

# Situação actual da economia mundial

NESTE ARTIGO percorrem-se alguns dados macroeconómicos das principais economias, com o objectivo de caracterizar a situação da economia mundial em 2009 e 2010, traçando algumas tendências para os anos seguintes. Após a análise das variáveis PIB, preços no consumidor, balança corrente, défice orçamental e dívida pública, a análise procura reflectir os efeitos sobre os mercados financeiros. A análise económica da actual conjuntura passa necessariamente por uma reflexão sobre as medidas de consolidação orçamental, pelo que se discutem alguns pontos no texto em anexo “Os efeitos da consolidação orçamental no crescimento económico – o multiplicador não-keynesiano”.

## Crescimento económico e preços

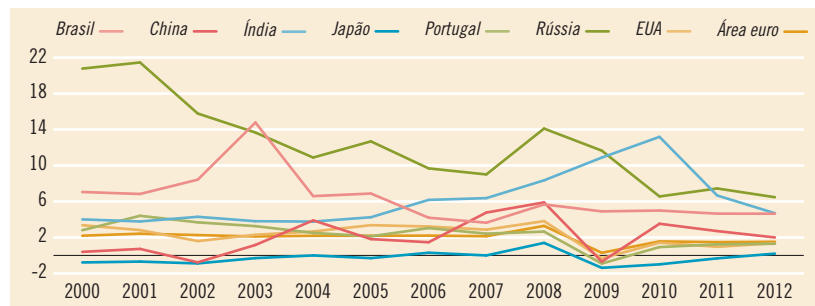
Após crescimentos económicos negativos nas principais economias em 2009, o FMI espera uma recuperação para 2010 e 2011. Contudo, esta recuperação do crescimento económico ficará ainda aquém do crescimento médio dos anos anteriores à crise financeira iniciada em 2007. Este comportamento é comum aos países avançados e em desenvolvimento, ainda que para a generalidade dos países em desenvolvimento o abrandamento do crescimento não se tenha sentido de forma tão acentuada. Em relação à evolução dos preços no consumidor podemos dizer que, após o nível baixo atingido em meados de 2009, retomou-se a tendência de aumento. Contudo, no Japão,

a deflação em que o país entrou no início de 2009 não está ainda afastada para o próximo ano. Na área do euro e nos EUA, a taxa de inflação homóloga mantém-se em níveis abaixo dos 2% (valor objectivo para o Banco Central Europeu). Esta recuperação do crescimento positivo dos preços (excepto no caso japonês) parece ser coerente com as perspectivas para o crescimento económico destas economias.

## Desequilíbrios macroeconómicos

Os anos da actual crise financeira (iniciada em meados de 2007) foram caracterizados pelo aprofundamento dos desequilíbrios macroeconómicos nas principais economias. Não é contudo o caso dos desequilíbrios ao nível da balança corrente, uma vez que aqui tende a prevalecer uma redução do comércio externo para os períodos de menor crescimento. O saldo da balança corrente tem permanecido negativo para os EUA, Reino Unido e alguns países da área do euro (mas não para a área do euro consolidada, nem para a Alemanha, que tem uma balança fortemente positiva). No grupo dos países BRIC, e de acordo com as projecções do FMI, o Brasil após 2008 apresenta uma balança ligeiramente deficitária, e a Índia a partir de 2005. A Rússia e a China são países excedentários.

Foi no campo das finanças públicas que se acentuaram os principais desequilíbrios. As finanças públicas encontraram novos desafios,



Índice de preços no consumidor: variação média anual (em %).  
Fonte: FMI, WEO 2010. Nota: A partir de 2009 os valores correspondem a projecções.

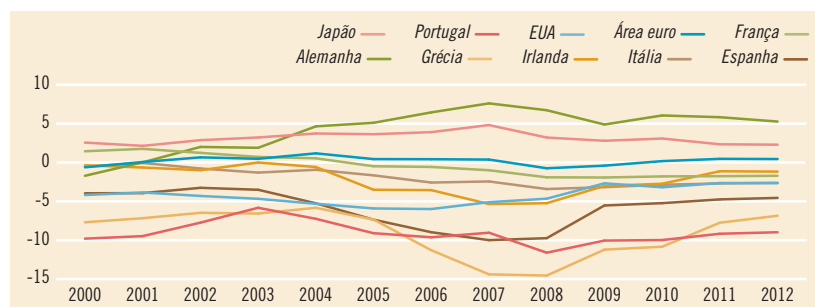
relacionados com a necessidade de apoiar o sistema financeiro em dificuldades. Os défices públicos atingiram (e deverão continuar a atingir) níveis muito elevados. De acordo com os dados do FMI, o Reino Unido deverá atingir um défice orçamental que ultrapassará os 10% do PIB em 2010 e os Estados Unidos, no mesmo ano, atingirão 11%. Esta situação é, por isso, semelhante nas principais economias desenvolvidas, sendo que para os países da área do euro as projecções do FMI apontam, para 2011, os níveis de défice mais elevados na Irlanda, Grécia e Espanha. França surge em 4.º lugar, seguido de Portugal. Paralelamente ao aumento dos défices orçamentais, temos assistido ao aumento da dívida pública. Esta tendência deverá ser mais marcada no Japão, onde o FMI projecta um rácio da dívida que possa atingir 234% do PIB em 2011. O segundo país com maior dívida

pública em percentagem do PIB é actualmente a Grécia. Em Itália, a elevada dívida em percentagem do PIB (acima de 100%) já se observa desde a década de 1990. Nos EUA, a dívida pública deverá já em 2011 aproximar-se dos 100% do PIB. Estes elevados níveis de crescimento de défices orçamentais e elevados níveis de dívida pública parecem ser transversais às principais economias e colocam importantes questões sobre o seu impacto nas taxas de juro de longo prazo. Efectivamente, os mercados financeiros têm reagido a esta evolução com valorizações da dívida pública que incorporam a possibilidade de não sustentabilidade desses níveis de dívida. A relação entre os défices públicos e as taxas de juro de dívida pública tem sido estudada por vários autores. Em geral, níveis mais elevados de défice tendem a aumentar as taxas

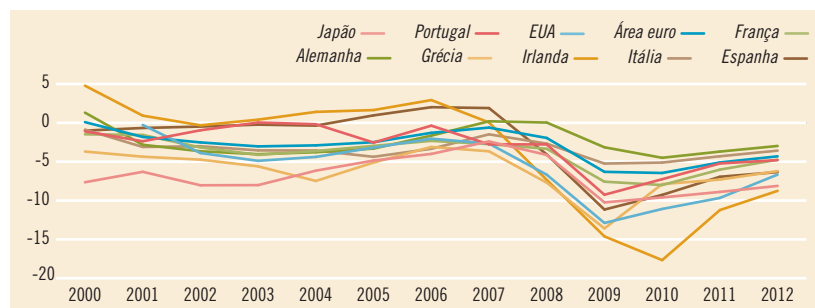
	G3			BRIC				Portugal
	EUA	Área do euro	Japão	Brasil	Rússia	Índia	China	
1999	4,8	2,9	-0,1	0,3	6,4	3,3	7,6	4,1
2000	4,1	3,9	2,9	4,3	10,0	4,4	8,4	3,9
2001	1,1	1,9	0,2	1,3	5,1	3,9	8,3	2,0
2002	1,8	0,9	0,3	2,7	4,7	4,6	9,1	0,7
2003	2,5	0,8	1,4	1,1	7,3	6,9	10,1	-0,9
2004	3,6	2,2	2,7	5,7	7,2	8,1	10,1	1,6
2005	3,1	1,7	1,9	3,2	6,4	9,2	11,3	0,8
2006	2,7	3,0	2,0	4,0	8,2	9,7	12,7	1,4
2007	1,9	2,9	2,4	6,1	8,5	9,9	14,2	2,4
2008	0,0	0,5	-1,2	5,1	5,2	6,4	9,6	-0,0
2009	-2,6	-4,1	-5,2	-0,2	-7,9	5,7	9,1	-2,6
2010 <sup>1</sup>	2,6	1,7	2,8	7,5	4,0	9,7	10,5	1,1
2011 <sup>1</sup>	2,3	1,5	1,5	4,1	4,3	8,4	9,6	-0,1
1999-2009	2,1	1,5	0,7	3,1	5,6	6,5	10,0	1,2

Produto Interno Bruto: Taxa de variação média anual, preços constantes.

<sup>1</sup> Previsões. Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook Database, Outubro 2010.



Balança Corrente (em % do PIB).  
Fonte: FMI, WEO 2010. Nota: A partir de 2009 os valores correspondem a projecções.



Défice orçamental (em % do PIB).  
Fonte: FMI, WEO 2010. Nota: A partir de 2009 os valores correspondem a projecções.

de rendibilidade da dívida pública por via da diminuição da poupança nacional e aumento da procura agregada. Duas outras situações podem contribuir para maiores efeitos sobre as taxas de rendibilidade. Um primeiro factor relaciona-se com a incerteza sobre o crescimento económico (ou um cenário de fraco crescimento) que poderá colocar em causa a capacidade de pagamento da dívida e assim contribuir para o aumento do prémio de risco de crédito. Em segundo lugar, a existência de expectativas de inflação e/ou preocupação sobre a monetização da dívida poderão subir o prémio de risco de inflação, aumentando a taxa de juro nominal.

Para além destas relações, empiricamente encontra-se evidência de maior impacto sobre as taxas de juro do aumento da dívida pública quando se conjugam os seguintes efeitos: défices orçamentais elevados, instituições inadequadas, baixa poupança nacional, limitado acesso aos mercados de capitais globais. Os efeitos tendem ainda a ser mais pronunciados quando existem crises financeiras que promovam a volatilidade nos mercados ou quando existem expectativas sobre maiores despesas futuras (tal como nos casos de envelhecimento da população e dos efeitos sobre a segurança social).

**“ Foi no campo das finanças públicas que se acentuaram os principais desequilíbrios. ”**

O que sucedeu em 2010 nos países da área do euro foi um forte aumento das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública, penalizando os países com dívidas e défices mais elevados. Em particular, Grécia, Portugal e Irlanda são os países com maior aumento das taxas de juro de dívida pública. Mas vejamos também o que aconteceu nos mercados accionistas.

### Evolução recente de indicadores financeiros

No mercado accionista, a tendência de descida acentuada dos preços das acções que se iniciou em meados de 2007 começou a ser invertida em 2009. Contudo, nos primeiros três trimestres de 2010 este movimento não teve continuidade, tendo-se registado perdas (ainda que não muito pronunciadas) nos princi-

pais mercados e ganhos pouco pronunciados na área do euro e Japão. Nos EUA (S&P500 e Nasdaq100) e Reino Unido (Footsie100) os preços das acções encontravam-se mais baixos no final de Setembro do que no início de Janeiro de 2010.

Enquanto os índices accionistas desciam, também as taxas de rendibilidade diminuíram nos principais países, reflectindo globalmente um menor apetite ao risco por parte dos investidores. A diminuição das taxas de rendibilidade foi, nos três primeiros trimestres de 2010, em simultâneo com a existência da crise do mercado soberano na área do euro e

com o aumento dos défices e dívidas públicas para os principais países.

### Conclusão

O ano de 2010 foi marcado pela crise soberana na área do euro. A crise financeira iniciada em 2007 obrigou a esforços orçamentais por parte dos governos e autoridades nacionais que conduziram a aumentos acentuados dos défices e dívidas públicas. Em 2010, apesar de alguma recuperação do crescimento económico, as finanças públicas apresentam elevados desequilíbrios nas maiores economias. Adicionalmente, os mercados financeiros esti-

veram com menor apetite global ao risco, pelo que se registaram descidas dos principais índices accionistas e das taxas de rendibilidade no mercado obrigacionista. Contudo, alguns países da área do euro foram confrontados com fortes aumentos das taxas de juro de dívida pública, tendo aqui os mercados reagido mais fortemente às condições orçamentais.

Para os próximos anos, o FMI apresenta uma recuperação da actividade económica. Contudo, dois factores poderão ameaçar esta perspectiva em alguns países da área do euro: os fortes pacotes de contenção orçamental e a permanência de elevadas taxas de juro da dívida pública. ■

	EUA		Japão		França		Alemanha		Grécia		Irlanda		Itália		Portugal		Espanha	
	Tx.	var.	Tx.	var.	Tx.	var.	Tx.	var.	Tx.	var.	Tx.	var.	Tx.	var.	Tx.	var.	Tx.	var.
2000	6,0	-	1,8	-	5,4	-	5,3	-	6,1	-	5,4	-	5,6	-	5,6	-	5,5	-
2001	5,0	-16,9	1,3	-23,9	4,9	-8,8	4,8	-8,4	5,3	-13,4	5,0	-8,9	5,2	-7,4	5,2	-7,7	5,1	-7,3
2002	4,6	-8,2	1,3	-4,5	4,9	-1,4	4,8	-0,6	5,1	-3,4	4,9	-0,3	5,0	-2,9	5,0	-3,2	4,9	-3,4
2003	4,0	-13,1	1,0	-21,9	4,1	-15,6	4,1	-14,7	4,2	-16,8	4,1	-17,3	4,2	-15,7	4,2	-17,1	4,1	-17,3
2004	4,3	6,5	1,5	51,0	4,1	-0,9	4,1	-0,8	4,2	-0,5	3,9	-3,6	4,2	-0,7	4,1	-0,6	4,1	-0,9
2005	4,3	0,7	1,4	-7,9	3,4	-16,9	3,4	-16,7	3,5	-16,1	3,3	-16,0	3,5	-16,0	3,4	-17,8	3,4	-16,3
2006	4,8	11,7	1,8	25,9	3,8	12,0	3,8	11,9	4,1	14,8	3,7	13,3	4,0	14,1	3,9	15,2	3,8	11,7
2007	4,6	-3,3	1,7	-4,0	4,3	13,1	4,2	11,9	4,5	10,3	4,2	13,3	4,5	10,6	4,4	12,6	4,3	13,6
2008	3,6	-21,2	1,5	-11,3	4,2	-2,4	4,0	-5,7	4,8	6,7	4,4	4,2	4,6	3,3	4,5	1,3	4,3	1,0
2009	3,2	-11,0	1,4	-9,4	3,6	-13,6	3,3	-18,3	5,1	7,6	5,1	14,3	4,2	-8,4	4,2	-6,7	4,0	-9,1
2010 <sup>1</sup>	3,2	-1,5	1,2	-12,6	3,1	-14,9	2,8	-15,5	8,8	71,8	5,5	8,6	3,9	-6,7	5,2	24,3	4,2	5,2

**Taxas de rendibilidade de dívida pública a 10 anos.** Notas: <sup>1</sup> média até final de Novembro de 2010; Tx. var. = taxa de variação. Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook Database*, Outubro 2010.

### OS EFEITOS DA CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL NO CRESCIMENTO ECONÓMICO: O MULTIPLICADOR NÃO-KEYNESIANO

A consolidação orçamental (diminuição da despesa pública e/ou aumento dos impostos) tende a reduzir o crescimento económico e aumentar o desemprego no curto prazo. Contudo, a contracção orçamental poderá permitir uma taxa de juro real mais baixa, conduzindo a uma depreciação da moeda e melhoria do saldo externo. No longo prazo, a diminuição da dívida pública deverá contribuir para um aumento do crescimento económico, por via da diminuição das taxas de juro reais.

Assim, a política orçamental contraccionista poderá possibilitar uma maior expansão económica e esta transmissão é tanto mais provável quanto maior o nível de dívida pública ou quanto maior o seu ritmo de crescimento. Para além do canal taxa de juro real, a contracção da despesa pública poderá permitir um *crowding in* do sector privado. Isto é, a contenção continuada e credível da despesa pública poderá induzir a perspectiva de diminuição futura dos impostos e por isso aumentar o rendimento disponível no sector privado. Ou ainda, a continuada diminuição da despesa pública fará abrir espaços no mercado para a iniciativa privada. Neste caso, a diminuição da despesa pública poderia provocar um aumento do rendimento permanente e do consumo ou até do investimento privado.

Os efeitos keynesianos são mais claramente visíveis quando os países têm dívidas públicas reduzidas. Nesse caso, o aumento da despesa pública conduzirá a um aumento do rendimento nacional. Contudo, quando o nível de dívida é muito elevado tenderão a ocorrer os efeitos não-keynesianos em que o impacto do aumento da despesa altera as expectativas dos agentes quanto às despesas e receitas futuras, de forma que o endividamento público significa uma redução do rendimento disponível

futuro por via do aumento futuro dos impostos. Neste caso, a consolidação orçamental é vista como uma tentativa de redução da dívida e conduz a melhoria do rendimento permanente dos indivíduos, falando-se da prevalência do multiplicador não-keynesiano. Contudo, a maioria dos estudos empíricos efectuados não têm demonstrado a existência destes multiplicadores (por exemplo, Afonso 2001 com uma aplicação para o caso português). Na área do euro dois problemas adicionais se colocam: se existem cortes orçamentais em simultâneo, a recuperação das pequenas economias abertas fica comprometida, uma vez que os seus principais países de exportação também estão a reduzir a procura agregada. E ainda, a independência da autoridade monetária não permite que a política orçamental mais austera seja compensada por uma política monetária mais expansionista. Todos estes elementos contrariam a ideia de que uma política orçamental restritiva possibilite uma recuperação económica.

Na actual conjuntura, um aspecto adicional poderá desequilibrar a balança e tornar-se proeminente: o sentido da evolução dos mercados financeiros. Nos momentos em que a dívida pública é elevada e o ritmo do seu crescimento é também elevado, os mercados financeiros atribuem a alguns países elevado risco de insolvência. O próprio funcionamento do mercado poderá conduzir ao aumento das taxas de juro, tornando insustentável o nível de dívida pública. Nesse caso, uma consolidação orçamental que seja credível contribui para a redução das taxas de juro da dívida, contribuindo para aumentar o valor de mercado das carteiras que contêm a dívida pública como activo, permitindo aumentar a riqueza dos consumidores. Neste cenário, a alternativa que passe pela não resolução do problema da dívida poderá ser duramente penalizada pelos mercados financeiros.

Fonte: AFONSO, A. (2001) — "Efeito das consolidações orçamentais na EU-15: o caso de Portugal". *Working Paper*, ISEG.