

## CRISE

# Mundo vive maior vaga de estímulos em 100 anos. O que pode acontecer?

Défice nas economias ricas foi o terceiro maior em tempo de paz. Mas em Portugal não entra para a história

JORGE NASCIMENTO  
RODRIGUES

A covid-19 provocou uma crise nas economias desenvolvidas como não havia memória desde os escombros da II Guerra Mundial. Os governos responderam com uma dimensão de estímulos orçamentais, sem ser para financiar guerras, que já não se registava desde a Grande Depressão do século passado. Foi o terceiro maior pacote nos últimos três séculos e meio em tempo de paz, segundo um estudo de Paul Schmelzing, investigador na Yale School of Management, nos Estados Unidos, que o Expresso divulga em exclusivo (ver gráfico).

O Produto Interno Bruto das economias avançadas caiu quase 5% no ano passado, mas podia ter sido bem pior, se os governos não se tivessem endividado, em termos líquidos, em mais de €8 biliões, nas contas da agência Standard & Poor's. E se os bancos centrais não tivessem assegurado a aquisição de uma parte dos títulos no mercado. Só a Reserva Federal dos EUA e o Banco Central Europeu compraram, no ano passado, perto de €2 biliões em dívida pública.

Mas o padrão internacional não se repetiu em Portugal, se aplicarmos a mesma metodologia do economista alemão, ainda que para uma série menos longa, cobrindo apenas os últimos 140 anos (ver gráfico). Na verdade, a resposta do Governo de António Costa a um colapso económico de 7,6% foi muito inferior, em termos relativos, ao esforço orçamental feito em 2009, quando a economia portuguesa caiu menos de metade do que no ano passado. E até em 2010, quando, com os sucessivos Programas de Estabilidade e Crescimento do Governo de José Sócrates, o défice em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) atingiu o maior nível de sempre, desde que há registro.

## Recorde com inflação à espreita

O próprio economista alemão tem dúvidas se devem deitar-se foguetes pelo terceiro maior défice em tempo de paz. "Eu direi que a resposta orçamental das economias desenvolvidas já está muito elevada. Os governos estão a gastar como se estivessem em tempo de guerra, e em relação à Grande Depressão a crise bancária e os níveis de desemprego nem se comparam", critica o economista, que alerta: "Pelo contrário, estamos a arriscar a geração de novas bolhas financeiras com dinheiro fresco." Ainda nas contas da S&P, as economias avançadas vão endividar-se em 2021 em mais €4,5 biliões. A previsão é que recuperem parte do rombo crescendo 4,3%. O que não chega para regressarem ao nível anterior à pandemia.

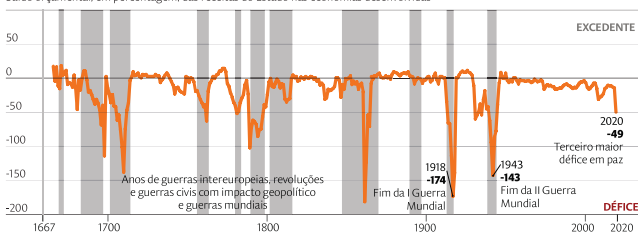
Mas, com tantos biliões lançados na economia, regressou o fantasma de um disparo da inflação, sobretudo nos EUA. Os economistas estão profundamente divididos sobre o andamento da inflação, e os investidores nos mercados da dívida já provocaram uma tempestade, com os juros a abandonarem os mínimos históricos. As expectativas dos investidores apontam para uma subida da inflação acima de 3%



João Leão foi poupado. Portugal estimulou menos do que na crise de há dez anos FOTO LUIS BARRA

## COVID-19 PROVOCOU TERCEIRO MAIOR DÉFICE EM TEMPO DE PAZ

Saldo orçamental, em percentagem, das receitas do Estado nas economias desenvolvidas



## EM 350 ANOS, OS DÉFICES DOMINARAM. OCUPARAM 65% DESTA LONGO PERÍODO

As economias desenvolvidas estiveram mergulhadas em guerras e crises financeiras durante mais de metade do tempo desde meados do século XVII e para financiá-las e estimular as retomas económicas registaram ciclos de défices, cujos picos Paul Schmelzing identificou

nos próximos 12 meses, segundo o *survey* publicado esta semana pelo Banco da Reserva Federal de Nova Iorque. Mas Kenneth Rogoff, o guru das crises, diz ao Expresso que as probabilidades dão para os dois lados: "Vivemos um período perigoso. Há ainda muita incerteza."

Refira-se que Schmelzing usa como medida de análise dos estímulos orçamentais o rácio entre o défice e as receitas públicas totais, em vez da relação entre o défice e o PIB que a Comissão Europeia e o Fundo Monetário Internacional usam. "É mais preciso para séries históricas longas, pois os dados das receitas são mais robustos

do que os do PIB", argumenta o economista alemão. No entanto, é preciso alguma cautela com as comparações históricas. "Não vejo os défices orçamentais gerados pela resposta à pandemia atual como sendo essencialmente o resultado de uma política ativa de expansão da procura, de tipo keynesiano", chama a atenção Miguel St. Aubyn, professor no ISEG em Lisboa. A realidade, diz por seu lado Luís Aguiar-Conraria, da Universidade do Minho, é "que vivemos uma crise em que muitas empresas estão proibidas de produzir e os consumidores impedidos de consumir. A função do Estado, nesta crise, é

essencialmente uma função de segurança social."

## A 'anomalia' portuguesa

Tenha João Leão sido o prudente e os restantes governantes dos países ricos uns manifestos despesistas, uma coisa é certa: há uma divergência gritante entre Portugal e as economias desenvolvidas no que respeita ao défice de 2020. O esforço orçamental feito no ano passado ficou-se pela média histórica em tempo de paz nos últimos 140 anos, que é de 17%. Fica atrás do peso dos estímulos injetados em 1976 e 2009. Pelo contrário, no conjunto das economias desen-

volvidas, o esforço orçamental no ano passado foi sete vezes superior à média histórica em tempo de paz (de 7,4%).

Contudo, sobre a 'anomalia' portuguesa, os economistas ouvidos pelo Expresso concordam que tem a ver com a estratégia orçamental contida seguida na resposta à crise gerada pelos confinamentos. "O nosso país, ao contrário de outros países do euro, apostou num modelo mais assente no diferimento de pagamentos do que em apoios diretos. Essa moderação não se justificou", refere nos Pedro Brinca, professor da School of Business and Economics da Universidade Nova de Lisboa. Sublinha que essa opção acarreta uma "desvantagem competitiva" das empresas portuguesas que sobreviverem em relação ao tecido económico de outros países do euro, nomeadamente da Alemanha e da França, que "por via dos apoios diretos terão encargos de capital muito menores". "Portugal não tem dado apoio suficiente a quem precisa. Como grande parte do apoio foi dado na forma de moratórias, o país tem estado a empurrar os problemas com a barriga", diz Conraria, que também é colunista do Expresso.

## Desconfiem de quem tiver certezas

Apesar de ter reticências sobre a bondade da dimensão do défice atingida em 2020, Schmelzing não considera que as expansões orçamentais registadas nas economias desenvolvidas — e que vão continuar em 2021 e 2022 com os pacotes da Administração Biden e com a "bazuca" da União Europeia — levem a um disparo da inflação: "A subida nos preços será temporária. As tendências estruturais para um nível baixo de inflação mantêm-se e voltarão ao de cima depois da covid: globalização, economia de partilha, envelhecimento populacional e aversão ao risco, mantendo a preferência por ativos seguros."

Pedro Brinca também considera que, "com base nas previsões para 2021, é difícil sustentar a ideia de que os estímulos orçamentais são excessivos e que levarão ao ressurgimento

## FRASES

**"Vivemos um período perigoso. Há enorme incerteza"**

Kenneth Rogoff  
Professor na Universidade de Harvard

**"Governos estão a gastar como se estivessem em guerra"**

Paul Schmelzing  
Investigador na Universidade de Yale

**"Portugal apostou mais no diferimento de pagamentos do que em apoios diretos"**

Pedro Brinca  
Professor na Universidade Nova

**"O investimento é necessário, e isso é mais evidente do que a perspetiva de sobreaquecimento da economia"**

Miguel St. Aubyn  
Professor no ISEG

**"Com grande parte do apoio em moratórias, pode ter-se empurrado os problemas com a barriga"**

Luís Aguiar-Conraria  
Professor na Universidade do Minho

da inflação de forma acentuada na União Europeia". Miguel St. Aubyn sublinha que, no caso de Portugal, "o investimento é necessário, e isso parece bem mais evidente do que a perspetiva de sobreaquecimento da economia".

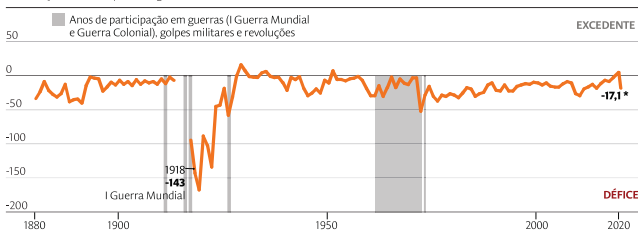
Kenneth Rogoff, da Universidade de Harvard, que acompanha o trabalho de investigação sobre séries históricas de Paul Schmelzing, prefere sublinhar a incerteza que domina os tempos atuais. "Há uma probabilidade de inflação, mas também há a possibilidade de, daqui a um ano, o crescimento económico desapeite e que regressem pressões deflacionistas. Vivemos um período perigoso", diz-nos o economista, que, com Carmen Reinhart, atualmente economista-chefe do Banco Mundial, conta a história mundial de 800 anos de crises económicas e financeiras, referindo que 2008 e 2009 não seriam diferentes.

Incerteza que é partilhada por Aguiar-Conraria: "As políticas económicas dos próximos anos serão tomadas num ambiente de grande incerteza. Desconfiem de quem tiver certezas." O risco é duplo, diz este académico. "Há vários anos que as políticas monetárias são ultraexpansionistas. É verdade que as tensões inflacionistas têm andado desaparecidas. Não faz sentido considerar que será assim para todo o sempre. Mas também há o risco do outro lado, de não se apoiar o suficiente", conclui.

economia@expresso.imprensa.pt

## MAIORES DÉFICES ORÇAMENTAIS EM PORTUGAL EM 140 ANOS

Saldo orçamental, em percentagem, das receitas do Estado



## APENAS EM 10 ANOS SE REGISTRARAM EXCEDENTES NAS CONTAS PÚBLICAS

Os orçamentos anuais em que houve ganhos contam-se pelos dedos das mãos. Em democracia só aconteceu uma vez, em 2019. A regra, nos vários regimes políticos, foi a do défice. Os maiores registaram-se no período da I Guerra Mundial e da pneumónica