

INTERVENÇÃO
SESSÃO DE LANÇAMENTO DO
GLOSSÁRIO DE TERMOS DAS FINANÇAS PÚBLICAS
Palácio Galveias, 09 de setembro de 2024

António Mendonça
Bastonário da Ordem dos Economistas

Começo por apresentar as minhas saudações a todos os presentes.

Uma saudação especial à Senhora Presidente do Conselho das Finanças Públicas (CFP), a quem agradeço o honroso convite para participar nesta apresentação do “Glossário de Termos das Finanças Públicas”.

Uma saudação particular ao Senhor Presidente do Tribunal de Contas, Dr. José Tavares, meu colega de Painel e Presidente de uma instituição de referência no plano das finanças públicas que, por certo, será também beneficiária e utilizadora deste novo instrumento.

Saudações particulares, igualmente, a todos os representantes de instituições aqui presentes e que foram mencionados na intervenção inicial da Senhora Presidente do CFP.

Quero, em primeiro lugar, aproveitar esta oportunidade para elogiar e agradecer o trabalho que o CFP tem realizado em benefício da transparência e credibilidade das finanças públicas portuguesas, desde a sua criação em maio de 2011.

Sem qualquer dúvida que o CFP, num relativo curto espaço de tempo (uma dúzia de anos) se tornou numa instituição incontornável para a discussão das finanças públicas em Portugal, através da produção de análises e relatórios de elevada craveira técnica – ou através da “simples” disponibilização de informação relevante - e, acima de tudo,

projetando uma imagem de independência que se tem aprofundado, independentemente do contexto político mais geral que se tem afirmado no País.

Acresce o contributo que tem dado — agora reforçado através do *Glossário de Termos das Finanças Públicas*, que hoje nos mobiliza —, para a produção de transparência no quadro da gestão das finanças públicas. Algo que, por tradição, opção deliberada ou simples facilitismo, nem sempre acontece e que, o CFP tem procurado contrariar com a sua intervenção, nos mais diferentes espaços — uma intervenção que as próprias instituições europeias e internacionais reconhecem.

Não tenho dúvida de que o objetivo principal do CFP, de reforçar credibilidade das políticas orçamentais em Portugal, através de uma monitorização rigorosa e independente da execução orçamental e da sustentabilidade das finanças públicas, foi plenamente atingido, contribuindo decisivamente para restaurar a confiança dos mercados e das instituições internacionais na capacidade do país para gerir as suas finanças públicas. Isto, independentemente de uma maior ou menor sintonia pessoal, com as opções de política orçamental que foram sendo adotadas, desde que o País foi sujeito à intervenção externa.

Permitam-me que invoque a minha condição de Professor de Economia para salientar a importância de uma instituição com as características do CFP.

Como é sabido, as finanças públicas, ocupam um espaço importante no ensino, na reflexão e na investigação nas matérias económicas. Quer no plano teórico, quer nos aspetos mais técnicos, quer, ainda, no plano da produção e pesquisa de informação. Por outro lado, a temática tem adquirido uma dimensão cada vez mais relevante, não apenas a nível do seu “core”, mas também em praticamente todos os domínios do fenómeno económico, em particular, no plano da relação dos poderes públicos com os diversos agentes económicos.

A existência de uma instituição que tem como preocupação central a produção de informação e análise técnica independente constitui uma referência para o trabalho

académico em todas as suas vertentes. E que o Glossário de Termos das Finanças Públicas só vem reforçar, na medida em que compila cerca de 430 referências de termos, que são normalmente utilizados na formação básica, na formação desenvolvida, na investigação ou na produção de análises. Todos nós sentimos, por vezes, a necessidade de relembrar ou precisar um conceito, uma definição, ou um simples termo e isso, agora, fica extremamente facilitado com o recurso ao Glossário, particularmente, no caso da possibilidade de recorrer à versão em inglês.

Estou certo de que o Glossário vai passar a ser uma referência obrigatória nos programas das diferentes disciplinas — e não apenas nas matérias relacionadas com a macroeconomia ou as finanças públicas — e de consulta regular por parte de todos os intervenientes nos diversos programas académicos.

Permitam-me também que, por acréscimo, invoque a minha condição de Bastonário da Ordem dos Economistas, para — sem desprimor para os demais profissionais — elogiar os colegas Economistas que têm contribuído para a produção do trabalho de referência do CFP. E, também, para estimulá-los a preocuparem-se com o estado e o desenvolvimento da economia portuguesa, privilegiando a isenção e a independência, como têm feito até aqui, tendo como referência o próprio interesse público.

Vivemos um contexto complexo e imprevisível, no plano europeu e internacional, com repercussões fortíssimas na economia nacional a que não poderemos fugir. E, cada vez mais, o papel dos Economistas é decisivo, em todas as esferas da atividade económica, particularmente no que respeita à intervenção do Estado.

Não apenas no plano técnico, contribuindo para a eficiência das decisões, mas também na simples produção de bom senso, no plano da decisão política. Produção de bom senso que se sobreponha a uma discussão fundamentalmente ideológica, superficial e de curto prazo que, em vez de contribuir para resolver os problemas, apenas acentua as distorções estruturais que comprometem as opções a mais longo prazo.

O lançamento do *Glossário de Termos das Finanças Públicas* é, também, uma excelente oportunidade para se fazer uma breve incursão no que tem sido o papel da política orçamental e, também, da sua relação com a outra dimensão macroeconómica da política económica que é a política monetária.

O CFP nasceu num contexto particular, de intervenção da Troika em Portugal com a política restritiva a impor-se, na sequência das dificuldades de financiamento externo da economia portuguesa. E é natural que tenha ficado associado, de certo modo, a controlo adicional da política orçamental nacional, a um instrumento reforçado de monitorização do cumprimento das regras impostas pelas instituições internacionais que garantiam o financiamento da economia portuguesa.

Mas é importante reconhecer que o CFP conseguiu libertar-se desse estigma e, progressivamente, afirmar-se como instituição isenta, tecnicamente reconhecida e com produção indiscutível de valor acrescentado para a credibilidade da gestão das finanças públicas, não deixando de acompanhar a própria evolução que, entretanto, se verificou no plano europeu, no quadro do desenvolvimento da política monetária não convencional, impulsionada por Mario Draghi.

E é importante, igualmente, que, na sua intervenção, esta preocupação de acompanhar a evolução da economia, da política económica e do desenvolvimento da teoria, seja permanentemente equacionada. E por este prisma se poderá aferir, também, da importância do Glossário, designadamente na sua capacidade de incorporar a evolução conceptual e instrumental da política orçamental e, também, da sua capacidade de articulação com a política monetária que, aliás, já se faz sentir na seleção das entradas que são objeto de definição.

E, penso, que este esforço de adaptação não deve ser descurado. Até porque estamos a atravessar uma fase de intensas transformações, no plano das relações económicas — e não só —, que poderão, igualmente, gerar profundas alterações no quadro de referência das políticas orçamentais e dos termos que são utilizados.

A este respeito é importante ter presente que, não obstante a sintonia que parece existir, no contexto atual, entre a FED e o BCE no que respeita à arbitragem entre inflação e recessão, essa mesma sintonia não parece verificar-se em relação aos responsáveis pela condução das políticas orçamentais na Europa e nos Estados Unidos, com consequências diretas em termos de dinamismo económico nos dois lados do atlântico.

Enquanto na Zona Euro, se verificou uma clara aposta na redução substancial do défice e da dívida, com o primeiro a passar de 7% em 2020 para 3,5% em 2023 e a segunda a evoluir de 97,2% para 88,6%, no mesmo período — em particular, a Alemanha, locomotiva da Europa, com reduções de 4,3% para 2,5%, no défice e de 68,8% para 66,3%, no caso da dívida —, nos Estados Unidos, tem-se verificado uma preocupação substancialmente menor, verificando-se défices na casa dos dois dígitos em 2020 e 2021 (13,9% e 11,1%), seguindo-se uma redução para 4,1% em 2022, logo subindo para 8,8% em 2023, prevendo-se 6,5% em 2024 e projetando-se para valores a rondar os 6-7%, em termos médios, até 2029. Por sua vez, a dívida pública que, em 2001 representava 53,1% do PIB, tem vindo sucessivamente a aumentar, ultrapassando os 100% em 2012 (103,1%), atingindo um máximo histórico em 2020, com 132%, prevendo-se 123,8% em 2024 e projetando-se aumentar nos próximos anos, com novo pico em 2029, com 133,9% do PIB (dados do FMI).

Esta diferença de perspetiva relativamente à política orçamental não deixará, seguramente, de ter tido uma expressão no diferencial de crescimento verificado nos últimos anos entre a Zona Euro e os Estados Unidos. Enquanto a primeira, após um crescimento de 3,4% em 2022, praticamente estagna em 2023, com um crescimento de 0,5%, prevendo-se uma aceleração em 2024, para 0,5% e 1,5% em 2025, os segundos, após um menor crescimento em 2022, com 1,9%, aceleraram para 2,5% em 2023, prevendo-se 2,6% em 2024, e desaceleração em 2025, com 1,9%. Estas diferenças de dinamismo, confirmaram-se nas mais recentes projeções do Eurostat de 6 de setembro sobre a evolução do PIB no segundo trimestre, com nova perda relativa da Europa no seu conjunto e com sinais reforçados de estagnação.

Também no que respeita à locomotiva europeia, é de destacar a recessão em 2023, com uma quebra de 0,2%, uma prática estagnação em 2024, com um crescimento projetado de 0,2% e uma ligeira aceleração em 2025, para 1,3%. Se tivermos em consideração a incerteza que paira na economia global, as perspetivas de recuperação para 2025 devem ser consideradas na sua fragilidade.

Naturalmente que os diferenciais verificados na evolução da inflação dos dois lados do Atlântico, não deixarão de exprimir estas dinâmicas em termos de produto. De acordo com os últimos dados, de final de julho, a inflação projeta-se para um nível de 2,2% na Zona Euro, em 2024, com 2,0% para a Alemanha, 2,2% para a França e 1,9% para Portugal, enquanto nos EUA, a projeção se situa a um nível um pouco superior, na casa dos 2,5%.

Sem querer tirar conclusões definitivas sobre estes dados, algo que requer estudos substancialmente mais apurados e mais extensos em termos temporais, a hipótese de que a redução da inflação se deva substancialmente à política monetária e, particularmente, ao efeito de ancoragem das expectativas relativamente à evolução da inflação a médio prazo é, no mínimo, questionável. Pelo menos, através da relação direta que se pretende estabelecer.

Em contraponto, não se deverá menosprezar a hipótese de que a absorção dos diversos choques de oferta, resultantes da recuperação económica pós-Covid e da subida dos preços dos produtos energéticos e das matérias-primas, na sequência das mais recentes guerras, tenha tido um impacto mais significativo na redução em curso da inflação.

E, ainda, em última análise, questionar se a política monetária contracionista, prosseguida a partir do final de 2022, não terá contribuído, sobretudo, para a contenção da atividade económica em curso e, por esta via, mas indiretamente, também para a redução da inflação.

Contraditoriamente, a “normalização” da política monetária poderá ser o instrumento na contenção dos efeitos recessivos que ela própria terá provocado, como parece ser o caso, com a entrada numa nova fase de descida das taxas de juro de referência, anunciada para setembro e já antecipada, há algum tempo, pelos próprios agentes económicos.

O CFP tem a sua intervenção fundamental no campo das finanças públicas e da política orçamental, mas não deixa de sentir, na sua intervenção, os impactos da política monetária, por mais independência e afirmação de campos próprios em que atuam estas duas componentes da política económica. Podemos, mesmo, dizer que entre estas duas políticas se estabelece uma relação de interdependência que tanto se pode traduzir em complementaridade como em conflito, dependendo da evolução da economia, tanto no plano conjuntural como no plano estrutural, como da relação entre esta evolução e o desenvolvimento dos modelos teóricos que sustentam as opções de políticas.

A economia mundial recente é um exemplo disto mesmo, particularmente desde a crise financeira global de 2008-2009, onde a gravidade dos acontecimentos, sobretudo na Europa, levou a uma confusão dos espaços tradicionais da política monetária e da política orçamental, com a primeira substituindo-se à segunda na sua função contracíclica, invadindo, inclusive, o seu espaço privilegiado de definição de políticas, designadamente no quadro do “quantitative easing” ou da chamada “política monetária não convencional”. Neste particular, a política monetária transformou-se na política de suporte da expansão económica, ao mesmo tempo que a política orçamental, limitada pelas restrições do Pacto de Estabilidade, se via reduzida a um papel menor, de atenuação dos impactos sociais mais graves.

Com o disparar do processo inflacionista pós-Covid e a “normalização” da política monetária, as duas políticas voltaram a convergir no pendor restritivo. Mas deve ser salientada a diferença entre a Europa e os Estados Unidos no que respeita à política orçamental e que aparece evidenciada na diferença de números atrás referida.

Nos Estados Unidos estará a funcionar, segundo alguns analistas, uma espécie de *Activist Treasury Issuance (ATI)*, em português, uma “Emissão Ativista de Títulos do Tesouro”, citando a expressão utilizada por Stephan Miran e Nouriel Roubini (2024)¹ num trabalho recente em que analisam a intervenção do Tesouro americano sob a direção de Janet Yellen, curiosamente a anterior Presidente da FED. Neste trabalho, chegam à conclusão de que, tal como no caso da política monetária não convencional, esta “emissão ativista do tesouro”, afastando-se das regras convencionais, influencia a economia como um todo, através dos canais das taxas de juro.

E, acrescentam, que esta espécie de “política fiscal ou orçamental não convencional”, para utilizar um novo termo crescentemente utilizado para caracterizar as novas modalidades de intervenção expansionista, também utilizada na Europa através das medidas adotada para conter a aceleração da inflação (ver, por exemplo, Dao e outros, 2023²), não só funciona pelos mesmos canais que os programas de *Quantitative Easing* da FED, como foi projetada em parte pelos antigos funcionários do Banco Central que agora administram o Tesouro. Com isto querendo reforçar a ideia de que o Tesouro americano prossegue uma espécie de *Quantitative Easing* “furtivo”, contrariando a ação da FED e que terá contribuído para um maior dinamismo da economia americana e, também, contribuído para o retomar da descida das taxas de juro, anunciado para setembro. É muito interessante esta interpretação de *Emissão Ativista do Tesouro* como *Quantitative Easing Furtivo (Activist Treasury Issuance (ATI) as Stealth Quantitative Easing)*, nas palavras de Roubini e Miran, estando aqui dois termos que talvez pudessem vir a ser integrados no Glossário, no espírito de que falamos antes.

E permitam-me que, aproveite estas considerações, de natureza mais geral, mas que procuram refletir sobre as dinâmicas atuais da gestão da política económica, para voltar a sublinhar a importância de um Glossário das Finanças Públicas.

¹ Miran, S., Roubini, N. (2024). “ATI: Activist Treasury Issuance and the Tug-of-War Over Monetary Policy”, *Hudson Bay Capital*.

² Dao, M. C., A. Dizioli, C. Jackson, P. O. Gourinchas, and D. Leigh (2023). “Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation”, *IMF Working Papers*, No. WP/23/178.

Para além de um papel fundamental na fixação e homogeneização de termos e definições, favorecendo a transparência, a apreensão das matérias e a literacia nas finanças públicas, em geral, o Glossário deve adotar uma postura dinâmica, abrindo-se aos novos modelos de análise e à evolução da discussão teórica e das políticas, procurando acomodar o aparecimento de novas abordagens e conceitos, aliás como já o faz com a inclusão de várias termos que não eram de utilização generalizada e que agora passam a estar referenciados, designadamente as matérias relacionadas com a economia verde.

Em síntese, o Glossário é um instrumento poderoso de promoção da literacia económica e financeira a diferentes níveis, contribuindo para a apreensão do papel do Estado enquanto expressão dos interesses comunitários, favorecendo a transparência, o escrutínio democrático e promovendo a qualidade das decisões.

Sem dúvida que reforçará o papel do CFP no âmbito das suas atribuições através de um canal privilegiado de relação com os diversos *stackholders*.

Quero terminar.

Reforço os meus parabéns ao CFP e à sua Presidente, a Prof.^a Nazaré Costa Cabral, pela iniciativa e excelente trabalho realizado e agradeço, uma vez mais, pelo convite para participar no lançamento público do Glossário das Finanças Públicas.

Lisboa, 09 de setembro de 2024

