MEMÓRIAS
DA
ACADEMIA DAS CIÊNCIAS
DE
LISBOA

CLASSE DE LETRAS

TOMO XLVII

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 no ano de 2019.

Título: Memórias da Academia das Ciências de Lisboa
Classe de Letras
Tomo XLVII
Edição: Academia das Ciências de Lisboa
Impressão: Gráfica 99
Data de impressão: 2024
ISSN: 0378-116X
Depósito legal: 61370/92
DOI: https://doi.org/00000

"O Conselho das Finanças Públicas no contexto das finanças públicas portugueses desde o 25 de Abril", comentário à intervenção de Teodora Cardoso

António S. Pinto Barbosa

Nunca saberemos ao certo qual seria a saúde das nossas finanças públicas se não tivesse existido o CFP. Penso, porém, que esse contafactual não teria, com grande probabilidade, sido melhor. Isto porque a criação do Conselho e a sua posterior evolução (sob a orientação competente de Teodora Cardoso) terão ajudado de alguma forma a contribuir para o processo continuado de credibilização das nossas finanças na recuperação pós-crise financeira. E essa contribuição terá tido uma incidência particularmente valiosa numa fase inicial em que **pairavam ainda legítimos receios** sobre o grau de disciplina financeira a praticar pela nova configuração política nascida em 2015. Qualquer ajuda de credibilização neste período (junto dos mercados, da opinião informada, dos investidores financeiros), e a sua esperada repercussão na redução do prémio de risco soberano, por pequena que fosse, teria sempre um impacto amplificado dado o elevado nível de dívida pública existente (cada ponto base a menos significava uma poupança entre 20 e 25 milhões euros/ano nos juros a pagar).

Não me vou debruçar sobre o contexto histórico, examinado por Teodora Cardoso, que antecedeu a criação do CFP e no qual foram salientadas as fases mais marcantes da evolução macro depois do 25 de Abril, nomeadamente as crises de 76–78, de 83–84 e a mais recente. TC assinala aliás, oportunamente, alguns dos problemas e dificuldades mais significativos dessa evolução, pondo em relevo a dificuldade em se extraírem as necessárias lições de uns episódios para os outros, de forma a evitar uma injustificável repetição de erros.

Quando chegamos a 2012, nasce o CFP, criado na esteira de órgãos similares já existentes noutras economias avançadas.

O CFP e os *Fiscal Councils* são essencialmente criados para contrariar distorções significativas que surgem na gestão política das finanças públicas em democracia. Ou seja, para contrariar falhas típicas de Estado (*government failures*) de que o exemplo porventura mais relevante na área orçamental é o do enviesamento a favor do défice

(*deficit bias*). Como as despesas públicas permitem gerar popularidade enquanto os impostos geram dor, não surpreende que o incentivo a aumentar a sua diferença esteja invariavelmente na mira do aparelho político. E não surpreende, por isso mesmo, que os *Fiscal Councils* se deparem com a resistência do próprio aparelho político.

Julgo poder dizer-se que, quer na fase de lançamento do CFP quer mesmo posteriormente, se sentiu, no caso português, o sabor dessa resistência.

Teodora Cardoso assinala aspectos essenciais do funcionamento do CFP, nomeadamente a necessidade e importância da sua independência, da competência técnica, do acesso à informação estatística relevante e de como as barreiras ao acesso atempado a essa informação são uma forma de concretizar aquela resistência política tal como sucede, aliás, com uma insuficiente provisão de meios orçamentais ou com tentativas de interferir no processo delineado de nomeação ou recondução dos seus membros.

Movendo-nos do passado e presente e tentando agora antever o que de especial possa estar reservado para uma agenda futura do CFP, Teodora Cardoso põe em relevo a importância da implementação, por enquanto ainda não efectuada, da LEO, e dos benefícios que daí poderão advir. Nesse modo prospectivo, olhando para o horizonte futuro, gostaria de referir um ponto que, admito, possa vir a assumir acrescido relevo na evolução da generalidade das finanças públicas na EZ, com possíveis ramificações ou sequelas no papel dos *Fiscal Councils*:

Ambos têm que ver com o ambiente que vivemos de relativo esgotamento dos meios convencionais da política monetária.

Isso sucedeu, e sucede actualmente, na crise e no seu rescaldo, com a descida das taxas nominais de juro para níveis próximos de zero — o *Zero Lower Bound* — mas será um problema de maior gravidade se entroncar num fenómeno sustentado, não apenas conjuntural, de declínio tendencial das taxas de juro reais naturais ou de equilíbrio (equilibram investimento e poupança ao nível do pleno emprego), um fenómeno observado desde os anos 80 e associado ao conceito de *nova estagnação secular* (a antiga é a de Alvin Hansen, em 1938).

Na verdade, estudos com credibilidade (Kiley & Roberts, Monetary policy in a low interest rate world) apontam para um aumento, no futuro, da frequência dos episódios de ZLB, antevendo mesmo que em 30% do tempo estaremos sujeitos a esse constrangimento.

Sabemos que, com taxas nominais de juro próximas de zero e baixas expectativas de inflação é difícil praticar taxas reais de equilíbrio negativas.

Ora, neste contexto (e sobretudo antevendo taxas baixas por um período longo), a política orçamental de estabilização (*fiscal policy*) ganha um relevo especial: não só porque os multiplicadores orçamentais, na ausência de *crowding-out*, serão grandes, como também porque o financiamento de impulsos orçamentais com dívida pública ocorrerá a baixo custo. Ou seja, os impulsos orçamentais, como substitutos e complementos da política monetária de estabilização tornam-se, simultaneamente, mais eficazes e mais baratos e, portanto, mais sustentáveis.

Claro que na EZ será importante distinguir, neste contexto, os países que têm ou não espaço ou margem orçamental (*fiscal space),* nomeadamente pela posição da sua dívida. Caberá, sem dúvida, aos primeiros (Alemanha, Holanda, Áustria, Finlândia, Irlanda) a responsabilidade de aproveitarem as circunstâncias favoráveis e assumirem a *hegemonia benevolente,* tão necessária, segundo Kindelberger, à robustez de uma união monetária.

Que fique claro: não se trata aqui de defender uma união de transferências redistributivas do centro para a periferia, mas apenas a de praticar a política de estabilização adequada nas circunstâncias e que, por isso, começaria por beneficiar, em primeira mão, também o próprio centro.

Um ponto, sem dúvida, delicado é o de que a possibilidade de um estímulo orçamental nas circunstâncias actuais estará aparentemente acessível mesmo a países com limitado espaço fiscal (mas com g>r e saldos primários).

É interessante, a este propósito, referir os estudos recentes que, por exemplo, estimam para Portugal, em 2019, a possibilidade de um impulso orçamental adicional (uma margem) na ordem dos 4.3% do PIB, manter estável, mesmo assim, o rácio Dívida/PIB.

(Esta estimativa baseia-se no superavit primário actual na ordem dos 2.9% do PIB e um *snowball effect* de -1.4%, por sua vez resultante de uma diferença r-g = -1.2%, B/Y= 120%, De Grauwe e Ji Fiscal Policy in booms and busts, 2019).

Aqui surge naturalmente a preocupação com o **apetite político gerado por esta folga**. Onde deverá ser aplicada? Na redução mais rápida da dívida? Na moderação da tributação? Na melhoria dos serviços públicos? E a preocupação decorre dos riscos que impendem sobre a evolução desta situação actualmente favorável: riscos de desaceleração do crescimento, ou de crise na EZ ou na economia mundial com uma subida diferenciada dos spreads nos periféricos.

Ou seja, aquela estimativa baseia-se em valores centrais que têm associada uma considerável variabilidade ou risco, sobretudo pela posição elevada de

dívida que temos. Contaremos, por isso, aqui, com o CFP na continuação de um apertado escrutínio e atenta vigilância sobre a evolução desta situação.

Um outro ponto que poderia mencionar respeita igualmente ao contexto prolongado de baixas taxas de juro, mas será, em certo sentido, mais remoto.

Refere-se à possibilidade de surgir no horizonte uma nova recessão grave e do papel que, nessas circunstâncias, deverá caber à *fiscal policy*, continuando a política monetária constrangida, como agora, pela inoperacionalidade das taxas de juro como mecanismo de transmissão.

Nesse contexto de obstrução nas artérias coronárias de um sistema bancário em convalescença ou de um incipiente mercado de capitais não será descabido considerar a eventualidade de um *bypass* com recurso à entrada directa de liquidez no sistema, *(cash balance mechanics,* em substituição do convencional *interest rate mechanics*), sugestão de há muito avançada por Pigou (Cambridge/Walrasian) e mais recentemente sugerida por proeminentes figuras da macroeconomia (Bernanke-*Money Financed Fiscal Program*, Fischer-*Standing Emergency Fiscal Facility*)? Consistiria, essencialmente, num impulso orçamental expansionista financiado por uma injeccção permanente de moeda (*helicopter money*).

Mas essa terapêutica radical, própria de um cenário extremo,l evantaria grandes interrogações: surgiria certamente nova oposição germânica, com o risco de esta vir a cometer possivelmente um segundo erro de avaliação, tal como já sucedeu na recessão passada.

E, na hipótese favorável de ser ultrapassada essa oposição, como felizmente aconteceu em Julho de 2012, como salvaguardar a independência do banco central num cenário de inevitável e problemática osmose entre política orçamental e monetária.

Nessas circunstâncias excepcionais, poderia vir a caber especial tarefa aos *Fiscal Councils*, opinando judiciosamente sobre os procedimentos a adoptar perante a tenue linha de separação entre política monetária e orçamental: como coordenar e articular as duas, de forma a limitar as previsíveis distorções políticas?

É uma eventualidade que se espera seja remota, mas é tema sobre o qual poderá interessar iniciar, em tempo útil, um debate de modo preventivo.

(Comunicação apresentada à classe de letras
na sessão de 24 de outubro de 2019)

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