ser muito eficaz. Nos EUA existem já estados que reduziram significativamente as restrições, sendo que os indicadores de atividade sugerem uma melhoria do PIB de cerca de 2% em cadeia no 1T e com um

ritmo mais elevado no 2T, quando grande parte da população poderá estar imunizada. A Zona Euro continua em segundo lugar e terá que esperar até ao 2T para começar a reduzir as restrições à mobilidade e à atividade. Só então é que a atividade económica começará a ganhar velocidade.

Neste género de eventos em que a atividade entra em cena, a inflação costumava ganhar destaque mas a falta de harmonia que ambas mostraram nos últimos anos obrigar-nos-á a acompanhar atentamente o seu reencontro. Se a inflação reaparecer associada a pontos de estrangulamento ou a uma reativação mais forte que a esperada por parte da procura estagnada, isto poderá colocar em risco a política fiscal e a política monetária.

A política monetária desempenhou um papel aparentemente tranquilo nos últimos anos. Aquando da ausência de inflação, a política monetária desenvolveu um papel muito agressivo, manteve condições financeiras extraordinariamente permissivas e tornou-se num esteio da atividade económica. No entanto, o aumento das expectativas de inflação já observado nas cotações de vários indicadores financeiros e no aumento das taxas de juro a longo prazo têm colocado as principais autoridades monetárias em alerta. Fabio Panetta, membro da comissão executiva do BCE, deixou evidente que interpretam o aumento da inflação como um fenómeno temporário e que farão tudo o que for necessário para manterem as condições financeiras muito permissivas. Na Europa, onde a recuperação económica é ainda incipiente, é fundamental que assim seja. Em contrapartida, nos EUA, a Fed está a ser mais permissiva com as tensões das taxas de juro, mas poderá ter que enfrentar um papel difícil de interpretar. Uma restrição abrupta das condições financeiras poderia desacelerar a recuperação da atividade e desencadear episódios de turbulência nos mercados financeiros, pois as cotações baseiam-se na expectativa que as taxas de juro permanecerão muito baixas por um longo período. Em grande medida, esta expectativa foi alimentada pelo próprio desempenho da Fed nos últimos anos.

Do lado fiscal, existe um amplo consenso de que é melhor pecar por excesso de generosidade que por excesso de responsabilidade (o debate apresenta-se muitas vezes nestes termos, como se fossem posições antagónicas e com palavras repletas de preconceitos). No entanto, o regresso do protagonismo da inflação e a falta de previsibilidade do seu comportamento suscita preocupações de que o pacote fiscal do governo Biden, com uns expressivos 1,9 biliões de dólares, contribua para os riscos de sobreaquecimento da economia americana.

Enfim. Parece que a história da inflação vai continuar e que o grande teatro económico terá um dos seus principais e mais polémicos protagonistas. Espero que esta situação não nos obrigue a alterar completamente o guião. Para o evitar, temos que ser audazes nos próximos meses. Além de alertar para as alterações que se aproximam, devemos colocar em funcionamento os mecanismos adequados para que o paciente recupere de uma forma rápida e saudável. Como pode ver, na prática, sinto que a economia é mais uma arte do que uma ciência.