

MEMÓRIAS
DA
ACADEMIA DAS CIÊNCIAS
DE
LISBOA

CLASSE DE LETRAS

TOMO XLV



ACADEMIA DAS CIÊNCIAS
DE LISBOA

LISBOA • 2024

MEMÓRIAS
DA
ACADEMIA DAS CIÊNCIAS
DE
LISBOA

O presente tomo das *Memórias da Academia das Ciências de Lisboa — Classe de Letras* reúne as comunicações apresentadas nas sessões académicas da Classe de Letras nos anos de 2016 e 2017.

Título: Memórias da Academia das Ciências de Lisboa
Classe de Letras
Tomo XLV

Edição: Academia das Ciências de Lisboa

Impressão: Gráfica 99

Data de impressão: 2024

ISSN: 0378-116X

Depósito legal: 61370/92

DOI: <https://doi.org/10.58164/c9wv-kv91>

O peculiar 1.º semestre de 2012

ANTÓNIO S. PINTO BARBOSA E LUÍS CATELA NUNES

1. A crise financeira internacional que se abateu sobre a economia mundial em 2007 e a reacção que, em várias economias, se lhe seguiu através da aplicação de políticas de austeridade deu uma singular oportunidade para um confronto entre duas grandes teses. Por um lado, surgiu a opinião de que as políticas de austeridade produziam essencialmente um efeito contraccionista nas economias onde eram aplicadas, fazendo cair o nível da actividade económica e ampliando o desemprego. Esta era, por assim dizer, a visão *keynesiana* da austeridade, com a implicação principal de que a sua aplicação era prejudicial e agravava os efeitos originais da recessão¹. Em contraponto surgia, porém, uma tese que apontava para os possíveis efeitos da confiança gerada nos agentes económicos, em particular nos investidores, em resultado da aplicação de pacotes “inteligentes” de austeridade. Esta era a visão *germânica* da austeridade.² Nesta opinião, uma terapêutica adequada de austeridade levaria os agentes económicos a acreditarem que a saúde da economia recuperaria a breve trecho, em resultado de um controlo apropriado exercido sobre os grandes desequilíbrios macroeconómicos. E esse impacto positivo nas expectativas dos agentes económicos traduzir-se-ia naturalmente, por via de subsequentes decisões ao nível da despesa agregada, num efeito expansionista benéfico para a economia.

2. Também Portugal não escapou a este debate em resultado sobretudo da aplicação do exigente programa de austeridade à nossa economia a partir de 2011, vulgarmente designado por programa da *troika*. E, também, no caso português,

¹ Veja-se, por exemplo, “Europe’s Keynesian Problem”, Krugman, P. *The Conscience of a Liberal*, 25/5/2013.

² Vários autores sublinharam a importância deste argumento, por exemplo, Giavazzi, F. e M. Pagano (1990), “Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries”, NBER Macroeconomics Annual 1990, Volume 5, pages 75-122 National Bureau of Economic Research, Inc., ou Alesina, A. e Ardagna, S. (2012) “The Design of Fiscal Adjustments”, NBER WP 18423

a interpretação dos efeitos do programa evidenciou, por vezes de forma vigorosa, o confronto entre estas duas grandes teses. Ora, é precisamente sobre este tema que nos propomos trazer hoje aqui uma breve reflexão. E começaremos por reconhecer que, no que toca à primeira tese, a visão *keynesiana*, afigura-se-nos existir abundante informação documental a demonstrar a presença de um significativo impacto contraccionista do programa de austeridade no caso português. Ninguém tem, por isso, seriamente questionado uma substancial deterioração nos habituais indicadores do nível de actividade económica e emprego na sequência da aplicação do programa. Já relativamente à segunda tese, a que admite a possibilidade de uma componente benéfica decorrente do eventual aumento de confiança, é mais parca e porventura controversa a informação disponível. Por isso nos pareceu de especial interesse cingirmos a nossa análise a esta área mais polémica. E, nesse sentido colocámo-nos, seguidamente, as duas seguintes questões: Primeira: terá a aplicação do programa da *troika* conseguido instilar confiança nos agentes económicos, em particular nos investidores? Segunda: no caso afirmativo, terá esse aumento de confiança contribuído subsequentemente e ainda que parcialmente, para expandir a economia? Rapidamente reconhecemos, porém, que esta importante segunda questão — a que liga os níveis de confiança às subsequentes decisões de investir e consumir — requereria um esforço de análise que ultrapassava manifestamente as limitações que defrontávamos. Por isso nos confinámos à primeira questão, na presunção de que ela retém, só por si, um significativo interesse.

3. Terá a aplicação do programa de austeridade em Portugal conseguido aumentar os níveis de confiança dos agentes económicos? A resposta a esta pergunta requer a identificação prévia de indicadores cujas variações possam, em alguma medida, sinalizar alterações no grau de confiança prevalecente nos agentes económicos. Perante algumas alternativas possíveis, optámos por utilizar um indicador muito frequentemente usado para esse efeito: a taxa de juro a dez anos da dívida pública portuguesa (abreviadamente, *yield* a dez anos). Esta taxa reflecte, é certo, a influência de várias componentes, nomeadamente a evolução esperada das futuras taxas de referência fixadas pelo Banco Central Europeu, mas também reflecte, em alguma medida, o prémio de risco associado ao funcionamento específico da economia do país. E, no que toca a este último aspecto,

pode considerar-se que ela representa, de certo modo, uma avaliação externa que o mercado internacional de capitais faz da saúde financeira e económica do país.

4. Perante a aplicação do programa da *troika*, como se comportou a taxa de juro a dez anos da nossa dívida soberana? O gráfico seguinte (Gráfico 1) apresenta a evolução desta taxa entre Janeiro de 2010 e Janeiro de 2013, estando assinalado, com uma linha vertical, o início formal do programa da *troika* em Maio de 2011. Com oscilações irregulares, a taxa de juro a 10 anos apresenta, no período considerado, uma nítida subida tendencial que se prolonga até 30 de Janeiro de 2012, altura em que atinge o valor máximo de 17.39 %. A partir daí, evidencia uma clara tendência de descida. A descida iniciada no início de Fevereiro de 2012, isto é, já em plena aplicação do programa de austeridade, permite alvitrar a possibilidade de ela ser devida à implementação do próprio programa. Ou seja, a evolução da execução deste programa poderá ter acabado por fortalecer, ao fim de algum lapso de tempo, a percepção, junto dos investidores internacionais, de que os desequilíbrios financeiros detectados começavam a ficar sob controlo.

Gráfico 1.

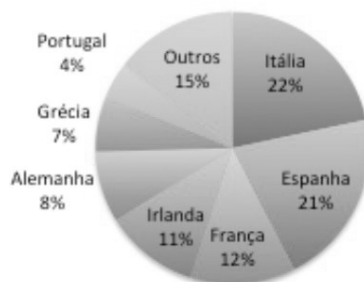


5. Uma dificuldade inerente a esta interpretação resulta, porém, do facto de as *yields*, para além da influência que as políticas empreendidas pelas autoridades nacionais exercem no prémio de risco do país, poderem reflectir igualmente os efeitos da intervenção do Banco Central Europeu. E esta intervenção não se circunscreve unicamente a eventuais alterações operadas na taxa de juro de referência. Na verdade, mesmo com taxas de referência inalteradas, o Banco Central pode influenciar também o prémio de risco do país, através de anúncios ou declarações que sinalizem a sua maior ou menor disponibilidade para, perante uma crise financeira aguda num estado membro da eurozona, acorrer em auxílio com o fornecimento de liquidez.

6. Ora, neste aspecto é possível destacar três relevantes intervenções do BCE. Em primeiro lugar, o anúncio, em 8 de Dezembro de 2011 (isto é, antes de as *yields* portuguesas terem atingido o máximo) da primeira LTRO (Long Term Refinancing Operation), operação que consistia na disponibilização de linhas de liquidez aos bancos em condições especialmente favoráveis. Seguidamente, em Fevereiro de 2012, o BCE anuncia uma nova injeção de liquidez do mesmo tipo LTRO, mas em maior valor. Finalmente, importa salientar, em Julho de 2012, a famosa afirmação de Mario Draghi *"I'll do whatever it takes to save the euro."*

7. A primeira LTRO consistiu numa injeção de cerca de 250 mil milhões de euros e a segunda atingiu 950 mil milhões. No conjunto, as duas operações totalizaram, assim, 1200 mil milhões de euros. O gráfico seguinte apresenta o modo como foi repartida a utilização desta liquidez pelos diferentes países.

LTRO 1200 bn €



Neste total, Portugal terá participado em cerca de 4%, ou seja, em cerca de 50 mil milhões, uma participação considerada relativamente diminuta³. Note-se que este tipo de intervenções tende, em princípio, a favorecer uma descida das *yields* das obrigações soberanas, por via da redução operada nos prémios de risco. No caso português, porém, e ao contrário da Espanha e Grécia, as *yields* a 10 anos continuaram a aumentar após a primeira injeção de liquidez até atingirem o seu máximo no fim de Janeiro de 2012 (ver quadro seguinte), o que sugere que as intervenções do BCE não foram o único elemento a influenciar as taxas da dívida pública. Outros factores, específicos de cada país, contribuíram igualmente para impactar no seu valor.

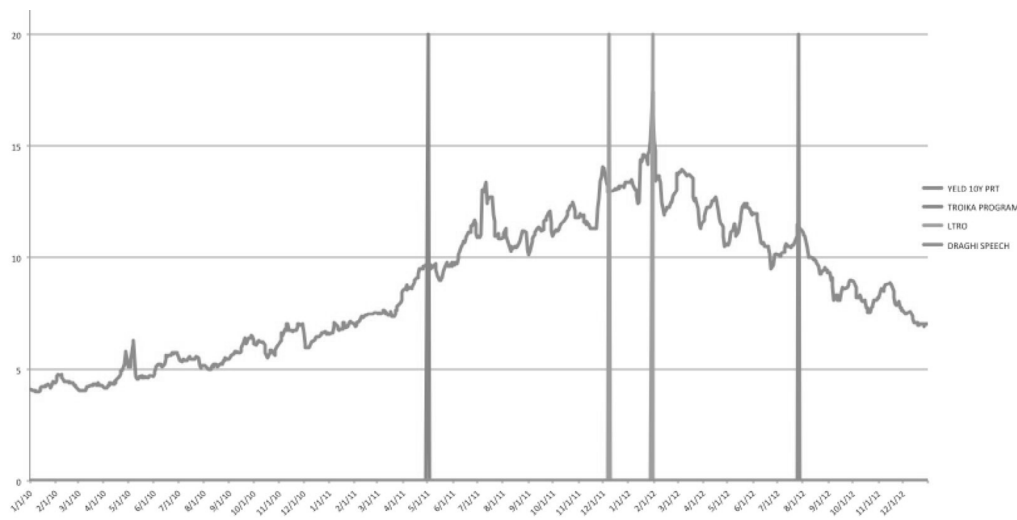
	10Y GOV BONDS Yield			
	ESPAÑA	PORTUGAL	GRECIA	IRLANDA
8/12/11	5.814	12.951	34.712	
30/1/2012	5.042	17.393	34.032	

8. A terceira intervenção relevante do BCE, neste período, consistiu na famosa declaração de Draghi “*I’ll do whatever it takes*”, proferida em 26 de Julho de 2012 e no paralelo anúncio da disposição, por parte do BCE, de efectuar as injeções de liquidez (Outright Monetary Transactions) eventualmente necessárias para dar suporte a essa declaração. Esta intervenção foi interpretada pelos mercados como a disposição de fornecer, se necessário, apoio ilimitado a membros da eurozona em crise aguda de liquidez, susceptível de pôr em causa a sobrevivência da união monetária. Seria o desempenho por parte do BCE, nessas circunstâncias, de uma função similar à de um banco central emprestador de último recurso (*lender of last resort*). A legalidade deste tipo de intervenção e a sua conformidade com os estatutos do BCE veio a ser questionada por vários quadrantes, mas o Tribunal de Justiça Europeu absteve-se de considerá-la fora do âmbito das suas atribuições.

³ O Financial Times referia, em 26 de Janeiro, a limitada participação de Portugal na primeira injeção: “Portugal is also the only peripheral eurozone bond market that has failed to rally since the European Central Bank announced plans to offer three-year loans to the eurozone’s banks on December 8, a move that averted a credit crunch”, FT — Alphaville 26/1/2012.

9. Quais os efeitos desta intervenção nas *yields* portuguesas? O gráfico seguinte (Gráfico 2), assinalando adicionalmente, com linhas verticais adicionais, as datas das duas operações LTRO e da declaração de Draghi.

Gráfico 2.



Como se vê, só a partir da segunda LTRO, as *yields* portuguesas iniciaram a sua descida do máximo atingido em fins de Janeiro de 2012. A esta descida certamente que não foi alheia a intervenção do BCE. Eichenbaum, Rebelo e Resende, na análise que fizeram da aplicação do programa da troika, afirmam:

*“Portuguese banks participated actively in both LTROs. Perhaps not coincidentally, Portuguese yields and spreads vis-a-vis Germany started to decline when the second LTRO was established. These facts suggest, but do not prove, that the LTRO programs played an important role in reducing the yield on Portuguese sovereign bonds and facilitating Portugal’s return to international capital markets.”*⁴

10. Já a subsequente declaração de Draghi, considerada por muitos como decisiva no restabelecimento da confiança nos mercados, não parece, no caso

⁴ IEO Background Paper, BP 02-05-2016, p. 44 e ss.

português, ter alterado significativamente a trajetória de descida das *yields* já anteriormente iniciada. Sobre este ponto também Eichenbaum, Rebelo e Resende se pronunciam, nos seguintes termos:

“The evidence regarding the impact of the Draghi speech and the announcement of the outright monetary transactions program is more ambiguous. The decline in yields on Portuguese bonds began well before the Draghi speech, and seems to have stalled by June 2012, but it resumed after the Draghi speech in July.”

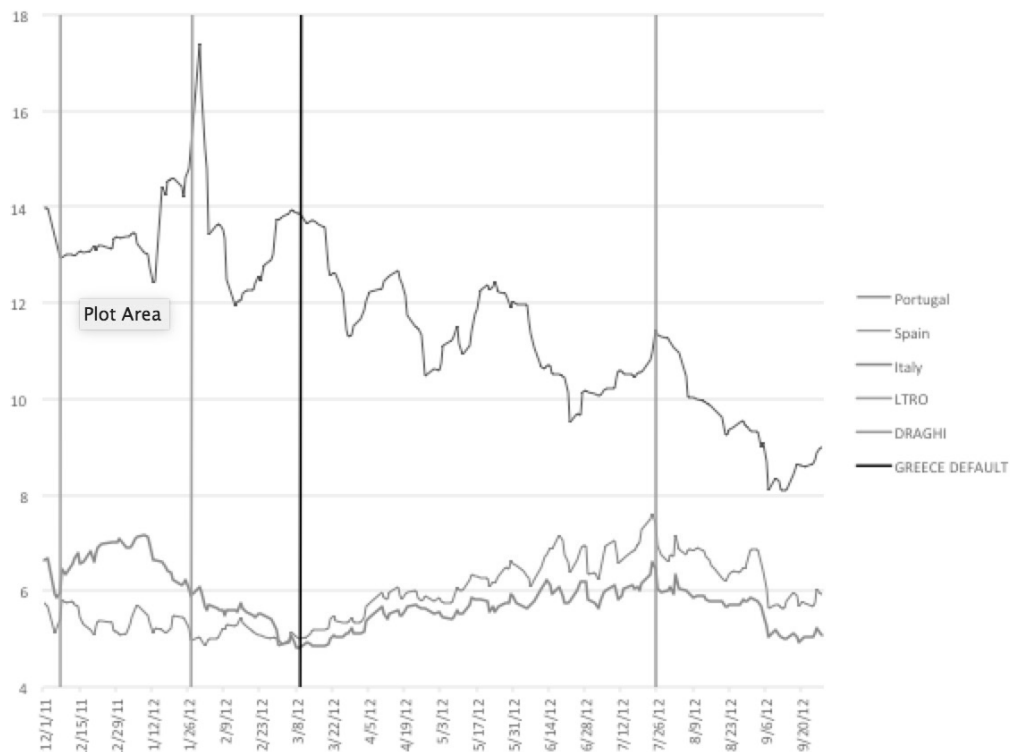
Claro que é possível argumentar que, perante a evolução da instabilidade na eurozona, os mercados poderiam de certo modo estar a antecipar alguma próxima intervenção mais drástica por parte do BCE no sentido de assegurar a sobrevivência da eurozona. Para usar expressões referidas na altura, poderiam estar à espera do uso iminente de uma “bazooka” ou mesmo de uma “bomba atômica”. Mas esse fenómeno de antecipação, a existir, teria espalhado os seus efeitos de acalmia por toda a eurozona, muito especialmente nos países periféricos onde a instabilidade era maior. E o que se observou nesse semestre que precedeu o discurso de Draghi?

11. O gráfico seguinte (Gráfico 2) acrescenta a evolução das *yields* de Espanha e da Itália, dois países onde a instabilidade nos mercados financeiros estava igualmente instalada, entre Dezembro de 2011 e Outubro de 2012, ou seja, retrata essencialmente o primeiro semestre de 2012.

A sua comparação com a evolução das *yields* portuguesas nesse período evidencia um contraste muito nítido. Na verdade, enquanto as *yields* portuguesas estão em claro declínio, conforme já se sublinhou, no caso espanhol e italiano as *yields* estão a subir (sobretudo a partir de Março, altura em que ocorreu uma reestruturação da dívida grega, também assinalada no gráfico) e só começam a descer a partir intervenção de Draghi em Julho⁵.

⁵ Houve, aliás, quem chegasse a alvitar que, não fora o caso de a instabilidade atingir também uma economia grande como a da Espanha, talvez o discurso de Draghi não tivesse chegado mesmo a acontecer.

Gráfico 3.



12. Ou seja, existiram factores adicionais, para além da intervenção do BCE, a explicar a diferença de comportamento das *yields* entre os países periféricos atingidos pela instabilidade. Esses factores têm necessariamente origem fora das causas com incidência comum e retratam, antes, circunstâncias específicas dos países. No caso português a interpretação que se nos afigura mais plausível é a de que os mercados financeiros passaram, a partir de determinada altura, a admitir que, ao contrário de outros casos, a situação económico-financeira do país e os desequilíbrios macroeconómicos subjacentes estavam em alguma medida a ficar sob controlo. Nesta interpretação, pois, a natureza específica das políticas de ajustamento conduzidas pelos diferentes países sujeitos ao escrutínio dos investidores financeiros na crise do euro terá constituído um factor relevante, a par de outros factores como o do papel do BCE, para explicar o comportamento idiosincrático das nossas *yields*. O primeiro semestre de 2012 teve, neste contexto, o singular mérito de pôr em evidencia uma discriminação de efeitos obtidos em economias sujeitas, todavia, a fortes influências comuns.

13. Nesta linha interpretativa, o programa de austeridade aplicado ao nosso país terá conseguido, para além dos efeitos *keynesianos* de sinal contrário que são generalizadamente reconhecidos, gerar paralelamente um ingrediente, esse menos reconhecido⁶, indispensável à retoma da economia: o aumento da confiança dos investidores, traduzido no declínio sustentado das *yields* portuguesas nos mercados financeiros. Nesse sentido se poderá dizer que o programa comportou, também, uma componente expansionista e, nessa medida, constituiu uma prova da coexistência possível, na realidade prática da macroeconomia, das duas teses sobre os efeitos da austeridade referidas no início. O primeiro semestre de 2012, pelo contraste que possibilitou evidenciar de efeitos díspares apesar de influências comuns, representou uma rara oportunidade de comprovar essa coexistência no caso português.

(COMUNICAÇÃO APRESENTADA À CLASSE DE LETRAS
NA SESSÃO DE 9 DE FEVEREIRO DE 2017)

⁶ Krugman, por exemplo, não reconhece este ponto: “I see these moves (the decline in interest spreads against Germany for troubled countries) as indicators of the effects of ECB policies — the LTRO program at the end of 2011, and the signaled willingness to buy sovereign debt beginning last summer. But they see it as proof that the confidence fairy has arrived”, Euro Delusions, 24/2/2013, P. Krugman, *The Conscience of a Liberal*.

* A presente comunicação não segue a grafia do Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa.