

CRISE



Kenneth Rogoff Professor de Economia na Universidade de Harvard, EUA

“O risco de crise de dívida em Portugal é muito baixo”

Textos **JORGE NASCIMENTO RODRIGUES**

A possibilidade de a economia portuguesa voltar a sofrer uma crise de dívida como entre 2011 e 2013 é muito baixa, diz o guru norte-americano das crises que há uma década atrás defendeu uma reestruturação da dívida portuguesa e dos periféricos. Agora, em entrevista ao Expresso realizada por correio eletrónico, acha que não é necessária uma redução de dívida. Mas se o controlo da pandemia da covid-19 demorar, a recuperação em países como Portugal, muito dependente do turismo e com alto nível de endividamento, vai demorar muito mais e vai exigir muito mais ajuda financeira. O académico norte-americano quer que o Banco Central Europeu aplique taxas ainda mais negativas e que aceite transformar as obrigações do Tesouro (como as portuguesas) que tem em carteira em dívida perpétua.

■ **O disparo do endividamento público em Portugal e nos periféricos do euro, devido à resposta à pandemia, vai levar a uma nova crise da dívida na zona euro?**

■ Não no curto prazo. O risco para Portugal e para os outros é atualmente muito baixo. Mas quanto mais tempo for preciso para resolver a covid-19, mais os problemas económicos, políticos e sociais na Europa se vão tornar difíceis de gerir.

■ **Mas para superar esta crise, Portugal com o terceiro mais alto nível de dívida no PIB na zona euro e uma economia**

com forte dependência do turismo vai precisar de mais tempo e milhões de euros para recuperar?

■ Sim, infelizmente. Vivemos uma conjuntura muito crítica para o projeto europeu. Em que os países do Norte têm de apoiar os do Sul. Quero recordar que, aquando da crise financeira passada, eu defendi, com vigor e por diversas vezes, que deveria haver uma redução na dívida dos países periféricos, como era o caso de Portugal. A Alemanha, França e os outros países do Norte da zona euro deveriam pagá-la, aliás para segurarem os seus próprios bancos.

■ **Isso foi um erro capital que levou a uma recaída em crise entre 2011 e 2013?**

■ Não terem feito essa redução de dívida foi o maior erro que a Europa cometeu durante a crise financeira. Se

o tivessem feito, isso teria levado a uma recuperação muito mais rápida e forte.

■ **E agora?**

■ Desta vez, não é necessária uma reestruturação de dívida como defendi então. Os mercados esperam que haja uma crescente partilha do esforço orçamental europeu. A dependência do turismo por parte dos países periféricos, como Portugal, exige uma ajuda financeira de médio prazo enquanto as economias estiverem a recuperar. Algum dia haverá um choque que vai afetar fortemente o conjunto do sector industrial da zona euro, e os periféricos poderão, então, retribuir o favor.

■ **O Fundo Europeu de Recuperação para 2021 a 2023 e o novo quadro financeiro plurianual da Comissão Europeia até 2027, com um envelope global de mais de €1,8 biliões, não é suficiente?**

■ Ajuda, mas dificilmente é suficiente até que a pandemia esteja sob controlo.

■ **Teme que as regras da austeridade para os periféricos regressem, nomeadamente logo que a chanceler alemã Merkel saia de cena?**

■ No curto prazo, independentemente do que aconteça em Berlim, haverá seguramente mais ajuda. Pelo menos enquanto as taxas de juro se mantiverem em mínimos históricos — muito abaixo do que estavam uma década atrás, e até muito inferiores ao que os mercados e os decisores esperavam. A longo prazo, para que haja uma mudança sustentável na zona euro, é necessária mais integração política e orçamental.

■ **E se isso não acontecer?**

■ Quando as taxas de juro reais globais subirem, como acontecerá seguramente algum dia, o atual sistema da zona euro é simplesmente demasiado instável.

■ **A política de estímulos do Banco Central Europeu (BCE), que tem permitido aos governos dos periféricos endividarem-se com juros muito baixos ou mesmo negativos em vários prazos, é suficiente? Ou vão ser necessários novos resgates?**

■ Eu defendo fortemente um caminho para uma política mais eficaz de taxas do banco central ainda mais negativas, sobretudo se a Europa estiver longe da recuperação daqui a dois anos.

■ **Ele já aplica taxas muito negativas na remuneração dos depósitos excedentá-**

rios da banca da zona euro, o que tem gerado muita crítica...

■ Tem-se escrito muita coisa sem sentido sobre esse assunto. As investigações sérias feitas sobre as taxas negativas sugerem que, quando feito corretamente, isso pode ser tão eficaz quanto os cortes normais das taxas diretoras do banco central. Se o crescimento for muito fraco daqui a dois anos, e a política monetária existente ficar paralisada, então os bancos centrais — e os governos — terão de pensar a sério nisto.

■ **E isso significa o quê?**

■ No mínimo, exige pensar em desencorajar o comportamento dos fundos de pensões, das seguradoras e das instituições financeiras. A altura para começar a estudar seriamente o assunto é agora — e não apenas preocuparem-se em responder aos lóbis do sector financeiro. As principais ideias já as escrevi no meu livro de 2016, “The Curse of Cash” (“A Maldição do Dinheiro”). Para os mais interessados sobre o tópico, vou publicar com Andrew Lilley, no livro “Strategies for Monetary Policy” (“Estratégias para a política monetária”) a sair na editora da Hoover Institution, um artigo precisamente intitulado “The case for implementing effective negative interest rate policy” (“Em defesa da implementação de uma política efetiva de taxa de juros negativa”). Nesse artigo, distinguimos entre o que tem sido feito na Europa e no Japão, com uma política de taxas negativas ainda muito limitada, e uma implementação sem restrições que defendemos.

“
DESTA VEZ NÃO É NECESSÁRIA UMA REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDA PÚBLICA COMO DEFENDI NA CRISE DA ZONA EURO
”

“
QUANDO AS TAXAS DE JURO SUBIREM, COMO ACONTECERÁ UM DIA, O ATUAL SISTEMA DA ZONA EURO É DEMASIADO INSTÁVEL
”



onde a Reserva Federal efetivamente garantiu grandes parcelas do crédito privado e municipal.

■ Essa resposta global tem funcionado?

■ Até agora, as políticas macroeconômicas têm funcionado. E provavelmente vão ter de continuar por muito mais tempo. Mas a estratégia que está subjacente baseia-se em larga medida na hipótese da pandemia ser controlada rapidamente. Mas se uma vacina vai demorar dois anos em vez de um só a surgir?

■ O que pode acontecer?

■ A confiança dos agentes econômicos evapora-se. As taxas de juro podem começar a subir em alguns países — o que, aliás, já está a acontecer nos mercados emergentes. É por isso que é absolutamente imperativo colocar o vírus sob controlo. Os EUA, nesse campo, até agora, falharam completamente.

■ Com a dívida mundial em níveis recorde, o que podemos esperar?

■ Bom, enquanto as taxas de juro estiverem tão baixas, as dívidas nas economias desenvolvidas vão continuar a disparar. Recordemos que, nos EUA e na Alemanha, duas dívidas de referência, aquelas taxas estavam muitos pontos percentuais acima há uma década. Elas caíram muito mais do que os bancos centrais e os economistas esperavam.

■ Esse ambiente vai continuar?

■ Os analistas que fazem analogias com a crise de 2008, e pensam que as taxas de juro só podem seguir em queda, podem vir a revelar-se redondamente errados.

■ Porquê?

■ Desta vez é diferente. No curto prazo, o choque pelo lado da procura foi ainda maior do que o choque na oferta. E é por isso que as taxas de juro caíram. Mas, no longo prazo, sobretudo se os governos continuarem a estimular a procura sem conseguirem controlar a pandemia, aquela situação pode reverter. Grandes parcelas do *stock* de capital provavelmente vão valer muito menos no final desta crise. Será que as empresas vão regressar aos níveis de atividade anteriores? O teletrabalho é uma inovação positiva que ganhou dimensão, mas vai levar ainda algum tempo e exige muito investimento até atingir um novo equilíbrio.

■ O recuo na globalização pode agravar esse risco?

■ Há uma forte hipótese de que a tendência de queda das taxas de juro e da inflação tenha muito a ver com a ascensão da China na cena mundial nas últimas décadas. Se houver uma reversão parcial da globalização, isso vai obviamente afetar a situação.

■ Em que sentido?

■ Certamente não é difícil imaginar um regresso da inflação se a oferta plena for atingida e os governos continuarem a estimular a procura. Os bancos centrais, nesse caso, vão ficar muito relutantes em aumentar as taxas diretoras, com medo de piorarem a situação. Mas se houver uma pressão para a subida das taxas, isso pode afetar a sustentabilidade de altos níveis de vida, especialmente para o caso de países, como os EUA, que têm um prazo médio relativamente curto na dívida pública.

■ Um dos traços surpreendentes desta crise é a desconexão entre a euforia nos mercados financeiros e a economia real em colapso. Como isto é possível?

■ Ninguém sabe ao certo o porquê. Mas há um conjunto de fatores que podemos referir. Um primeiro é o nível tão baixo das taxas de juro, o que torna as obrigações menos atraentes que outras aplicações. Além disso, os bancos centrais ‘socializaram’ uma grande parte da dívida privada e dos municípios nos EUA e da dívida pública nacional na Europa. A pandemia, também, está a afetar mais seriamente as PME, que não têm os bolsos cheios para sobreviverem à recessão. Por isso, as cotações das grandes empresas em bolsa sobem, mas isso não augura necessariamente nada de bom para o crescimento da economia.

economia@expresso.imprensa.pt

Esta crise é mesmo diferente das anteriores

É a maior recessão desde a Segunda Guerra Mundial, mas as suas causas não foram nem os desajustamentos no capitalismo nem as loucuras financeiras

“Desta vez, esta crise é mesmo diferente”, sublinha-nos Kenneth Rogoff. “Excluindo as guerras mundiais, o mundo nunca foi afetado por um choque com a magnitude da crise que está a ser provocada pela covid-19, desde a pandemia da gripe espanhola de 1918 a 1920”, refere o académico da Universidade de Harvard, em Boston, nos Estados Unidos.

O profundo choque que está a abalar 2020 não foi provocado nem por uma crise financeira nem por uma profunda recessão económica gerada por causas internas ao capitalismo, como aconteceu nas 10 grandes crises do capitalismo moderno desde 1800 que Rogoff estudou em detalhe. Com Carmen Reinhart, também de Harvard, publicou durante a última recessão mundial, em 2009, um livro de 500 páginas onde analisou não só as crises do capitalismo moderno como as suas antecessoras desde as crises de dívida pública nos séculos XIV a XVII na Europa, entre elas as bancarrotas portuguesas desde 1560. O livro intitulava-se ironicamente “This Time Is Different” (“Desta Vez É Diferente”, na tradução portuguesa publicada pela

Esta crise é claramente pior do que a iniciada em 2008, mas ainda não tão severa como a Grande Depressão iniciada em 1929

Actual Editora em 2013), criticando “a síndrome do desta vez é diferente”. Este síndrome recorrentemente afeta os economistas e os políticos sempre que surge uma crise, o que os leva a julgar que as novas crises conseguem escapar ao padrão histórico das contradições internas do capitalismo desde a Revolução Industrial ou da “loucura financeira” (que é muito mais antiga do que o capitalismo moderno).

Uma causa que vem de fora

Só que, desta vez, o abalo é diferente do padrão histórico. Esta recessão de 2020 deriva dos impactos devastadores de uma pandemia que gerou uma crise aguda do sistema de saúde e obrigou a medidas políticas de confinamento que paralisaram as economias nacionais e as cadeias globais do comércio internacional e de mobilidade dos cidadãos. E, neste aspeto, distingue-se também, do abalo provocado pela pneumónica, incorretamente batizada de gripe espanhola, que poderá ter ceifado 100 milhões de vidas no mundo em 1918 e 1919. Em Portugal, dependendo das estimativas, terão morrido entre 59 mil a 135 mil pessoas naquele período e a economia afundou-se 27% em 1918. O PIB levaria cinco anos a regressar ao nível de antes da pandemia.

Atualmente, os governos responderam à epidemia com medidas sem paralelo na história, que já custaram, em termos de políticas orça-

mental e monetária, mais de €15 biliões, cerca de 20% do PIB mundial. “O mundo é hoje muito mais rico do que há um século, criando espaço para opções de políticas que, simplesmente, não existiam”, interroga-se Rogoff. A crise atual ainda está em curso, pelo que “a severidade do seu impacto final depende da rapidez com que se consiga ter um tratamento barato e eficaz, ou uma vacina, ou, de preferência, ambas as coisas”, diz Rogoff, que evita, por ora, situar esta crise na galeria das grandes crises que estudou com Carmen Reinhart, que, desde maio, é economista-chefe do Banco Mundial. Rogoff considera, no entanto, que “esta crise é claramente pior do que a iniciada em 2008, mas ainda não tão severa como a Grande Depressão iniciada em 1929”.

O risco desta crise se transformar numa grande depressão mundial vai depender, em larga medida, novamente, da China e do ‘canal’ de contágio da sua recuperação para o resto das economias emergentes e em desenvolvimento. O peso no PIB mundial do grupo destas economias é hoje de 41%. Se ajustado em termos de paridade de poder de compra, vale 60%, sublinha Rogoff. Depois da crise de 2008 e 2009, a recuperação económica à escala mundial foi rápida, com a exceção notória da Europa, que sofreu uma recaída em recessão entre 2011 e 2013 devido à crise das dívidas dos periféricos (entre eles Portugal). O ritmo de crescimento da China e o preço elevado das matérias-primas permitiram, então, às economias emergentes mostrar resiliência.

Papel da China é decisivo

Não está dado como adquirido que o mesmo suceda desta vez, apesar da China ter iniciado a retoma económica já no segundo trimestre do ano.

Vários fatores globalmente afetam a retoma: a guerra fria entre Washington e Pequim não dá sinais de recuo, a queda de preços desde início do ano de mais de 17% nas matérias-primas (com exceção nos metais preciosos e em algumas exportações alimentares), o risco crescente de bancarrotas em economias pobres e emergentes, e as dificuldades de reanimação do comércio internacional (com o índice Baltic Dry a cair, de novo, a partir de julho). Se o comércio mundial fechar com uma queda anual de dois dígitos, será o pior ano para a globalização desde a Grande Depressão.

“Tudo indica que estamos a caminho de um recuo na globalização”, admite o professor de Harvard, que não espera do resultado das eleições presidenciais em novembro nos Estados Unidos uma mudança radical. “Em Washington, uma das poucas coisas em que a extrema direita e a extrema esquerda concordam é na necessidade de uma posição mais ativa em relação à China, e esta não vai ficar parada à espera de ser esmagada pelos EUA”, adianta Rogoff. “Uma vitória do Partido Democrático nas eleições eliminará, sem dúvida, o terrível ruído aleatório da política externa dos Estados Unidos e quase certamente será uma grande melhoria. Mas mesmo que haja uma tal mudança no tom em relação à China, não se espere uma mudança radical na política”, conclui o académico.

FOTO DAVID L. RYAN/THE BOSTON GLOBE VIA GETTY IMAGES

■ O BCE é cada vez mais o maior credor oficial de Portugal e dos periféricos. Esses títulos que tem em carteira devem ser transformados em dívida perpétua, como defendem alguns economistas europeus?

■ Não é necessariamente uma má ideia. Mas, quanto a mim, isso não é política monetária, mas é do foro da política orçamental. Essa seria exatamente uma daquelas decisões dos governos europeus que ajudaria imenso se fosse tomada.

■ Acha que a recuperação económica na zona euro vai ser mesmo em ‘V’ como muita gente nos mercados espera, depois de um colapso histórico do PIB no primeiro semestre?

■ Haverá uma expansão, mas longe do que é necessário para uma recuperação, o que, a meu ver, vai demorar vários anos mais.

■ E à escala global?

■ Dois anos para a retoma seria ótimo, mas parece-me pouco provável. Cinco anos de retoma é a média depois da Segunda Guerra Mundial. Mas não sei como vai ser agora.

■ Se não tivesse havido uma resposta massiva com estímulos financeiros dos bancos centrais e dos governos na ordem de 15% do PIB mundial, qual teria sido a dimensão desta crise?

■ Os pacotes orçamentais provavelmente serão melhor classificados como ajuda de socorro a uma situação de catástrofe, do que estímulos no sentido em que costumamos usar. E foram muito importantes e úteis, sem dúvida. Nesta ocasião, ficou claro qual é o benefício de ter uma boa posição orçamental: é precisamente a de poder reagir, muito agressivamente, em situações extremas como esta gerada pela covid-19. Na terminologia do xadrez, os défices orçamentais são um tipo de movimento forçado. [Os campeões de xadrez, como Rogoff na juventude, considerado nos anos 60 e 70 como um prodígio, tendem a calcular antecipadamente, com muita rapidez, este tipo de movimentos que obrigam o outro jogador a um número muito limitado de respostas.]

■ E quanto à política monetária ultra-expansionista?

■ Direi que muito do que os bancos centrais fizeram nesta crise será provavelmente melhor descrito como política orçamental do que monetária, por mais estranho que pareça. Especialmente, no caso dos Estados Unidos,

“EU DEFENDO TAXAS DO BCE AINDA MAIS NEGATIVAS, SOBRETUDO SE A EUROPA ESTIVER LONGE DA RECUPERAÇÃO”