

PORTUGAL NO FURACÃO DA CRISE ECONÓMICA



**Manuel Farto
Henrique Morais**



Observatório de Relações Exteriores
UNIVERSIDADE AUTÓNOMA DE LISBOA

PORTUGAL NO FURACÃO DA CRISE ECONÓMICA



Manuel Farto
Henrique Morais



Os Autores

Manuel Farto

Professor Associado no Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa (UTL). Licenciado em Economia pelo ISEG, Doutor em Economia pela UTL por equivalência do doutoramento em Histoire de la Pensée Économique, obtido na Universidade de Paris-X, Nanterre. É Professor Visitante da Universidade de Orléans (França) e da Universidade Federal da Paraíba (Brasil), e subdirector da revista JANUS (UAL). Exerceu vários cargos públicos, designadamente de chefe de Gabinete do ministro das Obras Públicas, Transportes e Comunicações e subdirector Geral do Ensino Superior e académicos, tendo sido vice-presidente do Conselho Directivo do ISEG. Participou em várias conferências nacionais e internacionais e publicou vários artigos em revistas e livros. Os seus principais interesses de investigação são: Macroeconomia, Economia Internacional, História do Pensamento Económico e Política Económica.

Henrique Morais

Licenciado em Economia pelo Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG). Mestre em Economia Internacional (ISEG). Docente na Universidade Autónoma de Lisboa (cursos de Gestão e Relações Internacionais) e na Universidade do Algarve (MBA de Finanças Empresariais). Assessor do Banco de Portugal, no Departamento de Reservas e Mercados. Actualmente encontra-se requisitado pela CP, E.P.E. para desempenhar funções de director executivo da CP Carga, SA. Colaborador em revistas e anuários na área da economia, designadamente no JANUS – Anuário de Relações Exterior (UAL).

Ficha Técnica

Título

PORTUGAL NO FURACÃO
DA CRISE ECONÓMICA.

Edição

OBSERVARE – EDIUAL

Lisboa, 2013

Arranjo Gráfico

Bruno Filipe e Rita Romeiras

Impressão

PUBLIDISA

ISBN

978-989-8191-44-1

Depósito Legal

365943/13

© OBSERVARE

Nota

O conteúdo desta obra reflecte as opiniões dos seus autores e não vincula as instituições a que estão, ou estiveram, ligados.

FARTO, Manuel

PORTUGAL NO FURACÃO DA CRISE ECONÓMICA

Manuel Farto, Henrique Morais.

Lisboa: OBSERVARE. EDIUAL, 2013. 164 p.

ISBN 978-989-8191-44-1

CDU 330.3

Índice

PREFÁCIO — <i>Luís Tomé</i>	11
NOTA INTRODUTÓRIA	15
CAPÍTULO I – A ECONOMIA COSMOPOLITA GLOBAL, O EURO E A ECONOMIA PORTUGUESA	17
A economia cosmopolita global, o euro e a economia portuguesa — <i>Manuel Farto</i>	19
Introdução	19
A inserção da economia portuguesa nas dinâmicas internacionais	21
A integração europeia e o progresso económico e social	22
O euro e a estagnação	23
A recessão e a dívida	25
Um modelo explosivo de estagnação e desequilíbrio	27
O desenvolvimento do desequilíbrio fundamental entre produção e consumo	27
Um modelo de estagnação, desequilíbrio e dependência	28
Os limites: um modelo explosivo	30

A crise económica portuguesa e política económica	32
A deflação salarial	33
A reposição da competitividade: desvalorização externa <i>versus</i> desvalorização interna	35
A redução dos salários e a procura interna	36
A desvalorização interna em ambiente de forte endividamento	37
A desvalorização interna e deflação. A experiência	38
As condições de crescimento sustentado	40
Globalização, integração, crescimento e convergência	41
As condicionantes teóricas e políticas dos espaços integrados	43
Exportação, crescimento e equilíbrio de longo prazo em espaços integrados	44
Conclusão	47
Referências bibliográficas	51
A crise portuguesa, o resgate internacional e o crescimento económico — <i>Manuel Farto e Henrique Morais</i>	53
A economia portuguesa e as restrições actuais	53
As perspectivas futuras ou os trabalhos de Hércules	56
A necessidade e limites do apoio externo	60
CAPÍTULO II – INSERÇÃO DA ECONOMIA PORTUGUESA NAS DINÂMICAS INTERNACIONAIS	63
A moeda única e a reforma do sistema financeiro — <i>Henrique Morais</i>	65
O que é o euro?	65
A reforma do sistema bancário	66
O impacte da moeda única na banca	68

Crescimento e convergência real: que perspectivas?	71
— <i>Manuel Farto, Henrique Morais, Pedro Pinto e Paulo Soares</i>	
Alguns factos estilizados	73
Três cenários	75
Crescimento e convergência real	76
A crise estrutural da economia portuguesa — <i>Henrique Morais</i>	79
O progressivo abrandamento do crescimento económico...	80
... face ao recuo da nossa produtividade...	81
Duas boas notícias: as contas públicas e a convergência a nível dos preços.	82
Reflexões finais	82
Choque da integração na UE e seu esgotamento: luz e sombras	
— <i>Henrique Morais e Manuel Farto</i>	85
O que nos diz a literatura...	85
E o que aconteceu na prática	87
CAPÍTULO III – POLÍTICA ECONÓMICA E O EURO: OS PAIS DETODOS OS PROBLEMAS	91
A política monetária e os tortuosos caminhos do euro	
— <i>Henrique Morais</i>	93
A retoma da economia mundial e as políticas de estabilização (I)	
— <i>Manuel Farto e Henrique Morais</i>	97
O fim da “Tríade”	98

A política orçamental	99
Informação Complementar	
O PEC e a Política Orçamental anticíclica	101
A retoma da economia mundial e as políticas de estabilização (II)	
— <i>Manuel Farto e Henrique Morais</i>	103
A política monetária	103
O futuro próximo	104
Conclusão	106
Informação Complementar	
Japão – de novo o crescimento?	107
A reforma do pacto de estabilidade e crescimento (I)	
— <i>Manuel Farto e Henrique Morais</i>	109
O nascimento	110
A natureza	111
A aplicação	111
O fracasso	113
A reforma do pacto de estabilidade e crescimento (II)	
— <i>Manuel Farto e Henrique Morais</i>	115
A reforma/evolução	115
A flexibilização	116
O défice sustentável	117
A estabilização	118

Um (novo?) PEC	118
Um exemplo: Portugal	119
Conclusão	120
O euro e a política monetária (I) — <i>Manuel Farto</i>	121
O euro, o crescimento económico e a construção europeia	121
A política monetária e a acção anticíclica	123
O euro e a convergência nominal	124
A especulação no mercado cambial	125
O euro e a política monetária (II) — <i>Manuel Farto</i>	127
A taxa óptima de inflação	127
A deflação implícita e a estagnação económica	128
A ausência de uma política anticíclica concertada	129
O que há afinal a fazer pelo euro?	129
Informação Complementar	
A política monetária e o crescimento económico na área euro	131
O euro, o BCE e a política monetária — <i>Manuel Farto</i>	133
O sucesso do euro e a fraca <i>performance</i> da economia do euro	135
A insatisfação da política monetária	135
O BCE face à crise: a incoerência da política monetária	136

A credibilidade do BCE e a alteração do <i>design</i> da política monetária	137
Informação Complementar	
O «fantasma» da inflação	138
Economia mundial: a tempestade perfeita — <i>Henrique Morais</i>	141
A crise financeira...	142
... o aumento dos receios...	143
... a tempestade perfeita!	144
Política orçamental como instrumento anticíclico	
— <i>Manuel Farto</i>	147
O debate	148
A política orçamental no contexto da crise económica e financeira	150
A UE e a política orçamental no contexto recessivo	151
Ataques especulativos e solidez da zona euro	
— <i>Henrique Morais</i>	153
O que são os ataques especulativos e como se manifestam	154
Primeiro a Grécia, depois Portugal	155
A titubeante reacção europeia...	156
... e de como a reacção foi mal recebida (orçamentos podem ser chumbados por Bruxelas)	157
POSEFÁCIO	159

Prefácio

Nestes tempos de crise económica, tornou-se relativamente comum afirmar que “os economistas” falharam, quer em matéria de previsões (não antecipando “a crise” nem a sua gravidade nem as suas consequências em cadeia), quer quanto às “soluções” para sairmos da crise, em Portugal e na Zona Euro. São geralmente também acusados de apenas dissertarem sobre a situação em que mergulhámos sem avançar com “remédios” credíveis e exequíveis para estancar e sair da crise. Estas vulgatas são certas para muitos economistas, mas decerto não para todos. Concretamente, Manuel Farto e Henrique Morais são daqueles que há muito foram antecipando e avisando para um caminho que conduziria a Europa do euro e Portugal a um autêntico furacão económico e a uma situação social e política explosiva, propondo paralelamente alternativas aos rumos seguidos e que poderiam atenuar ou mesmo evitar o quadro actual.

Ao longo de quase duas décadas, nas páginas do anuário JANUS e da revista JANUS.NET, duas das publicações editadas pelo OBSERVARE – Observatório de Relações Exteriores da UAL, evidenciando um olhar atento e crítico sobre a vida económica no Mundo, na Europa e, particularmente, em Portugal, Manuel Farto e Henrique Morais foram publicando individualmente ou em co-autoria trabalhos onde demonstravam a inadequação das políticas económicas e monetárias; os efeitos negligenciados da introdução de uma moeda única; as deficiências de uma política europeia quanto ao euro essencialmente “passiva e pró-cíclica” com objectivos inadequados na equação inflação/crescimento económico; as consequências sérias e previsíveis de uma política monetária do BCE “que enfraquece a capacidade de resposta em momentos de crise” e, por isso, os riscos acrescidos para a área

do euro quando os ventos da estagnação ou da recessão económica internacional afectaram a Europa; o desenvolvimento, em Portugal, de processos de amplificação dos nossos desequilíbrios tendenciais e de um modelo dependente do financiamento externo; de políticas promovidas por interesses político-partidários, acomodando lóbis que se iam afirmando em torno do Estado; o desperdício de oportunidades em fases de ciclo económico favorável; ou as persistentes baixa produtividade e fraca competitividade externa, trilhando um processo contínuo de não-convergência de Portugal em matéria de crescimento económico.

Paralelamente, estes dois reputados e independentes economistas foram sugerindo caminhos alternativos na condução das políticas económicas, quer na Europa do euro, quer em Portugal. Por exemplo, no primeiro nível, insistindo na redefinição do *target* para a inflação na área do euro para estimular o crescimento económico e na reorientação da política monetária para a estabilização macroeconómica. No caso português, apelando à urgência de “levar a cabo um programa de ajustamento estrutural e crescimento”, definindo há muito um *target* de 2,5% para o crescimento económico a fim de “restaurar os equilíbrios fundamentais num quadro de coesão social” e traçando um novo rumo para a economia nacional enquanto “produtor internacional” de bens transaccionáveis.

Conhecendo e reconhecendo este trabalho sustentado e coerente, ainda para mais tendo em conta a situação que se vive em Portugal e na Eurozona, o OBSERVARE desafiou Manuel Farto e Henrique Morais a revisitarem os artigos publicados e a compilarem numa publicação monográfica as suas reflexões críticas. Resulta daí este “*Portugal no furacão da crise económica*”, seleccionando os autores 17 ensaios anteriormente publicados e arrumados, não por ordem cronológica mas ao longo de três capítulos segundo temáticas centrais e referenciais, cada um destes com pertinentes textos de enquadramento e esclarecimentos adicionais sobre os conteúdos subjacentes.

Pedagógico e estimulante, este livro apresenta ainda um Posfácio acutilante onde os autores fazem o levantamento dos vários caminhos possíveis que se abrem para Portugal sair do furacão da crise, sumariamente e nos seus termos, o do “realismo austertário”, o da “ficção”, o da “aventura”, o de “restauração controlada”, o “ilusório” e o da “austeridade condicionada”, justificando com invulgar astúcia e objectividade as respectivas dificuldades, exequibilidade e consequências, tomando também posição face ao debate em curso sobre as funções sociais do Estado.

Enquanto cidadão português e europeu, este conjunto de textos elucidame e contribui para uma melhor consciencialização das razões que nos arrastaram para a crise em que vivemos e das alternativas que temos em mãos para decidir o rumo do nosso futuro. É por isso também um orgulho e uma honra, em nome do OBSERVARE, prefaciá-la esta obra que ficará de referência e agradecer a Manuel Farto e Henrique

Luis Tomé

Morais pela partilha de conhecimentos e de reflexões que reproduzem neste livro. Estou, estamos certos, de que os leitores acharão os conteúdos igualmente úteis, importantes e pertinentes.

Luis Tomé
Coordenador Científico do OBSERVARE

Nota introdutória

A colectânea que aqui se apresenta não constitui e não podia constituir um texto “visivelmente” coerente e ordenado sobre a inserção da economia portuguesa na Europa e no mundo, a orientação das políticas económicas e a crise. Ela reúne um conjunto de textos que ao longo dos últimos anos os autores foram produzindo, exprimem uma continuada reflexão sobre os temas referidos e apresentam, apesar da sua aparente diversidade, uma linha de pensamento que pensamos não ser difícil de observar.

Ao nível externo a convicção de que a União Europeia e, em particular, a zona euro não têm sido capazes de desenvolver um quadro institucional e político adequados às necessidades das economias europeias para que estas possam enfrentar os desafios que a sua integração numa economia mundial em mudança colocam; não têm sabido encontrar os paradigmas teóricos mais apropriados à concepção das políticas orçamentais e monetárias; não têm encontrado a coragem para a implementação de ajustamentos nas políticas públicas que permitam um quadro estável e previsível gerador de confiança e esperança no projecto europeu e não têm tido a lucidez de compreender as consequências regionais de uma integração aprofundada no quadro de uma zona monetária não óptima.

Ao nível interno a certeza de que a governação do país tem sido impotente para desenhar uma estratégia adequada à actual inserção de Portugal no euro e na economia mundial; tem-se revelado incompetente para conceber políticas macroeconómicas capazes de assegurar a competitividade da economia nacional no quadro das restrições macroeconómicas existentes e incapaz de assumir e manter o rumo na prossecução intransigente do interesse público, finalidade primeira da governação.

A organização dos textos e o seu agrupamento em três capítulos resultou da interação entre as preocupações que referimos e a intenção de orientar a leitura. O capítulo I contém apenas dois textos com o título *A economia cosmopolita global, o euro e a economia portuguesa*, o capítulo II contém 4 textos procurando sublinhar a *Inserção da economia portuguesa nas dinâmicas internacionais* e o capítulo III, que contém 11 textos abrange sobretudo as reflexões sobre a *Política económica e o euro: os pais de todos os problemas*, onde se desenham um conjunto de análises sobre as políticas económicas europeias e nacionais.

No início de cada um dos três capítulos inserimos, a título de introdução ao capítulo, um conjunto de breves notas que têm a pretensão de fornecer uma pequena orientação para a leitura dos textos que se seguem, procurando atenuar as dificuldades associadas à diversidade dos temas tratados. Da utilidade de tal procedimento dirão os leitores de sua justiça.

Capítulo I

A economia cosmopolita global, o euro e a economia portuguesa

As circunstâncias em que se viu envolvida a economia portuguesa nas duas últimas décadas eram *a priori* amplamente favoráveis, mas delas não fomos capazes de aproveitar.

E, no entanto, os primeiros anos de integração europeia pareciam sinalizar o pequeno milagre em matéria de relançamento da actividade económica que, no entanto, mas não foi do que o resultado de um choque externo provocado pela feliz coincidência de acontecimentos que dificilmente se materializam em simultâneo e de forma tão benigna.

Ao progresso económico e social que se seguiu à integração europeia, rapidamente se sucedeu uma fase de estagnação económica mas ainda sem a materialização de fenómenos mais arrepiantes de natureza social. Políticas económicas inadequadas e os mais do que esperados (mas negligenciados) efeitos da introdução de uma moeda única numa pequena economia aberta foram os pais de todos os problemas que hoje sentimos mas que eram já completamente previsíveis em 2002.

Anos de estagnação económica e de destruição parcial do aparelho produtivo português viriam a tornar-se explosivos com a tempestade perfeita que a crise financeira internacional e, mais tarde, os seus reflexos na economia, particularmente europeia, gerariam.

Num mundo instável e numa Europa sem rumo, Portugal viria a ser a presa fácil de uma espiral recessiva e de dívida muito sustentada também pelos movimentos especulativos em torno e contra o euro.

Como se irá constatar no artigo seguinte, nada que fosse de estranhar perante modelos económicos de estagnação, desequilíbrio e dependência que, lamentavelmente, foram religiosamente seguidos pelo país ao longo de mais de uma década.

Aqui chegados, e porque o tempo não pode voltar para trás, o que seguramente mais nos preocupa é saber como poderá o país manter-se integrado na economia cosmopolita do euro, evitando assim cair na tentação populista e demagógica de um fácil abandono do projecto europeu, com consequências apenas imagináveis. Também por isso se sugere a passagem de imediato à leitura do artigo em causa.

MANUEL FARTO

A economia cosmopolita global, o euro e a economia portuguesa

NO INÍCIO DE 2011 CARACTERIZAVA-SE A SITUAÇÃO DA ECONOMIA PORTUGUESA E SUBLINHANDO-SE A URGÊNCIA DE "...LEVAR A CABO UM PROGRAMA DE AJUSTAMENTO ESTRUTURAL E CRESCIMENTO", DEFININDO UM *TARGET* DE 2,5% PARA O CRESCIMENTO ECONÓMICO COMO CONDIÇÃO PARA "...ACOMODAR AS CONSEQUÊNCIAS DOS DESEQUILÍBRIOS PASSADOS E RESTAURAR OS EQUILÍBRIOS FUNDAMENTAIS NUM QUADRO DE COESÃO SOCIAL".

TRAÇAVA-SE AINDA UM RUMO PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: O DE UM PRODUTOR INTERNACIONAL. DESENHAVA-SE UM CONJUNTO DE ORIENTAÇÕES DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA A ECONOMIA PORTUGUESA E AFIRMAVA-SE DE MANEIRA EXPLÍCITA A URGÊNCIA DO APOIO EXTERNO, JÁ EVIDENCIADA ANTERIORMENTE, AO MESMO TEMPO QUE ADVERTÍAMOS PARA O POSICIONAMENTO FACE À *TROIKA*.

"É NECESSÁRIO TER EM CONTA QUE AS POLÍTICAS PROPOSTAS POR AQUELAS ENTIDADES INTERNACIONAIS NÃO DEIXARÃO DE SE PAUTAR POR UMA ORIENTAÇÃO DE CARÁCTER "COSMOPOLITA" LIMITADA E INSUFICIENTE PARA CORRESPONDER À DÚPLA AMBIÇÃO DA "ECONOMIA POLÍTICA NACIONAL": O AJUSTAMENTO DAS CONTAS NACIONAIS (PÚBLICAS E EXTERNAS) E A RETOMA DE UM CRESCIMENTO SUSTENTADO DA ACTIVIDADE ECONÓMICA".

INTRODUÇÃO

"These are the times that try men's souls"

– Thomas Paine, *The Crisis I*, December, 1776

As economias da periferia da Europa enfrentam hoje uma situação particularmente difícil que ameaça toda a Europa com importantes projecções na economia global. A economia grega entrou em efectiva bancarrota enquanto a portuguesa parece querer seguir um caminho dramaticamente semelhante. Compreender a natureza dos desequilíbrios que conformam a realidade da situação portuguesa e as condições da sua superação exige a consideração do quadro e das dinâmicas onde a economia portuguesa se insere. Proceder a uma reflexão sobre as políticas em curso para superar a actual crise e discutir as condições de retoma a uma trajectória de crescimento económico e convergência real constituem igualmente objectivos do presente trabalho.

Começaremos por examinar e sistematizar o modo como se deu a inserção da economia portuguesa nas dinâmicas internacionais e em particular na área do euro da União Europeia definindo três períodos: a integração europeia e o progresso económico e social, o euro e a estagnação e a recessão e a dívida.

No ponto 3 desenvolveremos uma reflexão que permite entender a natureza do modelo que se foi sistematizando na economia portuguesa, baseado no desequilíbrio fundamental entre produção e consumo que mimetiza o modelo de estagnação e dependência, com inevitáveis tendências explosivas, conhecidos em décadas anteriores noutros contextos e regiões.

Prosseguiremos com a análise da política económica que tem vindo a ser desenvolvida, sobretudo na sua componente de deflação salarial, que consideramos o eixo fundamental. Para além dos aspectos psicológicos, clarificaremos a diferença essencial entre a desvalorização externa/expansionista e a desvalorização interna/recessionista, sublinharemos a subestimação geralmente feita sobre os efeitos da redução dos salários na procura interna, sobretudo em situações de endividamento elevado, para constatar, enfim, a reduzida e duvidosa experiência actualmente existente sobre a implementação de tais políticas.

Finalmente, e antes de concluir, faremos uma digressão sobre as teorias dominantes acerca do comércio externo que enaltecem os benefícios do comércio livre em todas as circunstâncias e a análise de Friedrich List em *Sistema Nacional de Economia Política* (1841), que duvida destes benefícios quando existem diferenças substanciais de desenvolvimento e produtividade, o que é particularmente significativo em sistemas de padrão único. Clarificaremos seguidamente as consequências da inexistência de moeda e política monetárias próprias para a política orçamental, que tenderá a reger-se por regras com reduzido espaço para as políticas discricionárias. Procuraremos ainda mostrar que, na ausência de mecanismo cambial autónomo, o ritmo de crescimento das exportações “*sets the pace*” no longo prazo ao crescimento da economia, ao mesmo tempo que a impossibilidade de desvalorização tende a desenvolver processos cumulativos desequilibrantes, só absorvidos pela ocorrência de crises. Limitar a ocorrência destas exige uma

política salarial e social cadenciadas pelo progresso exportador e um Estado restrito na sua estrutura, que não necessariamente nas suas funções.

A INSERÇÃO DA ECONOMIA PORTUGUESA NAS DINÂMICAS INTERNACIONAIS

A primeira realidade que se apresenta à economia portuguesa é a de um contexto internacional caracterizado pela *aceleração da globalização* e pela sua *inserção na área do euro da União Europeia*. Por seu lado, a aceleração da globalização comporta várias vertentes das quais duas nos parecem essenciais, o desenvolvimento de uma *nova geoeconomia* e um *crescimento da desigualdade na distribuição doméstica do rendimento*, ambas estatisticamente observáveis.

A nova geoeconomia caracteriza-se pela reorientação da dinâmica de crescimento para novas áreas do globo, apoiada sobretudo no crescimento económico dos países emergentes (Farto e Morais 2008), relativamente às quais a nossa economia se encontra descentrada e com relações muito limitadas. Esta situação impede-nos de tirar proveito desta dinâmica de crescimento, mas não evita a agudização da concorrência à escala global, designadamente nos nossos mercados tradicionais e em faixas tecnológicas e padrões de especialização comparáveis.

Uma segunda característica deste processo de globalização relaciona-se com o desenvolvimento de uma acentuada pressão internacional à manutenção de sistemas de distribuição muito desiguais nos países emergentes de maior dinâmica de crescimento e ao crescimento da desigualdade interna em países desenvolvidos onde o capitalismo de há muito se apresenta com “*um rosto humano*”, aumentando as pressões competitivas e limitando o desenvolvimento da procura¹ (Farto e Morais 2008 e OCDE, 2010).

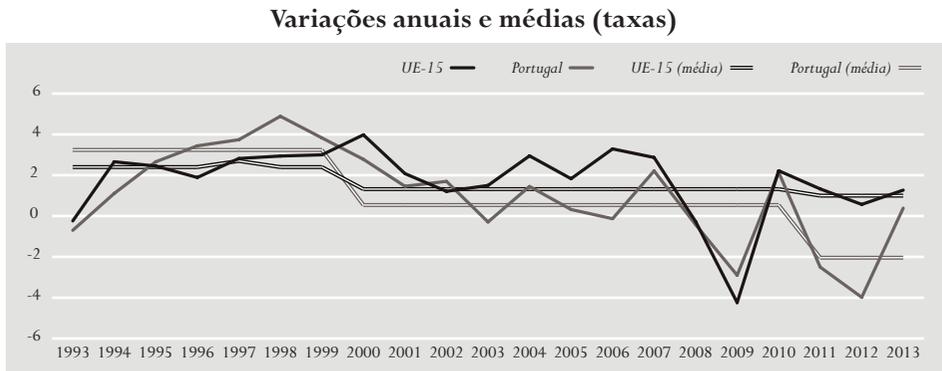
O segundo grande eixo da nossa inserção externa, que tem condicionado de maneira decisiva o actual processo de desenvolvimento, relaciona-se com a integração de Portugal na zona euro da União Europeia e em particular com as condicionantes ou escolhas de maior relevo. Referimo-nos em particular *aos efeitos do alargamento, à adopção do euro e à orientação da política monetária* seguida.

Neste processo de integração europeia podemos considerar *três períodos da economia portuguesa*: A primeira fase da nossa integração na União Europeia (EU), apoiada no choque favorável da oferta a nível internacional, alargamento dos mercados, investimento internacional e fundos estruturais, correspondeu a um período de forte crescimento da actividade económica. É o período da convergência que se desenvolveu até ao final

¹ Esta poderá fornecer uma importante razão para a explosão do endividamento, designadamente da economia americana, para manter padrões de vida que a nova distribuição do rendimento põe em causa.

da década de 90 (3.º Trimestre de 1999). A segunda fase, de divergência, corresponde à adesão à moeda única e está associada à estagnação económica, ampliação de todos os desequilíbrios da economia portuguesa e endividamento galopante. A terceira fase, na qual nos encontramos corresponde a um período de recessão dramática.

A evolução das taxas de variação do produto interno bruto (PIB) apresentadas no gráfico que se segue, em especial a das taxas médias, ilustra claramente as três fases a que fazemos referência.



Fonte: AMECO.

A integração europeia e o progresso económico e social

O relançamento da actividade económica em 1985 deu-se num contexto que se assemelha a um pequeno milagre, criando ilusões quanto ao futuro. O “*choque externo*” exprimiou-se na acção conjugada de vários acontecimentos, designadamente a queda do dólar, a descida das taxas de juro internacionais, a descida acentuada do preço do petróleo e das matérias-primas, ao mesmo tempo que internamente um bom ano agrícola e pluviométrico contribuiu para a redução das importações, em especial no sector energético. Em consequência, a balança corrente (BC) apresentou um saldo positivo que levou o governo da época a prescindir da utilização de 185,7 milhões de DSE (Direitos de Saque Especiais), representando 40% do valor anteriormente acordado com o FMI (Farto e Mendonça, 2006).

Ao mesmo tempo que a integração na UE criava um movimento de expectativas favoráveis aos empresários portugueses, designadamente em relação às novas facilidades de acesso aos mercados europeus, algumas empresas internacionais assumiam uma confiança acrescida em relação às possíveis operações em território português, beneficiando em particular de uma mão-de-obra significativamente mais barata para o mesmo nível de formação e qualificação. Estas forças contribuíram decisivamente para um dos melhores períodos de desenvolvimento da economia portuguesa e seguramente o melhor do Portugal democrático.

Portugal pôde conciliar um forte impulso externo com o processo de integração e manter uma barreira de protecção fundamental: a moeda própria.

O euro e a estagnação

A partir de 2002 afirma-se claramente o período de estagnação e de divergência real da economia portuguesa. Apesar da possibilidade de acesso a amplos mercados, a vastos e variados meios de financiamento e de ter beneficiado, pelo menos inicialmente, de custos do trabalho relativamente baixos, vantagem que pouco a pouco se foi degradando ao longo do tempo, a economia portuguesa só muito insuficientemente tirou partido destes factores, mantendo uma fraca capacidade competitiva. A fragilidade e vulnerabilidade do sistema produtivo, assente numa especialização limitada e em actividades de tipo mais ou menos tradicional, de fraca produtividade e de pouco valor acrescentado, conduziram a uma competitividade reduzida e uma capacidade exportadora limitada, decorrente da hipotrofia de sectores de bens e serviços transaccionáveis².

A degradação das cotas das exportações portuguesas à escala global e à escala europeia (ainda que menos acentuada) e uma ligeira melhoria em termos de serviços à escala global (mas não europeia) configura uma perda lenta mas persistente da competitividade. A análise da evolução da taxa de câmbio real (calculada com base nos custos unitários da produção) das actividades transaccionáveis revela um padrão de progresso das economias do Norte da Europa e dificuldades competitivas das economias do Sul, designadamente Portugal, que regista uma perda de competitividade na última década de cerca de 15% (Mateus, 2010).

A abertura ao exterior manteve uma pressão persistente sobre os sectores expostos à concorrência internacional, criando uma significativa assimetria no crescimento dos preços desfavorável ao sector dos bens transaccionáveis (Farto e Mendonça, 2006). A divergência entre o crescimento dos preços de produção para o conjunto da economia e o crescimento dos preços da exportação atingiu durante a década 7%, o que significa um referencial para a formação dos preços e rendimentos muito mais restritivos para as actividades transaccionáveis. A maior inflação nos bens e serviços mais abrigados da concorrência externa permitiu drenar recursos de melhor qualidade para estas actividades, reduzindo as potencialidades de desenvolvimento e o sucesso no sector dos bens transaccionáveis.

² A fraca tradição produtiva e industrial do país tem-se arrastado ao longo do tempo, associada a uma persistente aversão ao risco empresarial e a uma frágil propensão a inovar, à subestimação das actividades exportadoras e insuficiente importância atribuída à educação e cultura.

É certo que houve factores externos desfavoráveis, entre os quais integramos o alargamento a Leste e a política monetária do Banco Central Europeu (BCE). O *alargamento da UE* a Leste acentuou a pressão competitiva sobre a nossa economia, designadamente em segmentos industriais, tanto em países terceiros como no nosso próprio país, conduzindo a reduções drásticas da sua base produtiva ou simples destruição; ao mesmo tempo que novos países se assumiam como uma alternativa mais favorável para o investimento internacional. Os benefícios, que Portugal retirara inicialmente do alargamento, deslocavam-se agora para novos horizontes mais a leste.

A política monetária levada a cabo pelo BCE também contribuiu para o agravamento dos problemas do conjunto da zona euro e para a sua estagnação neste período, com reflexo na economia portuguesa. Temos sustentado que a orientação restricionista da política monetária é inadequada para uma zona monetária não óptima como a existente actualmente. Consideramos em particular que um *target* de 2% para a inflação é objectivamente deflacionista (Farto, 2006 e 2009), não permitindo, sem reduções de salários nominais, os ajustamentos intersectoriais e interregionais que as dinâmicas económicas impõem.

Como podemos observar na tabela seguinte, as variações do PIB desde a adopção do euro até 2008 são em muitos países significativamente inferiores às variações no período idêntico precedente. Irlanda e Portugal seriam nesta comparação os grandes perdedores, Grécia e Finlândia os grandes ganhadores. Todavia, se tomarmos um período mais alargado, até 2012, que compara com igual período anterior, só há perdedores, com notáveis resultados para Portugal e Irlanda, mas igualmente com perdas importantes para um vasto conjunto de países. A crise e as hesitações da política monetária parecem estar a eliminar os ganhos que eventualmente pudessem ser imputados à moeda comum.

As variações do PIB

País	89/98	99/08	Desvio	85/98	99/12	Desvio
Áustria	24,84	22,82	-2,02	36,07	25,80	-10,27
Bélgica	21,99	19,69	-2,30	37,82	21,18	-16,63
Finlândia	12,58	32,29	19,70	32,19	30,10	-2,09
França	16,07	17,59	1,52	32,77	18,63	-14,14
Alemanha	21,42	15,02	-6,40	36,02	17,24	-18,78
Grécia	16,66	37,08	20,42	24,07	13,52	-10,55
Irlanda	72,10	49,45	-22,66	94,85	40,10	-54,75
Itália	13,68	11,81	-1,87	29,98	5,98	-24,01
Luxemburgo	46,42	45,88	-0,54	99,35	42,95	-56,40
Holanda	30,77	21,40	-9,36	47,69	20,00	-27,70
Portugal	34,86	12,45	-22,42	68,49	5,52	-62,97
Espanha	25,48	34,02	8,54	51,67	27,46	-24,21

Regressando a Portugal, o que é verdadeiramente notável é que nem a política consumista dos portugueses apoiada em crédito barato nem a política económica e social fortemente expansionista foram suficientes para animar uma economia em movimento estagnante. Todavia, se as políticas referidas não contribuíram para ultrapassar a tendência estagnacionista, foram decisivas no desenvolvimento dos desequilíbrios que entretanto se foram aprofundando, conduzindo à presente crise que atravessamos. A política económica errou por acção na condução da política orçamental³, no desastre das parcerias público-privadas⁴ e nalgumas reformas mal conseguidas⁵, por omissão na ausência das reformas estruturais indispensáveis, designadamente do mercado de trabalho e da justiça. De facto, um conjunto de políticas populistas, desenvolvidas a destempo, contribuiu para acentuar os desequilíbrios estruturais da economia, designadamente para o descontrolo da dívida interna e externa. “Portugal foi o primeiro país a violar o Pacto de Estabilidade logo em 2001. Desde então, violou-o todos os anos, se esquecermos as medidas extraordinárias, excepto em 2007 e 2008” (Neves, 2011: 217).

Diríamos em síntese que, entre os múltiplos factores que sempre influenciam uma economia, o euro e a política económica inadequada foram o pai e mãe de todos os problemas que presentemente enfrentamos. A adopção de uma moeda sem Estado por um conjunto de países que prescindiram da sua própria moeda criou uma nova realidade não suficientemente testada, com consequências ainda não inteiramente observadas e analisadas, designadamente em termos da condução da própria política económica.

A recessão e a dívida

O modelo em que assentou o crescimento da economia nas últimas décadas conduziu à estagnação do crescimento económico e à recessão, ao agravamento dos desequilíbrios, e, em particular, à incapacidade em assegurar o financiamento da economia e do estado em condições aceitáveis.

³ Mantiveram-se políticas orçamentais expansionistas mesmo em períodos de expansão económica, quando se impunha a consolidação das contas públicas, persistiu-se nas bonificações ao crédito à habitação, ao mesmo tempo que a redução das taxas de juro embaratecia o custo do dinheiro, introduziu-se o denominado novo sistema retributivo da função pública, induzindo subidas nos custos unitários do trabalho sem ter em conta a competitividade externa.

⁴ O interesse público nem sempre foi devidamente salvaguardado, enquanto a deterioração da Justiça veio contribuindo para o avolumar do caos na nossa vida colectiva, gerando enormes preocupações quanto ao devir do nosso sistema democrático.

⁵ As reformas da administração pública através da criação de um número significativo de Institutos, novos ou por transformação de Direcções Gerais, e alargamento de funções sociais sem ter em conta a situação real da economia nacional conduziram ao aumento das “gorduras” do Estado. As tentativas levadas a cabo em relação à fiscalidade e justiça produziram os mesmos resultados: o aumento dos desequilíbrios estruturais e dos custos de contexto da economia portuguesa.

De facto, ao mesmo tempo que as tendências estagnacionistas da economia se faziam sentir, as novas condições monetárias⁶ que propiciavam melhor (e mais barato) recurso ao crédito e o acesso a dinheiro fácil obtido por via dos apoios comunitários⁷ acentuaram e desenvolveram atitudes e comportamentos de imitação, excessivamente consumistas, elevando a despesa das famílias e o endividamento. Esta preferência pelo presente, traduzida na redução da poupança e no aumento exuberante do consumo, que caracterizou o comportamento geral dos agentes económicos em Portugal, em particular os agentes públicos, sem correspondência no crescimento da capacidade produtiva nacional, conduziu ao desequilíbrio persistente das contas externas e públicas e ao consequente aumento das dívidas privadas e públicas, designadamente na componente externa.

Portugal é hoje inequivocamente um grande devedor, em relação ao PIB, à escala internacional, quaisquer que sejam os critérios utilizados. A figura apresenta um retrato da evolução da dívida pública portuguesa (DP), em milhões de euros, que triplicou desde 2000 ultrapassando o valor do PIB e da posição do investimento internacional que permite igualmente a percepção do insustentável crescimento da dívida externa, particularmente visível na evolução da variável *Outro Investimento* (OI). A posição do investimento (PI) reflecte ainda a estagnação do investimento directo (IDE) e a queda conjuntural do investimento em carteira (IC).

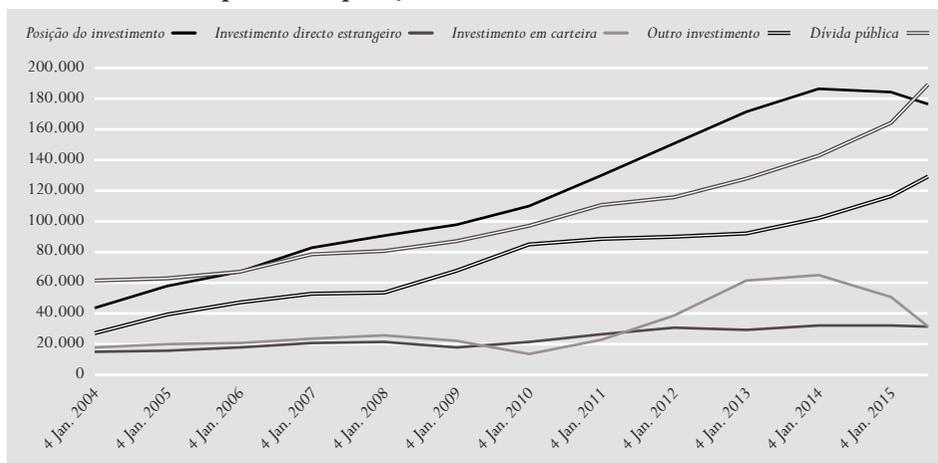
Preocupante ainda tem sido a dinâmica recente do seu agravamento, implícito no gráfico. Em termos de dívida pública, Portugal situava-se em 2011 em 7º lugar numa amostra de 38 países, integrando um grupo rico e poderoso de países e acompanhando de perto a Irlanda, Grécia e Espanha, para além dos EUA e do Reino Unido, os quais registaram agravamentos do rácio da dívida ainda mais graves do que Portugal entre 2009 e 2011 (Farto, 2011a).

Assim, o elevado nível da dívida e o seu agravamento dramático recente, tanto no plano governamental como no plano externo, tornaram-se uma bomba relógio de hora imprecisa mas fatal que condiciona de maneira notável qualquer estratégia de política económica, obrigando a uma orientação recessiva no presente e exigindo a libertação de recursos para manter um elevado serviço da dívida no futuro.

⁶ A adesão ao euro tem sido por vezes questionada a diversos títulos. É hoje claro e indiscutível que algumas das suas consequências negativas, em particular nos efeitos gerados sobre a competitividade externa da economia, não terão sido suficientemente levadas em linha de conta.

⁷ O acesso relativamente fácil a fundos comunitários contribuiu para o desenvolvimento da corrupção, do clientelismo político e da subsidiopendência e influenciou atitudes consumistas que contribuíram para a redução da poupança e para o aumento sustentado de novas necessidades, satisfeitas através de uma importação crescente.

Dívida pública e posição do investimento internacional



Fonte: Banco de Portugal.

UM MODELO EXPLOSIVO DE ESTAGNAÇÃO E DESEQUILÍBRIO

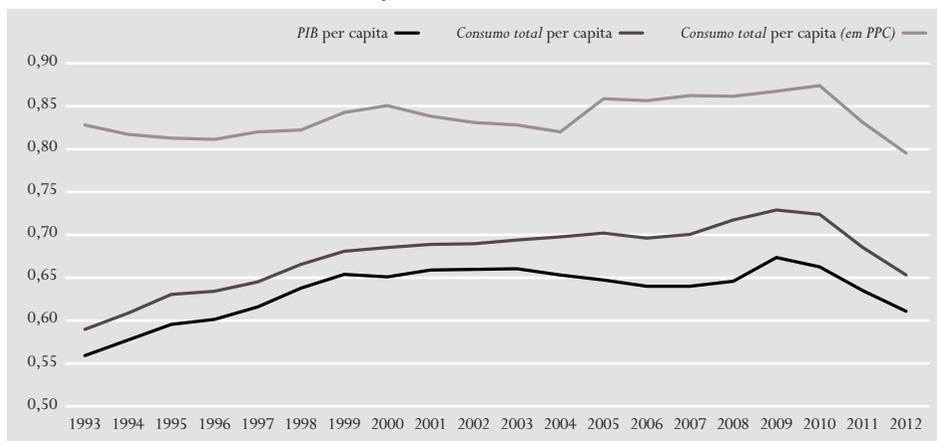
A sistematização do percurso da economia portuguesa nas últimas décadas permitiu constatar a partir da adesão ao euro duas tendências claras: um crescimento anémico, praticamente estagnação, e o desenvolvimento de desequilíbrios importantes e persistentes nas contas públicas e externas. Importa agora precisar a natureza das relações dominantes que se foram desenvolvendo ao longo deste percurso.

O desenvolvimento do desequilíbrio fundamental entre produção e consumo

Se compararmos a capacidade de criar riqueza medida pelo PIB com o nível de consumo português, podemos observar que na geração de riqueza Portugal representa 64,6% da média da UE27, enquanto no consumo se situa em 67,3%. Esta diferença, expressão porventura das nossas preferências individuais e colectivas, constitui um indicador muito expressivo dos enormes desequilíbrios acumulados e dá indicações da dimensão da correcção necessária.

Como foi anteriormente referido, a perda de moeda e de política monetária alargou dramaticamente o desequilíbrio tendencial do modelo seguido, tornando-o insustentável. Ao aumentar a pressão da procura, com a queda das taxas de juro a juntar-se ao persistente afluxo de fundos estruturais e a défices orçamentais permanentes,

Produção e consumo: UE-27



Fonte: AMECO.

a adesão de Portugal ao euro e a conseqüente perda da política cambial alargou a pressão importadora e sobre-dimensionou o sector de bens não transaccionáveis. Nestas condições, as nossas empresas revelaram-se incapazes de compensar através da produção nacional uma procura ao exterior sempre crescente, impulsionada por comportamentos de imitação e políticas que alimentaram uma exuberância consumista sem precedentes, gerando por conseqüência um desequilíbrio externo crescente e persistente.

Uma análise que conduz a resultados semelhantes pode ser conduzida em termos da comparação entre a evolução dos salários e a evolução da produtividade como faz, por exemplo, João César das Neves que resume: “... *as nossas dificuldades externas e endividamento não resultam de produzirmos pouco, mas de ganharmos demais para o que produzimos*” (Neves, 20011:165).

Um modelo de estagnação, desequilíbrio e dependência

Como vimos a economia portuguesa teve um dos mais fracos crescimentos do PIB da última década apenas ultrapassando a Itália e o Haiti. Esta estagnação do produto contribuiu para sistematizar o desequilíbrio fundamental entre a produção e o consumo financiado pelo progressivo aumento da dívida externa. Este modelo, em si próprio, não nos traz nenhuma novidade essencial. Ele não difere fundamentalmente do *modelo de dependência* desenvolvido por muitas economias no passado designadamente por muitas das economias, então ditas em vias de desenvolvimento,

como o Brasil ou Argentina, entre outros, e pela própria economia portuguesa antes da integração.

Embora simplificando, podemos considerar que existem dois subgrupos com características económicas bem diferenciadas na área do euro. O centro, representado pela Alemanha com uma economia de produtividade elevada, tecnologia moderna e excedentes na balança corrente e um segundo bloco constituído por países como Portugal, de produtividade baixa, tecnologia elementar e défices externos elevados e persistentes na balança corrente. No primeiro grupo, existe um comportamento que conduz a uma propensão elevada a poupar das famílias e de uma forte propensão exportadora, assente numa rica tradução industrial, exportação que se dirige, designadamente, para os países periféricos do Sul da Europa. Inversamente, os países do Sul têm dificuldade em colocar nos mercados no Norte, apesar da sua dimensão e importância, bens e serviços que interessem a estes mercados de modo a compensar o movimento anteriormente descrito.

Desta maneira as relações económicas entre estes dois grupos de países não pareceriam, enquanto tal, muito promissoras, dada a assimetria referida. Todavia, os sistemas bancários das duas regiões resolvem o problema, com os do centro a recolherem as poupanças das famílias locais e a emprestarem aos bancos do Sul, que por sua vez emprestam às famílias, investidores e Estados periféricos. Naturalmente existe um pressuposto de credibilidade dos países do Sul que assumem a promessa de pagar o capital e um juro periódico.

Este mecanismo de *troca de bens e financiamento presentes por promessas de pagamento futuros*, ao contrário do que possa parecer, tem potencialidades enormes. A razão está no facto de ambos os lados (ou interesses de ambos os lados) dele beneficiaram⁸. Os países do centro beneficiaram na medida em que este mecanismo contribuiu para um crescimento elevado e reduzido desemprego nesta região, enquanto as suas famílias acumulavam activos financeiros, os países da periferia beneficiaram, podendo grupos significativos da população usufruir de estilos de vida que de outro modo não teriam, pelo menos neste período.

Este mecanismo, que permitiu manter um sistema de trocas muito assimétrico, tende a engendrar um tipo de relações económicas que provocam o desenvolvimento de desequilíbrios muito sérios, como agora constatamos e apenas alguns, poucos, pressentiram. Desde logo, uma tendência para o atrofiamiento das estruturas produtivas nacionais, impondo-se de forma clara os receios que tinham levado (List,

⁸ É evidente uma responsabilidade comum. Ambas as regiões beneficiaram da situação. Os países do centro, na ânsia de fazerem negócio e lucros, emprestaram com enorme facilidade subestimando riscos, os da periferia, desejando os mesmos bens que os do Norte já usufruíam, endividavam-se subestimando as dificuldades futuras.

2006) a defender um *proteccionismo para a aprendizagem*. O confronto total prematuro entre estruturas produtivas muito diferenciadas qualitativamente não poderia senão redundar numa persistente fragilização da estrutura produtiva de menor qualidade e menos desenvolvida, alargando o *lag* de competitividade dos países do Sul da Europa face aos outros países, designadamente do Norte⁹.

A existência da moeda única funcionou como um amplificador dos desequilíbrios na medida em que os países do Sul contraíam empréstimos sucessivos nas mesmas condições dos países do Norte, sendo a percepção do risco entre as duas regiões percebidas durante muito tempo como a mesma, motivando taxa de juro baixa em ambas as regiões. A taxa de juro do BCE do conjunto da *eurozone* relativamente baixas conduziu a um *boom* dos empréstimos dos países do Sul, que se endividaram fortemente (mais pelo Estado, como na Grécia, ou mais pelos privados, como na Espanha ou Irlanda, ou mais ou menos distribuído como Portugal), ao mesmo tempo que os países do Norte acumulam pilhas de activos financeiros.

Em grande medida, este tipo de relações já existiam antes da adesão à comunidade europeia mas a integração desenvolveu e aprofundou, sem qualquer mudança significativa, o modelo preexistente. Sustentaremos que, no essencial, estamos perante um tipo de relações que poderíamos denominar de *dependência* pela forte analogia com o modelo dominante em muitos países em vias de desenvolvidos em décadas anteriores¹⁰.

Os limites: um modelo explosivo

O tipo de modelo a que fazemos referência pode ser representado pela equação: $Ek-Sk = (S-I) + (T-G) + (X-Z)$ ¹¹ com $(Ek-Sk) > 0$, $(S-I) < 0$, $(T-G) < 0$ e $(X-Z) < 0$, que exprime o financiamento externo do défice de poupança, do défice do Estado e do défice corrente, podendo deduzir-se analiticamente as condições que colocam as dívidas numa trajectória explosiva que não raras vezes desemboca em graves crises financeiras com repercussões políticas imprevisíveis.

⁹ Na última década a Alemanha teve um crescimento dos salários mais lento do que a produtividade, ao contrário do que se verificou nos países do Sul da Europa, pelo que a competitividade das duas regiões se ampliou notavelmente.

¹⁰ A tentação de comparar o nosso modelo de crescimento com o que é por vezes conhecido como *modelo populista latino-americano* é enorme. Na base do modelo encontra-se uma *moeda sobrevalorizada*, frequentemente associada a uma fixação de paridade em relação a uma moeda forte, e *défices orçamentais* importantes que permitem elevar o emprego, os salários reais e o bem-estar dos trabalhadores acima da produtividade do trabalho sem os progressos estruturais adequados na economia. Este modelo, não sendo sustentável, acaba sempre por gerar desequilíbrios que fatalmente conduzem ao seu esgotamento e mesmo ao colapso.

¹¹ Próxima página.

Há um limite para o funcionamento deste sistema? Sem dúvida, mas é impossível prever o momento da explosão¹². Basicamente a dívida interna torna-se explosiva quando a taxa de juro real for maior do que a taxa de crescimento económico e a dívida externa quando se verificar a) défices sistemáticos na conta corrente, b) fluxo positivos de empréstimos e financiamentos e c) a taxa de juro externa aumentar.

É fácil constatar que todas estas condições estavam reunidas no Brasil do final dos anos 90, como estão reunidas hoje em países como Grécia e Portugal. O ministro brasileiro Delfim Neto sustentava que “*As dívidas não foram feitas para serem pagas, mas para serem roladas*”. É em parte verdade, mas um problema sério começa quando o mercado financeiro se nega a fazer a “*rolagem*” da dívida em condições aceitáveis para o país.

Estas dificuldades manifestam-se num conjunto de situações bem conhecidas, designadamente nas sobras de títulos nos leilões internos e externos e nas subidas das taxas de juro para níveis insustentáveis, que acabam por impor reestruturações da dívida interna e externa, aplicações compulsórias e confiscos, queda das bolsas, privatizações, desvalorização da moeda e recessão, numa palavra, na crise¹³.

Será inevitável a explosão da dívida neste modelo numa zona monetária como a do euro? Não necessariamente. Se uma zona monetária se comporta politicamente como um país (seja institucionalmente uma federação ou não), assumindo uma solidariedade ilimitada a todos os seus membros, as restrições à condução da política económica e mesmo ao crescimento não serão fundamentais, embora não se assegure necessariamente uma convergência real. O desmantelamento de todos os obstáculos, designadamente monetários, ao comércio livre implicará que os desequilíbrios económicos que ocorram nas economias menos competitivas serão compensados pela comunidade, no seu conjunto, que deverá manter, de maneira mais ou menos persistente, um fluxo de transferências unilaterais para *as economias menos desenvolvidas, financiando os desequilíbrios orçamentais e externos que tendem a gerar-se*.

¹¹ Nesta expressão, Ek e Sk representam os fluxos financeiros de entrada e saída; S e I a poupança e investimento privados; T e G a receita e despesa pública; X e Z as exportações e importações.

¹² Entra em dificuldades quando alguns investidores, e depois outros, começam a temer que a dívida se esteja a tornar insustentável, como ocorreu com a Grécia recentemente. Quando esta opinião se torna significativa é a crise, quando se torna dominante o sistema entra em colapso.

¹³ Na crise da dívida soberana europeia o governo alemão e os outros países credores perceberam que os bancos poderiam realizar duras perdas pondo em risco as poupanças das famílias dos países do Norte, impondo a salvação dos bancos para proteger as poupanças das famílias e evitar o risco de pânico que poderia provocar o colapso de um sistema bancário europeu já fragilizado pela crise do *sub-prime*. Assim, disponibilizaram-se a conceder novos empréstimos desde que duros programas de austeridade fossem levados à prática nos países devedores: disciplina fiscal, cortes nas despesas governamentais, aumentos de taxas e impostos, reformas estruturais e deflação salarial. *Bailouts* na Grécia, Irlanda e Portugal providenciaram a liquidez necessária para que as economias continuassem a funcionar.

Todavia, se não for este o caso¹⁴, isto é, se os países mais desenvolvidos temem que défices orçamentais importantes e persistentes em todos os países acabem por criar um problema de estabilidade monetária ou que aqueles défices apenas em alguns possam criar instabilidade monetária e dificuldades políticas entre os diversos países, o mais provável é que a zona monetária acabe por assumir uma solidariedade limitada que tenderá a excluir a não-aceitação do financiamento de défices orçamentais e/ou a mutualização da dívida. É o que ocorre presentemente na zona do euro, com todas as consequências.

A CRISE ECONÓMICA PORTUGUESA E POLÍTICA ECONÓMICA

Vimos que o modelo de crescimento que se consolidou na economia portuguesa e mesmo as características da crise actual não comportam diferenças fundamentais em relação a outras situações conhecidas da literatura e história económica internacional, designadamente no Portugal do passado. Há ainda diferenças fundamentais de contexto que fazem toda a diferença nas respostas que podem ser dadas. Referimo-nos em particular aos *níveis atingidos pela dívida* (pública e externa) e à *impossibilidade de uma política monetária própria* decorrente da integração na zona do euro. Estas *duas restrições* são absolutamente fundamentais quando se aborda o problema da definição de uma política económica apropriada.

No passado havia um padrão que se podia tomar como referência, o programa de medidas sugerido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em circunstâncias semelhantes de cuja aplicação resultou um vasto conhecimento das suas virtudes e limitações. Todavia, as restrições referidas colocam em causa uma boa parte do programa *standard*, designadamente a desvalorização da moeda, peça central no referido programa¹⁵, exigindo uma reflexão aprofundada sobre a política económica actualmente em implementação nos países com dificuldades na gestão da dívida soberana.

Neste quadro, a política económica parece orientar-se hoje fundamentalmente em 3 eixos: a *consolidação orçamental* para limitar de maneira drástica as necessidades de financiamento público e criar condições de sustentabilidade da dívida pública, a *deflação salarial* como duplo objectivo de reduzir a despesa pública (no caso dos salários do sector) e melhorar, através da redução de custos, a competitividade externa da economia, e a implementação de um conjunto

¹⁴ Naturalmente, os países que precisam de ajuda são os menos posicionados para reivindicar uma solidariedade ilimitada.

¹⁵ Neste contexto, num pacote de medidas com um sentido geral de austeridade que integrava o controlo da procura, a elevação da taxa de juro, com o propósito de atrair capital, e outras medidas de emergência ditadas pelas circunstâncias, emergiu a desvalorização da moeda como uma política susceptível de contribuir decisivamente para a recuperação da competitividade perdida.

de *reformas estruturais* de cariz liberalizante (incluindo privatizações e flexibilização do mercado de trabalho) com o propósito de introduzir eficiência e promover o crescimento económico.

Claramente, as reformas estruturais, ainda que o governo português nelas coloque as suas melhores expectativas, pelas suas características e *timings* próprios, não produzirão efeitos significativos sobre a economia nos períodos mais recentes e dificilmente se pode antecipar a dimensão efectiva dos seus efeitos.

A consolidação orçamental desenvolve-se, é preciso sublinhar, num ritmo e com uma arquitectura das medidas a tomar que dependem em grande parte da pressão dos credores, designadamente pelas autoridades internacionais que os substituem ou que enquanto tal se constituem (FMI, BCE, UE). Esta política comporta as medidas habituais de aumentos de impostos e redução de algumas despesas e taxas como a Taxa Social Única (TSU) mas, para além disso, faz um apelo como nunca no passado à deflação salarial dos trabalhadores e pensionistas. É este instrumento que reteremos aqui.

A deflação salarial

Iniciemos este ponto com uma precisão. Apesar de os efeitos poderem ser semelhantes, convém distinguir o que chamaríamos de deflação salarial forçada quando um país não detentor de moeda própria é obrigado a reduzir salários aos funcionários públicos e pensões por incapacidade de fazer face às suas obrigações de deflação salarial voluntária, quando esta se apresenta como uma política, isto é, como um instrumento para alcançar alguns objectivos de carácter económico, designadamente a redução do desemprego e o aumento da competitividade. É sobretudo neste sentido que encararemos os próximos desenvolvimentos.

A redução de salários para além do impacto socioeconómico da redução do poder de compra provoca um importante sentimento de injustiça relativa, minando a coesão social. Este efeito, subliminar e difícil de medir, ainda que frequentemente subestimado, não é de modo nenhum negligenciável nos comportamentos e atitudes dos trabalhadores. J. M. Keynes na *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda* (1936) constata uma diferença fundamental entre o efeito de uma baixa de salários reais e do poder de compra provocada pela inflação, que tem efeitos relativamente neutros nos salários relativos e na percepção da justiça¹⁶, e o efeito da redução dos salários nominais em relação

¹⁶ O sentimento de injustiça amplia-se naturalmente se existem outros factores adicionais como um grande desequilíbrio distributivo e/ou se as responsabilidades pela gravidade da situação podem ser associadas a certos sectores, como o financeiro, usufruindo de rendimentos mais elevados ou a políticos suposta ou realmente detentores de mordomias.

aos quais “... *there is, as a rule, no means of securing a simultaneous and equal reduction of money-wages in all industries...* [e por consequência]... *it is in the interest of workers to resist to a reduction in their own particular case*” (Keynes, 1973: 264).

Compreende-se assim que esta redução tenha sido durante muito tempo considerada pelos economistas uma quase impossibilidade. Desde logo J. M. Keynes, que assume expressamente que os trabalhadores oferecem uma firme resistência à baixa de salários, sustentando mesmo a sua quase impossibilidade num ambiente democrático. “*It is only in a highly authoritarian society, where sudden, substantial, all-round changes could be decreed that a flexible wage policy could function with success*”¹⁷ (Keynes, 1973: 269).

Mas, mesmo autores não keynesianos, embora considerando este comportamento dos trabalhadores não racional, admitem essa resistência como um facto. A globalização¹⁸, além de ter desenvolvido uma repartição do rendimento em desfavor do trabalho, introduziu uma alteração nas relações de força que tem facilitado uma certa “*vulgarização*” da redução de salários nominais, erodindo a relação salarial moderna e progressista a favor da sua condição de base mercantil, a *mercadoria força de trabalho* tipificada por K. Marx no livro I de *O Capital* (1867).

De resto, o próprio O. Blanchard (2006), que recomenda esta terapia para a economia portuguesa, nota que as descidas nos salários nominais levantam problemas psicológicos e legais, o que pode levar a equacionar a possibilidade de reduzir as taxas para a segurança social, reduzindo os custos do trabalho por esta via, podendo manter os volumes de impostos retidos através, por exemplo, da elevação do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) o que, sustenta o autor, se apresenta difícil dado que já é elevada no quadro da UE¹⁹.

Para além destas considerações gerais, três impactos maiores da redução de salários, igualmente presentes na análise aprofundada sobre esta matéria levada a cabo por Keynes na *Teoria Geral* (TG), justificam hoje a nossa atenção: os impactos sobre a competitividade externa, os efeitos sobre a procura e sobre as dívidas.

¹⁷Também por isso usa na TG a unidade de salário como unidade de medida das variáveis macroeconómicas.

¹⁸ Com o lançamento no mercado de trabalho global de um exército de mão-de-obra proveniente de países durante muito tempo sujeitos a ditaduras, com reduzidos salários e poucos direitos, a correlação de forças alterou-se fortemente em desfavor dos trabalhadores dos países mais desenvolvidos.

¹⁹ O governo pode ainda aumentar o tempo de trabalho sem aumento de compensação salarial. Neste caso reduz o custo unitário do trabalho sem necessariamente reduzir os salários nominais, ainda que possa ter algum efeito negativo sobre o emprego.

A reposição da competitividade: desvalorização externa *versus* desvalorização interna

O caminho para resolver de maneira positiva o problema do sobreendividamento público e privado e o desequilíbrio externo é o estabelecimento de uma trajectória de crescimento económico. Como os governos e famílias tem a suas despesas limitadas pelas elevadas dívidas a sua procura não poderão deixar de se deprimir, a reposição dos padrões de competitividade num ambiente de austeridade torna-se, de facto, o único caminho possível para aumentar as exportações e o produto. Reencontramos uma situação idêntica à das crises do passado.

Os efeitos de uma desvalorização da moeda em regimes de câmbios fixos ou semifixos parecem claros e estão solidamente adquiridos. Desvalorizando a moeda, as exportações tornam-se mais competitivas e as importações mais caras. Isto conduz a uma maior procura dos bens exportados, uma redução da procura de importações, melhorando o equilíbrio da balança corrente. Assim, a medida vai no sentido de desenvolver efeitos expansionistas sobre a economia, designadamente sobre o produto e emprego, podendo eventualmente engendrar alguns efeitos colaterais de tipo inflacionista devido à importação de produtos a preços mais elevados em termos de moeda nacional.

Naturalmente, a melhoria da competitividade através da desvalorização dependerá sempre do perfil exportador do país, isto é, do tipo e qualidade dos bens produzidos pelos países e pelos seus concorrentes potenciais²⁰.

Apesar disso, se excluirmos uma possível habituação do sector exportador e/ou a eventual tendência para a formação de sobrelucros nestes sectores, não se observam outros efeitos colaterais negativos em consequência da desvalorização, daí fazer parte da panóplia de medidas *standard* das políticas económicas promovidas, designadamente pelas instituições internacionais como o FMI. Mais, o incremento das exportações contribui para atenuar os efeitos negativos do outro conjunto de medidas de austeridade sobre a procura, tendendo ainda a gerar efeitos psicológicos positivos sobre as expectativas dos diversos agentes económicos.

Na impossibilidade, para um país em concreto, de usar este instrumento numa união monetária para a reposição da competitividade, a política económica orientou-se para o instrumento supostamente alternativo da desvalorização interna. Olivier Blanchard, entre outros, sustenta que “*The same result can be achieved however, at least on paper, through a decrease in the nominal wage and the price of non-tradables, while the price of tradables remains the same*” (Blanchard, 2006: 19).

²⁰ Um grave problema surgirá se os produtos de exportação são tais que a exportação não se eleva, mesmo a preços mais reduzidos. É designadamente o que poderá ocorrer com os países periféricos da EU.

Embora menos seguro, Keynes também não excluía o possível efeito de uma baixa de salários sobre o comércio externo. “*If we are dealing with an unclosed system, and the reduction of money-wages is a reduction relatively to money-wages abroad... it will tend to increase the balance of trade*”²¹ (Keynes, 1973: 262).

Apesar das reservas que o próprio Blanchard enuncia, acaba por sustentar em relação a Portugal que “*A decrease in nominal wages sounds exotic, but it can substantially reduce the unemployment cost of the ajustement*” (Blanchard, 2006: 24). Dado que a moderação salarial é insuficiente no quadro “inflacionista” moderado da zona euro para reduzir em tempo útil os desequilíbrios existentes, a redução de salários, mais forte no sector público, permitiria, juntamente com outras medidas, reduzir substancialmente os défices orçamentais, contribuindo simultaneamente para a melhoria da competitividade da economia e o desenvolvimento de uma trajectória para o equilíbrio nas duas vertentes.

Mas nós temos razões para considerar que *a deflação salarial não é um substituto para a desvalorização externa* porque os efeitos expansionistas desta última sobre a procura interna estão nos antípodas dos efeitos deflacionistas sobre a mesma procura resultantes da redução de salários e que estes efeitos, admitidos por Blanchard, são muito mais importantes do que geralmente é admitido pelos defensores desta política.

A redução dos salários e a procura interna

O processo de desvalorização interna com o propósito de promover a competitividade começa geralmente com a redução dos salários da função pública, o que desde logo provoca uma redução da despesa pública e a melhoria da situação orçamental, para se generalizar em seguida ao conjunto da economia, traduzindo-se por uma redução dos custos de produção, designadamente dos bens transaccionáveis, fomentando a produção e a substituição de importações e reduzindo o desequilíbrio externo. Até este ponto os efeitos podem revelar-se semelhantes aos que poderiam ser obtidos pela desvalorização externa, caso fosse possível.

A dificuldade é que a história não termina aqui, desenvolvendo-se importantes efeitos colaterais. O efeito da redução de salários nominais sobre a procura interna, sublinhada por Keynes no cap. 19 da *Teoria Geral*, é indiscutível, dado que a quebra dos salários, sobretudo nas classes de médios rendimentos, tem um efeito muito forte sobre a procura interna, penalizando fortemente a produção e o emprego. Este efeito adicio-

²¹ “*The greater strength of the traditional belief in the efficacy of a reduction in money-wages as a means of increasing employment in Great Britain, as compared with the United States, is probably attributable to the later being, comparatively ourselves, as a closed system*” (Keynes, 1936: 262).

na-se, de resto, às outras medidas de consolidação orçamental como o aumento de impostos na redução do rendimento disponível das famílias²².

A conjugação de todos estes efeitos poderá exercer efeitos devastadores sobre a procura, designadamente sobre a procura à produção nacional, com os consequentes efeitos sobre o emprego²³. Esta é uma diferença fundamental entre os dois tipos de desvalorização interna e externa. Enquanto esta última tem efeitos expansionistas sobre o emprego e a actividade económica, a desvalorização interna poderá traduzir-se por um longo e penoso processo deflacionista, reduzindo preços, produção, salários e rendimentos.

É preciso ainda observar que esta espiral deflacionista poderá tornar-se mais facilmente uma realidade no caso de uma economia sobreendividada.

A desvalorização interna em ambiente de forte endividamento

Os efeitos da deflação na dívida e suas consequências foram há muito sublinhados por vários autores. A propósito do aumento real do valor da dívida, Keynes afirmava: *“On the other hand, the depressing influence on entrepreneurs of their greater burden of debt may partly offset any cheerful reactions from the reduction of wages. Indeed if the fall of wages and prices goes far, the embarrassment of those who are heavily indebted may soon reach the point of insolvency, – with severely adverse effects on investment. Moreover the effect of a lower price-level on the real burden of the National Debt and hence on the taxation is likely to prove very adverse to business confidence”* (Keynes, 1973: 264).

Estes efeitos tornam-se particularmente importantes no actual contexto, em que os países nesta situação enfrentam elevadas dívidas privadas e públicas. A deflação, sobretudo salarial, aumenta o peso da dívida privada e pública, elevando os rácios da dívida em relação ao PIB. Esta é sem dúvida a *principal armadilha* que estes países enfrentam, não sendo seguro que, como sublinhava I. Fisher, os esforços para reduzir a dívida não conduzam ao seu agravamento. É por isso que o caminho por ele proposto é exactamente o inverso, isto é, a inflação: *“... the ways are either via laissez faire (bank-ruptcy) or scientific medication (reflation), and reflation might just as well have been in the first place”* (1933: 349) uma vez que a inflação tende a gerar o efeito inverso, reduzindo o peso das dívidas e beneficiando os devedores, designadamente empresas.

Dada a redução do rendimento disponível e consequente aumento do peso das dívidas, as famílias reduzem ainda mais as suas despesas ou entram em incumprimento, agravando os problemas do sector bancário.

²² Estes efeitos poderão ainda ser agravados quando a deflação salarial é acompanhada por uma inflação nos bens de procura generalizada e inelástica como a energia, transportes e alimentação.

²³ Agravada pela impossibilidade de utilização da política orçamental neste contexto, sugerida, de resto, por O. Blanchard para compensar os efeitos negativos da política de deflação salarial.

Do mesmo modo, as empresas que produzem para mercado interno com receitas menores, mesmo em ambiente de redução de custos, terão igualmente dificuldades acrescidas para honrar compromissos do passado e manter o emprego.

Os governos enfrentam igualmente maiores dificuldades em lidar com uma situação em que as receitas estão em diminuição e o rácio da dívida em crescimento com a redução do denominador.

Os efeitos sobre as expectativas dos agentes económicos e sobre o investimento são igualmente muito negativas e terrivelmente constrangedoras para o crescimento e para o emprego. A situação tenderá a complicar-se mais ainda se vários países desenvolverem simultaneamente esta mesma estratégia de desvalorização interna e promoção das exportações.

Temos, assim, fortes razões para supor que os efeitos depressivos sobre a procura agregada resultantes de uma política deflacionista tenderão a ser mais importantes do que habitualmente se admite, não se podendo excluir uma espiral deflacionista.

Claramente, enquanto a desvalorização externa tende a restaurar a competitividade e o equilíbrio externo a um nível mais elevado do produto, do rendimento e do emprego, a desvalorização interna tende a restaurar os equilíbrios referidos a um nível inferior destas variáveis. Mais, o caminho deveria ser exactamente o inverso, o da inflação e não da deflação, mas essa é uma escolha que não depende directamente dos portugueses.

Chegamos assim a um resultado particularmente incerto. Não sabemos a que nível da produção, emprego e qualidade de vida se realizarão os equilíbrios das contas públicas e o equilíbrio externo e menos ainda se este equilíbrio permite evitar em Portugal a explosão da dívida verificada na Grécia, mas sabemos que se verificarão para um nível mais baixo do produto, do emprego e do bem-estar das populações, com custos tremendos e consequências imprevisíveis.

A desvalorização interna e deflação. A experiência

Ao contrário das políticas de desvalorização externa, cujos contornos e efeitos prováveis estavam mais ou menos estabelecidos, as políticas de desvalorização interna e de deflação não fornecem até agora experiências que possam gerar algum optimismo. No regime de padrão ouro usava-se a deflação para ajustar os défices comerciais. Mas um estudo recente do Banco Mundial (BM) não revela razões para optimismo, pelo menos nas economias modernas. A experiência de 183 países no período entre 1980 e 2008 não se encontram muitos episódios de deflação sustentada e por consequência razões para pessimismo²⁴.

²⁴ Banco Mundial (2011). "Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?", edited by Carlos Primo Braga and Gallina Vincelette.

Os resultados dos processos de deflação sobre a competitividade não são evidentes e estão sempre associados a períodos de reduzida actividade económica, por vezes com grandes quebras, com o conseqüente cortejo de perda de produto, de emprego, de capacidade produtiva e de qualidade de vida²⁵.

Mais encorajadora parece ser a experiência recente da Alemanha pós-reunificação com um processo de “*wage planification*”. Admite-se geralmente que tenha tido efeitos positivos sobre a competitividade da economia, embora outros factores, como a aposta num padrão de especialização industrial cada vez mais sofisticado, designadamente em produtos de qualidade e luxo, possa ter pesado mais do que propriamente a contenção salarial²⁶.

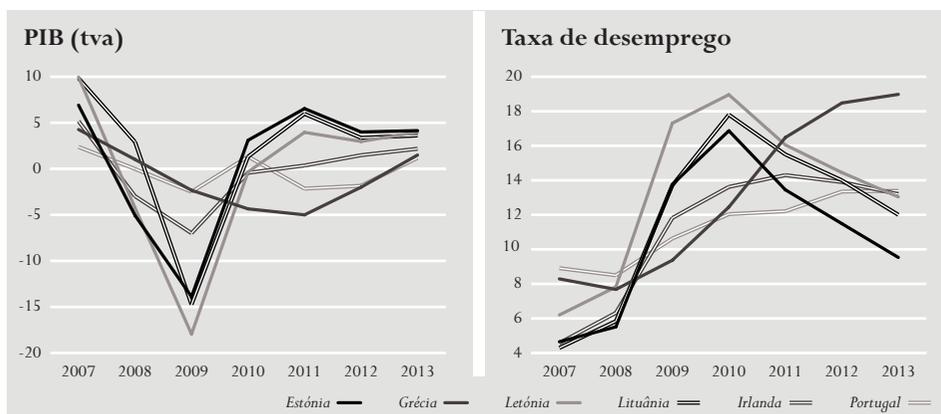
Alguns autores notam que a “*wage planification*” levada a cabo pela Alemanha não deixou de ter igualmente efeitos, embora de sentido contrário, sobre as economias dos outros países do euro. “*Excessive wage restraint in Germany will ... put pressure on wages policy in the other EU countries in the medium term. The fact that inflation in Germany is lower than the EU average means that price competitiveness of German producers in the European market is constantly increasing*” (Eckhard Hein *et al.*, 2004).

A deflação salarial ganhou popularidade recentemente durante a recessão 2008-2010 quando vários países (Estónia, Letónia e Lituânia) a utilizaram com o objectivo de restaurar a competitividade e equilibrar os orçamentos nacionais. Em meados da década passada, estes países fizeram o *peg* ao euro, desenvolvendo *booms* mas perderam competitividade. Com a crise de 2008 o produto caiu severamente naqueles países que, apesar disso, mantiveram o *peg* e aplicaram políticas de austeridade, começando as suas economias agora a dar sinais de crescimento, apoiadas nas exportações após intervenção do FMI e de uma brutal quebra no produto.

Os gráficos que se seguem apresentam a evolução do produto (taxa de variação) e do desemprego nos três países do Báltico, Irlanda, Portugal e Grécia. Em relação ao produto, é visível uma dupla tendência no que concerne à trajectória da crise. Uma trajectória em V dos três países bálticos e da Irlanda (menos cavado) e uma

²⁵ A Argentina, como os países periféricos, perdeu competitividade nos anos 90 quando fixou o peso ao dólar e sustentou três anos de deflação até ao colapso da economia e do “peg” ao dólar. Na zona monetária CFA (Communauté Financière Africaine) a média de inflação entre 1986 e 1993 foi 0,3% e alguns países observaram alguma deflação no fim do período mas que não restaurou a competitividade, acabando com uma grande desvalorização em 1994. Na crise económica sueca dos anos 90 e para acesso da Finlândia à UE em 1995, os resultados são igualmente de efeitos duvidosos.

²⁶ A Comissão Europeia (2010) sublinha que o dinamismo dos mercados de exportação da Alemanha explica quase completamente o crescimento médio anual de 7,3% do volume das exportações alemãs entre 1999-2008, enquanto a contribuição de preços mais competitivos motivado pela contenção salarial não terá excedido 0,3% ao ano. A razão está no padrão de especialização da indústria alemã em produtos que as mais dinâmicas economias emergentes querem comprar (automóveis de luxo, máquinas, equipamento informáticos, infraestruturas de transporte, etc.). Nesta equação os preços são matéria secundária.



Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook, Setembro de 2011.

trajectória em U prolongado que, no caso português, tem uma contratendência em 2010 por efeito de uma política extraordinariamente expansionista que muito contribuiu para o forte agravamento das contas públicas.

A leitura das taxas de desemprego vai no mesmo sentido, apenas se mantendo tendências de agravamento em Portugal e Grécia, onde acelerou de forma dramática.

Das experiências conhecidas verifica-se que não é seguro que a baixa de salários nos países periféricos da Europa aumente a sua competitividade face a países mais competitivos e aos países emergentes de mais baixos salários, podendo simplesmente ocorrer um fenómeno de concorrência limitada entre si, com ganho para o que conseguir impor salários mais baixos. Mas, nas condições da crise soberana de Portugal e Grécia, há um factor geralmente inexistente em contextos exteriores que não tem sido devidamente levado em consideração e no qual nós insistimos: o nível da dívida atingido por estes países.

Não havendo experiência da utilização da desvalorização interna e da deflação em ambiente de forte endividamento e dadas as considerações teóricas anteriormente desenvolvidas, não é improvável que uma espiral deflacionista recessiva possa vir a provocar situações de colapso social e político.

AS CONDIÇÕES DE CRESCIMENTO SUSTENTADO

A questão mais profunda que preocupa subliminarmente as mentes nos países periféricos da Europa é certamente a de saber se os seus países têm condições para se manter integrados na economia cosmopolita do euro, *i.e.* se conseguem não apenas estabilizar as suas economias mas ainda retomar uma trajectória de crescimento que

lhes permita no mínimo não divergir. Esta questão é particularmente importante no caso de Portugal, dada a anemia do crescimento registada na última década, apesar das condições muito favoráveis de que desfrutou, ambiente externo favorável, apoios externos da União Europeia, políticas orçamentais de cariz expansionista e ausência de restrições de liquidez.

Globalização, integração, crescimento e convergência

Com a *adoção do euro* todas as barreiras à concorrência no interior desta área foram abatidas, criando-se todas as condições para uma avaliação da tese defendida pelas teorias dominantes do comércio internacional de que da livre concorrência resultam necessariamente benefícios para todos, designadamente para os países menos competitivos, em condições idênticas às de um sistema de padrão-ouro.

Na verdade, a julgar pelos resultados analíticos fornecidos pelas teorias económicas dominantes, não deveriam existir obstáculos fundamentais ao desenvolvimento dos países do Sul da Europa, mesmo no quadro do movimento de globalização e de integração europeu. Com efeito, estão bem estabelecidas as teorias que conduzem à defesa do comércio livre como resultado fundamental. Seja para beneficiar de diferenças relativas de produtividade (D. Ricardo), de diferenças de dotações factoriais (Heckscher-Ohlin-Samuelson), seja para tirar partido de economias de escala ou diferenciação de produtos, os países têm em geral vantagem no desenvolvimento das suas relações de comércio com outros países.

Não se exclui evidentemente que a par dos benefícios possam existir custos associados às reestruturações produtivas necessárias para alcançar os benefícios referidos. Desde logo entre sectores com aumento da produção de sectores exportadores e redução de sectores concorrentes com a importação (Ricardo e H-O-S), declínio dos sectores mais intensivos em trabalho e expansão de sectores mais intensivos em capital e/ou trabalho qualificado, no caso dos países mais avançados, com consequências sobre a distribuição do rendimento, em principio a favor do factor mais escasso. Nos modelos mais recentes, estes resultados não são fundamentalmente postos em causa, embora importantes “*nuances*” possam aparecer. Alguns sustentam que a intensificação do comércio internacional com a globalização reafecta recursos não apenas entre sectores, mas igualmente intra-sectores, fomenta o desenvolvimento das empresas de maior produtividade e o declínio ou encerramento das de menor produtividade em todos os sectores exportadores líquidos ou não, podendo, segundo alguns, gerar ganhos para todos os factores produtivos²⁷.

²⁷ Para uma síntese recente ver Manteu, Cristina (2008).

De há muito este optimismo livre-cambista ocupa uma posição dominante na literatura económica²⁸, o que não exclui interpretações heterodoxas sobre esta matéria como a de Friedrich List. Este autor, precursor da Escola Histórica Alemã, que confronta a Escola Clássica Inglesa, merece, apesar de ter sido relativamente esquecido pelo pensamento económico moderno, ser recordado no momento actual, designadamente porque interpela, igualmente, o pensamento dominante contemporâneo.

A análise de List situa-se numa perspectiva histórico-evolucionista que se exprime através de uma definição de estádios de desenvolvimento e que conduz a dois resultados que sublinhamos, usando as palavras do autor: “(1) Ficou claro para mim que a concorrência livre entre duas nações muito avançadas na cultura só podia ter resultados benéficos se ambas estivessem a um nível aproximadamente igual de formação industrial;... (2) e que uma nação que, por infeliz destino, estivesse muito atrasada na sua indústria, comércio e navegação, possuindo, de resto, os recursos mentais e materiais para a sua formação, tinha primeiro que se tornar capaz por esforço próprio antes de poder concorrer livremente com nações mais avançadas. Numa palavra, descobri a diferença entre economia cosmopolita e política” (List, 2006: 40).

F. List não era, todavia, nem anti-europeu nem antiglobalização, opondo simplesmente à teoria do valor da Escola Clássica uma teoria das forças produtivas que sustenta que a riqueza de um país reside mais nos factores potenciais e estruturantes do que no valor criado num dado momento, exigindo-se a criação de um conjunto de condições prévias ao pleno confronto concorrencial. “Uma nação como a inglesa, cuja força de manufactura ganhou enorme avanço em relação a todas as outras nações, mantém e alarga melhor a sua supremacia na manufactura e no comércio através de um comércio o mais livre possível” (List, 2006: 110).

De passagem, aquele autor denuncia ainda a suposta neutralidade científica ou cientificidade do pensamento clássico. “Daí a preferência de esclarecidos economistas ingleses pela liberdade comercial absoluta, e a aversão de sensatos economistas de outros países à aplicação deste princípio nas condições actuais mundiais” (List, 2006: 110).

Apoiando a sua análise na força do argumento histórico, o autor germânico recorda a orientação e os resultados da acção do Conde da Ericeira nos seguintes termos: “Portugal, todavia, com um ministro sábio e forte, fazia uma tentativa

²⁸ A situação é muito menos evidente ao nível da política económica das organizações internacionais, sobretudo se excluirmos os níveis comunicacionais e propagandísticos. A história do GATT ou da OMC é tanto a história do incremento da comunicação liberal como a manutenção/institucionalização de obstáculos ao livre-cambismo da teoria dominante, não sendo difícil de detectar os beneficiários da liberalização e dos protecctionismos.

de estabelecer uma indústria de manufactura, cujo sucesso inicial nos espanta” (List, 2006: 190) para contrastar as potencialidades do desenvolvimento manufactureiro português com as consequências do Tratado de Methuen para Portugal. *“Imediatamente após a consumação deste contrato comercial, Portugal foi inundado de manufacturas inglesas. E a primeira consequência desta inundação foi a repentina e completa ruína das fábricas portuguesas”* (List, 2006: 192). *“A agricultura e a indústria, o comércio e a navegação em Portugal, em vez de aumentarem com o intercâmbio com a Inglaterra, aprofundavam-se mais e mais”* (List, 2006: 197).

Esta análise de F. List surge confortada quando a compaginamos com alguns factos históricos posteriores bem conhecidos. Na verdade, todos os casos de sucesso de países menos desenvolvidos em termos da obtenção de um ritmo sustentado de crescimento e convergência real das suas economias, desde a industrialização da Alemanha aos novos países industrializados da Ásia (NICs) e actuais países emergentes, tiveram sempre como base uma inteligente e hábil gestão dos obstáculos de vários tipos (tarifários, não-tarifários e monetários) combinados com uma política prudente de abertura ao exterior.

Ora, com a *adopção do euro* todas as barreiras à concorrência no interior desta área foram abatidas, criando-se todas as condições para uma avaliação da tese defendida pelas teorias dominantes do comércio internacional de que da livre concorrência resultam necessariamente benefícios para todos, designadamente para os países menos competitivos, restaurando-se as condições idênticas às de um sistema de padrão-ouro. Resta saber se o optimismo da Escola Clássica prevalecerá na prática sobre o pessimismo da Escola Alemã.

As condicionantes teóricas e políticas dos espaços integrados

Não merece qualquer sublinhado a constatação de que a política económica se altera fundamentalmente quando um país prescinde da sua própria moeda e assume a moeda de um espaço integrado. Desde logo a perda da taxa de câmbio como variável de ajustamento da economia face ao exterior limita de maneira fundamental a capacidade de gerir a economia e de modo a manter a competitividade externa da mesma. Mas a ausência de moeda própria implica ainda o aumento de dificuldades e restrições na gestão das políticas de crédito e de preços o que limita a capacidade de ajustamento das variáveis-preço face a desequilíbrios que se venham a verificar, sejam eles de origem externa ou interna.

O salário nominal tornado a única variável - preço flexível não poderá responder a choques assimétricos senão à custa de processos deflacionistas dolorosos e de quebras de coesão social que podem assumir proporções imprevisíveis. O mesmo é dizer:

não existem mecanismos automáticos social e politicamente aceitáveis que acomodem os desequilíbrios que necessariamente tendem a surgir numa economia em crescimento.

É preciso notar que a perda de soberania resultante da decisão de aderir a uma zona monetária estende-se de maneira menos directa a outras variáveis e à política económica, limitando-as de forma mais ou menos importante com especial incidência na política orçamental. Este aspecto tem sido muito mal compreendido por certos países, sobretudo pelos que desenvolveram uma tradição de défices públicos persistentes.

Nas condições de solidariedade limitada, anteriormente referida, a política orçamental, numa zona monetária, tenderá a realizar-se através de regras, assumidas no caso da UE nos denominados Programas de Estabilidade e Crescimento (PECs), que limitam de maneira considerável a política discricionária. Normalmente, será definido um corredor centrado num défice estrutural de certo montante. Isto significa que *abdicar da soberania monetária é aceitar uma soberania orçamental limitada*. Claramente, se o país possui uma dívida e serviço da dívida elevados, não haverá seguramente qualquer margem para a política orçamental discricionária.

A única possibilidade de se poder conduzir uma política orçamental discricionária em períodos recessivos, *expressão de uma certa dose de soberania*, é a de manter o saldo orçamental e a sua dívida numa área de conforto que lhe permita aumentar significativamente a despesa em períodos de recessão. O equilíbrio orçamental aparece como a referência tendencial quando se pretende algum espaço de soberania orçamental.

O Estado, na medida em que afecta um volume significativo de recursos na economia, continuará a ter um lugar importante mas de tipo qualitativo, exprimindo diferentes escolhas entre usos alternativos num quadro de equilíbrio orçamental (ou quase) de longo prazo, ao mesmo tempo que a natureza e estrutura do Estado se devem conformar à restrição de soberania referida.

Com a redução do papel da política macroeconómica, tanto em termos de estímulo à actividade económica em geral, como nas suas funções de estabilização, o crescimento (ou melhor, a sua insuficiência) passa a ser um problema passível de ser tratado apenas numa perspectiva microeconómica e mesoeconómica, reduzindo-se substancialmente a esfera de acção da política económica. Tal é a principal consequência no plano da política económica da perda de soberania no plano monetário.

Exportação, crescimento e equilíbrio de longo prazo em espaços integrados

A ausência de moeda própria impede que o mecanismo da taxa de câmbio reponha os equilíbrios entre bens transaccionáveis e não transaccionáveis, afectando

os recursos entre estes dois sectores. Assim, tenderão a desenvolver-se efeitos cumulativos num sentido ou noutro, conforme as estruturas económicas e as políticas dos diferentes países. Os países que desenvolverem excedentes comerciais tenderão a reforçar a sua estrutura produtiva investindo mais, captando mais e melhores recursos a preços mais baixos, não só para os sectores exportadores, mas para o conjunto da economia, melhorando o próprio enquadramento dos sectores exportadores e o seu potencial de crescimento. Em sentido contrário, os países que desenvolvem défices comerciais, sobretudo os pequenos países, tenderão a enfrentar preços fixados internacionalmente, frequentemente desfavoráveis, fracos rendimentos, que contribuem para inibir o desenvolvimento da produção de bens transaccionáveis, dificuldades crescentes na captação de recursos de qualidade e/ou a preços aceitáveis, gerando desequilíbrios persistentes e mesmo agravamento, até que nova crise reponha os equilíbrios perdidos.

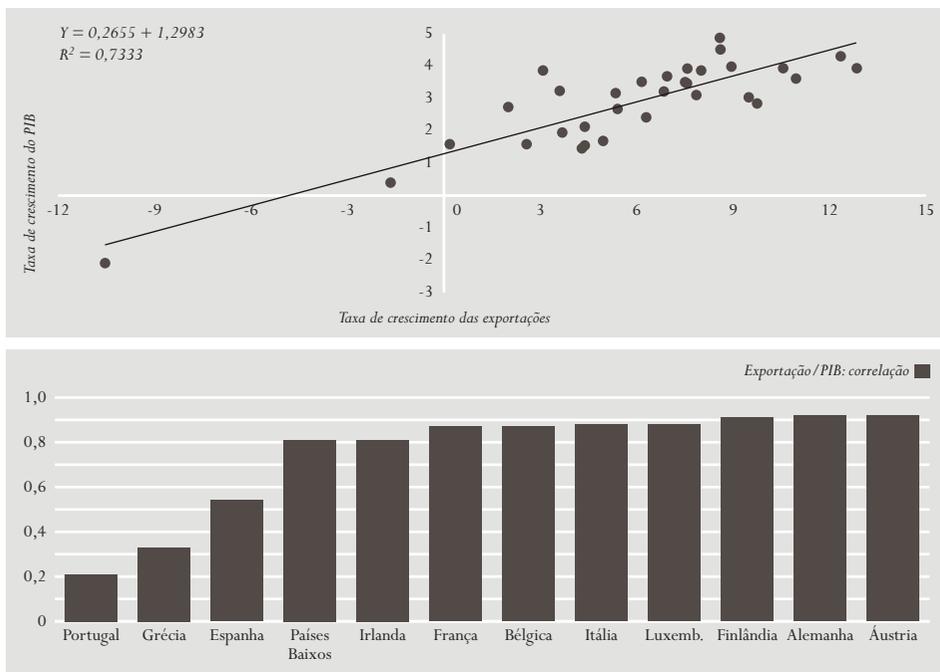
Evidentemente, o processo descrito é em tudo idêntico às situações que tendem a ocorrer num sistema de câmbios fixos. Mas há uma diferença fundamental. Enquanto neste sistema se pode lançar mão da desvalorização da moeda antes que os desequilíbrios se agudizem gravemente, num sistema de moeda única esta possibilidade não existe. Neste quadro só as crises reporão os equilíbrios económicos de longo prazo, criando condições para que a economia se recomponha. *“As crises são soluções violentas e momentâneas das contradições existentes, erupções violentas que restabelecem temporariamente os desequilíbrios perdidos”* (Marx, 18./1976).

Naturalmente os desequilíbrios tenderão a surgir espontaneamente por acção das dinâmicas económicas, embora a sua amplitude possa alargar-se (como aconteceu no caso português e grego) ou reduzir-se em função das políticas implementadas. Neste particular, é fundamental não contribuir para que um excesso de despesa, designadamente do Estado, amplifique os desequilíbrios. A despesa salarial e social deve ter em conta a sobredeterminação referida e evoluir de acordo com o próprio crescimento da produção nacional. Pode pressionar esta temporariamente, mas não dela se afastar persistentemente.

Uma consequência importante no plano analítico deve ser sublinhada. No longo prazo, o sector de bens transaccionáveis *“sets the pace”* à produção de todas as outras riquezas e sectores. O potencial de crescimento da economia depende fundamentalmente do potencial de crescimento do sector transaccionável, ver exportador.

A forte relação entre o crescimento económico e a variação das exportações é bem conhecida, com uma forte correlação (0,86) a nível mundial, apresentando-se igualmente de maneira bem expressiva no gráfico da página seguinte. Esta correlação é igualmente muito forte na maior parte dos países do euro (12) com excepção de Portugal, Grécia e Espanha, como se pode observar no gráfico seguinte.

Produto e exportação mundial e exportação/PIB



Fonte: Fundo Monetário Internacional e AMECO.

Mas o que queremos verdadeiramente sublinhar é esta característica de que numa economia sem moeda própria o ritmo de crescimento de equilíbrio de longo prazo da economia tenderá a ser determinado pelo ritmo de crescimento do sector exportador. Do mesmo modo, a evolução dos salários médios da economia não poderá deixar de estar em linha, no longo prazo com a evolução da produtividade e salários do sector exportador. A capacidade de desenvolver um modelo exportador de elevado valor acrescentado decidirá da possibilidade de aproximação da economia portuguesa às mais desenvolvidas.

Este resultado associa-se à profunda alteração na natureza e dimensão dos instrumentos de acção dos governos para apoiar as economias, colocando estas fundamentalmente dependentes de si próprias, mais precisamente do que poderíamos denominar de factores endógenos de crescimento como o território e recursos, população e conhecimento, carácter e iniciativa, preferências individuais, institucionais etc. Em particular, as políticas dirigidas ao investimento designadamente ao investimento directo estrangeiro são fundamentais. Mas *“Em vez de políticas de atracção de largo espectro...é preferível adoptar políticas específicas, selectivamente orientadas*

e bem focadas nos projectos-alvo mais interessantes, particularmente projectos que produzam em Portugal bens e serviços exportáveis...” (Pinto: 252).

Em todo o caso, todas as políticas devem estar ao serviço de uma estratégia clara. Só o desenvolvimento da sofisticação das estratégias e operações empresariais, em especial nos sectores de bens transaccionáveis, e das preferências individuais e institucionais a favor da produção nacional permitirão, conjugadamente, a criação de condições renovadas de crescimento sustentado da economia portuguesa. Embora não assegurando necessariamente qualquer convergência real da economia portuguesa aquela estratégia é condição necessária para evitar a estagnação que marcou a última década da economia portuguesa e evitar um contínuo empobrecimento a que um fardo de dívida e de juros nos parece ter condenado.

A menor influência directa do Estado na economia não significa a impossibilidade total de influenciar alguns dos factores que denominámos de exógenos. Significa que a possibilidade de afectar recursos em áreas que possam estimular o crescimento depende agora muito significativamente da dimensão e qualidade do Estado e dos seus sectores²⁹ e que a capacidade de influenciar muitos dos factores endógenos referidos, como a capacidade e iniciativa empresarial e certas preferências pessoais e institucionais, ficam dependentes do desenvolvimento de estratégias e acções imaginativas mas eficazes na fronteira do quadro legal comunitário. Esta possibilidade dá especial relevo à necessidade de uma reorientação da procura para a produção nacional, o que dificilmente poderá ocorrer pelo simples funcionamento automático dos mecanismos de mercado. O homem de Estado tem de saber “*como as forças produtivas duma nação inteira são despertadas, multiplicadas, protegidas, o que as enfraquece, ou adormece ou mesmo mata...*” (List, 1841/2006: 581).

CONCLUSÃO

A análise da economia ao longo das últimas décadas mostra que a economia do país progrediu, é certo, mas apresenta alguns traços que parecem permanecer secularmente na nossa história. A pimenta das Índias, o ouro do Brasil, as remessas dos emigrantes e o financiamento externo da Europa (fundos estruturais e empréstimos) contribuíram fundamentalmente para alimentar gastos mais ou menos sumptuosos como as sedas, a construção de conventos, as guerras ou o exuberante consumo duradouro de gama elevada. Só não serviram, no passado como hoje, para criar uma

²⁹ Um Estado austero, pequeno e flexível tenderá, nestas circunstâncias, a deixar mais espaço para as funções sociais e de fomento desenvolvidas pelo Estado, limitará os factores de corrupção nas suas diversas formas típicas ou mitigadas e obrigará a uma estrutura de fiscalidade mais competitiva.

base produtiva capaz de sustentadamente manter um progresso económico de acordo com as aspirações dos portugueses.

O desenvolvimento na última década de um modelo explosivo de estagnação, desequilíbrio e dependência, baseado num nível insuficiente de produção em relação a um consumo excessivo, financiado pelo exterior, de características explosivas, muito semelhante ao que se desenvolveu em muitos países da América Latina duas décadas antes, acabou por atingir o colapso quando as condições de financiamento da dívida se tornaram insustentáveis e a União Europeia se negou a uma solidariedade ilimitada.

Este colapso tornou indispensável uma política de estabilização marcada pela forte austeridade, designadamente de desvalorização salarial. Mas esta política subestima largamente os efeitos depressivos sobre a procura agregada, em especial em contexto de forte endividamento, ameaçando conduzir a economia para uma espiral deflacionista que pode pôr em causa os próprios objectivos de consolidação orçamental e ameaçar a estabilidade social e política. Assim, nem a teoria nem as experiências, muito limitadas, ajudam a clarificar os caminhos que se abrem. Saber se a economia portuguesa vai encontrar os caminhos da retoma e recuperação ou se simplesmente se vai enredar numa espiral recessionista que a conduzirá a uma estagnação e depressão é uma questão fundamental e tem uma resposta simples: não sabemos.

As condições de crescimento sustentado e crescimento real nos países periféricos integrados no euro tornam-se uma questão fundamental, em particular após a anemia do crescimento registada na última década, apesar das condições muito favoráveis de que desfrutou, tanto em termos da conjuntura e apoios internacionais, como em termos das políticas expansionistas internas. A evolução recente da economia portuguesa, mas igualmente outras experiências internacionais, parecem mais de acordo com as análises pessimistas de F. List sobre as consequências negativas do abatimento completo dos obstáculos à concorrência entre países de níveis de produtividade e desenvolvimento muito desiguais do que com as teorias optimistas das vantagens do comércio livre em todas as circunstâncias.

No quadro do euro, sem política monetária e com uma política orçamental conduzida por regras, a política orçamental discricionária só se torna possível numa banda muito estreita, através da criação de uma zona de conforto a ser mobilizada em períodos de recessão. A actividade económica em geral não encontra nenhum espaço de fomento na política macroeconómica, pelo que deve ser promovida através de uma política microeconómica e mesoeconómica.

Por outro lado, na ausência de mercado cambial, o crescimento do sector exportador *no longo prazo* “sets the pace” à produção de todas as outras riquezas e sectores, enquanto a evolução da sua produtividade tende a servir de referência de equilíbrio para os salários do conjunto da economia. Políticas públicas de moderação salarial e social, bem como um Estado estrito na sua estrutura para manter a abrangência das suas funções, tornam-se necessárias para evitar a ampliação dos desequilíbrios

que a dinâmica económica tende a gerar, os quais, na ausência de sistemas de preços que os corrijam, conduzirão inevitavelmente à sua resolução pela crise.

A adopção de um ponto de vista da Economia Nacional, que promova o estímulo dos factores “endógenos” e procure tirar partido dos benefícios da União Europeia de modo a manter uma trajectória de progresso, apesar de políticas europeias nem sempre convergentes e adequadas à nossa situação particular, torna-se indispensável. A construção de um modelo de uma economia exportadora de elevado valor acrescentado surge como a estratégia necessária ao crescimento estável do produto, dos salários e do bem-estar. Tornar possível este desiderato é o desafio que se coloca às autoridades, empresários e trabalhadores portugueses. Se este caminho não garantir a convergência real da economia portuguesa, permitirá mantê-la num clube de ricos, mesmo que em declínio no crescimento e desorientado nas políticas.

Referências bibliográficas

- Banco Mundial** (2011), *Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?* edited by Carlos Primo Braga and Gallina Vincelette.
- Blanchard, Olivier** (2006), *Adjustement within the euro. The difficult case of Portugal*, economics.mit.edu/files/740, N° 11, 2006.
- Caixa Geral de Depósitos** (2010), *Desenvolvimento da Economia Portuguesa*, Relatórios CGD, www.cgd.pt.
- Correia, Isabel Horta** (2006). Desvalorização Fiscal, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Inverno 2011.
- Eckhard Hein, Thorsten Schulten and Achim Truger** (2004). Wage trends and deflation risks in Germany and Europe, *WSI Discussion Paper* N° 124, Junho.
- Farto, M.** (2005), *O euro e a política monetária*. In *Janus 2006*, Público/UAL, Dezembro.
- Farto, M.** (2009), *O euro, o BCE e a política monetária*. In *Janus 2009*, Público/UAL, Janeiro.
- Farto, M.** (2011). *A dívida pública em Portugal*. In *Janus 2011-2012*, Público/UAL, Setembro.
- Farto M. e Morais, H.** (2011), *The Portuguese crisis, international rescue and economic growth*. In *Janus.net*, Vol. 2, N°1, Primavera.

- Farto, M. e Morais, H.** (2008a), *O trabalho e o capital. Uma reflexão inspirada na bolsa*. In *Janus 2008*, Público/UAL, Janeiro.
- Farto, M. e Morais, H.** (2008b), *Trabalho, globalização e repartição do rendimento*. In *Janus 2008*, Público/UAL, Janeiro.
- Farto, M. e Morais, H.** (2010), *A política orçamental como instrumento anticíclico*. In *Janus 2010*, Público/UAL, Janeiro.
- Farto, M. e Morais, H.** (2011), *Choque da integração na EU e seu esgotamento: a luz e as sombras*. In *Janus 2011-2012*, Público/UAL, Setembro.
- Farto, M. e Mendonça, A.** (2006), "A política monetária nos últimos 20 anos". In M. Farto e A. Mendonça (2006). *A economia portuguesa 20 anos após a adesão*. Coleção Económicas. Lisboa: Almedina.
- Fisher, Irving** (1933), *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica*, <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>
- Keynes, J. M.** (1973), *The general theory of employment, interest and money*. Cambridge: MacMillan, Cambridge University Press (1ª ed. 1936).
- Manteu, Cristina** (2008), *Efeitos económicos da globalização: lições dos modelos de comércio*, Banco de Portugal, Boletim Económico, Primavera.
- Marx, Karl** (1976), *O capital*, vol. III. Paris: Editions Sociales (1ª ed. 1867).
- List, Friedrich** (2006), *Sistema Nacional de Economia Política*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian (1ª ed. 1841).
- Neves, J. C.** (2011), *As 10 questões da crise*. D. Quixote.
- OCDE**, *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264044197-2-en>
- Pereira, A. S.** (2011), *Portugal na hora da verdade*, Gradiva, Lisboa.
- Pinto, António M.** (2007), *Economia Portuguesa, melhor é possível*. Coimbra: Almedina.

MANUEL FARTO E HENRIQUE MORAIS

A crise portuguesa, o resgate internacional e o crescimento económico

O modelo em que assentou o crescimento da economia nas últimas décadas está esgotado, podendo este esgotamento ser observado pela estagnação do crescimento económico na última década, pelo agravamento dos desequilíbrios, e em particular pelas dificuldades crescentes em assegurar o financiamento da economia e do Estado em condições aceitáveis.

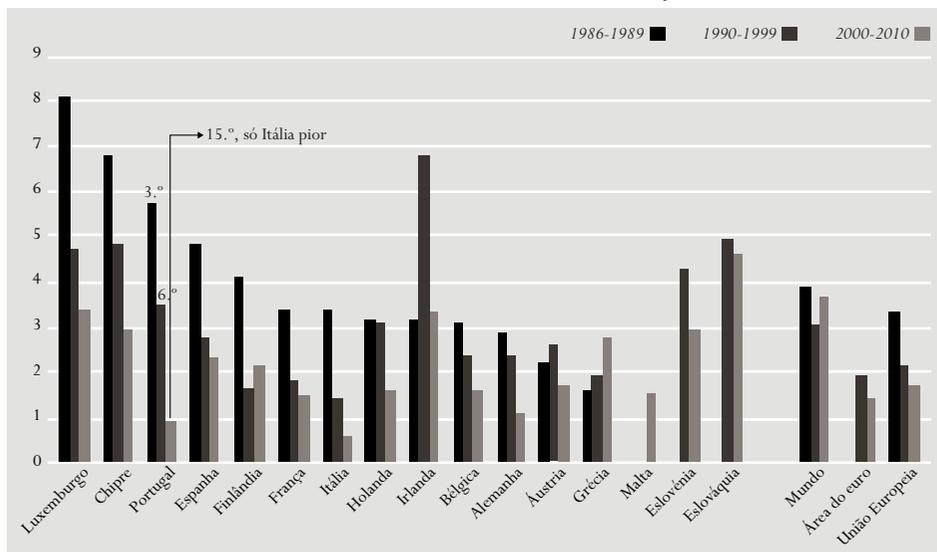
E não se pense que a situação será mais fácil para Portugal por nos encontramos inseridos num clube de países ricos. Na verdade, estamos convictos de que uma política económica, e em especial uma política monetária, com carácter menos restritivo por parte das entidades europeias poderia facilitar e aligeirar o movimento de transição da economia portuguesa para um novo modelo, mas é preciso não ter ilusões sobre os limites da solidariedade deste clube em que estamos inseridos.

A crise que vivemos presentemente, surgida na confluência de uma crise de contornos internacionais com fundamentos nacionais, apresenta-se com uma complexidade particular pelas restrições que impendem sobre a economia portuguesa. À necessidade de mudanças profundas e coerentes, implementadas com bom senso e diálogo, junta-se agora uma incontornável urgência.

A ECONOMIA PORTUGUESA E AS RESTRIÇÕES ACTUAIS

A política monetária não depende de nós e pode não ser a mais favorável. Mais, dado o peso e influência da Alemanha, uma aceleração da economia alemã, nada improvável, pode conduzir a alterações da política monetária num sentido contrário aos nossos

Produto interno bruto: taxa de variação anual



Fonte: WEO do FMI.

interesses. Se a esta eventual ausência de sincronia acrescentarmos alguma ortodoxia anti-inflacionista, que nos é particularmente desfavorável no actual contexto, temos fundadas razões para temer os efeitos da política monetária da zona euro sobre a nossa economia, designadamente com a persistência de uma política de moeda forte. Mesmo o financiamento da nossa economia até agora fortemente dependente da boa vontade do Banco Central Europeu poderá vir a defrontar-se em breve com dificuldades adicionais.

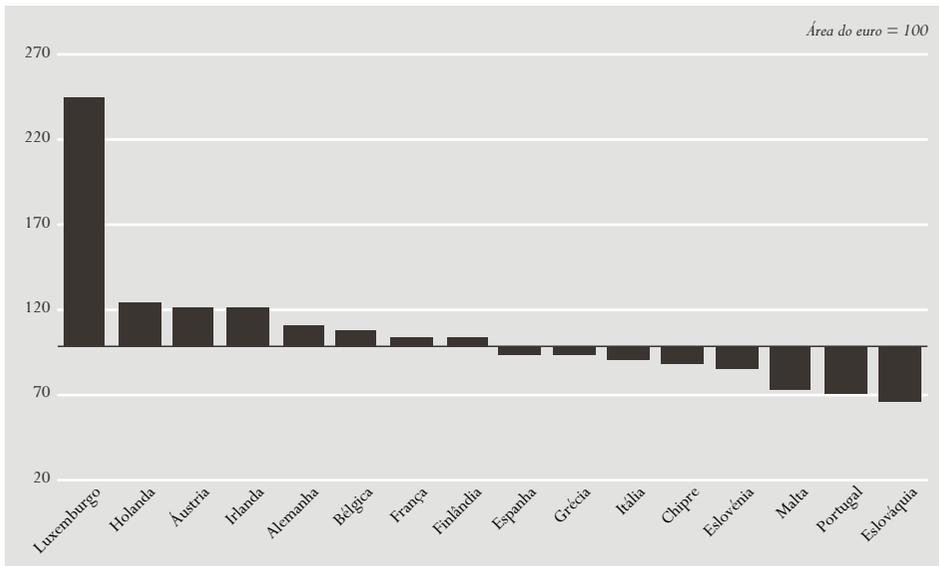
A política orçamental está e permanecerá limitada pelo Programa de Estabilidade e Crescimento, o qual deverá ganhar no futuro um carácter ainda mais rígido por efeito da grave crise da dívida soberana verificada em vários países da União Europeia, com todo um conjunto de limitações, obrigações e penalizações que se anunciam. As restrições serão ainda maiores para a economia portuguesa com as consequências que se adivinham.

O menor crescimento tendencial dos nossos principais parceiros, designadamente a Espanha, constitui igualmente um factor adicional a dificultar o incremento das nossas exportações e a reposição de alguns dos desequilíbrios perdidos.

O contexto externo à União Europeia é igualmente muito difícil para uma economia como a portuguesa, pouco competitiva e com fraca tradição exportadora. O desenvolvimento da globalização, com crescente importância dos países emergentes, acresce a concorrência sobre a nossa economia, surgindo com cada vez mais

força em áreas e produtos onde assumimos alguma relevância. A concorrência dos novos Estados da União Europeia e emergentes (comércio, atracção do Investimento Directo Estrangeiro, partilha das ajudas comunitárias e deslocalização empresarial) constitui um desafio tremendo para a capacidade competitiva da nossa economia e uma dificuldade acrescida para dar início a uma retoma em condições sustentáveis. Por seu lado, os custos de trabalho elevaram-se e existem por via da globalização muitas outras alternativas que afectam muito negativamente a atractividade do país face ao investimento internacional e mesmo nacional. Acresce que, como resulta dos acordos europeus e das dificuldades por que passa a própria Europa, os fundos comunitários não deixarão de se reduzir proximamente. Neste quadro, a geografia periférica, já referida, manifesta-se com mais força, dificultando a localização de novas empresas e pressionando fortemente novos processos de deslocalização. É de crer igualmente que os próprios sistemas de apoio à actividade económica se distanciem dos padrões europeus, dificultando ainda mais o incentivo a investir e a produzir, o que conduzirá a uma tendência para que os equilíbrios se ajustem em patamares inferiores do produto, riqueza e qualidade de vida e bem-estar. E não esqueçamos, a este propósito, que em termos de rendimento per capita a nossa economia continua a comparar mal com a restante Europa.

PIB per capita em paridades de poder de compra, 2009



Fonte: WEO do FMI.

A crise social que tende a aprofundar-se, com todo um cortejo de miséria e sofrimento, a fragilidade dos poderes constituídos no actual quadro político e a falta de tradição de diálogo social, sereno e profícuo, dificultará em muito a possibilidade de um pacto social, de grande importância nas condições actuais, minará a coesão social e conduzirá muitos portugueses a retomarem os caminhos incertos da emigração.

AS PERSPECTIVAS FUTURAS OU OS TRABALHOS DE HÉRCULES

À crise de produtividade e competitividade que se exprimia no alargamento tendencial dos desequilíbrios, a crise internacional adicionou uma insuficiência da procura que destruiu uma parte significativa do aparelho produtivo, com inúmeras falências de empresas e aumento brutal do desemprego. Infelizmente, a estas juntou-se finalmente uma crise de dívida soberana que obriga a políticas pró-cíclicas que continuarão a destruir a capacidade produtiva e a gerar desemprego. A recessão e estagnação parecem ter por consequência boas condições para se estabelecerem sustentadamente, conduzindo os portugueses a um empobrecimento generalizado.

Numa tal situação, urge levar a cabo um programa de ajustamento estrutural e crescimento que reduza drasticamente os desequilíbrios mais imediatos e prossiga uma política que permita ultrapassar os bloqueios mais fundamentais e construir um modelo de crescimento sustentado que garanta uma taxa de crescimento anual da economia tendencialmente acima de 2,5%. Sem cumprirmos este objectivo dificilmente se poderão acomodar as consequências dos desequilíbrios passados e restaurar os equilíbrios fundamentais num quadro de coesão social.

Assim, o rumo que assumimos e que supomos ter um largo consenso entre os economistas só pode ser o do crescimento do produto, da produtividade e da competitividade, dando à economia portuguesa uma nova característica: a de produtor internacional.

Neste sentido, uma reorientação da oferta para os bens transaccionáveis, em especial para exportação para novos países e regiões de crescimento potencial mais elevado, constitui a primeira linha de orientação fundamental. O estímulo à exportação de bens e serviços torna-se um eixo de orientação permanente utilizando todos os instrumentos susceptíveis de produzirem resultados neste domínio, desde o desenvolvimento de uma política de crédito e de seguro de crédito à exportação até à atribuição de benefícios fiscais e implementação de uma diplomacia económica agressiva.

Esta orientação requer o desenvolvimento de estratégias e operações empresariais mais sofisticadas, que implicam uma acentuada melhoria da capacidade do país em termos de inovação e produtividade exigindo, por seu lado, um aumento da qualificação dos empresários e trabalhadores e a implementação de políticas públicas activas e selectivas.

Para resolver um problema é necessário primeiro identificá-lo. E, no caso dos factores de produção, conviria percebermos que as fragilidades dos empresários e dos trabalhadores portugueses não radicam apenas em questões de organização, mas também na sua qualidade intrínseca, que pode ser melhorada com mais e melhor formação.

A melhoria do ambiente de negócios, designadamente com o funcionamento atempado do sistema judicial, bem como a eliminação dos estrangulamentos em matéria de infraestruturas como o novo aeroporto ou as ligações ferroviárias e rodoviárias dos nossos portos ao *hinterland* espanhol devem fazer parte do conjunto de correctas prioridades a estabelecer.

Não será inadequado apoiar especificamente alguns sectores, em particular quando exista algum consenso sobre a matéria, sobretudo quando se tratem de sectores ainda em consolidação e longe da maturidade, como as energias renováveis ou o automóvel eléctrico, ou que possam estar associados a recursos algo particularizados como o mar ou a alimentação mediterrânea, onde possam existir ou vir a ser criadas vantagens comparativas/ competitivas. Neste sentido, a re-industrialização competitiva e o desenvolvimento do potencial da fileira agro-industrial surgem como orientações a implementar.

Uma oferta competitiva e de dimensão superior exige uma melhoria da capacidade de captar investimento nacional e internacional por parte da nossa economia. Mais e melhor investimento aumentarão a actividade económica, o produto, o emprego e o rendimento. É bom não esquecer que uma política de investimento é simultaneamente uma política de crescimento e de emprego, talvez a que tem efeitos mais sustentados e reais. Sem a criação de oferta de empregos a melhoria da qualificação e formação por si só poderão não alcançar os objectivos desejados. Uma tal orientação exige políticas selectivas dirigidas não apenas para o investimento nacional mas igualmente à atracção do investimento internacional.

Estando o investimento público fortemente limitado no presente contexto ele deve ser muito selectivo e bem direccionado para ultrapassar estrangulamentos estruturais existentes que dinamizem o investimento privado. O investimento público na inovação e tecnologia, modernização e desenvolvimento deverá ser reforçado no futuro como meio de induzir igualmente um crescimento sustentado do investimento privado nesta área e mais geralmente na economia.

Do nosso ponto de vista, mais do que criar às empresas expectativas mais favoráveis de despedimentos mais baratos no futuro, urge agir nos factores que podem influenciar directamente os investimentos em Portugal, designadamente nos custos e impostos.

A reestruturação fiscal poderá constituir um instrumento indispensável para incentivar o investimento. Num país sem moeda e política monetária próprias e com limites a uma gestão orçamental exuberante dadas as restrições existentes (impostas pelo endividamento excessivo), a política fiscal constitui um instrumento fundamental para a orientação dos recursos. Assim, o facto de o país deter já uma carga fiscal elevada não nos deve levar à inércia fiscal defendendo simplesmente a sua manutenção.

Isto significa uma orientação no sentido de reduzir muito significativamente os custos da actividade empresarial e de discriminar positivamente a nível fiscal as empresas e trabalhadores que contribuem para a consolidação das nossas contas externas. Este choque poderia vir a incorporar uma alteração no sistema de financiamento da Segurança Social, com uma significativa redução das contribuições empresariais, compensada por aumentos de impostos ou taxas na área do consumo e em sectores até agora favorecidos.

No momento presente a estratégia de desenvolvimento exige ainda do lado da oferta o controlo dos custos salariais, embora naturalmente com participação dos trabalhadores nas melhorias que se venham a registar na produtividade. Uma legislação laboral mais flexível na gestão do tempo de trabalho poderá igualmente contribuir para melhorar a eficiência das empresas. Todavia, é preciso notar, os salários e a legislação laboral não têm constituído bloqueios de monta ao crescimento económico em Portugal, nem a sua deterioração em desfavor dos trabalhadores constituirá uma condição do desenvolvimento futuro.

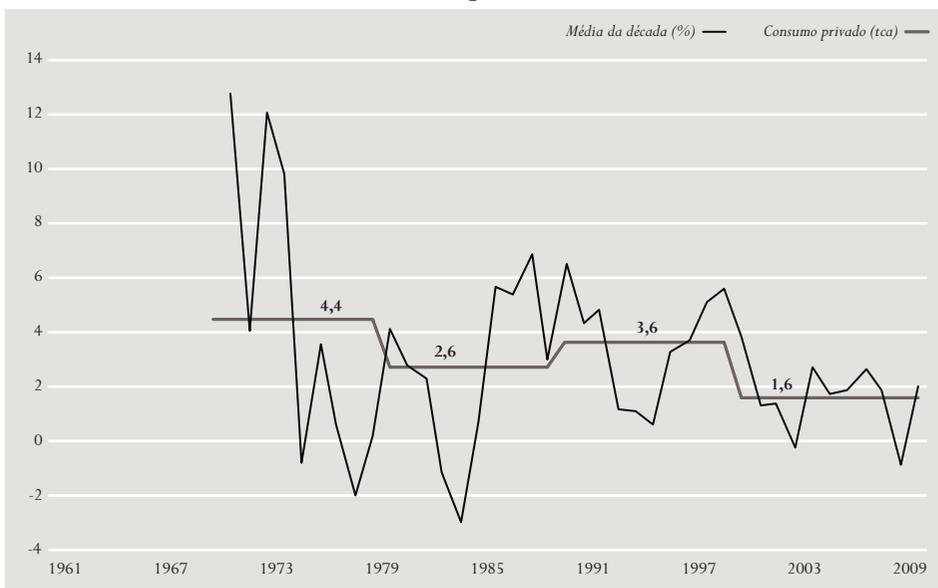
Basta notar, em relação aos salários, que o crescimento médio dos salários nominais na função pública foi de 3,4% entre 2000 e 2009 confrontado com uma inflação média no período de 2,6% o que denuncia a fraqueza do argumento que responsabiliza os desequilíbrios orçamentais pelos aumentos dos salários. Mais, a redução média dos salários da função pública de 5% prevista para 2011 implicará que entre 2000-2011 teremos assistido a um aumento dos salários reais de 1,9%, i.e., menos de 0,2% ao ano! Nada que se compare com os 6,6% de crescimento real (média anual) na década de 90, ou os 6,8% na década de 80.

É preciso notar nesta altura que o desenvolvimento do sector de bens transaccionáveis necessário para atingir o nível de crescimento adequado da economia, a que aludimos anteriormente, pode revelar-se insuficiente se apenas insistirmos na vertente exportadora. Na verdade, a urgência e profundidade da reorientação da oferta, exigidas pela amplitude actual dos desequilíbrios, torna necessário simultaneamente um amplo processo de aumento da produção nacional que substitua produtos actualmente importados. Nem o facto de existirem múltiplas dificuldades na sua implementação nem o seu carácter *démodé* devem obstar às mudanças de comportamentos e atitudes que o permitam!

Em relação à procura torna-se, pois, necessário alterar atitudes e comportamentos de modo a reduzir importações e estimular aumentos do consumo que se dirijam especialmente para a produção nacional. Algumas substituições de importações podem ser operacionalizadas de imediato, exigindo apenas vontade. A maior parte dos países desenvolvidos têm induzido comportamentos e atitudes *proteccionistas informais*, tão operativas e eficientes como as prescrições tradicionais, obviamente incompatíveis com as economias abertas de hoje.

Neste sentido, alguns impostos podem ter que aumentar, penalizando o consumo, para que outros possam descer de forma significativa para permitir reduzir os custos das empresas e alavancar o investimento. Note-se, de resto, que o consumo privado tem crescido na última década muito acima do PIB, com forte incidência na importação.

Consumo privado (%)



No domínio da reforma institucional é indiscutível que alguns progressos foram realizados, entre os quais destacaríamos dois: a redução de burocracia com várias acções dignas de nota e a reforma da Segurança Social, retirando-a de uma trajectória clara de insustentabilidade. Todavia, em muitos outros domínios as tentativas de reformas foram frustradas, como na Administração Pública, ou produziram resultados totalmente opostos, como é o caso da justiça.

No curto prazo, é indispensável reduzir a dimensão e o custo do Estado, aumentando a sua eficiência. O controle da despesa pública, eliminando despesas inúteis, reduzindo o número de institutos, mantendo apenas os de cariz técnico ou de regulação e reduzindo o número de funcionários, são exemplos de medidas que urge implementar. A racionalização do funcionamento do sector público autónomo, promovendo designadamente um quadro de controlo físico e financeiro das PPPs que permita reduzir os enormes estragos por elas causados ao país, constitui seguramente uma exigência nacional. Levar a cabo uma política de orçamentação de base zero poderia igualmente constituir um instrumento disciplinador da despesa pública.

Um sector fundamental para que se possa prosseguir uma estratégia de desenvolvimento sustentado é o da justiça. No passado, o principal defeito da justiça era a morosidade e ineficiência, designadamente em sectores fundamentais para o desenvolvimento da economia. No presente, pressente-se e especula-se sobre anomalias muito mais graves, como a politização da justiça, o que coloca em causa o terceiro pilar do Estado de Direito e descredibiliza o próprio país. Sem a introdução de uma clara ruptura institucional neste sector que possa ser percebida exteriormente, dificilmente a atractividade da economia portuguesa poderá ser alterada.

A educação e formação aos diversos níveis continuam a ser uma limitação ao desenvolvimento do país, apesar dos importantes progressos e de muita despesa feita nesta área. Em qualquer caso, a melhoria da sua qualidade e a elevação da qualidade dos nossos recursos humanos deve persistir como uma linha de orientação incontornável. Medidas simples como o reforço dos horários no sistema escolar de algumas disciplinas como a matemática, português e ciências podem permitir alterar em muito os resultados actuais.

A NECESSIDADE E LIMITES DO APOIO EXTERNO

Não desconhecemos o elevado custo social de muitas das medidas propostas, que por isso tenderão permanentemente a ser adiadas. Mas acreditamos que o seu proteramento terá graves consequências para o país. O risco de o nosso actual modelo de funcionamento entrar em colapso, com a consequente necessidade de medidas muito mais gravosas, do ponto de vista do bem-estar da população, cresce a cada dia.

A este propósito, ao preparar um texto para o *Janus 2011* em Outubro de 2010 escrevíamos: “*É por esta razão que sublinhamos a urgência e é também em nome dessa urgência que entendemos ser inadiável o recurso à ajuda externa para enfrentar a presente situação. É nossa convicção que um programa desta natureza não poderá ser executado num ambiente de dependência total dos chamados mercados, i.e., num permanente assédio de especuladores internacionais pressionando de maneira usurária o preço do dinheiro*”.

Igualmente neste quadro afirmámos então: “*Por tudo isto, o recurso ao Fundo Monetário Internacional deve ser considerado sem qualquer preconceito e numa óptica de custo/benefício cujo saldo reputamos de positivo. Porque ajudaria a criar um quadro estável para a política económica numa perspectiva, digamos de três anos, porque permitiria crescer a credibilidade das políticas a nível nacional e internacional, reduzindo o custo das difíceis medidas a implementar e porque o envelope financeiro seria menos oneroso do que a persistência no financiamento através dos mercados. Confessaríamos, é certo, os erros da nossa política económica precedente mas essa realidade já não passa despercebida a ninguém*”.

A perda de tempo transformou um pedido de apoio num resgate internacional. Apesar disso, a negociação que presentemente decorre com a “troika internacional” não altera fundamentalmente a orientação que temos vindo a propor. Pelo contrário. É necessário ter em conta que as políticas propostas por aquelas entidades internacionais não deixarão de se pautar por uma orientação de carácter “*cosmopolita*”¹ limitada e insuficiente para corresponder à dupla ambição da “*economia política*” nacional: o ajustamento das contas nacionais (públicas e externas) e a retoma de um crescimento sustentado da actividade económica.

A implementação de um programa deste tipo requer um grande esforço de concertação por parte dos parceiros sociais, rompendo coma tradição e procurando encontrar novos caminhos de consenso. No entanto, na sua ausência e independentemente dos apoios externos a que tenhamos de recorrer nesta fase, torna-se indispensável que empresários, trabalhadores e governantes compreendam a verdade elementar de que não há estrada real para o crescimento sustentado da economia e melhoria do bem-estar dos portugueses e se unam em torno de um acordo social coerente, clarividente e pragmático. Só assim, e se tal for feito com urgência, evitaremos o caminho das trevas que se perfila neste momento no horizonte.

¹ List, Friedrich (2006). *Sistema Nacional de Economia Política*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.

Capítulo II

Inserção da economia portuguesa nas dinâmicas internacionais

O capítulo anterior evidencia um olhar actual sobre duas décadas de vida económica no Mundo, na Europa e, em particular, em Portugal.

Com o revisitar de artigos publicados anteriormente, tentaremos demonstrar que grande parte do caminho que conduziu a Europa do euro e Portugal a um autêntico furacão económico e, muito provavelmente, a uma situação social e política potencialmente explosiva era perfeitamente previsível e, nesse sentido, poderia ter sido atenuado ou mesmo evitado.

Em 1998, num artigo intitulado “A Moeda Única e a Reforma do Sistema Financeiro”, dizia-se:

“Esta incerteza acerca do funcionamento da União Económica e Monetária é negativa para os agentes económicos, em geral, e para as instituições de crédito, em particular, uma vez que retarda o desenvolvimento e implantação das necessárias reformas do sector, possibilitando em simultâneo que se criem expectativas mais ou menos especulativas sobre a evolução da própria União.”

Como a palavra incerteza viria a ser central em treze anos de moeda única!

HENRIQUE MORAIS

A moeda única e a reforma do sistema financeiro

No dia 1 de Janeiro de 1999 inicia-se a terceira fase da União Económica e Monetária, sendo definidas as taxas de conversão entre as moedas dos Estados que nela participarem e a moeda europeia (o euro). A partir daí começarão a ser realizadas operações cambiais nesta moeda, para em 1 de Janeiro de 2002 as notas de euro passarem a circular livremente nos Estados-membros, sendo as moedas nacionais retiradas de circulação progressivamente até Julho desse ano. Do ponto de vista dos Estados-membros da União Económica e Monetária, a introdução de uma moeda comum em substituição das moedas nacionais torna necessária, entre outras, uma reavaliação da política monetária, que deixará de ser definida unilateralmente por esses Estados, passando a ter um cariz supranacional e a ser conduzida pelo Banco Central Europeu. Por outro lado, as instituições financeiras deverão operar num contexto alargado e em condições de concorrência e formação de preços distintas das que conheceram nas últimas décadas. Deste modo, os primeiros anos do século vindouro corresponderão manifestamente a uma época de profundas transformações no sistema financeiro, e em particular no sector bancário, que exigirão provavelmente uma reforma profunda deste sector.

O QUE É O EURO?

O "euro" é o nome atribuído à moeda que entrará em circulação com a União Económica e Monetária, a qual virá substituir o ECU que é utilizado desde 1974, nomeadamente em transacções bancárias, no comércio internacional e nos subsídios e projectos

européus. No entanto, o ECU não existe em forma de nota, enquanto o euro será uma moeda real que substituirá as diversas divisas nacionais. A ideia de criação de uma moeda única europeia teve origem numa decisão do Conselho Europeu de 1988, na sequência do processo de estabelecimento do mercado único europeu. O aparecimento do euro será o culminar de um longo período de transição, no qual se pretendeu estabelecer as condições para uma união económica e monetária entre os diferentes Estados que integram a União Europeia. Esse período de transição foi cuidadosamente definido, tendo em conta a necessidade de assegurar a convergência entre os Estados pertencentes à União Europeia, designadamente a nível dos preços, das taxas de juro de longo prazo, do défice do Estado e ainda da dívida pública. O euro será, assim, instituído como moeda em 1999, prevendo-se um período de aproximadamente três anos em que coexistirá com as diferentes moedas nacionais. Após esse período, o euro torna-se a moeda oficial dos EM aderentes à terceira fase da UEM, configurando-se desde logo como uma das divisas mais importantes do sistema monetário internacional.

A REFORMA DO SISTEMA BANCÁRIO

A introdução de uma nova moeda, ainda para mais comum a um vasto espaço no qual coexistem diferentes unidades de troca, irá provocar uma profunda alteração no funcionamento do sector bancário em Portugal, com a conseqüente alteração de práticas e procedimentos que foram sendo implementados ao longo dos tempos e que correspondem no essencial às características próprias do espaço económico e financeiro nacional. Para além disso, o processo que culminará na adopção do euro como moeda oficial tem sido caracterizado por alguma indefinição: que moeda única? quais os países que entram e quando entram? são apenas algumas das questões que só muito recentemente foram definidas ou que nem sequer estão completamente resolvidas.

Esta incerteza acerca do funcionamento da União Económica e Monetária é negativa para os agentes económicos, em geral, e para as instituições de crédito, em particular, uma vez que retarda o desenvolvimento e implantação das necessárias reformas do sector, possibilitando em simultâneo que se criem expectativas mais ou menos especulativas sobre a evolução da própria União. O método que for adoptado para a substituição das moedas nacionais pelo euro é igualmente fundamental para as instituições de crédito. Na verdade, a solução mais favorável para os bancos seria a substituição "numa só noite" de todas as moedas nacionais pelo euro, à semelhança aliás do que aconteceu aquando da reunificação alemã. Esta estratégia minimizaria os custos inerentes à duplicação de moedas que é inevitável se, como parece, for estabelecido um período de transição durante o qual circulariam livremente o euro e as diferentes moedas nacionais.

No que diz respeito às reformas a implementar no sector financeiro, parece assumido que os bancos terão de realizar investimentos avultados nos sistemas informáticos e de comunicação, na contabilidade interna, na formação profissional dos seus colaboradores e, eventualmente, na reformulação da sua relação com os clientes. Em relação aos sistemas informáticos, são evidentes as dificuldades que se colocam. Em primeiro lugar, grande parte dos *softwares* terão de ser alterados por forma a poderem "enquadrar" a nova moeda, tanto mais que a própria passagem do século coloca problemas de calendário que se irão repercutir na área informática. Bastará pensar nas ATM, vulgo máquinas multibanco, e nas transformações que os sistemas de comunicação interbancária e entre os bancos e o futuro banco central europeu irão sofrer, para perceber a real dimensão desta vertente.

Os sistemas de pagamentos, até aqui de âmbito nacional, tornar-se-ão transnacionais, para permitirem o processamento dos pagamentos denominados em euro de forma regular, apoiando simultaneamente a integração dos vários mercados e, em particular, dos mercados monetários. Em paralelo, dever-se-á definir com clareza a filosofia a adotar para as centrais de depósito de valores mobiliários, não parecendo provável que se mantenham em funcionamento diferentes centrais a nível nacional, sendo antes de prever uma concentração destas instituições a nível europeu. A contabilidade interna poderá sofrer alguma reestruturação, devendo ser orientada pelos critérios que vierem a ser estabelecidos para o conjunto dos Estados-membros da União Económica e Monetária, nomeadamente no que diz respeito à conversão dos balanços em euros.

Os mercados interbancários sofrerão igualmente profundas alterações, bem como a relação entre a banca e o(s) banco(s) central(is): o nacional e o banco central europeu. No que diz respeito aos mercados interbancários, convirá salientar que as operações de cedência de fundos entre bancos passarão a ser realizadas a uma escala global, em condições de concorrência e formação de preços distintas, sendo ainda de prever uma alteração significativa a nível dos títulos utilizados como colateral de operações interbancárias. Para além disso, a conta operacional que as instituições de crédito detêm junto do Banco de Portugal passará para o Banco Central Europeu, na sequência da tendência de centralização da política monetária a nível da União Europeia. No entanto, tudo parece encaminhar-se para que a supervisão bancária continue sob a dependência dos bancos centrais nacionais, o que será indiscutivelmente a solução mais correcta tendo em conta a diversidade do sector na Europa. Os bancos terão ainda a seu cargo duas missões que, não sendo impossíveis, se revelam complexas: em primeiro lugar, estas instituições deverão ser os destinatários por excelência das dúvidas que se suscitarem aos agentes económicos acerca da União Económica e Monetária, em geral, e da moeda única, em particular. Deste modo, os cidadãos da Europa dirigir-se-ão preferencialmente aos bancos para serem informados sobre a nova realidade económica e financeira. Ora, para responder a estas

solicitações, as instituições de crédito terão de realizar um enorme esforço de preparação dos seus colaboradores para a nova realidade, o que provavelmente deverá ser feito num reduzido intervalo de tempo e em escala gigantesca.

A reforma do sector financeiro será ainda condicionada por outros problemas operacionais, nomeadamente o tratamento a dar às operações acordadas anteriormente à moeda única mas que lhe sobrevivam e o enquadramento jurídico no período subsequente à introdução do euro. No que diz respeito às operações anteriores à moeda única, estas terão de ser convertidas para euros, sendo fundamental a definição, entre outros, da data-valor dessa conversão, da taxa de câmbio implícita e dos arredondamentos a realizar. Nalguns produtos financeiros, a conversão é particularmente complexa: citamos, como exemplo, os contratos nos mercados à vista ou de futuros em que o indexante é uma taxa de juro do mercado interno (lisbor, taxa de desconto...) que deixarão naturalmente de existir após o aparecimento do euro.

Esta questão da conversão é particularmente sensível para a União, na medida em que poderão surgir comportamentos especulativos à medida que se aproximar a data de aparecimento do euro, os quais serão extremamente negativos para os mercados. Em paralelo com os aspectos operacionais exemplificados, os bancos deverão encarar com particular atenção as questões de natureza jurídica que decorrem da alteração de contratos em virtude da conversão dos activos ou créditos. Na verdade, surgirão naturalmente situações de potencial litígio entre a banca e os seus clientes, as quais poderão, não obstante, ser minimizadas se houver por parte dos principais intervenientes nestes contratos uma dupla preocupação: adicionar, tão cedo quanto possível, aos contratos já existentes cláusulas que prevejam a conversão pós-euro e, para além disso, introduzir nos novos contratos que forem estabelecidos até 1999 cláusulas contratuais que incluam já o cenário da conversão.

O IMPACTE DA MOEDA ÚNICA NA BANCA

Não são de forma alguma consensuais as posições públicas a propósito do impacte da moeda única no sistema financeiro português e, em particular, no sector bancário. Alguns defendem que a banca em Portugal sofreu ao longo dos últimos dez anos transformações de grande relevo e que não deverá, portanto, ser afectada de forma significativa pela existência de uma moeda única na Europa. Citam, como exemplos dessas transformações, as desnacionalizações, o aparecimento de novos bancos privados, a progressiva concentração do sector, a intensificação da concorrência com a quebra das taxas de juro e das margens de intermediação, defendendo ainda que as instituições de crédito nacionais não deverão ser prejudicadas pela sua menor dimensão, uma vez que o efeito das economias de escala no sector, a partir

de um nível mínimo que estaria já atingido pelos principais grupos financeiros nacionais, não é significativo. Uma segunda posição, manifestamente menos otimista, afirma que as instituições de crédito poderão sofrer de forma particularmente intensa os efeitos (negativos) da adopção da moeda única, em particular a nível dos investimentos que terão de ser realizados e dos custos adicionais que o sector irá suportar.

A título exemplificativo, um estudo da Comissão Europeia aponta para que os custos da criação do euro para o sistema financeiro na Europa da União possam atingir entre 8 a 10 biliões de ECUs. Acresce ainda, nesta perspectiva, que a adopção de um sistema de "dupla moeda" entre 1999 e 2001 virá agravar ainda mais esses custos suplementares, uma vez que exigirá um sistema duplo de contabilidade e de informação ao público. Independentemente da validade de qualquer das posições aqui expressas, parece-nos indiscutível que o sector bancário corresponde provavelmente à área da actividade económica que mais transformações irá registar nos próximos anos, associadas sem dúvida ao aparecimento da moeda única.

Estas transformações podem ser analisadas em duas vertentes: a adequação das instituições de crédito a uma nova realidade monetária e, por outro lado, a adaptação a um mercado muito alargado e concorrencial em que a dimensão média dos bancos ultrapassa largamente o padrão interno — note-se que a fusão de todos os bancos portugueses representaria cerca de metade do DeutscheBank e que a Caixa Geral de Depósitos ocupa apenas o 60º lugar no *ranking* europeu. Deste modo, as consequências para o sistema bancário nacional que vierem a resultar da adopção da moeda única serão certamente função da capacidade dos nossos bancos em responder a uma mais do que previsível perda de dominância no mercado interno, associada à diminuição das margens de especulação e à eventual concentração dos mercados de capitais.

Na verdade, os bancos portugueses deixarão de ser *market-makers* a nível interno e, por outro lado, a descida das taxas de juro provocará uma redução da sua margem financeira. Nalguns sectores específicos do sistema financeiro, como é o caso flagrante dos derivados financeiros, essa concentração será particularmente flagrante, assistindo-se assim a um redimensionamento da própria actividade. Por exemplo, os contratos de futuros sobre taxas de juro e de câmbio internas poderão deixar de existir, sendo previsível que aqueles que os substituírem (em euros) fiquem localizados nas principais bolsas de derivados europeias que apresentam maior liquidez e menores custos. Em conclusão, a reforma do sistema financeiro em Portugal, nas vertentes que aqui foram delineadas e noutras que eventualmente venham a tornar-se necessárias, será provavelmente a variável fundamental para que o estabelecimento da moeda única europeia possa, como se deseja, traduzir-se em benefícios líquidos para o sector e para os agentes económicos em geral.

MANUEL FARTO, HENRIQUE MORAIS, PEDRO PINTO¹ E PAULO SOARES²

Crescimento e convergência real: que perspectivas?

É MESMO QUANDO ERA CLARO QUE O PROCESSO DE CONVERGÊNCIA NOMINAL QUE PERMITIU A PORTUGAL FAZER PARTE DO GRUPO DOS PAÍSES "CRIADORES" DA MOEDA ÚNICA TINHA CONSTITUÍDO UM INEGÁVEL SUCESSO, OS AUTORES DEFENDIAM A NECESSIDADE DE NÃO SUBESTIMAR O LONGO CAMINHO QUE HAVIA AINDA A PERCORRER PARA ALCANÇAR OS OBJECTIVOS MUITO MAIS FUNDAMENTAIS DA CONVERGÊNCIA REAL E DO DESENVOLVIMENTO.

ALIÁS, ESTE ARTIGO FOI FINALIZADO DURANTE O VERÃO DE 1999 E, NÃO POR ACASO, ERA SALIENTADA A POUCA AMBIÇÃO E OS PERIGOS DE NOS ACOMODARMOS A PREVISÕES ECONÓMICAS QUE PARECIAM BENIGNAS MAS QUE ERAM JÁ INDICIADORAS DO QUE VIRIA A SER O PROCESSO DE NÃO CONVERGÊNCIA DE PORTUGAL EM MATÉRIA DE CRESCIMENTO ECONÓMICO:

“IMPÕE-SE PORTANTO, A NOSSO VER, UM ESFORÇO ADICIONAL NO SENTIDO DE ESTUGAR O PASSO PARA ALCANÇAR MAIS RAPIDAMENTE AQUELE OBJECTIVO. NESTE QUADRO, NÃO PODEMOS FICAR DESPREOCUPADOS COM A PREVISÃO DE UMA TAXA DE CRESCIMENTO DE CERCA DE 3,3% PARA OS PRÓXIMOS QUATRO ANOS (3,5% PARA 1999 E RESPECTIVAMENTE 3,2%, 3,2% E 3,3% PARA OS TRÊS ANOS SEGUINTE), O QUE SIGNIFICA 4 ANOS DE CRESCIMENTO ABAIXO DA TAXA MÉDIA DO PERÍODO PÓS-ADESAO E DA TAXA DE CRESCIMENTO SECULAR.

¹ Licenciado em Relações Internacionais pela UAL. Pós-graduado em Estudos Europeus pelo ISEG. Docente na UAL.

² Finalista do Curso de Relações Internacionais da UAL. Oficial responsável pela Repartição de Relações Internacionais da GNR.

ESTES OBJECTIVOS SÃO PARTICULARMENTE MODESTOS POR NOS ENCONTRARMOS NUMA FASE DO CICLO ECONÓMICO FAVORÁVEL, POR BENEFICIARMOS DE IMPORTANTES FUNDOS ESTRUTURAIS E PORQUE, EM RELAÇÃO AOS OBJECTIVOS DE CONVERGÊNCIA, A ALEMANHA PREVÊ TAXAS PRÓXIMAS DE 2,5% PARA O MESMO PERÍODO, O QUE IMPLICARIA QUASE UM SÉCULO PARA REALIZAR A CONVERGÊNCIA REAL.“

CERCA DE UMA DÉCADA MAIS TARDE, OS AUTORES VOLTARIAM AO TEMA, PRIMEIRO NO *JANUS 2010*, COM UM ARTIGO INTITULADO “CRISE ESTRUTURAL DA ECONOMIA PORTUGUESA” E, DEPOIS, NO *JANUS 2011-2012*, NUM OUTRO ARTIGO “CHOQUE DA INTEGRAÇÃO NA EU E SEU ESGOTAMENTO: LUZ E SOMBRAS”.

A IDEIA CENTRAL VOLTAVA A SER A MESMA: BAIXA PRODUTIVIDADE E FRACA COMPETITIVIDADE EXTERNA, ESTA ÚLTIMA MUITO CONDICIONADA PELA ADOPÇÃO DO EURO, ACENTUARAM DRAMATICAMENTE OS DESEQUILÍBRIOS E CONDUZIRAM O PAÍS PARA A QUASE INEVITABILIDADE DE REDUÇÃO DO SALÁRIOS E DE EMPOBRECIMENTO GERAL.

“ASSIM, À TENDENCIAL BAIXA DE PRODUTIVIDADE E FRACA COMPETITIVIDADE EXTERNA DA NOSSA ECONOMIA JUNTOU-SE UM NOVO DADO A AGRAVAR OS NOSSOS PROBLEMAS: O EURO. A POLÍTICA DE CONVERGÊNCIA NOMINAL, DESIGNADAMENTE COM UMA VARIAÇÃO CAMBIAL COMPENSATÓRIA INFERIOR À TAXA DE INFLAÇÃO, NA DÉCADA DE 90, E A ADESÃO AO EURO, DEPOIS, AMPUTARAM A NOSSA ECONOMIA DO MECANISMO DE AJUSTAMENTO QUE TINHA PERMITIDO A MANUTENÇÃO DE UMA RELATIVA COMPETITIVIDADE EXTERNA, ACENTUANDO DRAMATICAMENTE O DESEQUILÍBRIO, ATÉ O TOR-NAR, COMO É HOJE, VERDADEIRAMENTE INSUSTENTÁVEL.

FACE A ESTA SITUAÇÃO, À SECULAR SAÍDA EXTERNA POR VIA DA EMIGRAÇÃO JUNTA-SE AGORA, COMO PRETENDE A TEORIA, A REDUÇÃO DE SALÁRIOS E O EMPOBRECIMENTO DOS QUE FICAM. ENCONTRAR UM CAMINHO QUE PERMITA ENCONTRAR UMA TRAJECTÓRIA DE CRESCIMENTO ECONÓMICO, MINIMIZAN-DO AS DIFICULDADES E PROBLEMAS SOCIAIS, MANTENDO O ESSENCIAL DA COESÃO SOCIAL, DEVERÁ SER A MISSÃO DE TODOS QUANTOS PODEM LEGITIMAMENTE ESPERAR INFLUENCIAR AS DECISÕES FUTURAS.”

O processo de convergência nominal que permitiu a Portugal fazer parte do grupo dos países "criadores" da moeda única constituiu um inegável sucesso das políticas económicas recentes e da própria economia portuguesa. Este sucesso não deve, contudo, inebriar-nos, criando um espírito de auto-satisfação que subestime o caminho a percorrer e desmobilize esforços para alcançar os objectivos muito mais fundamentais da convergência real e do desenvolvimento. O propósito do presente trabalho

é o de delimitar as prováveis balizas de crescimento da economia portuguesa num futuro próximo, visualizando o espaço a percorrer e o trabalho a realizar e fornecer referências para a definição dos objectivos e avaliação das *performances* realizadas pela economia portuguesa.

ALGUNS FACTOS ESTILIZADOS

- A segunda metade do século XX constituiu um período de significativa recuperação económica de Portugal, observável em muitos aspectos da nossa vida económica e social, designadamente nos ritmos de crescimento do produto e do produto per capita. Note-se que ao longo do período de 1954 a 1997 o Produto Interno Bruto aumentou, em termos reais, à taxa média anual de 4,6%.
- O investimento registou um comportamento mais diferenciado, embora tenha evidenciado um ritmo de crescimento anual significativo (4,4%). Simultaneamente o consumo, tanto privado como público, seguiu igualmente uma tendência crescente. O consumo privado revelou um crescimento médio anual de 2,9% no período referido, enquanto o consumo público aumentou cerca de 5,4%. Conclui-se, deste modo, que os gastos públicos têm vindo a assumir um peso cada vez mais significativo na economia portuguesa.
- O emprego registou entre 1953 e 1997 uma taxa de crescimento anual na ordem dos 0,7%, enquanto no mesmo período se observou um progressivo aumento da população desempregada, traduzida por uma taxa média anual de crescimento de 2,9%.
- No pós-guerra é possível distinguir três períodos de referência em termos de crescimento do PIB, tendo em atenção igualmente a evolução da moeda e dos preços.
- O primeiro, que se prolonga do pós-guerra até 1973, foi caracterizado por um forte crescimento, em particular para o fim do período com o início da guerra colonial e o aumento da abertura ao exterior da economia, atingindo-se entre 53 e 73 uma taxa média anual de crescimento de 5,8%, claramente acima dos países desenvolvidos.
- Quanto à evolução do nível dos preços em Portugal, verificou-se nos anos 50 uma inflação quase residual, com valores inferiores a 2%, excepção feita a 1955. O início da guerra colonial e a abertura da economia portuguesa ao exterior conduziram na década seguinte a um gradual aumento dos preços, com a inflação a atingir 8,8% em 1972. O escudo, no período 1950-70 é marcado pela estabilidade absoluta, cotando-se relativamente ao dólar sempre na banda dos 28 escudos em termos de média anual.
- No período 1948/73 a Balança de Transacções Correntes (BTC) em Portugal evidenciou algum equilíbrio, traduzido em défices mínimos até 1964, após o que passou a apresentar ligeiros saldos positivos. Entre 1948 e 1973 constatou-se um saldo médio de aproximadamente 1,8% do Produto Interno Bruto (PIB). A Balança

de Mercadorias tem aliás evidenciado constantes desequilíbrios, embora até 1973 os défices fossem pouco significativos.

No período de 1953-73, verificou-se a maior taxa de crescimento do emprego (0,9%) o que, conjugado com outros factores, levou à diminuição do desemprego. O segundo período, de 74 a 84, foi marcado por um ritmo de crescimento mais lento, influenciado por razões de carácter extraeconómico (instabilidade política e descolonização entre outros) por grandes alterações nas estruturas económicas, por duas crises económicas internacionais e pelas políticas restritivas para controlo da BTC do fim do período.

Deste modo, a taxa de crescimento média anual do PIB não terá ultrapassado 3,1%. Apesar disso, entre o pós-guerra e a nossa entrada para a CEE, apenas três países ultrapassaram Portugal em termos de rendimento per capita, enquanto o nosso país terá ultrapassado cerca de duas dezenas de países.

A crise petrolífera de 73, a instabilidade económica aliada à revolução de Abril de 74 e a política de revalorização do dólar seguida pela administração americana no final da década empurraram a inflação para valores superiores a 20%, e nem os Planos de Estabilização do FMI em 1979 e 1983 evitaram o mais elevado índice de preços dos últimos quarenta anos: 29,5% em 1984. A partir de 1975 a desvalorização da moeda nacional toma um rumo galopante, atingindo o dólar 170 escudos dez anos mais tarde. De então para cá, o dólar tem sofrido fortes oscilações, registando em 1997 o valor mais alto desde a Segunda Guerra Mundial: 175 escudos.

A BTC entrou em clara trajectória descendente de 1974 a 1982, apresentando sistematicamente saldos deficitários, que culminaram nesse ano com um valor negativo de 276,4 Milhões de contos (M.c.), ou seja, 12,8% do PIB. Após este período e até 1990 verificou-se alguma recuperação, tendo a BTC atingido em 1986 um superavit de 175 M.c., valor jamais superado.

Por oposição, entre 1973 e 1984 registou-se uma menor taxa anual de crescimento do emprego, a qual assumiu o valor de 0,3%, tendo após 1984 estabilizado na ordem dos 0,7%. Entre 1973 e 1984 assistiu-se a um aumento abrupto da população desempregada (em 1984, a taxa de desemprego atingiu 8,3%).

O terceiro período iniciou-se em 1986 com a adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia, caracterizando-se por uma grande estabilidade política e por um novo ciclo de crescimento económico que atingiu em média 4,1% até 1997. O controlo da inflação, a efectiva modernização de parte significativa do aparelho produtivo nacional e a criação de condições para a adopção do euro constituem os principais factores positivos, em oposição a algum agravamento dos desequilíbrios das balanças de transacções correntes.

Apesar do controlo de o nível geral de preços e a estabilização do escudo terem sido dois objectivos perseguidos anteriormente só a partir de 1986, com a adesão de Portugal

ao espaço da União Europeia e em parceria com um contexto externo mais favorável – descida do dólar e dos preços do petróleo – puderam ser persistentemente cumpridos, levando a um abrandamento da inflação, a qual atingiu 2,2% em 1997, o valor mais baixo das últimas três décadas.

O cenário para a balança de pagamentos é, no entanto, bem menos positivo. A partir de 1986 foi-se afirmando uma tendência progressiva de deterioração do saldo da BTC, associada ao forte aumento das importações de bens e mercadorias, de tal forma que em 1997 o saldo desta balança atingiu o valor de -322,2 M.c., ou seja, cerca de -1,8% do produto interno bruto. Neste período, o crescimento anual do emprego situou-se em aproximadamente 0,7%, ao mesmo tempo que se assistiu a um nítido esforço no sentido de contrariar a tendência de crescimento da taxa de desemprego, a qual atingiu 4,1% em 1992, cresceu até 1997 assumindo o valor de 6,7%, parecendo declinar de novo.

TRÊS CENÁRIOS

A breve análise desenvolvida anteriormente salienta um resultado que pode parecer surpreendente: o crescimento médio anual da economia portuguesa é superior ao crescimento do período pós-adesão, situando-se este apenas um ponto acima do período 74-84, durante o qual se verificaram profundas mudanças estruturais, grande instabilidade política e se atravessaram duas crises internacionais. Tal poderá provavelmente significar que a *performance* da nossa economia nos últimos anos está longe de poder ser considerada como excepcional.

A partir dos elementos precedentes deduzimos três cenários:

- o primeiro exprime-se na hipótese de um crescimento semelhante ao registado em média no período 1954/97 que denominamos de *crescimento secular* e que se situou, como vimos, em cerca de 4,6%;
- o segundo resume-se a admitir uma taxa de crescimento comparável à que em média a nossa economia registou desde a adesão à Comunidade Europeia (cerca de 4,1%), o qual poderíamos chamar de *cenário adesão*, traduzindo uma evolução na continuidade.
- Juntamos um terceiro, mobilizador, que denominamos de *cenário tigre* e que corresponde à hipótese de uma taxa de crescimento semelhante à registada pela Irlanda depois da adesão. Esta escolha como referência superior é justificada por se tratar de um país real (não apenas de um exercício académico), incluído no grupo dos quatro países periféricos da UE e com rendimento per capita superior ao português (dado que por vezes se associa crescimentos mais elevados a rendimentos inferiores), permitindo, portanto, uma comparação absolutamente pertinente.

Excluimos expressamente à partida dois cenários "extremos": o cenário pessimista em que a taxa de crescimento média anual seria inferior à tendência pós-adesão (<4,1%), que provavelmente colocaria em causa a convergência real e evidenciaria uma relativa periferação. Recorde-se que uma taxa de crescimento de 3,1%, correspondendo ao ritmo de crescimento do período 74/84, é idêntica à taxa de crescimento média anual da Alemanha para o período 1954/97 que no presente estudo tomamos como referência. Excluimos ainda o cenário do "milagre económico" com uma *performance* superior à da Irlanda.

Não assumimos de forma alguma que estes cenários sejam impossíveis, antes os consideramos menos prováveis. O primeiro estaria provavelmente associado a um processo de alargamento a Leste da união mal sucedido e/ou à incapacidade de proceder às necessárias reformas (por desconhecimento de quais devem ser ou por outros motivos) para aumentar a competitividade da economia e das empresas portuguesas, ou ainda à própria implosão da União Europeia. O segundo exigiria um conjunto de circunstâncias favoráveis que o acaso dificilmente realizará.

CRESCIMENTO E CONVERGÊNCIA REAL

Os cenários de crescimento anteriormente desenhados permitem-nos, admitindo algumas hipóteses simplificadoras, avaliar o esforço a realizar para igualarmos o rendimento per capita alemão, tomado aqui como referência de convergência. Para que os portugueses possam ter um produto per capita igual ao dos alemães serão necessários cerca de 30 anos se o nosso crescimento se situar ao nível do *tigre irlandês*, aproximadamente 50 anos ao ritmo da taxa de *crescimento secular* em Portugal e quase 80 anos ao ritmo de crescimento do período pós-adesão.

Embora perturbadores, estes números não são de espantar, designadamente se observarmos que para subir 17 pontos na escala (de 38,7% do rendimento per capita da UE para 55,7%) foram necessários 30 anos (1960 a 1990); ou se tivermos em conta que para alcançar o rendimento *per capita* espanhol são necessários 21 anos, apesar da taxa de crescimento "mediocre" (2,9%) registada no período pós-adesão por este país.

A convergência real exige pois tempo, uma grande mobilização de recursos e capacidades e uma vontade firme e perseverante. Ela exige tanto mais tempo, quanto menor for a nossa capacidade de desenvolver e criar vantagens competitivas e de estimular os factores de desenvolvimento. Ao contrário da convergência nominal, a convergência real não se mede em anos, mas em décadas.

É a esta luz que devem ser avaliados tanto os sucessos recentes como os objectivos futuros. Quanto ao primeiro aspecto, passado o sentimento de satisfação, legítimo, pelo sucesso da convergência nominal, é necessário constatar que a dimensão dos resul-

tados obtidos, em termos reais, pela economia portuguesa, embora assinaláveis, não justificam qualquer euforia relativamente ao objectivo de convergência real.

A taxa média anual de crescimento do PIB de 4,1% registada no período pós-adesão está longe de ser inédita na economia portuguesa nos últimos 50 anos, situando-se aliás ligeiramente abaixo da taxa secular, e a este ritmo são necessárias muitas décadas para alcançar a convergência no sentido anteriormente definido.

Impõe-se portanto, a nosso ver, um esforço adicional no sentido de estugar o passo para alcançar mais rapidamente aquele objectivo. Neste quadro, não podemos ficar despreocupados com a previsão de uma taxa de crescimento de cerca de 3,3% para os próximos quatro anos (3,5% para 1999 e respectivamente 3,2%, 3,2% e 3,3% para os três anos seguintes), o que significa 4 anos de crescimento abaixo da taxa média do período pós-adesão e da taxa de crescimento secular.

Estes objectivos são particularmente modestos por nos encontrarmos numa fase do ciclo económico favorável, por beneficiarmos de importantes fundos estruturais e porque, em relação aos objectivos de convergência, a Alemanha prevê taxas próximas de 2,5% para o mesmo período, o que implicaria quase um século para realizar a convergência real.

O desenvolvimento das infra-estruturas (designadamente em termos de educação/formação, transportes e comunicações, oferta e custo da energia) e dos mercados de capitais, juntamente com a reconversão de importantes sectores industriais e agrícolas (que apresentam produtividades excepcionalmente baixas) e uma profunda reforma administrativa, constituem, a nosso ver, os principais eixos de referência para a convergência real.

Os fundos estruturais revelam-se actualmente indispensáveis para a prossecução da estratégia anteriormente referida, tanto mais que o seu impacte é previsivelmente superior ao dos outros países periféricos da União, dado o menor grau de abertura ao exterior de Portugal. Assim, apesar da inevitabilidade da sua redução em consequência da redução das áreas ilegíveis e do alargamento da UE a países com rendimento *per capita* inferior, é indispensável uma posição nacional consistente e firme na sua defesa.

Por outro lado, é fundamental utilizá-los de forma mais eficaz, tanto mais que o progressivo aumento de concorrência pelos fundos obrigará a própria união a um controlo mais apertado da sua utilização e a uma avaliação, até agora evitada, da sua eficiência.

HENRIQUE MORAIS

A crise estrutural da economia portuguesa

A crise financeira que se iniciou no Verão de 2007 contribuiu decisivamente para um fortíssimo abrandamento do crescimento económico global e, em especial nas economias avançadas, para fenómenos recessivos em larga escala que eclodiram com uma intensidade anormalmente elevada e que propiciaram (justas) comparações com os momentos que se viveram aquando da grande depressão de 1929-30.

Embora no momento em que se escrevem estas linhas¹ sejam já muitos os sinais de que o mundo começa a ultrapassar a recessão, a Ocidente da Península Ibérica a situação encontra contornos menos favoráveis: a economia portuguesa tarda em recuperar, com o crescimento do produto a permanecer negativo e o desemprego a aumentar. É, pois, indesmentível que ao período de convergência no crescimento económico com a União Europeia a que se assistiu após a adesão à então Comunidade Económica Europeia (em 1986), e que se consolidou na década seguinte, se sucede agora uma primeira década do novo século em que Portugal se está afundar progressivamente na cauda da Europa.

Nas próximas linhas tentaremos enquadrar a situação económica do país, explicar as suas causas e descrever alguns dos cenários que se podem vir a materializar no futuro.

¹ Este texto teve a sua revisão final em finais de Setembro de 2009.

O PROGRESSIVO ABRANDAMENTO DO CRESCIMENTO ECONÓMICO...

As séries longas do Produto Interno Bruto (PIB) em Portugal, expressas no gráfico, ilustram o progressivo empobrecimento da nossa economia: em média anual, o PIB real aumentou 6,1% na década de 60, após o que recuou progressivamente para, entre 2000 e 2008, apresentar um crescimento médio anual de apenas 1,3%.

É frágil a comparação meramente estatística entre os dados das décadas de 60 (sobretudo) e 70 com a situação actual, não só porque os anos 60 foram um período de crescimento muito expressivo na Europa como também porque a guerra colonial e o “orgulhosamente sós” dos governantes lusitanos de então não conseguiram, apesar de tudo, eliminar os efeitos favoráveis dos imensos recursos que das colónias chegavam aos nossos portos.

No entanto, é claro o abrandamento do crescimento nos primeiros anos do século XXI, tanto em relação à década de 90, como em relação aos nossos parceiros do projecto europeu.

Face à década de 90, o crescimento médio do PIB real recuou em 2,1 pontos percentuais, isto é, de uma média de 3,4% ao ano na década de 90 para os já referidos 1,3% em 2000-2008. Mais grave ainda, excluindo precisamente os dois primeiros anos do novo século, em que o crescimento económico se situou em 3,9% e 2%, em mais nenhum se assistiu a um crescimento anual acima de 1,8%. Tendo em conta a situação actual da nossa economia e a conjuntura internacional, arriscamo-nos a apostar que a primeira década do século XXI será provavelmente o pior momento para a economia portuguesa nos últimos 100 anos.

Tudo isto ganha uma dimensão mais incisiva quando entramos em comparações com os nossos parceiros europeus. O gráfico respectivo é bem ilustrativo: no período de 1986-89, isto é, na primeira vaga dos fundos comunitários pós adesão, o nosso país registou o 2.º maior crescimento médio do PIB no conjunto das dezasseis economias que constituem actualmente a área do euro, sendo apenas ultrapassado pelo Luxemburgo; na década de 90, o crescimento quedou-se pelo 5.º lugar do *ranking* daquelas economias o que, ainda assim, não punha de todo em causa o processo de convergência que durante anos foi bandeira política dos sucessivos governos; finalmente, no período de 2000-08, a nossa economia foi aquela que, à excepção de Itália, registou um crescimento menos elevado, pondo em causa o referido processo de convergência.

Perante esta realidade, não espanta que Portugal seja actualmente um dos países da área do euro com rendimentos per capita mais baixos, tendo sido já ultrapassado pelos países de Leste que aderiram recentemente ao euro. O PIB per capita em paridade de poder de compra em Portugal era, em 2008, o 2.º pior da área do euro, representando apenas 66% da média dos países que a constituem e sendo apenas ligeiramente superior ao da Eslováquia.

... FACE AO RECUO DA NOSSA PRODUTIVIDADE...

Muitas são as causas próximas da fragilidade económica que Portugal apresenta actualmente, havendo aliás um consenso relativamente alargado a esse propósito: ausência ou ineficácia de reformas estruturais a nível do ensino, da saúde, do sistema judicial; um sistema fiscal ainda pouco adaptado às características de uma economia que, mesmo tendo em conta a integração europeia, continua a ter características de pequena economia aberta; incapacidade do país em promover a produção de bens transaccionáveis, são algumas dessas causas.

Na impossibilidade de descrever todos estes factores, escolhemos aquele que nos parece ser uma evidência incontornável do problema: a evolução amplamente negativa da nossa produtividade.

O gráfico respectivo é avassalador: o crescimento médio anual da produtividade em Portugal foi de 6,5% na década de 60, após o que foi recuando até estabilizar, em média, em 1,9% nas décadas de 89 e 90 para, entre 2000 e 2008, se situar em apenas 0,8%.

As consequências desta fragilidade produtiva no longo prazo são bem visíveis a nível do emprego, da balança corrente e, mesmo, das contas públicas.

Quanto ao emprego, a sua taxa de crescimento tem vindo a desacelerar desde a década de 70 (em que foi de 1,8% ao ano), estando no período de 2000-08 em apenas 0,6%. Neste contexto, não espanta que a taxa de desemprego tenha uma tendência de longo prazo de aumento (mesmo tendo em conta um ligeiro recuo, expresso no gráfico respectivo, nas médias da década de 90 face à década de 80), nem que Portugal seja actualmente a 14.^a economia da área do euro com um nível de desemprego mais elevado, só suplantado pela Espanha e pela Eslováquia. Mesmo tendo em conta que não nos afastamos muito da média da área do euro, a grande maioria dos países que, até por questões de dimensão, conosco mais se comparam apresentam níveis de desemprego substancialmente inferiores. Na verdade, na Europa do euro, são os grandes países (Alemanha, França e Espanha) que “empurram” a taxa de desemprego para a alta, pelo que não deixa de ser tristemente irónico que apenas na adversidade Portugal seja capaz de competir com as grandes economias do euro.

As contas correntes são também uma das faces visíveis da nossa pouca capacidade produtiva, apresentando o défice face ao PIB uma trajetória de aumento muito acentuada, num contexto em que o último ano em que Portugal apresentou um excedente (embora marginal) da balança corrente foi no já longínquo 1993. Na génese destes volumosos défices está naturalmente o segmento dos bens e serviços, cujo défice no período de 2000-2008 se aproximou, em média, de 11,9 mil milhões de euros.

Em conclusão, se a aposta, como se deseja, for criar riqueza e diminuir o desemprego, acelerando o ritmo de crescimento do PIB e assim retomando o processo de convergência com os nossos parceiros europeus interrompido nestes últimos 8 anos, então será incontornável resolver a questão da produtividade, isto é, aumentá-la. Deixaremos este ponto para uma fase ulterior do artigo.

DUAS BOAS NOTÍCIAS: AS CONTAS PÚBLICAS E A CONVERGÊNCIA A NÍVEL DOS PREÇOS

A redução do défice orçamental foi assumida como uma das traves mestras do nosso objectivo de entrada no primeiro comboio do euro e, em bom rigor, foi conseguida e, em regra² mantida. Tratou-se de um passo importante, nomeadamente porque permitiu a adesão ao euro e configurou uma garantia de algum equilíbrio que é fundamental para as gerações futuras, como bem recentemente se observou com a crise financeira e as suas consequências em países europeus não “protegidos” pelo euro – de que o exemplo mais sintomático é a Islândia.

A nível da inflação ocorreram também progressos significativos. Actualmente a taxa de inflação portuguesa está sistematicamente abaixo de 3% (desde 2003), em linha com a inflação média da área do euro, abaixo da inflação da União Europeia e muito abaixo da média da inflação no mundo.

REFLEXÕES FINAIS

Diagnosticada, em traços muito gerais, a “doença” que afecta a economia portuguesa, fará sentido apontar pistas, não necessariamente para uma cura imediata mas para que se possa gradativamente retomar níveis de crescimento económico mais compatíveis com o que se observa na generalidade dos parceiros europeus e que permitam a estabilidade económica e social em Portugal.

Como se referiu anteriormente, a questão chave é a produtividade. Se pretendermos aumentar a produtividade em Portugal, torna-se imperativo melhorar o desempenho dos principais factores produtivos, isto é, o trabalho e o capital. Trata-se de uma forma eufemística de dizer que a qualificação profissional dos trabalhadores e dos empresários deve melhorar substancialmente.

² As excepções ocorreram entre 2004 e 2006, em que o défice foi superior a 3% e, em 2005, atingiu mesmo 6,1%.

Sendo verdade que o Estado tem um papel decisivo neste aspecto, designadamente através do sistema de ensino que molda os futuros empresários/trabalhadores, bem como da melhoria do sistema judicial, cabe também ao tecido produtivo adaptar-se às novas realidades mundiais, promovendo a formação dos seus agentes.

Para isso, é também importante que se fomente o contributo externo, devendo a política económica ser orientada no sentido de captar o bom investimento estrangeiro, aquele que incorpora valor acrescentado também a nível das capacidades produtivas, da tecnologia utilizada, da permanência no país.

O país tem de produzir mais, tem de exportar mais. O que se fizer hoje para atingir estes objectivos nucleares será o melhor legado que se poderá deixar às próximas gerações. De outra forma, a consequência será um progressivo empobrecimento de Portugal.

HENRIQUE MORAIS E MANUEL FARTO

Choque da integração na EU e seu esgotamento: luz e sombras

Num ápice, o ano em curso viu renascer os piores pesadelos para a economia portuguesa de que há memória, pelo menos desde as intervenções do Fundo Monetário Internacional em 1978/83.

À complicadíssima situação financeira do país, apanhado no turbilhão da necessidade de ajustar profunda e rapidamente o seu pesado défice orçamental que se conjugou, qual tempestade perfeita, com um claro ataque especulativo ao euro através das suas economias mais debilitadas, juntam-se agora¹ os receios de que o ano de 2011 marque uma nova recessão severa em Portugal, que tornará ainda mais periclitante a situação financeira do país.

Movimentam-se as forças vivas da sociedade portuguesa, dos sindicatos, com greves gerais à vista, às associações patronais, passando por antigos e actuais governantes, todos aparentemente imbuídos do mesmo desígnio: salvar o país da bancarrota.

Nestas linhas iremos analisar a evolução nas últimas décadas da situação económica em Portugal, focalizando sobretudo dois momentos que nos parece decisivos nessa história económica recente: a nossa integração na actual União Europeia e a adesão ao euro.

O QUE NOS DIZ A LITERATURA...

Um dos argumentos tradicionais na literatura a propósito dos custos e benefícios de uma união monetária tem a ver com o aumento da variabilidade (e imprevisibilidade)

¹ Estas linhas foram terminadas em finais de Outubro de 2010.

do *output-gap*² e da taxa de inflação num contexto de renúncia de um país a uma política monetária própria. A tese é de que a política monetária não é necessariamente feita à medida de todos os Estados que integram uma união monetária e que, sobretudo para as economias mais pequenas, a política monetária unificada não provocará necessariamente uma estabilização do *output-gap* e da inflação na presença de choques económicos nacionais. Ou seja, os benefícios das decisões de política monetária não serão igualmente distribuídos por todos os membros de uma união monetária.

Por outro lado, a literatura tende a apontar para que os efeitos anteriormente descritos sejam também função de um conjunto de outras variáveis, nomeadamente, o grau de aversão ao risco pelos agentes económicos, a flexibilidade dos preços, a elasticidade da procura pelas exportações, entre outros.

Ora, como é sabido, a integração de Portugal na União Europeia implicou a perda de alguns dos instrumentos de política económica, nomeadamente a nível da política cambial (capacidade de utilizar a taxa de câmbio nominal como instrumento de política) e da política monetária (*idem* para a taxa de juro).

Como dissemos anteriormente, esta perda tem custos, designadamente a nível dos mecanismos estabilizadores do produto mas também do emprego, que serão tanto maiores quanto menor for o grau de integração económica entre o país e a área monetária a que adere. Na prática, perdendo a capacidade de desvalorizar a moeda, o país deixa de ter um importante instrumento de reequilíbrio da competitividade nacional, perdendo a autonomia total em matéria de estabelecimento das taxas de juro directoras, deixa de poder utilizar este instrumento como dinamizador do crescimento em momentos de recessão ou contracção da economia³.

A flexibilidade de preços e salários (Friedman, 1953) é tida por muitos autores como um bom substituto da flexibilidade cambial: descer os preços e os salários reais seria, nesse sentido, equivalente a uma desvalorização cambial, provocando portanto ganhos de competitividade da economia nacional. Ora, tal como os preços e os salários são mais rígidos na Europa do que nos Estados Unidos, também são provavelmente mais rígidos em Portugal do que na maioria dos países da área do euro. Pelo menos parece certo que os salários são, em média, mais baixos do que na maioria dos nossos parceiros, o que não ajuda nesse eventual intento de reforço da competitividade nacional.

² Definido, em traços gerais, como a diferença entre o crescimento real e o crescimento potencial (tendencial) de uma economia.

³ Numa União Monetária, como a área do euro, continua a existir política monetária, mas as intervenções não “apanham” todos os Estados-membros na mesma fase do ciclo económico. Tal como já ocorreu noutros momentos com outros países, Portugal corre agora o risco de ver em 2011 aumentar o custo do dinheiro (face ao dinamismo de economias como a alemã e a alguns receios inflacionistas na Europa Central), num momento em que a recessão em que muito provavelmente estaremos embrenhados justificaria, ao invés, uma nova descida desse custo.

Essa flexibilidade pode ser vista igualmente em termos de mobilidade dos factores de produção, nomeadamente do factor trabalho (Mundell, 1961). A ideia seria que a deslocação de trabalhadores de áreas em recessão para áreas em expansão poderia reequilibrar o mercado de trabalho e, indirectamente, atingir os mesmos objectivos pretendidos pela política cambial. Sabemos que em Portugal a mobilidade intranacional é muito menor do que noutros países europeus, mas não é necessariamente verdade que a mobilidade internacional do factor trabalho seja inferior em Portugal. Ou seja, processos de deslocalização da nossa força de trabalho para o exterior poderão não só vir a concretizar-se com maior intensidade no futuro próximo como, ironicamente, poderão vir a ajudar no reequilíbrio interno do país. Resta saber que custos essa deslocalização acarretará para o país, num contexto em que nos nossos dias já não falamos apenas de portugueses com vontade de trabalhar e uma mala de cartão.

E O QUE ACONTECEU NA PRÁTICA

E na prática aconteceu exactamente o que nos ensina a literatura.

Primeiro, mesmo antes da adesão à então Comunidade Económica Europeia, em 1986, havia sido o Fundo Monetário Internacional (em 1978, depois em 1983) que tentaria pôr ordem numa economia ainda agoniada pelo “orgulhosamente sós” do Dr. Salazar e pelos desvarios do PREC. Nunca saberemos o que teria sido deste país não fora estas intervenções e, mais tarde, mas pouco mais tarde, a abertura da torneira dos fundos comunitários.

Portanto, depois de uma segunda metade da década de 80 e toda uma década de 90 de deslumbramento colectivo (e desperdício generalizado) de fundos comunitários, o país finalmente percebeu no século XXI o desperdício que houvera sido o século anterior.

Os dados são claros, os gráficos não metem.

Começemos pelo Produto Interno Bruto (PIB): os gráficos 1 a 3 mostram o progressivo abrandamento do crescimento do PIB, sobretudo visível quando se analisam as médias de décadas, que actualmente nos colocam na penúltima posição da Europa do euro em matéria de (fraco) crescimento económico (só “suplantados” pela Itália) e, pior, na antepenúltima posição a nível mundial, pelo menos das economias acompanhadas pelo FMI. Os dados do produto em paridade de poder de compra são igualmente arrasadores, como se pode ver pelo gráfico 3.

O gráfico 1 pode se interpretado nele observando 4 fases. A primeira fase até 1973 corresponde ao “boom da guerra” impulsionado pelo esforço de guerra e pelo início da abertura ao exterior. A segunda fase relaciona-se com o “impulso dos retornados” em consequência do aumento da população decorrente do processo de

descolonização. A terceira diz respeito ao “milagre da integração” associado ao crescimento do Investimento Directo Estrangeiro, à ampliação de mercados e ainda ao choque petrolífero deste início de período. A última fase, na qual nos encontramos, corresponde ao ciclo de “adesão ao euro”, correspondendo a um grave e longo período de estagnação que teve início com a adesão à moeda única europeia.

Esta forte referência ao euro não significa encarar a moeda única como a “mãe de todos os problemas” mas corresponde à importante constatação de que a adesão ao euro implicou, designadamente pela perda da política cambial, o desaparecimento de mecanismos de manutenção da competitividade externa da economia portuguesa até então fundamentais.

Os gráficos 5 e 6 concordam com as observações precedentes. A fase de “*boom* da guerra” aparece estranhamente (ou nem tanto, como veremos) associada à diminuição do emprego devido ao esforço de guerra e à forte emigração. A fase que denominámos “impulso dos retornados” confirma a análise precedente. O “milagre da integração” fez-se com um crescimento significativo do emprego, embora menor, enquanto na última fase se regista um crescimento marginal e, mais recentemente, um decréscimo do emprego.

No emprego, o panorama é portanto desolador: não fomos capazes de criar emprego na primeira década do século XXI (um crescimento médio anual de 0,1% é escla-recedor).

A existência de uma taxa de desemprego muito baixa no período anterior ao 25 de Abril de 1974, bem como a significativa elevação na fase de “impulso dos retornados”, não são de estranhar pelas razões já referidas: fim da guerra e queda da emigração e regresso dos portugueses das colónias. No período do “milagre da integração” observa-se a sua queda por efeito da maior dinâmica económica, para voltar a subir de maneira inédita até patamares verdadeiramente excepcionais, galopando para cima de 10% já este ano de 2010, neste último período. Socialmente aproximamos-nos de um nível que já não é apenas preocupante, mas também perigoso.

O gráfico 4 reforça as análises anteriores confirmando o período de “*boom* de guerra” como de alto crescimento da produtividade, diminuindo esta dinâmica nos períodos seguintes para atingir níveis insignificantes no último período de adesão ao euro.

Naturalmente, a fraca produtividade do país, que reiteradamente temos apontado como a principal fragilidade da nossa economia, resulta em grande parte da ausência ou errada implementação das grandes reformas estruturais a nível do ensino, da justiça, da saúde, do sistema fiscal.

Para além da persistência de uma produtividade relativamente fraca e da perda de competitividade externa da nossa economia, outros factores marcantes condicionaram a evolução da economia portuguesa. Em particular, as novas condições monetárias

acentuaram e desenvolveram atitudes excessivamente consumistas, elevando muito fortemente a despesa das famílias, possibilitada pelo excesso de circulação de dinheiro fácil, obtido directa ou indirectamente por via do acesso a fundos comunitários e do endividamento a taxas de juro reduzidas. O gráfico 10 exprime de maneira contundente o consumismo nacional e o seu crescimento, mesmo no período recente de estagnação económica. Na verdade, enquanto na área do euro o consumo representava 57,6% do PIB em 2001 e, embora com quebras, se elevou apenas para 57,7% em 2010, o consumo em Portugal, que já representava 63,3% do PIB em 2001, elevou-se para 67,2% em 2010.

A conjugação de uma persistente baixa de produtividade e quebra de competitividade com um aumento persistentemente forte do consumo (sustentado pelo crescimento dos salários reais ou, na falta deste, pelo recurso ao endividamento) não poderiam deixar de aprofundar o tendencial desequilíbrio das nossas contas externas. O gráfico mostra que desde 1995, ano em que o défice da balança corrente atingiu 0,1% do PIB, tem-se vindo a intensificar uma trajectória de progressivo agravamento deste défice, que culminou em 2008 com uns impensáveis 11,6% do PIB. Na génese deste comportamento, confirmando o que dissemos anteriormente, está a balança de bens e serviços, cujo saldo negativo para Portugal foi em 2009 de 11,5 mil milhões de euros, dado bem ilustrativo da degradação do aparelho produtivo português (sobretudo nos bens transaccionáveis) a que se assistiu nos últimos anos.

Assim, à tendencial baixa de produtividade e fraca competitividade externa da nossa economia juntou-se um novo dado a agravar os nossos problemas: o euro. A política de convergência nominal, designadamente com uma variação cambial compensatória inferior à taxa de inflação, na década de 90, e a adesão ao euro, depois, amputaram a nossa economia do mecanismo de ajustamento que tinha permitido a manutenção de uma relativa competitividade externa, acentuando dramaticamente o desequilíbrio, até o tornar, como é hoje, verdadeiramente insustentável.

Face a esta situação, à secular saída externa por via da emigração junta-se agora, como pretende a teoria, a redução de salários e o empobrecimento dos que ficam. Encontrar um caminho que permita encontrar uma trajectória de crescimento económico, minimizando as dificuldades e problemas sociais, mantendo o essencial da coesão social, deverá ser a missão de todos quantos podem legitimamente esperar influenciar as decisões futuras.

Capítulo III

Política económica e o euro: os pais de todos os problemas

Nas páginas do *Janus – Anuário de Relações Exteriores* foi possível encontrar desde muito cedo um debate aberto em torno da adequabilidade do modelo que estava a ser seguido pela Europa do euro em matéria de política económica.

Paralelamente, começavam a surgir dúvidas quanto à real força da moeda única europeia e, ainda mais preocupante, quanto à solidez do modelo.

Em 2001, no artigo que se apresenta na íntegra de seguida, dizia-se:

“Vários motivos têm sido apontados para este comportamento menos favorável do euro: em primeiro lugar, conforme foi anteriormente referido, a estratégia dos pilares suscitou algumas dúvidas aos operadores de mercado, na medida em que parece apontar para a existência de dois objectivos em termos de política monetária, a moeda e a inflação, o que manifestamente confundiu um mercado mais habituado a ver na primeira um instrumento e na segunda um objectivo.”

Por outro lado, defendia-se que o *target* definido para a inflação, longe de corresponder a uma taxa óptima de inflação, constituiria, de facto, um objectivo inadequado associado a uma deflação implícita, com evidentes consequências negativas sobre a actividade económica.

“Com efeito, se às insuficiências da política monetária desenvolvida pelo Banco Central Europeu acrescentarmos a ausência de uma política orçamental decididamente anticíclica dependente da Comissão de Economia e Finanças... bem como a inexistência de coordenação entre ambas, temos as condições necessárias para

a criação de um quadro completo de impotência da política económica, que pode impedir qualquer actuação capaz de atacar o movimento de estagnação da economia europeia que ameaça instalar-se.”

HENRIQUE MORAIS

A política monetária e os tortuosos caminhos do euro

Os bancos centrais foram progressivamente adoptando a estabilidade dos preços como objectivo de acção prioritário, em especial ao longo dos anos 90, o qual deveria ser atingido através da implementação de uma política monetária adequada. Em manifesta sintonia com a longa tradição, a esse respeito, do Bundesbank, também o Banco Central Europeu (BCE) estabeleceu como meta de referência o controlo da inflação, definindo objectivos claros para essa variável. No entanto, contrariamente ao que aconteceu em países como o Reino Unido, Canadá e Nova Zelândia (entre outros), em que os agregados monetários foram simplesmente abandonados, ou nos Estados Unidos, em que os relegaram para plano secundário, o BCE baseia a sua estratégia de política monetária numa complexa conjugação de objectivos a nível da inflação e da moeda. Independente de outros aspectos que irão ser desenvolvidos posteriormente, nomeadamente o confronto entre um BCE tendencialmente focalizado na inflação e uma Reserva Federal Americana que centra a sua acção no trinómio crescimento/emprego/inflação, é deveras interessante tentar equacionar a forma como a política monetária pode afectar a estabilidade de preços e o crescimento.

A teoria económica considera normalmente a existência de desfasamentos temporais (os chamados *lags*) no processo de transmissão das medidas de política monetária dos bancos centrais para a actividade económica e os preços. Deste modo, estima-se que uma alteração das taxas de juro directoras possa ter impacte no produto decorridos 12 meses e na inflação após 2 anos. Assim sendo, no que ao BCE e à respectiva política monetária diz respeito, verifica-se que todas as intervenções efectuadas, por exemplo, no 1.º semestre de 1999¹) apenas terão tido repercussões no produto no 1.º semestre do corrente ano e nos preços só se sentirão a

partir do 1.º semestre de 2001. De igual forma, as muito discutidas subidas recentes de taxas de juro do BCE deverão ter reflexos no produto e nos preços, respectivamente, em 2001 e 2002.

Compreende-se, no imediato, que a simples existência destes *lags* coloca algumas questões importantes: em primeiro lugar, qualquer decisão de política monetária deverá ter em conta não só o enquadramento macroeconómico actual, mas também as expectativas dos agentes económicos em relação à evolução do produto e dos preços num horizonte temporal mais alargado (até aos referidos 2 anos); em segundo lugar, torna claro para os agentes económicos as limitações dos bancos centrais e o carácter precário das suas decisões no âmbito da política monetária e, deste modo, exige um perfeito "entendimento" entre os bancos centrais e o mercado. Se a primeira questão é uma exigência de credibilidade do próprio sistema, a segunda é uma condição de sucesso da política monetária. O Banco Central Europeu baseia a estratégia de política monetária na área do euro em dois pilares: a análise do crescimento monetário face a um valor de referência, que desde o início foi estabelecido em função de um crescimento máximo de 4,5% do M3²) e a evolução dos preços e riscos para a respectiva estabilidade, que constitui o segundo pilar. Neste último caso, é definido um objectivo explícito para a inflação, a qual, medida pelo indicador harmonizado, terá de se situar abaixo de 2%.

Ora, foi precisamente esta definição, no mínimo inovadora, de dois referenciais para a política monetária que suscitou as críticas mais abertas e violentas à estratégia escolhida pelo BCE. Na verdade, a solução encontrada pareceu indiciar um compromisso político susceptível de agradar a uma Alemanha desejava de manter a reputação do Bundesbank (cuja orientação sempre se pautou pelo controlo dos agregados monetários)³ e, simultaneamente, à generalidade dos restantes Estados-membros que adoptavam um objectivo explícito para a inflação. Além disso, não parece ter sido ainda demonstrada a existência de uma relação sólida e duradoura entre os instrumentos de política monetária (em especial, as taxas de juro de curto prazo) e os objectivos dessa política, em particular, quando definidos em termos dos agregados monetários. A partir da avaliação destes dois pilares, o BCE concluiu pela inexistência de riscos para a estabilidade de preços, durante 1998 e no 1º tri-

¹ Recorde-se que o BCE foi instituído em Janeiro de 1999, assumindo, em coordenação com os bancos centrais nacionais dos 11 Estados que aderiram à União Económica e Monetária, a responsabilidade pela implementação da política monetária na área do euro.

² O M3 é um agregado monetário mais alargado e que inclui a circulação monetária, os depósitos à ordem, depósitos de curto prazo e os instrumentos negociáveis e acordos de recompra.

³ É, aliás, curioso verificar que a Alemanha estabeleceu em meados dos anos 80 precisamente o limite de 2% para a inflação que o BCE haveria de assumir quinze anos mais tarde...

mestre de 1999, o que lhe permitiu descer a sua principal taxa de referência para um mínimo de 2,5%, em Abril de 1999. Todavia, a partir dessa altura, a conjugação de um cenário de taxas de juro baixas com a ampla liquidez do sistema provocou uma deterioração dos pilares, induzindo um acréscimo significativo da taxa de juro das operações principais de refinanciamento, que atinge agora 4,25%⁴.

Apesar da bem sucedida introdução do euro, de que alguns duvidavam, e de alguma acalmia nos mercados que se verificou nos primeiros meses após o seu aparecimento, o passado mais recente veio demonstrar claramente a fragilidade da moeda única, em especial face ao dólar norte-americano e ao iene japonês (em relação aos quais o euro se depreciou, entre Janeiro de 1999 e Agosto de 2000, cerca de 25% e 29%, respectivamente). Vários motivos têm sido apontados para este comportamento menos favorável do euro: em primeiro lugar, conforme foi anteriormente referido, a estratégia dos pilares suscitou algumas dúvidas aos operadores de mercado, na medida em que parece apontar para a existência de dois objectivos em termos de política monetária, a moeda e a inflação, o que manifestamente confundiu um mercado mais habituado a ver na primeira um instrumento e na segunda um objectivo.

Por outro lado, e ainda a nível dos factores internos, nem sempre os responsáveis do BCE e os ministros das finanças dos países da área do euro mantiveram um discurso uniforme e, entre si, coerente. Estas discrepâncias, nomeadamente numa determinada fase em que a França pareceu aparentemente mais preocupada com o (baixo) valor do euro, enquanto a Alemanha denotava interesse em manter a moeda mais fraca para daí poder retirar proveitos para o sector exportador, foram igualmente penalizadoras para o euro. Alguns apontam ainda a falta de confiança na divisa europeia, por exemplo por parte dos investidores asiáticos, ainda pouco convencidos do sucesso do empreendimento e desejosos de proceder a estratégias de investimento em dólares, aparentemente mais seguras. Essa falta de confiança pode aliás estar associada a um importante factor psicológico associado à inexistência física do euro, o que justificaria plenamente a ideia de que o chamado "período de transição" para o euro deveria ser muito encurtado.

Os mais cépticos avançam com um argumento de carácter estrutural, e portanto mais devastador, socorrendo-se para isso dos trabalhos de Robert Mundell em que se demonstra serem condições necessárias ao sucesso de uma moeda única a existência de flexibilidade nos mercados do trabalho e dos produtos, a mobilidade

⁴ Essa taxa subiu inicialmente para 3%, em Novembro de 1999 e, já em 2000, ocorreram três subidas sucessivas de 25 p.b. em Fevereiro, Março e Abril. No dia 9 de Junho, o BCE subiu a taxa de referência em mais 50 p.b., colocando-a nos actuais 4,5%, em 31 de Agosto.

do factor trabalho e a harmonização fiscal. Ora, em rigor, algumas destas condições estão longe de se verificar actualmente na área do euro (nomeadamente a harmonização fiscal), enquanto outras se confrontam com obstáculos de diversa ordem – por exemplo, a perfeita mobilidade do trabalho esbarra em problemas de diferenciação linguística e cultural dificilmente ultrapassáveis em determinados sectores. Sendo ainda demasiado cedo para se proceder a balanços profundos sobre o euro, é todavia importante referir que o verdadeiro "teste" à moeda única deverá ocorrer quando a fase do ciclo "empurrar" a Europa para períodos de estagnação ou recessão económica. Nessa altura, será possível que alguns países da área do euro, sobretudo os mais fracos economicamente, se sintam tentados a combater o desemprego recorrendo à descida das taxas de juro, decisão para a qual já não dispõem de autonomia.

Terão os Estados-membros, nesse cenário, a responsabilidade política necessária para evitarem soluções populistas que passem por reivindicações intoleráveis no seio da União Europeia? Terá esta a consciência de Estado suficiente para evitar retomar, nomeadamente face aos Estados Unidos e ao Japão, proteccionismos que, no passado, tão maus resultados configuraram? Estas são, seguramente, algumas das nuvens escuras que se prefiguram no horizonte europeu. Independentemente do que possa vir a acontecer, e acreditando embora na natural capacidade dos vários países e organismos envolvidos no processo para tomarem as decisões mais adequadas, parece-nos indiscutível que a credibilidade do euro será, em muito, influenciada pelo comportamento que este vier a revelar num cenário como o descrito.

A retoma da economia mundial e as políticas de estabilização (I)

VALE A PENA CENTRAMO-NOS AGORA NUM EXCERTO DE UM ARTIGO PUBLICADO EM 2004, EM QUE SE ALERTAVA JÁ PARA A FUNDAMENTAL DIFERENÇA ENTRE UMA POLÍTICA ORÇAMENTAL, A NORTE-AMERICANA, MANIFESTAMENTE ORIENTADA PARA A ESTABILIZAÇÃO MACROECONÓMICA E OUTRA, NA ÁREA DO EURO, PASSIVA E PRÓ-CÍCLICA:

“DESDE O INÍCIO DA DÉCADA DE 90 QUE OS EUA SE TÊM DISTANCIADO DOS ANTIGOS “GIGANTES” ECONÓMICOS – UNIÃO EUROPEIA E JAPÃO. O ANO DE 2001 MARCA, NO ENTANTO, UM PERÍODO DE ABRANDAMENTO DO CRESCIMENTO, QUE SE COMEÇOU POR SENTIR DE FORMA ABRUPTA NOS EUA. PARA FAZER FACE A ESTA SITUAÇÃO AS AUTORIDADES NORTE-AMERICANAS TÊM VINDO A CONDUZIR A SUA POLÍTICA ORÇAMENTAL NUMA PERSPECTIVA DECIDIDAMENTE ANTICÍCLICA, PROCURANDO A ESTABILIZAÇÃO MACROECONÓMICA, ENQUANTO A UE TEM ORIENTADO A SUA POLÍTICA ORÇAMENTAL SEGUNDO UMA LINHA MANIFESTAMENTE PASSIVA E FREQUENTEMENTE PRÓ-CÍCLICA.”

Desde o início da década de 90 que os EUA se têm distanciado dos antigos “gigantes” económicos – União Europeia e Japão. O ano de 2001 marca, no entanto, um período de abrandamento do crescimento, que se começou por sentir de forma abrupta nos EUA. Para fazer face a esta situação as autoridades norte-americanas têm vindo a conduzir a sua política orçamental numa perspectiva decididamente anticíclica, procurando a estabilização macroeconómica, enquanto a UE tem orientado a sua política orçamental segundo uma linha manifestamente passiva e frequentemente pró-cíclica. A década de 90 do século passado foi marcada por um forte crescimento económico a nível mundial, com a euforia bolsista nos EUA e a gradual descida das taxas de juro (que se reflectiu num enorme dinamismo do sector imobiliário) a traduzirem-se num aumento do consumo privado e, por acréscimo, do sector produtivo.

O FIM DA “TRÍADE”

Tratou-se todavia de um desenvolvimento diferenciado que assistiu ao progressivo distanciamento da economia americana e ao desaparecimento da ideia de “tríade” (EUA, UE, Japão) tão generalizada entre os economistas nos anos 80. Com efeito, no período compreendido entre 1995 e 2004, a taxa média de crescimento da economia americana terá ultrapassado 3,1% ao ano, enquanto a da economia europeia ter-se-á fixado em 2,1% e a do Japão, a braços com uma estagnação que parece não ter fim, não terá ido além de 1,1%.

O desenvolvimento diferenciado acima referido é igualmente visível em relação ao desemprego. Durante esta última década assistiu-se às persistentes dificuldades da UE em matéria de desemprego, com o nível médio a manter-se na proximidade dos dois dígitos, enquanto os EUA conseguiram reduzi-la para um nível que deve estar muito próximo do que se poderia denominar de taxa natural. A economia japonesa, pelo contrário, viu aparecer um problema, com a taxa de desemprego a atingir presentemente mais de 5%.

O indicador de variação dos preços permite constatar a ausência deste problema nas três regiões consideradas, embora o aparecimento do fenómeno da deflação (-0,2% em média ao longo do período) na economia japonesa, associado à profunda estagnação desta, se possa vir a apresentar bem mais difícil de superar do que a própria inflação. A balança de transacções correntes tem-se revelado significativamente excedentária no caso da economia japonesa e em menor grau na economia europeia, enquanto se revela forte e persistentemente deficitária nos EUA. Este desequilíbrio tem vindo a ser financiado pela poderosa atracção que esta economia tem exercido sobre os capitais internacionais e pela emissão de dólares, dado o seu carácter de moeda internacional.

Se os anos 90, em particular a sua segunda metade, marcam o fim da “tríade” dominante e a polarização da economia mundial nos EUA, o ano 2000 assinala o fim de uma conjuntura excepcional da economia mundial. Em 2000, o Produto Interno Bruto (PIB) norte-americano aumentou cerca de 3,8%, enquanto os países que constituem actualmente a chamada área do euro viram o respectivo PIB elevar-se a cerca de 3,5%, atingindo nesse ano o máximo do período iniciado com a retoma de 1994, precisamente no momento em que os EUA terminavam o seu ciclo de ouro de crescimento.

O ano de 2001 marcou o início de um período de abrandamento do crescimento, que se começou por sentir de forma abrupta nos EUA. Na verdade, a bolha especulativa no mercado accionista começou a esbater-se (nesse ano os principais índices de acções caíram, em média, 10%¹ embora o mercado de acções tenha, já em 2000,

¹ Considerou-se o Dow Jones Industrial (DJI) e o Nasdaq. O DJI desceu 7%, enquanto o Nasdaq caiu 13%.

sinalizado uma inversão do ciclo económico, com os índices a descerem, em média, 8%), penalizando os agentes económicos e levando a uma retracção do consumo. Por outro lado, assistiu-se a uma forte diminuição do investimento, como reflexo do excesso de capacidade produtiva instalada, em especial no sector industrial. Nesse ano surgiram igualmente os célebres *twindeficits*, isto é, a conjugação de défices orçamentais e da balança de transacções correntes, que hoje em dia atingem proporções monstruosas e são provavelmente a maior ameaça ao crescimento sustentado da economia norte-americana – porque o seu financiamento pressupõe a manutenção de uma capacidade extrema de atracção de capitais externos aos EUA.

Neste cenário, facilmente se compreende o efeito devastador, também em termos económicos, dos atentados de 11 de Setembro nos EUA, e da instabilidade geopolítica que se seguiu. Mas deve igualmente sublinhar-se a maneira activa e decidida como a política macroeconómica americana tenta enfrentar a difícil situação económica, de forma, aliás, análoga à que orientara a mesma política perante o forte abrandamento da actividade de 1991.

A POLÍTICA ORÇAMENTAL

A avaliação da política orçamental entre as duas regiões pode fazer-se analisando a evolução e *timing* da consolidação orçamental, observando a evolução do saldo orçamental estrutural, em relação ao desenvolvimento da própria actividade económica.

Ao longo do período que compreende quase dois ciclos, podemos observar uma orientação clara da política orçamental americana no sentido da estabilização macroeconómica. A figura, representando a evolução do crescimento do produto medido em termos reais e a variação do saldo estrutural, deixa perceber uma firme tendência para a variação deste saldo no mesmo sentido do andamento da actividade económica. A política orçamental expansionista surge como resposta à redução da actividade económica de 1990 e à recessão de 91, atingindo o saldo orçamental o valor de - 4% em 1992. Seguidamente, à medida que a retoma se afirmava a nível internacional, os Estados Unidos procediam à sua consolidação orçamental, gerando excedentes em 1999 e 2000.

A recessão de 2001 provocou uma resposta idêntica à que ocorrera na recessão anterior, elevando-se o défice estrutural, segundo as previsões da OCDE, para 2,9% em 2002 e 3,6% em 2003. Num caso como noutro, a condução da política orçamental americana pautou-se por uma orientação de carácter anticíclico associado à preocupação de gerir o equilíbrio ao longo do ciclo, como recomenda uma teoria consistente e as boas práticas da política económica. Política que se revela, aliás,

inteiramente bem sucedida, no sentido em que, reduzindo fortemente o período de abrandamento económico, contribuiu para níveis elevados de crescimento ao longo do período, podendo prever-se igualmente uma retoma relativamente rápida no actual contexto, dada a firme decisão das autoridades americanas. A observação do gráfico relativo à evolução do produto e à variação do saldo orçamental estrutural do conjunto dos países da UE (euro) evidencia a ausência de uma política orçamental europeia anticíclica.

- No início da década de 90, os défices estruturais europeus eram significativamente superiores aos americanos. Este facto, conjugado com as opções implícitas no Tratado de Maastricht, privilegiando fortemente a consolidação orçamental, conduziu à ausência de resposta da política orçamental quando o enfraquecimento do ritmo da actividade económica de 92 e a recessão de 93 se fizeram sentir. Apesar disso, a retoma foi-se fazendo, embora sem grande consistência, uma e outra evidenciadas no ritmo de crescimento modesto dos anos seguintes, resultando este, certamente, mais do efeito de arrastamento da economia americana do que dos esforços europeus. O crescimento acelerou-se um pouco em 98, 99 e 2000, embora sem alcançar os níveis dos EUA, ao mesmo tempo que a consolidação orçamental prosseguia, até se registarem mesmo excedentes no conjunto da região.
- enfraquecimento do crescimento económico a partir de 2001 apanhou a Europa já não com elevados défices estruturais como ocorria no início dos anos 90 mas com défices razoavelmente controlados. Todavia, a ausência de uma política económica anticíclica firme e coerente continuou a fazer-se sentir. O ligeiríssimo agravamento dos défices confirma esta asserção, tendo como consequência o arrastar da situação de fraco crescimento económico ao longo de vários anos, provavelmente até que os efeitos de arrastamento da retoma americana se façam de novo sentir na Europa.
 - contraste entre a concepção/condução da política orçamental dos EUA e da área do euro não podia ser mais claro. De um lado, temos os americanos aplicando um keynesianismo ortodoxo, gerindo o orçamento ao longo do ciclo económico, do outro temos a Europa onde na prática se abandonou a política de estabilização orçamental, porque a comunidade não tem orçamento próprio significativo e porque um limite de 3% em período recessivo se revela um entrave que impede uma actuação consequente e firme da política orçamental. A consequência é igualmente clara: de um lado temos os EUA, cuja economia tem saído rapidamente da recessão e mantido um crescimento elevado, do outro, a Europa arrastando-se atrás das dinâmicas geradas pela retoma americana.

INFORMAÇÃO COMPLEMENTAR

O PEC e a Política Orçamental anticíclica

A política orçamental dos países que integram a área do euro está actualmente muito limitada pelos compromissos assumidos no Conselho Europeu de Amesterdão, em 1997, em que foi instituído o célebre Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Nessa altura, os Estados membros comprometeram-se com o objectivo de atingir, a médio prazo, orçamentos equilibrados e, por outro lado, com a “obrigatoriedade” de o défice orçamental não ultrapassar os 3% do Produto Interno Bruto, mesmo num cenário em que se tenham de adoptar políticas orçamentais anticíclicas.

Na prática, esta exigência do PEC tem vindo a inviabilizar a utilização da vertente orçamental como medida anticíclica, face ao abrandamento do crescimento económico que se registou nos últimos anos, pelo menos na mesma medida em que tal tem ocorrido nos EUA ou no Japão, entre outros.

Por outro lado, a área do euro tem vindo a confrontar-se com problemas resultantes de alguns países se aproximarem, ou mesmo ultrapassarem, o limite do défice. Em 2001, foi Portugal, com o défice a atingir 4,2% do PIB, em 2002, a França (3,2%) e a Alemanha (3,6%). O nosso país foi bom aluno e, com engenharia financeira ou não, corrigiu o défice excessivo (que em 2002 recuou para 2,7% do PIB). Veremos como se vão comportar alemães, franceses e... o Conselho Europeu, caso estes voltem a derrapar!

MANUEL FARTO E HENRIQUE MORAIS

A retoma da economia mundial e as políticas de estabilização (II)

A condução da política monetária levada a cabo pelo governo norte-americano e pela UE tem também assumido contornos distintos. Os EUA têm optado pela definição de uma política monetária anticíclica, ou seja em período de recessão aumentam a oferta de moeda, de forma a manter a taxa de juro baixa. A depreciação calculada do dólar no início da década de 90 serviu de suporte à economia americana, em termos de competitividade internacional. Já na Europa a taxa de juro real de curto prazo permaneceu muito elevada, assim como a política do euro forte dificultará o aumento da procura externa.

Considerando que, se em matéria de política orçamental, a análise comparativa entre os EUA e a UE revelou duas orientações opostas, importa comparar estas mesmas duas regiões a propósito das opções sobre política monetária.

A POLÍTICA MONETÁRIA

A inclinação da curva de rendimento, medida pela diferença entre as taxas de juro de longo e de curto prazo (uma inclinação positiva pode ser interpretada como apoiando o crescimento), fornece uma indicação interessante sobre o carácter da política monetária. A evolução das taxas de juro e de câmbio constitui outra referência para a avaliação da política monetária.

Nos EUA, a política monetária tem apoiado o crescimento económico. A política de moeda fácil na recessão, provocando o forte declínio da taxa de juro de curto prazo, tornou a curva de rendimento fortemente positiva em 91, política que persistiu

ainda decididamente em 92. O desvio foi-se estreitando nos anos seguintes, à medida que o crescimento económico e a consolidação orçamental se afirmavam. Mais recentemente, na tentativa de enfrentar a recessão actual, a curva elevou-se de novo fortemente em 2001 e 2002, revelando a acção sempre decidida da política monetária americana.

As taxas de juro reais de curto prazo situaram-se em níveis muito baixos nos anos de abrandamento e recessão de 91-93, contribuindo para estimular a retoma económica.

Ao mesmo tempo, o enfraquecimento do dólar no início dos anos 90 traduziu-se numa queda da taxa de câmbio real, apoiando a economia americana, tanto no ano da recessão propriamente dita de 91, como no início da retoma. A apreciação desta moeda virá mais tarde, quando a força interna da economia americana permitia compensar a perda da competitividade internacional. O actual contexto de depreciação do dólar não deixará de contribuir positivamente para a retoma mais rápida da economia americana. Na área do euro, a política monetária anticíclica, ou tem estado ausente ou tem sido tímida e inconsequente.

No período 91-93, de abrandamento e recessão da actividade económica, a curva de rendimento é negativamente inclinada, indicando uma política monetária restritiva, ou seja pró-cíclica, a qual, só a partir de 94, e em menor grau em 95, se reverteu, num momento em que a retoma já estava claramente consolidada. A fraca resposta às dificuldades por que passa actualmente a economia europeia é igualmente visível no sempre tardio e ligeiro movimento ascendente da curva em 2002.

Na Europa, a taxa de juro real de curto prazo permaneceu muito elevada, apesar de ter baixado no ano de 93, de recessão económica, quando comparada com a dos EUA (em 91), mantendo-se elevada nos anos da retoma.

Na actual fase, de características recessivas, esta taxa reduziu-se significativamente, embora mantendo-se acima da taxa homóloga americana. É claro, ao contrário do que ocorre com a economia americana, a apreciação do euro não vem senão dificultar as condições de retoma da economia europeia. Um euro forte, nas actuais circunstâncias, é a pior prenda que se pode dar à economia europeia, sobretudo, quando, como é o caso, a Europa continua à espera do crescimento da procura externa (isto é americana), como remédio para a sua saída da recessão.

O FUTURO PRÓXIMO

A previsão de recuperação económica para 2002 acabou por ser adiada para 2003 mas, ao que tudo indica, só poderá vir a concretizar-se em 2004, em grande medida

devido aos efeitos colaterais, nomeadamente em termos da confiança dos agentes económicos, de um conjunto de acontecimentos que começaram com os atentados do 11 de Setembro e culminaram com a crise do Iraque, passando pela instabilidade na Palestina e pela SARS – Severe Acute Respiratory Syndrome.

Em qualquer dos casos, uma vez mais, a liderança na recuperação vai caber aos EUA.

Na verdade, assim que pressentiram os ventos da crise, as autoridades monetárias não hesitaram em descer de forma significativa as taxas de juro oficiais¹.

Por outro lado, a Administração Bush lançou mão de um “agressivo” pacote orçamental de 75 mil milhões, que deverá colocar o défice orçamental, no ano fiscal de 2004, em 500 mil milhões de dólares (4,4% do PIB), mas que se espera venha a contribuir decisivamente para a dinamização da economia.

Deste modo, os efeitos conjugados daquelas políticas, associados a um comportamento que se prevê mais favorável para o mercado accionista, deverão induzir uma recuperação do consumo nos EUA, eventualmente já no 4º trimestre deste ano. O conseqüente aumento da procura deverá gerar um acréscimo do investimento, que se irá reflectir num maior dinamismo do mercado de trabalho (cuja quebra recente afectou substancialmente a confiança dos consumidores). Pelo exposto, não surpreende que o Fundo Monetário Internacional esteja a prever uma taxa de crescimento do PIB norte-americano de 3,6%, em 2004 (face a uma previsão de 2,2%, para 2003), que colocará novamente esta economia próxima do chamado “crescimento potencial”.

Já na área do euro a situação é bem diferente! Limitada por uma política monetária decidida a doze² e por um Pacto de Estabilidade e Crescimento que impõe restrições à adopção de políticas orçamentais mais expansionistas, o PIB da área do euro deverá registar este ano um crescimento inferior a 1% (apesar da previsão mais optimista do FMI), influenciado por um consumo privado em abrandamento face à deterioração dos níveis de confiança dos agentes económicos e, paralelamente, pela deterioração do mercado de trabalho (em meados de 2003, a taxa de desemprego na área do euro atingia 8,8%, quando nos EUA o desemprego andava pelos 6,4% e no Reino Unido era de 3,1%).

Por outro lado, persistem algumas fragilidades do lado da oferta, estando o sector industrial a braços com um excesso de capacidade produtiva instalada, face à menor capacidade de adaptação das empresas europeias aos ciclos económicos (do que, por exemplo, as empresas norte-americanas), o que se prende com

¹ Em Dezembro de 2000, o objectivo para os FedFunds era de 6,5%. Em Julho de 2003, estava em 1%!

² Nesse período (Dez. 00 a Jul. 03), as taxas de juro oficiais na Área do euro desceram de 4,75% para 2%.

as leis laborais mas também com uma certa mentalidade dos empresários³. Nos últimos tempos, a situação na indústria agravou-se, especialmente no sector exportador, devido ao forte movimento de apreciação do euro.

A não serem adoptadas estratégias de política económica mais pró-activas, nomeadamente a nível orçamental, dificilmente a área do euro conseguirá acompanhar o ritmo de recuperação que se prevê para os EUA (e para outras zonas do globo, como a Ásia e o Canadá), não sendo sequer previsível, a nosso ver, que o crescimento venha a situar-se acima dos 2%, em 2004, contrariamente ao que prevê o usualmente optimista Fundo Monetário Internacional.

CONCLUSÃO

Ao compararmos a evolução das economias e das políticas de estabilização entre os EUA e a área do euro não podemos deixar de sublinhar alguns aspectos: o primeiro relaciona-se com uma questão de atitude, estabelecendo-se um forte contraste entre uma posição pró-activa dos EUA e uma posição passiva da Europa em matéria de estabilização económica, como, de resto, noutras matérias.

O segundo resulta directamente da análise anterior e relaciona-se com uma clara escolha americana por um tradicional *mix* de política anticíclica, conjugando a política orçamental e monetária, face à ausência de tal política por parte da área do euro, que privilegia a consolidação orçamental e o combate à inflação, mesmo quando, como actualmente, tal se revela dificilmente justificado.

O terceiro refere-se ao aparente paradoxo de encontrarmos, por um lado, uma política económica americana inspirada nas velhas teorias keynesianas, subestimando completamente as mais recentes contribuições teóricas de académicos americanos como Robert Barro e a sua teoria da Equivalência Ricardiana, em matéria orçamental, ou Robert Lucas e os monetaristas, com a ideia da ineficácia da política monetária, e, por outro, uma velha Europa mais inspirada nas modernas orientações teóricas americanas, subestimando as usadas lições keynesianas.

Finalmente, a constatação, não apenas da melhor *performance* económica por parte dos EUA ao longo dos anos 90, mas também do facto, eventualmente atribuível em parte à política macroeconómica de estabilização, de uma mais pronta retoma

³ As empresas norte-americanas, no rescaldo da crise recente, souberam rapidamente redimensionar-se (nomeadamente através de cortes no pessoal, socialmente sempre dramáticos mas que, dadas as circunstâncias, serão talvez o mal menor...) e, neste momento, voltam a estar numa situação privilegiada, o que é aliás confirmado pela melhoria dos resultados no 1º e 2º trimestres de 2003. Já na Europa, face à ausência de uma estratégia tão pró-activa, a situação das empresas é, infelizmente, bem diferente.

por parte da economia americana, o que contrasta com a economia europeia, onde parece desenvolver-se uma espécie de dependência que obriga esta última a “pegar de empurrão” apoiada na procura externa americana.

INFORMAÇÃO COMPLEMENTAR

Japão – de novo o crescimento?

De entre os três grandes blocos económicos mundiais (EUA, área do euro e Japão), o Japão foi seguramente aquele em que se fizeram sentir mais rudemente os ventos agrestes da crise. Na verdade, confrontada com problemas estruturais a nível da organização do sistema produtivo e, em particular, do sector financeiro, que se arrastavam pelo menos desde meados dos anos 80, a economia nipónica foi muito abalada pelo abrandamento da conjuntura internacional que se começou a observar em 2001, entrando no final desse ano em recessão técnica (isto é, dois trimestres consecutivos de crescimento negativo do Produto Interno Bruto). Este cenário recessivo foi acompanhado pela deflação, que assola o país desde 1999.

Apesar da atitude agressiva das autoridades oficiais no intuito de combater a crise, nomeadamente através de uma política monetária ultra-expansionista que levou o banco central a ceder liquidez ao mercado a uma taxa de juro de zero por cento, e à adopção de sucessivos pacotes orçamentais também eles expansionistas, o que é facto é que estas medidas mais não foram do que simples paliativos para uma “doença” bem mais complicada, cuja cura passaria por medidas mais radicais de saneamento do sector empresarial nipónico.

No entanto, nos últimos meses, tem-se assistido a uma clara recuperação dos principais indicadores económicos. Mais uma vez, a motivação mais profunda para este regresso dos bons ventos à economia japonesa é externa, e corresponde à retoma da locomotiva norte-americana! Deste modo, verificou-se uma aceleração das exportações japonesas, a beneficiarem da maior procura nos EUA e no Sudeste Asiático, com esta região a ser igualmente favorecida pela aceleração da economia norte-americana.

O aumento das exportações induziu maiores níveis de confiança por parte dos empresários, cuja tradução prática aparece claramente evidenciada nas contas nacionais: o investimento, que registou taxas de crescimento negativas entre o terceiro trimestre de 2001 e o terceiro trimestre de 2002, foi gradualmente recuperando, tendo crescido 5,3% no segundo trimestre de 2003, num movimento cuja amplitude só encontra paralelo, no passado recente, no final do ano 2000.

MANUEL FARTO E HENRIQUE MORAIS

A reforma do pacto de estabilidade e crescimento (I)

EM 2005, A REFORMA DO PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO MOTIVAVA OS SEGUINTE COMENTÁRIOS:

“Apesar de se denominar Pacto de Estabilidade e Crescimento, este não continha, a nosso ver, nem a estrutura nem os mecanismos que lhe permitissem contribuir positivamente para limitar situações de instabilidade e fomentar o crescimento. O PEC não é, por concepção, um pacto de estabilidade. Em primeiro lugar, porque uma regra orçamental geral e fixa, mesmo se ela pode ser incumprida a título excepcional, dificilmente pode constituir um princípio seguro para um mecanismo de estabilização de uma dinâmica económica sujeita a choques diversos. Em segundo lugar, a unicidade da regra aplicável de modo igual a todos os Estados-membros parece ser igualmente indesejável quando partimos de uma realidade económica significativamente diferenciada, tanto em termos de crescimento como em termos de práticas de gestão orçamental.

O Pacto também não é um pacto de crescimento. Não só porque não contém absolutamente nenhum elemento neste sentido, como não prevê qualquer ligação com outros instrumentos já existentes ou a desenvolver com esta preocupação. Qual é então a natureza deste Pacto? Simplesmente um acordo de controlo do défice orçamental sem nenhuma relação com políticas e processos de estabilização e crescimento. De resto, o acordo entre os Estados-membros para atingir um saldo nulo ou positivo em 2004 evidencia a natureza profunda das orientações seguidas, definindo objectivos ad hoc, subestimando completamente a diversidade de situações e as prováveis flutuações de conjuntura.

Trata-se, em síntese, de um acordo de exclusiva incidência orçamental, de uma espécie de acordo político que não teve em linha de conta as leis próprias de economias dinâmicas, onde os movimentos cíclicos e flutuantes são mais a regra do que a excepção. Não admira, assim, que não tenha produzido o que não podia produzir: estabilidade e crescimento nas economias europeias”.

A reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) está na ordem do dia. A própria Comissão admite a necessidade de se proceder a alterações, embora continue a preferir, numa linguagem *soft*, chamar-lhe evolução. Antes de equacionar o problema nos seus contornos actuais, importa visitar o Pacto, procurando clarificar a sua natureza, compreender as vicissitudes da sua aplicação e avaliar os seus resultados em termos da sua contribuição para atenuar flutuações e favorecer o crescimento económico.

O NASCIMENTO

O Pacto de Estabilidade e Crescimento insere-se no contexto da 3ª fase da União Económica e Monetária, procurando, sobretudo por insistência da Alemanha, introduzir a disciplina fiscal como uma característica permanente deste espaço económico. O PEC é constituído por um pacote que consta de uma Resolução do Conselho Europeu (adoptada em Amesterdão em 17 de Junho de 1997) e dois Regulamentos aprovados em 7 de Julho de 1997: o Regulamento 1466/97, para a vigilância das situações orçamentais e da coordenação das políticas económicas, e o Regulamento 1467/97, para aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos. Na Resolução, os Estados-membros comprometem-se a obter orçamentos equilibrados ou mesmo excedentários a médio prazo, estabelecendo-se a norma de 3% como limite máximo para os défices orçamentais, excepto em circunstâncias excepcionais.

O primeiro regulamento consagra a *supervisão multilateral* das situações orçamentais, obrigando-se os Estados-membros a apresentar os respectivos planos de estabilização com objectivos orçamentais nacionais, que podem incluir políticas de estabilização, sem que o limite dos 3% seja ultrapassado, admitindo-se que, em caso de necessidade, o Conselho faça recomendações ao Estado-membro em causa. Trata-se, portanto, de um regulamento com carácter preventivo. O segundo regulamento introduz o *procedimento relativo aos défices excessivos* a ser desencadeado quando o Estado-membro ultrapassa o défice de 3%.

O Conselho endereçará uma recomendação em caso de défice excessivo, dispondo o Estado-membro de 4 meses para adoptar as medidas necessárias para a sua correcção, o que constitui o primeiro passo do procedimento relativo aos défices excessivos. As sanções poderão aparecer 10 meses após a informação que deu ori-

gem à notificação, consistindo na obrigação de o Estado-membro efectuar um depósito sem juros, que poderá atingir 0,5% do PIB. Se a situação não for corrigida no período de dois anos, o depósito é transformado em multa. Os Estados-membros podem invocar o carácter excepcional do défice perante uma grave recessão económica, associada a uma redução anual do PIB real não inferior a 2%.

A NATUREZA

Apesar de se denominar Pacto de Estabilidade e Crescimento, este não continha, a nosso ver, nem a estrutura nem os mecanismos que lhe permitissem contribuir positivamente para limitar situações de instabilidade e fomentar o crescimento. O PEC não é, por concepção, um pacto de estabilidade. Em primeiro lugar, porque uma regra orçamental geral e fixa, mesmo se ela pode ser incumprida a título excepcional, dificilmente pode constituir um princípio seguro para um mecanismo de estabilização de uma dinâmica económica sujeita a choques diversos. Em segundo lugar, a unicidade da regra aplicável de modo igual a todos os Estados-membros parece ser igualmente indesejável quando partimos de uma realidade económica significativamente diferenciada, tanto em termos de crescimento como em termos de práticas de gestão orçamental.

O Pacto também não é um pacto de crescimento. Não só porque não contém absolutamente nenhum elemento neste sentido, como não prevê qualquer ligação com outros instrumentos já existentes ou a desenvolver com esta preocupação. Qual é então a natureza deste Pacto? Simplesmente um acordo de controlo do défice orçamental sem nenhuma relação com políticas e processos de estabilização e crescimento. De resto, o acordo entre os Estados-membros para atingir um saldo nulo ou positivo em 2004 evidencia a natureza profunda das orientações seguidas, definindo objectivos *ad hoc*, subestimando completamente a diversidade de situações e as prováveis flutuações de conjuntura. Trata-se, em síntese, de um acordo de exclusiva incidência orçamental, de uma espécie de acordo político que não teve em linha de conta as leis próprias de economias dinâmicas, onde os movimentos cíclicos e flutuantes são mais a regra do que a excepção. Não admira, assim, que não tenha produzido o que não podia produzir: estabilidade e crescimento nas economias europeias.

A APLICAÇÃO

O primeiro alerta rápido feito pelo Conselho em 12 de Fevereiro de 2001 relacionou-se com a política orçamental da Irlanda, que, segundo a Comissão, teria um carácter

pró-cíclico, estimulando a procura e aumentando os riscos de sobreaquecimento e pressões inflacionistas. No entanto, como a própria Comissão admitiu, não existiam quaisquer restrições de carácter orçamental ou de ultrapassagem do rácio da dívida. Em 12 de Fevereiro de 2002, o Conselho convidou Portugal a redobrar esforços para se aproximar do objectivo zero para o saldo orçamental, não despoletando todavia o alerta rápido sugerido pela Comissão (quando já se tinha verificado de forma evidente a inversão do ciclo económico em Portugal). Em Outubro de 2002, a Comissão desencadeou o procedimento relativo aos défices excessivos contra Portugal (quando um ambiente recessivo já claramente se instalara no país). De facto, o défice de 2001, devidamente corrigido, tinha atingido 4,1%, em circunstâncias que não se podiam considerar de carácter excepcional, dada a taxa de crescimento do produto de 1,8%.

De notar, todavia, que nos encontrávamos em Outubro/Novembro de 2002, com a economia a afirmar de maneira clara o abrandamento do ano anterior, com uma queda do PIB no 2º semestre de 2002 de 0,6%, e um crescimento nesse ano de apenas 0,5%. O pior estava para vir em 2003 quando a economia portuguesa decresceu 1,2%, procurando o Estado português, através de contabilizações duvidosas e de receitas extraordinárias, atingir o défice dos 3% imposto pelo Pacto. As recomendações pró-cíclicas, em ambiente de forte abrandamento da actividade económica e mesmo recessivo, são a afirmação clara do papel desestabilizador do Pacto. Em 12 de Fevereiro de 2002, o Conselho também não seguiu a Comissão no desencadear do alerta rápido à Alemanha na sequência da tendência à derrapagem do défice alemão, que atingiu 3,8% do PIB (depois corrigido para 3,5%), com a ultrapassagem do rácio da dívida pública (61%). O Conselho desencadeou o procedimento relativo aos défices excessivos em 19 de Novembro de 2002, quando as tendências recessivas da economia alemã se tinham instalado há muito, com o crescimento a abrandar de 1% em 2001, para 0,2% em 2002, vindo a tornar-se negativo em 2003 (-0,1%).

Entretanto, as autoridades alemãs procuravam cumprir o Pacto a todo o custo... Uma vez mais o Pacto constituiu um factor claro de desestabilização. Em Novembro de 2002, a Comissão propõe o alerta rápido a França, o que foi aceite pelo Conselho, através da recomendação de 21 de Janeiro de 2003. Mais uma vez se contribuiu para a normal evolução do ciclo, intensificando-se o movimento descendente que a economia francesa vinha revelando.

No final de 2003, o Conselho de Ministros, representando os Estados-membros, suspendeu as medidas de aplicação do Pacto, gerando uma importante contradição entre a Comissão e o Conselho. A Comissão apelou à intervenção do Tribunal Europeu, que se pronunciou a seu favor, sem todavia impor ao Conselho a obrigação de punir os países incumpridores. O Tribunal, embora pragmático, juntava-se assim à Comissão

e ao Conselho num comportamento desprestigiante para as instituições. É interessante notar que, para a Comissão, e mesmo para o Conselho, o perigo do sobreaquecimento e inflação esteve sempre mais presente que o problema da recessão e do desemprego, revelando-se numa atitude assimétrica em relação a estas duas situações.

A gestão pretensamente pró-cíclica do aumento da despesa, mesmo no caso em que a situação orçamental e de dívida o permitia, foi considerada inaceitável e justificou o alerta rápido à Irlanda. Todavia, tal não ocorreu na situação simétrica, acentuando-se as recomendações no sentido pró-cíclico, de redução da despesa e do défice, à medida que o crescimento abrandava e que o funcionamento dos estabilizadores automáticos tornava cada vez mais difícil a gestão macroeconómica dos diversos países. A desorientação da política macroeconómica na zona do euro tornou-se evidente e os seus efeitos destabilizadores manifestos. Mas, sublinhe-se uma vez mais, o problema não se resume à aplicação do Pacto, antes pelo contrário, as dificuldades e contradições da sua aplicação resultam de uma errada concepção da política económica e do próprio Pacto.

O FRACASSO

O PEC deve ser avaliado, não apenas pelas dificuldades da sua aplicação, mas sobretudo pelos seus efeitos e, nesse sentido, não encontramos melhor expressão para o caracterizar do que um “rotundo fracasso!”. O fracasso do Pacto mede-se, em primeiro lugar, pelo incumprimento dos diversos países relativamente ao tecto dos 3%, que acabou por ser ultrapassado em várias ocasiões e por diversos países, e pela impossibilidade de atingir a meta, ainda hoje não alterada, da convergência para um orçamento próximo do equilíbrio em 2004, conforme previsto, designadamente, nas Orientações Gerais da Política Económica da Primavera de 2002.

O fracasso mede-se também pela descredibilização das instituições, que apareceram divididas, e da política económica em geral. Como se referiu anteriormente, o próprio tribunal não ficou incólume. Mede-se ainda pelas evidentes efeitos desestabilizadores que provocou, e que anteriormente fizemos questão de sublinhar, designadamente quando se pressionou os Estados-membros em recessão a uma política pró-cíclica, com consequências sobre o crescimento e o emprego, revelando o seu carácter “*stupid*”, nas palavras do próprio presidente Romano Prodi.

Os factos falam por si: a economia europeia tem-se arrastado desde 2001 numa retoma permanentemente adiada, o que, por si só, é revelador da ausência de uma contribuição do referido Pacto para a desejável dinâmica de crescimento na Europa do euro. A discussão aberta sobre a sua revisão, a incapacidade de alguns Estados europeus

de o respeitar e ainda a incapacidade de aplicar as sanções previstas são, afinal, a confissão clara da fálência do Pacto. Se não produziu quaisquer resultados estabilizadores, nem poderia, a nosso ver, produzi-los, o Pacto também falhou no suporte ao crescimento, constatando-se facilmente pelas taxas de crescimento do produto que tenderam a decrescer desde que o Pacto foi implementado. Ele produziu o máximo que uma regra simples e cega de contenção orçamental pode produzir: instabilidade e desconfiança nas instituições e na política económica.

A reforma do pacto de estabilidade e crescimento (II)

Revisitado o PEC, trata-se agora de examinar a proposta de reforma apresentada pela Comissão, apresentando uma sugestão para a orientação para a política orçamental e para o pacto de estabilidade e crescimento.

A REFORMA/EVOLUÇÃO

Em 3 de Setembro, JoaquínAlmunia, membro da Comissão Europeia responsável pelos assuntos económicos e monetários, apresentou formalmente a comunicação da Comissão denominada “Reforçando a *“governance”* económica e clarificando o Pacto de Estabilidade e Crescimento”, com a qual pretendeu “marcar os limites” de um debate que deseja aberto e transparente. O documento assenta em duas ideias essenciais: maior coordenação económica e das reformas estruturais, desenvolvendo esforços para implementar a Agenda de Lisboa e, por outro lado, desenvolver a coordenação orçamental. Esta parece constituir o centro das preocupações. A proposta da Comissão assenta em quatro objetivos:

- Aumentar a ênfase na estabilidade das finanças públicas;
- Ter mais atenção aos desenvolvimentos económicos;
- Fortalecer a aplicação do PEC;
- Melhorar a interligação dos instrumentos de coordenação da União Europeia.

Com este propósito, a Comissão sugere que o debate se limite a quatro questões:

- A necessidade de acentuar a ênfase na dívida e na sustentabilidade;

- Tomar melhor em linha de conta as situações diferenciadas, embora subordinadas sempre à regra dos 3% do PIB;
- A necessidade de assegurar acções mais precoces para corrigir inadequados desenvolvimentos orçamentais durante os períodos favoráveis do ciclo económico;
- No caso de infracção, é necessário ter em conta as circunstâncias económicas e os seus desenvolvimentos.

Esta tímida tentativa da Comissão em salvar o Pacto contou, desde logo, com a oposição dos “falcões” do PEC, com o banco central alemão à cabeça. Este, apenas quatro dias após a apresentação da proposta da Comissão, veio a público afirmar que as alterações recomendadas iriam enfraquecer o Pacto, relembrando que o objectivo do PEC é “conseguir e assegurar finanças públicas sólidas”. Na verdade, dificilmente poderiam ser mais explícitos... Segundo a Comissão, desta evolução pode esperar-se um reforço da racionalidade económica do PEC e da sua aplicação. Tal não é a nossa opinião.

A FLEXIBILIZAÇÃO

O caminho apontado pela Comissão, que muitos interpretam como aumento da flexibilização, não nos parece ser o melhor. A reputação do Pacto está definitivamente abalada, porque não assegurou, antes dificultou, a estabilidade e crescimento da área do euro. O PEC fracassou, tal como a Agenda de Lisboa está em vias de fracassar e tal como a nova proposta evolutiva do Pacto provavelmente não irá resistir à próxima recessão na economia da área do euro. Se a “ênfase na dívida” nos parece apropriada e a “acção mais precoce” por parte da Comissão se revela útil, as restantes orientações relacionadas com a tomada em conta das “situações diferenciadas” e das “circunstâncias económicas na implementação” não deixarão de produzir resultados contraditórios geradores de instabilidade, a menos que venham a ser integradas numa metodologia geral. A pior solução seria a flexibilização “à la carte” no período que se avizinha, em que a retoma se anuncia, permitindo uma política orçamental mais folgada, quando se desenvolvem condições económicas que justificariam e possibilitariam um maior esforço em termos da consolidação das finanças públicas. Uma tal opção criaria condições para a persistência e perpetuação de políticas orçamentais pró-cíclicas, e portanto erradas.

Nesta sua nova imagem, o PEC continua a não se apresentar à luz de fundamento teóricos e políticos claros, introduz a ambiguidade no tratamento das situações especiais, não combate a ausência de esforço de consolidação orçamental nas épocas de crescimento elevado, não é audaz no que diz respeito à consideração explícita das situações económicas diferenciadas e não salvaguarda o espaço para uma política

fiscal anticíclica. Isto significa que é necessário romper claramente com os processos seguidos anteriormente, desenhando um novo pacote, na base de uma nova metodologia para a consolidação orçamental que não subestime a importância dos ciclos económicos e o necessário funcionamento dos mecanismos de ajustamento automáticos anticíclicos e da política discricionária.

O DÉFICE SUSTENTÁVEL

A primeira questão que deve ser explicitamente considerada relaciona-se com o nível do défice sustentável. Dada a diversidade de situações em matéria económica e de finanças públicas na área do euro, o critério do défice estrutural nulo parece demasiado restritivo. Assumindo a nova orientação da Comissão nesta matéria, de privilegiar o critério da dívida, e mantendo o significado prático da sustentabilidade dado pelo tratado de Maastricht (60% do PIB), o défice que lhe corresponderia para a área do euro aproximar-se-ia dos 2,4% do PIB. A sustentabilidade estaria assegurada desde que o crescimento nominal da economia não se situasse a um nível inferior a 4% (decorre de $d=by$, onde d é o défice em % do PIB, b é o rácio da dívida igualmente em % do PIB e y a taxa de crescimento nominal da economia), em princípio atingido normalmente pelo crescimento real tendencial de 2% e uma inflação que se deve aproximar, como sustenta o BCE, igualmente dos 2%.

Este valor poderia ainda elevar-se um pouco por via de melhores políticas incentivadoras do crescimento e com uma taxa de inflação ligeiramente superior, para melhor permitir os ajustamentos microeconómicos e intersectoriais. Deste ponto de vista, dado que a taxa anual de crescimento do produto que assegura a estabilidade do desemprego a níveis, digamos, socialmente suportáveis ou próximos da taxa natural deve rondar os 2,5%, deveríamos associar a restrição orçamental sustentável no tempo a este valor. Admitindo os desejáveis 2,5% para a inflação, teríamos um valor para o défice sustentável a aproximar-se dos 3% para o mesmo critério da dívida pública. É claro que nada impediria que um novo objectivo para a dívida viesse a justificar-se (por exemplo, os 40% do Reino Unido) ou que se definissem etapas sucessivas de convergência para esta variável, embora tal comportasse uma quebra do valor do défice de referência. Dadas as circunstâncias muito diferenciadas dos países que integram a área do euro, uma vez estabelecido o princípio geral, cada país poderia fixar o seu próprio défice sustentável em função das suas próprias variáveis. Para os países em que o rácio da dívida ultrapasse os 60%, deveria admitir-se um limite mais restrito, que permitisse fazer tender aquele rácio para o objectivo definido, ainda que lentamente.

A ESTABILIZAÇÃO

Trata-se aqui de estabelecer as condições que permitam o funcionamento dos multiplicadores automáticos e a criação de um espaço para a política discricionária, seguindo o princípio de uma gestão do equilíbrio orçamental ao longo do ciclo. Isto significa levar a economia a produzir excedentes na fase alta do ciclo, o que permitiria acomodar défices significativos, que pudessem ultrapassar os 3% do PIB, mesmo numa recessão não excepcional.

Da análise anterior resulta que, quando a economia cresce ao nível da sua tendência de longo prazo, o défice não pode ultrapassar o que foi definido como défice sustentável. Cada economia deveria antecipadamente estabelecer uma regra para a evolução do défice, por cada ponto percentual de crescimento acima daquele valor de referência. A amplitude da variação do défice efectivo em torno do défice sustentável seria determinada *ex-ante* por cada país, não apenas para que os mecanismos de ajustamento automático pudessem funcionar livremente, mas igualmente para que pudessem, se assim o entendessem, acomodar uma política orçamental discricionária.

É preciso notar que a consolidação orçamental é muito mais fácil de levar a cabo nas fases ascendentes, não só porque os mecanismos automáticos tendem nesse sentido, mas também porque um maior esforço na qualificação da despesa pública, limitando as despesas menos eficientes e dispensáveis, é melhor compreendido pela população e os seus eventuais efeitos, designadamente sobre o emprego, poderão ser absorvidos pela maior dinâmica do sector privado. As exigências em matéria de consolidação orçamental devem ser portanto claramente assimétricas, afirmando-se um maior esforço nas fases ascendentes do ciclo, contribuindo ainda para a estabilização da economia. Neste sentido, a regra fundamental a estabelecer seria na fase ascendente do ciclo uma elasticidade mínima em relação ao rendimento real de, por exemplo, 0,6 por unidade para o conjunto de países cuja dívida se situasse abaixo dos 60% do PIB e 0,7 por unidade de rendimento real para os países situado acima daquele nível.

UM (NOVO?) PEC

Um pacto de estabilidade e crescimento deve reconhecer a necessidade de observar uma orientação geral para a política orçamental e indicar uma metodologia a ser observada e respeitada por todos. Esta deve contribuir para a estabilidade económica, permitindo o funcionamento pleno dos estabilizadores automáticos e deixando ainda lugar para uma política discricionária em caso de necessidade. Para tal,

indica uma linha de rumo, deixando para os países a definição, nos seus programas de estabilidade, das suas metas no quadro da metodologia acordada e tendo em conta a realidade concreta de cada um.

Cada país determinará nos seus programas o nível de défice sustentável em função da sua realidade (mas tendo em conta a metodologia indicada acima) e definirá o saldo orçamental efectivo para o ano ou período seguinte, sem prejuízo da observância da regra assimétrica de máximo esforço no período ascendente do ciclo. A Comissão velará para que o programa de cada país seja desenhado segundo a metodologia proposta, procurará uniformizar os critérios contabilistas de modo a impedir a contabilidade criativa por parte dos Estados-membros e observará o cumprimento das metas propostas nos seus próprios programas. A contabilidade criativa, tanto em relação ao orçamento como à dívida, não pode ter o aval da Comissão, devendo dar lugar, tal como o incumprimento persistente das metas propostas, a sanções igualmente acordadas previamente, em moldes que podem aliás ser semelhantes aos acordados no PEC em vigor.

UM EXEMPLO: PORTUGAL

Com ou sem um novo Pacto, a política orçamental portuguesa deve, do nosso ponto de vista, seguir os princípios que acabámos de enunciar. Tomando a taxa média de crescimento dos últimos 15 anos, podemos calcular uma taxa de crescimento de referência que não andará longe de 2,3%, em termos reais, o que, admitindo uma taxa de inflação de 2% (referência do BCE e a primeira previsão das GOP para o próximo ano), nos levaria a estimar para o próximo ano um défice sustentável de cerca de 2,6% do PIB. A figura apresenta as rectas do crescimento tendencial e o défice sustentável, bem como a evolução da taxa de crescimento da economia e o saldo orçamental efectivo. É visível o esforço de Portugal, durante quase toda a década de 90 e nos anos mais recentes, para reduzir o défice orçamental, com excepção da recaída de 2001, mas são igualmente claros os custos para o produto que o prosseguimento desta política em ambiente recessivo tem gerado.

Com efeito, se uma tal política era de todo justificada na fase de elevado crescimento anterior a 2001, ela tornou-se inaceitável posteriormente. Seria todavia, muito mais condenável que, chegados onde estamos e com os custos conhecidos, fosse desperdiçada a oportunidade de, a afirmar-se proximamente a retoma económica, manter o rumo do controle orçamental. Para o próximo ano, dado que a taxa de crescimento real esperada para a economia portuguesa é de 2,4%, seria desejável que o défice se situasse abaixo dos 2,6%. Todavia, dado que a inflação esperada em Portugal é de 2,2%, ligeiramente superior portanto ao objectivo do BCE,

não seria desadequado um valor para o défice em torno de 2,8% do PIB. E, considerando a fase de início de retoma que se sucede a uma situação económica muito difícil e o pântano que constitui hoje a política macroeconómica europeia, consideraríamos aceitável o valor previsto pela OCDE de 3,2%.

Como referimos, por cada acréscimo do ritmo de crescimento do produto real acima do nível de referência, 2,3% no caso português, deve o saldo orçamental melhorar num nível não inferior a 0,6 de modo a criar uma almofada a ser utilizada quando a situação económica o exigir. Será, portanto, nesta fase ascendente do ciclo que parece avizinhar-se, talvez já em 2006, que o esforço fundamental em termos de consolidação orçamental deverá ser feito, exista ou não um novo Pacto para a área do euro. Uma tal estratégia permitiria afirmar os princípios claros de uma política orçamental de estabilização e crescimento efectivamente sustentável.

Finalmente, não queríamos deixar de sublinhar, no caso português, a importância do equilíbrio orçamental estrutural. Para a implementação de uma maior justiça social, do alargamento da base tributária e da requalificação da despesa pública, que torne mais eficaz a afectação dos recursos nacionais.

CONCLUSÃO

O que deve estar em causa na discussão do PEC é a concepção e implementação de um conjunto de princípios orientadores da política orçamental que contribuam para alcançar os grandes objectivos de crescimento e estabilização das economias europeias. O PEC não pode portanto ser uma mera fixação de regras rígidas, que não têm em conta situações conjunturais difíceis de prever e evoluções económicas diferenciadas entre os países que integram a área do euro.

A implementação de uma política orçamental sustentável implica a integração de princípios comuns – talvez melhor, de uma metodologia comum –, com regras nacionais específicas. Através daquela coordenam-se *ex-ante* as políticas de estabilização dos diversos Estados; através das segundas implementam-se na prática as medidas que permitem cumprir os grandes objectivos comunitários.

Nota: As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos autores, não reflectindo necessariamente as das entidades em que colaboram, ou colaboraram.

MANUEL FARTO

O euro e a política monetária (I)

E EM 2006, NUM ARTIGO INTITULADO “O EURO E A POLÍTICA MONETÁRIA” OS TORTUOSOS CAMINHOS DO EURO DE 2001 ERAM RETOMADOS, REFORÇANDO A IDEIA DE QUE O VERDADEIRO TESTE À MOEDA ÚNICA SERIA FEITO QUANDO OS VENTOS DA ESTAGNAÇÃO OU DA RECESSÃO ECONÓMICA AFECTASSEM A EUROPA.

Nas páginas do *Janus 2001*, num artigo denominado “A política monetária e os tortuosos caminhos do euro” afirmava-se o seguinte: “Sendo ainda demasiado cedo para se proceder a balanços profundos sobre o euro, é todavia importante referir que o verdadeiro 'teste' à moeda única deverá ocorrer quando a fase do ciclo 'empurrar' a Europa para períodos de estagnação ou recessão económica. Nessa altura, será possível que alguns países da área do euro, sobretudo os mais fracos economicamente, se sintam tentados a combater o desemprego recorrendo à descida das taxas de juro, decisão para a qual já não dispõem de autonomia”.

O EURO, O CRESCIMENTO ECONÓMICO E A CONSTRUÇÃO EUROPEIA

Recorde-se que naquela altura o euro era ainda um “jovem” com pouco mais de dois anos, período em que se tinha depreciado significativamente em relação ao dólar, passando dos 1,17 com que surgiu fisicamente em Janeiro de 1999, para próximo de 0,9 em finais de 2001. Este movimento reflectia, entre outros factores, a incapacidade de os mercados entenderem a lógica e coerência dos dois pilares da política monetária do Banco Central Europeu (isto é, a análise do crescimento monetário face

a um valor de referência e a evolução dos preços e riscos para a respectiva estabilidade), alguma contradição em torno dos discursos de responsáveis do BCE e de alguns ministros das Finanças dos países da área do euro e, além disso, o próprio dinamismo do dólar, a acompanhar movimentos de capitais manifestamente favoráveis à divisa dos EUA. Os mais cépticos em relação à moeda única socorriam-se, entre outros, dos trabalhos de Robert Mundell para defenderem que o sucesso do euro seria limitado pela inexistência de flexibilidade completa no mercado de trabalho (designadamente por questões linguísticas) e, sobretudo, pela não concretização da harmonização fiscal.

Alguns anos mais tarde, isto é, no final de 2004, encontramos um euro aparentemente revitalizado, cotando-se acima de 1,36 face ao dólar. Curiosamente, às preocupações de credibilidade que acompanharam a vertiginosa depreciação do euro até 2000/2001, sucediam-se outros temores, provavelmente mais térreos e importantes: a força do euro começava a inquietar os políticos, que tinham assistido a uma estagnação virtual da economia da área do euro em 2002/2003 (anos em que o Produto Interno Bruto aumentou, respectivamente, 0,9% e 0,7%)¹ e que temiam agora um corte abrupto no processo de retoma do crescimento europeu que se parecia desenhar em 2004, perante a perda de competitividade externa que a apreciação do euro induzia.

Acontece que a (elevada) cotação do euro não era tanto a expressão de uma economia em rota de crescimento dinâmico mas antes o resultado de factores externos, designadamente uma maior ênfase conjuntural do mercado nos desequilíbrios estruturais da economia dos EUA (os chamados défices gémeos, isto é, défices a nível da balança corrente e do orçamento) e talvez mesmo um secreto interesse da Administração norte-americana em manter um dólar mais “fraco”, como forma de impulsionar a competitividade externa (e interna) das empresas norte-americanas, impulsionando assim mais fortemente o crescimento económico.

Por tudo isto, o EUA continuaram, em 2004, a crescer mais do que a área do euro (4,2% face a 1,8%) e o desemprego manteve-se bastante mais elevado na área do euro do que no outro lado do Atlântico (8,9% versus 5,5%).

Neste enquadramento, já ninguém se espantou com o resultado dos referendos de Maio/Junho de 2005 ao Tratado Constitucional da União Europeia em França e na Holanda: o “não” dos europeus não era apenas um “cartão amarelo” aos líderes dos respectivos países e à forma como estes tinham gerido as suas economias (como alguns analistas mais iluminados pretenderam insinuar) mas também reflectia essa circunstância.

¹ Nos EUA, o PIB aumentou nesses anos 1,6% e 2,7%, agravando o diferencial de crescimento favorável à economia norte-americana que se vinha acumulando desde a década de 90.

Mais espantoso para alguns foi que em meados de Junho um ministro de Berlusconi tenha vindo a público defender a realização de um referendo sobre o abandono do euro e o regresso da lira italiana, ou mesmo que a União Europeia tenha sido incapaz de chegar a consenso a propósito do seu próprio orçamento.

Afinal, não tinha sido necessário esperar por um período de recessão económica para que responsáveis oficiais, ainda para mais de um país com a dimensão da Itália, viessem sugerir uma tão grandiosa “heresia”...

Na verdade, bastaram dois anos de alguma estagnação do crescimento.

Apesar do aparente sucesso com a introdução do euro, a questão da sua sustentabilidade permanece em aberto e não apenas pela existência de experiências de uniões monetárias mal sucedidas no passado como, por exemplo, o abandono do *sterling* por parte da Irlanda.

A POLÍTICA MONETÁRIA E A ACÇÃO ANTICÍCLICA

O objectivo central da política monetária do Banco Central Europeu é manter a estabilidade monetária, isto é, manter a estabilidade dos preços internos e da taxa de câmbio do euro num impreciso médio prazo.

A estabilidade interna dos preços é entendida como a manutenção da inflação a taxas inferiores, mas próximas, de 2%. Esta redefinição recente assume explicitamente uma margem de segurança para evitar o risco de uma situação deflacionista.

Por outro lado, em termos práticos, a política monetária baseia-se nos chamados dois pilares. Assumindo o princípio de que a moeda está estreitamente relacionada com (ou provoca) a inflação no longo prazo, o primeiro pilar considera os agregados monetários, designadamente a taxa de crescimento do agregado monetário M3 no longo prazo, o qual não deveria distanciar-se de 4,5% (2% de inflação, mais 2,5% do crescimento real do produto), enquanto o segundo pilar considera um conjunto significativo de indicadores monetários e financeiros.

Não querendo entrar, no presente contexto, na questão da pertinência relativa dos dois pilares, detenhamo-nos sobre a ausência de uma política monetária decididamente anticíclica.

É preciso reconhecer que, se em geral encontramos uma clara evidência da existência de uma forte correlação entre o crescimento monetário e a inflação quando consideramos um período longo, – o que é geralmente entendido como confirmando o carácter monetário da inflação, – ela é muito fraca quando se consideram períodos de tempo relativamente curtos.

A ser assim, compreender-se-ia a existência de uma espécie de neutralidade da moeda no longo prazo, dificilmente conciliável, de resto, com a crença dos economistas de que uma baixa taxa de inflação é sempre favorável ao crescimento económico,

ao mesmo tempo que se confirmaria a existência de uma espécie de *trade-off* no curto prazo entre inflação e produto.

Neste contexto, é pouco aceitável a ausência na área do euro de uma política monetária decidida na fase recessiva do ciclo económico como a levada a cabo por outros países, designadamente os Estados Unidos da América, em que as taxas de juro directoras atingiram 1% em Junho de 2003 (e aí se mantiveram durante 12 meses). Em que medida a ausência de uma tal política terá contribuído para a ausência de verdadeira retoma da economia europeia é coisa que nunca se saberá mas julgamos que alguma responsabilidade lhe caberá.

O EURO E A CONVERGÊNCIA NOMINAL

Um segundo aspecto, que vem interpelando crescentemente os economistas, relaciona-se com a fraca correlação entre o crescimento monetário e a inflação em países onde as taxas de inflação são reduzidas, significando muito provavelmente que os factores especificamente nacionais ganham uma influência significativa para níveis de inflação reduzidos. Esta questão está intimamente relacionada com o problema da convergência nominal na União Europeia.

Nos anos 80 e 90 os países europeus, na sua caminhada para a moeda única, observaram em geral uma significativa convergência real e uma forte convergência nominal, convergindo as taxas de inflação entre si numa tendência para níveis cada vez mais baixos. A partir de meados dos anos 90 a convergência nas taxas de inflação parou, surgindo dúvidas quanto ao bom fundamento da política monetária em relação a um certo número de países.

A persistência de níveis de inflação diferenciados entre os países membros da área do euro é consequência de múltiplos fenómenos que vão das diferenças nacionais em relação aos ciclos económicos, até à diferenciação das estruturas de mercado, de concorrência e custos, passando pelo grau de abertura, entre outros.

Esta ausência de convergência nominal entre países da área do euro põe em causa a natureza geral do processo inflacionista como fenómeno exclusivamente monetário, ao mesmo tempo que exprime a impotência da política monetária para eliminar esses desvios que, a manterem-se, criam crescentes dificuldades em matéria de competitividade e emprego nos países com mais elevadas taxas de inflação.

A persistência de problemas com consequências em matéria de competitividade, emprego e mesmo de poder de compra e bem-estar não deixará, mais tarde ou mais cedo, de interpelar igualmente a política monetária da zona euro.

A ESPECULAÇÃO NO MERCADO CAMBIAL

As variações cambiais resultam de um conjunto vasto de factores, muito para além das questões de âmbito macroeconómico que foram referidas ao longo do texto, e que são inegavelmente importantes para perceber a evolução de uma determinada moeda.

Entre esses factores, é de assinalar os movimentos especulativos que, na maior parte dos casos, têm uma explicação próxima na existência de expectativas distintas nos vários operadores de mercado sobre a previsível evolução cambial. Por exemplo, se o mercado antecipar o início próximo do ciclo de subida das taxas de juro oficiais na área do euro e, em simultâneo, se prever uma “paragem” no ciclo de subida já empreendido nos EUA, será normal que o euro se venha a apreciar face ao dólar, reflectindo entradas massivas de capitais na Europa, num contexto em que o diferencial positivo de taxas de juro favorável aos EUA tenderá a diminuir.

Um caso particular, e muito importante, destas estratégias é internacionalmente conhecido pela designação de *carrytrades*. Trata-se de um fenómeno que ocorre frequentemente, sobretudo em fases do ciclo económico caracterizadas por constantes alterações de política monetária nos principais mercados, e que consiste basicamente no recurso ao financiamento em mercados onde as taxas de juro são mais baixas, para aplicar nos mercados em que as taxas de juro são mais elevadas. Consequentemente, irá assistir-se a uma forte pressão para a moeda do país em que as taxas de juro são mais baixas se deprecie e, ao invés, deverá ocorrer uma que vai motivar estes fluxos de capitais especulativos.

Moedas como o franco suíço ou o iene, tradicionalmente correspondentes a mercados em que as taxas de juro são baixas ou, no campo oposto, a libra esterlina e os dólares neozelandês e australiano, são frequentemente sensíveis a estes movimentos.

MANUEL FARTO

O euro e a política monetária (II)

No texto anterior analisaram-se os tortuosos caminhos do euro e da política monetária na área do euro, tendo-se tentado descrever de que forma as decisões monetárias têm sido altamente condicionadoras do processo de convergência na União Europeia. Nas próximas linhas irá analisar-se mais detalhadamente a questão da inflação e do objectivo para a inflação na área do euro, tentando relevar até que ponto a sua (má) definição tem posto em causa o processo de crescimento económico na Europa do euro. Terminaremos com algumas “sugestões” quanto aos caminhos que devem ser trilhados para consolidar o euro, enquanto moeda, e a União Europeia, enquanto espaço de crescimento económico sustentado e de solidariedades multiculturais.

A TAXA ÓPTIMA DE INFLAÇÃO

Um segundo problema relaciona-se com o *target* antes referido de 2% para a taxa de inflação. É frequente pensar-se que este objectivo para a taxa de inflação deveria corresponder a uma noção próxima de taxa óptima de inflação. Todavia o debate sobre a questão de saber se aquela taxa deve ser zero ou pode ser um número positivo baixo, levada a cabo por autores como Milton Friedman, Edmund Phelps, Robert Lucas e muitos outros, não parece conduzir a resultados claros. Com efeito, ou nos mantemos num quadro de referência walrasiano, em que o equilíbrio se realiza para qualquer valor do nível absoluto dos preços, apresentando-se este exclusivamente como uma variável dimensão para os preços sem que para ele se possa definir qualquer valor de referência, menos ainda óptimo,

ou entramos na discricionariedade, introduzindo hipóteses *ad-hoc* que conduzem à discussão, mais ou menos interminável, referida anteriormente.

Existe todavia uma taxa óptima de inflação, mas ela só pode ser definida verdadeiramente no quadro de uma economia monetária, isto é, em que os preços são em geral viscosos à baixa e, por consequência, onde o próprio nível absoluto dos preços assume um papel como variável de ajustamento. Neste caso, a taxa óptima de inflação é a taxa mínima de inflação que permite o pleno emprego dos recursos produtivos de maneira eficiente, correspondendo à variação do nível absoluto dos preços que acomoda a alteração dos preços e salários relativos decorrente das alterações dinâmicas da produtividade. Estas alterações de preços irão, por sua vez, suscitar a transferência de recursos entre sectores e empresas, entre outros, minimizando os ajustamentos quantitativos criadores de desequilíbrio e de desemprego.

Corresponderá a taxa de 2% a este nível? É claro que não. A situação monetária vivida na Europa poderia hoje caracterizar-se pela ideia de deflação implícita, uma vez que o nível de inflação é inferior ao que permite os ajustamentos necessários numa economia dinâmica, que se operam através da variação do nível absoluto dos preços.

Mesmo zonas monetárias óptimas como os Estados Unidos da América assumem, ainda que subjacente à política económica, a consideração de uma taxa de inflação óptima superior a 2%. Igualmente, alguns autores, como Pierre Fortin, definiram para o Canadá um intervalo entre 2 e 4%. Manifestamente, uma economia como a europeia, a viver um complexo processo de transição com assimetrias muito superiores e não constituindo, de toda a evidência, uma zona monetária óptima, deveria evidenciar uma inflação claramente superior.

Assim, dado que uma economia monetária se caracteriza pela viscosidade dos preços, na ausência de mecanismos de ajustamento suficientes do lado dos preços absolutos que acomodem os diferenciais da evolução das produtividades intersectoriais, os ajustamentos tenderão a efectivar-se pelas quantidades, que é como quem diz, pelo desemprego.

A DEFLAÇÃO IMPLÍCITA E A ESTAGNAÇÃO ECONÓMICA

Sem que se possa sustentar que a fraqueza do crescimento europeu é consequência de uma política monetária pouco sustentada, é necessário assumir que o euro está associado a um dos períodos de menor crescimento económico das últimas décadas na Europa, ao mesmo tempo que os países da área do euro crescem igualmente menos que os outros países da União Europeia. Sustentamos, em consequência, que não sendo a única, aquela é uma das causas das dificuldades por que passa a Europa.

Sustentaremos ainda que a Europa necessita de um outro objectivo de médio prazo para a política monetária, associado a políticas de pendor mais expansionistas sem as quais se arrisca a perder a primeira década deste século no que respeita ao crescimento económico.

A AUSÊNCIA DE UMA POLÍTICA ANTICÍCLICA CONCERTADA

Já nos referimos a esta questão em vários textos. A duvidosa política monetária que tem sido seguida pela área do euro tem consequências mais gravosas se tivermos em conta igualmente a existência de políticas orçamentais nalguns casos pró-cíclicas, e a ausência completa de coordenação entre elas.

Com efeito, se às insuficiências da política monetária desenvolvida pelo Banco Central Europeu acrescentarmos a ausência de uma política orçamental decididamente anticíclica dependente da Comissão de Economia e Finanças, vulgarmente conhecida por ECOFIN, bem como a inexistência de coordenação entre ambas, temos as condições necessárias para a criação de um quadro completo de impotência da política económica, que pode impedir qualquer actuação capaz de atacar um movimento de estagnação da economia europeia que ameaça instalar-se.

No seu conjunto, estas orientações que impediram uma política anticíclica atempada têm vindo a contribuir seriamente para que uma recessão se transforme em estagnação persistente, de consequências imprevisíveis para a economia europeia, para o euro e para a própria Europa. Se criou o euro, designadamente para se redimensionar, não pode a Europa permanecer eternamente numa atitude passiva, esperando indefinidamente os efeitos motores induzidos pelo elevado crescimento dos Estados Unidos da América do Norte, que manifestamente parecem tardar cada vez mais a manifestar-se. Até quando vai a economia europeia esperar pelos efeitos de arrastamento que parecem não se produzir?

Naturalmente, a estagnação parece estar a induzir um aumento do desemprego estrutural que tenderá a acentuar-se por efeito da perda de competitividade que um euro forte vai gerando para os produtores europeus e, em particular, para os países que ao mesmo tempo mantêm uma taxa de inflação superior à da média da união.

O QUE HÁ AFINAL A FAZER PELO EURO?

A manutenção de uma moeda europeia comum a um grupo cada vez mais alargado e diferenciado de países e que pretende assumir-se como uma referência nos mercados internacionais, a par do dólar e, num futuro não muito distante, eventualmente

do *renminbi* chinês, exige em nossa opinião que sejam acautelados alguns aspectos, que passaremos de seguida a enunciar.

Em primeiro lugar, mas não necessariamente mais importante, haverá que acautelar devidamente o próprio alargamento da União. Não se trata de impor que as fronteiras Leste e Sul da Europa se situem algures na Turquia e em Chipre, mas antes de inibir que um país que não cumpra criteriosamente as condições económicas, sociais e políticas tidas por necessárias para fazer parte da União a ela possa aderir. De outra forma, qual a lógica intrínseca à imposição de critérios de adesão para grande parte dos actuais membros da UE? Países economicamente mais frágeis, socialmente mais fragmentados ou politicamente instáveis não fortalecem o euro nem a União Europeia, antes os condicionam.

Em segundo lugar, torna-se necessário um esforço de harmonização do discurso político, por forma a erradicar os episódios desagradáveis como o protagonizado pelo ministro da Solidariedade Italiano e os seus desejos referendários, ou as contradições no seio do ECOFIN ou mesmo entre altos responsáveis do BCE e de alguns bancos centrais nacionais. Os mercados reagem a estas contradições penalizando a moeda dos países/zonas em que elas surgem e, pelo contrário, beneficiam as moedas dos países em que o discurso oficial é uno e não os surpreende¹.

Mas o dinamismo do euro e, em certo sentido, a sua própria sobrevivência enquanto moeda comum a um vasto conjunto de países depende ainda mais decisivamente de um outro factor. A União Europeia não é uma nação, muito menos um país. A sua construção tem sido alicerçada muito mais na harmonização das condições económicas e sociais, tarefa que aliás está ainda longe de se encontrar terminada, do que propriamente numa harmonização política que, como muito bem dizia um antigo presidente da República de Portugal, irá desembocar num Estado Federal. Ora, enquanto assim for, isto é, enquanto não estiverem concluídos os alicerces necessários à criação de uma Nação Europeia², os avanços em matéria de unificação económica e financeira (de que o euro é obviamente o exemplo mais flagrante) estarão condicionados precisamente pelo desempenho económico da União.

Quer isto dizer, em discurso simples e directo, que continuamos a acreditar, hoje, como em 2001, que o destino do euro e da União Europeia está intrinsecamente ligado

¹ O exemplo Greenspan nos EUA é absolutamente ilustrador de como as autoridades oficiais, neste caso a nível da Reserva Federal dos EUA, podem beneficiar de uma boa convivência com os mercados e, sobretudo, de agirem em sintonia com os operadores desses mercados, não os surpreendendo. Durante a era Greenspan, raramente uma decisão de política monetária nos EUA surpreendeu os analistas, o que é benéfico para a estabilidade dos mercados e da economia em geral.

² Que não é necessariamente a visão que o autor destas linhas tem para a Europa da União, mas que é indiscutivelmente uma opção política, eventualmente até a mais provável.

à qualidade das suas políticas macroeconómicas: políticas adequadas e que permitam manter ritmos de crescimento robustos e populações confiantes e prósperas, significam uma progressiva consolidação do euro. Pelo contrário, políticas de âmbito discutível e que não sejam geradoras de crescimento e prosperidade arriscam-se a prejudicar irreversivelmente a economia europeia e a pôr em causa o euro e a União. Infelizmente, nos últimos anos, parece-nos que tem prevalecido este segundo cenário.

INFORMAÇÃO COMPLEMENTAR

A política monetária e o crescimento económico na área euro

À data em que se esboçam as últimas linhas do *Janus 2006*, ou seja, estando nós nos primeiros dias de Novembro de 2005, cresce no mercado financeiro a especulação em torno de uma eventual subida das taxas de juro oficiais por parte do Banco Central Europeu (BCE), algures no 1.º trimestre de 2006.

Estes focos de especulação têm a sua origem próxima em declarações de membros do próprio BCE que, na boa tradição germânica, começam a ficar preocupados com o aumento da inflação na Europa do euro. Falamos, para ser claro, de crescimentos homólogos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) inferiores a 3% (mais precisamente, 2,6% em Setembro, quando nos meses anteriores rondou os 2,1%-2,2%).

Isto é, a concretizar-se esta medida, quase inevitável depois dos sucessivos comentários de alguns dos seus membros mais destacados, se o Banco Central Europeu quiser manter a respectiva credibilidade, mais uma vez a Europa arrisca-se a passar à margem de um ciclo de crescimento económico que atingiu quase todo o planeta. É que o eventual aumento das taxas de juro oficiais na área do euro dificilmente será apenas um episódio singular, antes deverá ser apenas o início de um ciclo de subida, cujo condão será “matar” aquilo que mal começou, isto é, a recuperação da economia da área do euro.

MANUEL FARTO

O euro, o BCE e a política monetária

EM 2009 O TEMA ERA RETOMADO, JÁ COM ALGUNS ALERTAS QUANDO AO QUE PODERIA VIRIA A OCORRER À ECONOMIA EUROPEIA:

“A ARQUITECTURA DO SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU, ADMITE-SE GERALMENTE, REFLECTE DE FORMA DOMINANTE O MODELO GERMÂNICO DE BANCO CENTRAL NO QUAL A ESTABILIDADE DOS PREÇOS CONSTITUI O OBJECTIVO PRIMEIRO E QUASE ÚNICO (...) SENDO CERTO QUE UMA INFLAÇÃO ELEVADA PODE GERAR DISTORÇÕES AO BEM-ESTAR E CUSTOS DE CRESCIMENTO, ESTES EFEITOS PERDEM MUITA DA SUA FORÇA QUANDO O DEBATE SE CENTRA EM NÍVEIS DE INFLAÇÃO POSITIVOS MAS MODERADOS, INFERIORES, POR EXEMPLO, A 5%.

NA VERDADE, A MESMA PREOCUPAÇÃO DE PRESERVAR A ESTABILIDADE DOS PREÇOS NÃO LEVOU AS AUTORIDADES DOS OUTROS PAÍSES, DESIGNADAMENTE DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, A DEFINIREM OBJECTIVOS TÃO ESTRITOS E LIMITADOS PARA O BANCO CENTRAL. O FEDERAL RESERVE ACT DETERMINA PARA O BANCO CENTRAL DOS EUA UM CONJUNTO DE OBJECTIVOS: «MAXIMUM EMPLOYMENT, STABLE PRICES, AND MODERATE LONG-TERM INTEREST RATES», NÃO SE LIMITANDO APENAS À EXIGÊNCIA ESTRITA DO CONTROLO DA INFLAÇÃO.

ESTA OPÇÃO POR PARTE DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS EUROPEIAS CONSTITUI, A NOSSO VER, UMA IMPORTANTE LIMITAÇÃO À ACTIVIDADE DO BCE E À POLÍTICA MONETÁRIA QUE ENFRAQUECE A CAPACIDADE DE RESPOSTA DAS AUTORIDADES EM MOMENTOS DE CRISE QUANDO TODOS OS INSTRUMENTOS ANTICÍCLICOS POTENCIAIS DEVERIAM ESTAR DISPONÍVEIS PARA A ACÇÃO. ESTA LIMITAÇÃO NÃO DEIXARÁ DE TER CONSEQUÊNCIAS MUITO SÉRIAS SE, COMO É MUITO PROVÁVEL, A CRISE ECONÓMICA QUE ESTÁ EM MARCHA SE APROFUNDAR.”

A arquitectura do sistema monetário europeu, admite-se geralmente, reflecte de forma dominante o modelo germânico de Banco Central no qual a estabilidade dos preços constitui o objectivo primeiro e quase único. Os elementos-chave deste sistema podem, sumariamente, descrever-se do seguinte modo:

- o Banco Central tem um mandato estrito em matéria de estabilidade de preços;
- beneficia de um elevado grau de independência, com um governador eleito por oito anos e inamovível;
- a política monetária diz respeito apenas a choques que influenciem a área do euro no seu conjunto, enquanto as outras políticas (orçamental e estrutural) possuem perspectivas nacionais;
- a tomada de decisão é centralizada num conselho constituído por seis membros que formam o conselho executivo, juntamente com os governadores de cada um dos bancos centrais dos países que adoptaram o euro como moeda.

Sendo certo que uma inflação elevada pode gerar distorções ao bem-estar e custos de crescimento, estes efeitos perdem muita força quando o debate se centra em níveis de inflação positivos mas moderados, inferiores, por exemplo, a 5%.

Na verdade, a mesma preocupação de preservar a estabilidade dos preços não levou as autoridades dos outros países, designadamente dos Estados Unidos da América, a definirem objectivos tão estritos e limitados para o Banco Central. O Federal Reserve Act determina para o Banco Central dos EUA um conjunto de objectivos: «*maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates*», não se limitando apenas à exigência estrita do controlo da inflação.

Esta opção por parte das autoridades monetárias europeias constitui, a nosso ver, uma importante limitação à actividade do BCE e à política monetária que enfraquece a capacidade de resposta das autoridades em momentos de crise quando todos os instrumentos anticíclicos potenciais deveriam estar disponíveis para a acção. Esta limitação não deixará de ter consequências muito sérias se, como é muito provável, a crise económica que está em marcha se aprofundar.

Além desta limitação, o BCE, no âmbito da independência que referimos, permitiu-se dar mais um passo no caminho de uma espécie de fundamentalismo monetário ao precisar a definição de estabilidade de preços como uma variação do Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor (IHPC) inferior mas próximo de 2%, precisão inexistente tanto nos estatutos do BCE como no do *Federal Reserve Act*.

Esta fixação constitui uma iniciativa exclusiva do BCE e levanta várias questões. A primeira diz respeito ao que poderíamos denominar de taxa óptima de inflação, sobre a qual não existe acordo entre os economistas (para uns deveria ser zero, para outros deveria ser positiva mas baixa, não existindo acordo quanto ao seu valor). Em segundo lugar, a medida da inflação é imprecisa, admitindo-se que os desvios do IHPC sejam não inferiores a 1% (podendo 2% ser um *target* excessivamente baixo). Em terceiro lugar, pode não ser suficientemente flexível para incorporar todo um conjunto de considerações que as autoridades possam desejar integrar nas decisões políticas, gerando incompreensões e problemas de credibilidade. Em quarto lugar, é difícil atribuir um horizonte preciso à estabilidade de preços. Em particular,

o regresso à estabilidade após um choque pode ter de ser gradual em função de múltiplas circunstâncias.

O SUCESSO DO EURO E A FRACA *PERFORMANCE* DA ECONOMIA DO EURO

É indiscutível que o euro tem-se vindo a consolidar como uma moeda de reserva internacional e naturalmente tal facto não está desligado da sua afirmação como «moeda forte». Neste sentido, parece indiscutível o sucesso da moeda europeia. Esta firmeza da moeda europeia assenta, sem dúvida, num estrito controlo da inflação e exprime-se na tendencial apreciação da sua taxa de câmbio.

Todavia, o sucesso do euro não significa o sucesso da economia europeia. Longe disso, a *performance* da economia do euro tem-se revelado inferior à dos seus principais parceiros e concorrentes. Este facto pode ser ilustrado pelo fraco crescimento económico face aos países e regiões com os quais se relaciona mais intensamente, designadamente em termos das variáveis taxa de crescimento do PIB e taxa de desemprego. De entre as economias seleccionadas pode observar-se que a área do euro apenas ultrapassa Portugal e o Japão em termos de crescimento económico (0,3% abaixo dos EUA e 0,6% abaixo do Reino Unido, por exemplo) e obtém o pior resultado em termos de taxa de desemprego com excepção do mundo para o qual não temos dados comparáveis.

Embora sem se pretender estabelecer uma responsabilização directa e simplista, não é improvável que uma taxa de juro tendencialmente elevada e uma moeda porventura sobreapreciada possam ter contribuído nalguma medida para a fraca prestação real da economia do euro, quando comparada designadamente com os EUA ou mesmo com a dos países europeus que não aderiram ao euro, como o Reino Unido.

A INSATISFAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Se não podemos associar imediatamente a política monetária às fracas *performances* da economia real do euro, até porque, como referimos anteriormente, o BCE não assume para a política monetária verdadeiramente objectivos de natureza real, podemos confrontá-la com o seu próprio objectivo: o de manter a taxa de inflação a um nível «inferior mas próximo de 2%». Em dez anos, o objectivo fixado, e, sublinhemos, o único a que o BCE se atribui a si próprio, nem por uma só vez foi atingido.

Mais precisamente, apenas em 1999 o objectivo foi atingido mas, como é evidente, o BCE terá tido pouca influência na sua concretização se recordarmos que a sua criação é de 1998 e que a fixação irrevogável das taxas e a criação do euro data de 1999.

Aliás, não deixaria de ser profundamente irónico que, a verificar-se a previsão do Fundo Monetário Internacional, o BCE viesse pela primeira vez a realizar o seu objectivo em 2009, num dos períodos mais difíceis da história recente das economias europeias.

Embora o BCE nunca tenha cumprido o objectivo, também nunca dele se afastou muito. Mas para uma instituição que tem como princípio o *rigor*, obrigando-se, ao contrário dos outros, a definir um *target* preciso para a inflação, a questão não deixa margens para vacilações: ou o objectivo está mal definido ou a autoridade monetária é incapaz de o realizar. Eis os incontornáveis termos da questão. A nosso ver, é o nível da meta fixada que constitui o problema.

É igualmente certo que, em matéria de inflação, a sua *performance* foi melhor do que a de alguns países, como os EUA, mas pior do que a de outros, como o Reino Unido, por exemplo. Na verdade, mesmo assumindo uma política monetária mais abrangente nos objectivos, aí incluindo objectivos de natureza real, como o crescimento e o emprego e não estabelecendo, por consequência, qualquer meta rigorosa para a inflação, a maioria dos bancos centrais dos países desenvolvidos tem mantido a desejada estabilidade de preços, por vezes com melhores resultados do que o próprio BCE, sem assumirem uma ortodoxia monetária tão rígida.

Em segundo lugar, não há qualquer fundamento que sirva de base à definição da estabilidade de preços com o rigor que lhe imprime o BCE. Não se pode excluir que a meta dos 2% constitua em si mesmo um freio inútil ao processo de ajustamento dos preços relativos e ao crescimento económico em economias dinâmicas e abertas com rigidez nominal.

O BCE FACE À CRISE: A INCOERÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

Quando a crise do *subprime* deflagrou no Verão de 2007, tornou-se desde logo patente o falhanço total dos bancos centrais na regulação do sistema financeiro nos EUA (onde teve início) e na própria Europa, incapazes de detectar as possíveis consequências de certas «inovações financeiras» e tomarem, em tempo útil, as medidas que lhes competiam. Neste sentido, o falhanço da supervisão, regulação e controlo foi total.

Apesar da persistência das tensões nos mercados financeiros desde o início da crise e das previsões em baixa da actividade económica, em 3 de Julho último, o BCE elevou a sua taxa de juro de referência de 4% para 4,25%, o que constituiu, a nosso ver, um erro grave. Em 6 de Agosto, mesmo quando já era evidente o declínio do crescimento nas principais economias do mundo desde Junho, designadamente na Alemanha e na França, o BCE persistiu na manutenção da taxa de 4,25%, embora admitindo que o crescimento económico da Europa do euro seria «*particularmente*

fraco» no segundo e terceiro trimestres de 2008. A justificação que «*os riscos da estabilidade de preços no médio termo permanece elevada*» já era, no quadro referido, pouco aceitável.

No início de Setembro, todos os indicadores apresentavam claros sinais de uma degradação das economias, constatando-se o abrandamento da taxa de inflação esperada (para 3,8%), a subida da taxa de desemprego (0,1%), a queda do *Business Climate Indicator* e do *Economic Sentiment Indicator*, a quebra do crescimento (0,2% no 2.º trimestre), a queda da produção industrial, a quebra do índice da produção no sector da construção (0,6%, em Junho). Ainda assim, o BCE decidiu manter a sua taxa invariável. Entretanto, a crise financeira aprofundava-se. O BCE lutava desesperadamente, através de sucessivas injeções de liquidez, para evitar a contínua tendência para a subida da taxa interbancária, que assim manifestava o aumento da desconfiança entre as instituições financeiras e na generalidade dos agentes económicos, sem todavia conseguir evitar que a escassez de crédito e o seu encarecimento continuassem a agravar a situação financeira das famílias e empresas.

Nestas condições, e com a inflação a abrandar, uma incoerência na condução da política monetária vai-se progressivamente afirmando entre a manutenção a um nível elevado da taxa de juro de referência (4,25%), para conter a inflação, e a implementação de sucessivas injeções de liquidez que criam tensões inflacionistas. Tratava-se fundamentalmente de tornar a inclinação da *yield curve* positiva, num momento em que ela estava na Europa *flat* ou mesmo negativa, permitindo a aceleração da rentabilidade bancária. Ao contrário do BCE, a Fed já percebera a questão e baixara as taxas de juro, dando uma indicação ao mercado do nível a que desejava que as taxas se estabilizassem.

A 8 de Outubro, o BCE, em coordenação com mais cinco bancos centrais – FED e o Banco de Inglaterra, Canadá, Suécia e Suíça – baixou a taxa de juro em 0,5 pontos, numa acção de coordenação única na história dos mercados financeiros.

Pela primeira vez ao fim de um ano de crise, a política monetária dos dois lados do Atlântico seguia uma mesma tendência, embora com resultados decepcionantes, pelo menos inicialmente. Nem a expectativa de que os dois bancos na Europa e EUA (com mais margem o BCE, 3,75% do que o FED 1,5%) possam vir a baixar de novo proximamente a taxa de juro, travou o movimento da Euribor em alta. Na verdade, só a coordenação política entre os principais Estados, garantindo depósitos e impedindo falências bancárias, evitou a contínua degradação do estado da confiança.

A CREDIBILIDADE DO BCE E A ALTERAÇÃO DO *DESIGN* DA POLÍTICA MONETÁRIA

A principal e a mais inconveniente consequência do fracasso sistemático na prossecução dos objectivos e das incoerências e hesitações nas práticas do BCE é a perda

de credibilidade que se vai instalando entre os agentes económicos e os analistas. Nesta circunstância, torna-se, a nosso ver, necessário abandonar a ideia corrente na Europa de que um governador sábio deve tomar as suas decisões independentemente dos poderes democraticamente instituídos, assumindo, além das tarefas de supervisão, tão mal desempenhada no passado recente, unicamente o objectivo de manter a estabilidade dos preços. Não pode aceitar-se o alheamento por parte do BCE dos outros problemas/objectivos da economia como se existisse uma neutralidade entre a economia real e as variáveis monetárias, devendo antes contribuir para o crescimento e a estabilidade macroeconómica (e não apenas monetária) das economias do euro.

Neste sentido, as práticas de muitos outros bancos centrais, desde a FED ao Banco de Inglaterra ou ao Banco Central do Japão, embora nem sempre isentas de erros e/ou hesitações, mostram que não é indispensável uma independência radical do Banco Central em relação aos agentes políticos democraticamente eleitos para que a política monetária seja conduzida num quadro de estabilidade de preços. Elas mostram igualmente que a estabilidade de preços não se reconduz necessariamente à fixação de regras de chumbo como a ortodoxia dos 2% definida pelo BCE, pouco flexível e inadequada a uma economia monetária e creditícia.

Assim, perante os erros e incoerências da política monetária e face à necessidade de enfrentar uma conjuntura muito provavelmente difícil, urge vencer as ideias ultrapassadas pelos acontecimentos recentes, reformular a tolerância relativa entre o desemprego (8% é bem tolerado) e inflação (3% é mal tolerada), contribuir para a construção de um novo sistema financeiro internacional e reconsiderar o paradigma da omnisciência unilateral corporizado no BCE e na sua política monetária.

INFORMAÇÃO COMPLEMENTAR

O «fantasma» da inflação

Justifica-se presentemente o receio existente nas autoridades do BCE em matéria de inflação ou mesmo de estagflação? Este perigo é real mas menos real do que o perigo da estagnação. De facto, se tivermos em atenção que o movimento inflacionista resulta tipicamente da elevação dos preços das matérias-primas, designadamente petróleo, no que poderia ser interpretado como uma inflação pelos custos, é muito provável que tal efeito se venha a atenuar em consequência das tendências recessivas em desenvolvimento que reduzem a procura desses bens. Ao mesmo tempo, existem fortes razões para a quebra da procura associada ao aumento da incerteza, para a queda dos rendimentos esperados futuros e para o aumento da taxa de juro,

que penalizam o investimento privado, a redução do rendimento disponível por via da redução da riqueza, que penaliza o consumo privado, e a quebra contagiante das exportações.

O problema de hoje é impedir que a recessão se transforme em depressão, não adiantando ficar paralisado pelo fantasma de uma inflação posterior possível mas controlável, pelo que se torna necessária a utilização de todos os instrumentos da política económica de maneira coerente, coordenada e atempada, vencendo, se necessário, a obsessão paralisante anti-inflacionista do BCE/Bundesbank.

A saída para as dificuldades presentes exige a restauração do *Estado de Confiança* e esta implica a afirmação de uma ordem internacional que coordene esforços entre instituições e, dado o nível de globalização existente, entre países, definindo objectivos claros e instrumentos coerentes, evitando sinais que possam ser interpretados como contraditórios ou hesitantes. Pensamos que a construção de um novo sistema financeiro internacional, já longamente discutido sem consequências num passado recente, está, portanto, de novo na ordem do dia, com a particularidade de se poder tornar indispensável para restaurar a confiança nas economias dos países mais desenvolvidos.

HENRIQUE MORAIS

Economia mundial: a tempestade perfeita

NESSE MESMO ANO, EM “ECONOMIA MUNDIAL, A TEMPESTADE PERFEITA”, DISCUTIAM-SE JÁ OS CONTURBADOS DESTINOS DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS MUNDIAIS, ANTECIPANDO-SE AS DIFICULDADES QUE SOBRETUDO A EUROPA VIRIA A ENFRENTAR NOS ANOS SEGUINTE E, TAMBÉM, AS DIFERENTES PERSPECTIVAS DE INTERVENÇÃO POLÍTICA ALÉM E AQUÉM ATLÂNTICO:

“CONSIDERADA DEMASIADO GRANDE PARA FALIR, A AIG ERA A PROVA DE QUE A PRINCIPAL NAÇÃO CAPITALISTA DO MUNDO ESTAVA AGORA PRONTA PARA NACIONALIZAR O QUE FOSSE NECESSÁRIO PARA SALVAR O SECTOR FINANCEIRO E, QUEM SABE, A ECONOMIA DOS EUA.”

No momento em que este texto está a ser ultimado¹, o mundo parece viver um pesadelo, inimaginável há apenas algumas semanas: nas principais economias mundiais, os bancos são nacionalizados para não falirem, os mercados monetários interbancários simplesmente entraram em colapso, as Bolsas de Valores caem a ritmos vertiginosos, fazendo as crises dos últimos vinte anos parecerem suaves correcções e, por último, os dados da actividade económica, do emprego, da confiança dos consumidores apontam para recessões mais do que esperadas, tanto na América, como na Europa ou na Ásia.

Nas economias emergentes, que até há bem pouco tempo pareciam imunes a esta crise que parecia apenas financeira, os sinais são agora muito negativos: na China, a Bolsa

¹ Os artigos na área da economia, em particular a nível da conjuntura, tiveram como *deadline* editorial o final de Julho de 2008. Excepcionalmente, e tendo em conta os acontecimentos registados posteriormente, optou-se por introduzir novas entradas sobre a Crise Financeira Internacional. No caso presente, este artigo baseia-se em informação recolhida até 10 de Outubro de 2008.

de Valores caiu 70% em doze meses, levando as autoridades a abandonar o discurso da necessidade de «arrefecimento da economia»; os preços das matérias-primas começam a recuar (fortemente, no caso do petróleo), deixando antever dificuldades adicionais para os exportadores de *commodities*, sobretudo para as pequenas economias abertas dos mercados emergentes; no Brasil, em apenas um mês, o real depreciou-se 15% face ao dólar, temendo-se que uma fuga generalizada de capitais externos possa fazer recuar o crescimento económico notável que vem sendo observado desde 2004.

Os pequenos países europeus que não adoptaram o euro começam a sentir a sua vulnerabilidade, de que é sintomático o exemplo da Islândia, onde o governo teve de intervir para evitar a falência do 3.º maior banco nacional, solicitar empréstimos de emergência à Rússia, assistir impotente à revisão em baixa do *rating* da dívida pública e à penosa depreciação da moeda local face ao euro.

Nas próximas linhas tentaremos descrever a trajectória que levou a esta autêntica tempestade financeira, a reacção das autoridades nos países mais afectados pela crise e, finalmente, iremos discutir em pormenor algumas das ilações que se podem retirar destes acontecimentos.

A CRISE FINANCEIRA...

A deterioração dos mercados financeiros a nível das principais economias mundiais não terá passado despercebida, mesmo aos mais distraídos, e vinha já a observar-se desde o Verão de 2007. Em rigor, os primeiros sinais surgiram ainda mais cedo nos Estados Unidos, com a intensificação do abrandamento do mercado da habitação desde 2006 e, em seguida, o aumento dos incumprimentos no segmento de maior risco de crédito, o famigerado *subprime*.

Após longos anos de política de «dinheiro barato», que se havia iniciado em 2001 e que colocaria a taxa de referência da Reserva Federal norte-americana em 1%, desde Junho de 2003 até Maio de 2004, as condições monetárias ficariam gradualmente mais restritivas até a referida taxa central se situar em 5,25%, em meados de 2006. Estavam, deste modo, criadas as condições para que a bolha especulativa do imobiliário pudesse finalmente rebentar!

Entretanto, na área do euro, o Banco Central Europeu continuava o seu ciclo de subida das taxas directoras, que havia iniciado em Dezembro de 2005, perante os sinais de que a inflação continuava a ser a principal ameaça para uma instituição cujo mandato assenta fundamentalmente na procura da estabilidade dos preços.

Neste contexto, não admirou ninguém que os primeiros sinais de crise tivessem surgido nos EUA e nos chamados *hedgefunds*, isto é, sociedades que se assemelham a fundos

de investimento e que actuam captando poupanças para aplicar, em regra, nos produtos de maior risco. Contrariamente aos fundos de investimento clássicos, os *hedgefunds* tentavam «escapar» aos mecanismos de supervisão dos sistemas financeiros em que actuavam, pelo que, quando se chegou ao Verão de 2007, estava criada uma enorme bolha especulativa em activos de alto risco.

No entanto, o facto de os activos do *subprime* nos EUA representarem uma parcela relativamente reduzida face à grande maioria dos activos imobiliários e, sobretudo, porque se julgava que o problema estava localizado no continente americano e seria rapidamente sanado por uma conjuntura económica global muito sólida, as autoridades de supervisão (e os analistas económicos), em geral, mantiveram-se inicialmente na expectativa, incomodados mas não actuaes face às notícias de dificuldades naquele mercado.

Ao invés, os investidores desenrolaram o leque habitual de soluções em situações de crise: começaram a abandonar os mercados de risco, não só a nível destes produtos mas também do segmento accionista e das emissões de dívida privada, tanto de empresas financeiras, como não financeiras. Num ápice, os grandes bancos de investimento mundiais começaram a dar sinais de exaustão, o que se agravou com a falência do Bear Stearns (o grande sinal mediático da primeira vaga da crise) e as dificuldades de grandes bancos europeus: primeiro o encerramento de fundos do BNP Paribas, depois a ajuda de emergência ao alemão IKB.

De permeio, as autoridades monetárias continuaram a injectar vigorosamente liquidez no mercado, convencidas que pareciam continuar de que o problema era essencialmente de liquidez. Só bastante mais tarde, na terceira vaga da crise, se viria a tornar claro que a situação era bem mais grave...

... O AUMENTO DOS RECEIOS...

Após o Verão agitado de 2007, uma ilusória acalmia haveria de se suceder, sobretudo nos mercados do crédito, até próximo do final do 1.º trimestre de 2008. Nessa altura, assistiu-se a uma segunda vaga de dificuldades nas instituições financeiras, ironicamente alicerçada no maior escrutínio que elas próprias, e as autoridades de supervisão, impunham à concessão de crédito e que estava a limitar drasticamente o negócio da intermediação financeira, criando simultaneamente fortes receios quanto à evolução da economia.

A economia, aliás, começava a dar sinais de cansaço: penalizados pela deterioração de duas das suas principais fontes de riqueza (a habitação, cujo preço descia, nalguns casos vertiginosamente, e as aplicações de capital no mercado de acções, muitas vezes efectuadas a pensar nas próprias pensões de reforma), os consumidores norte-

-americanos estavam agora também a sentir os efeitos do desemprego. No primeiro semestre de 2008, perderam-se no sector não agrícola 460 mil postos de trabalho, tendo a taxa de desemprego ultrapassado os 6%.

As empresas, por outro lado, mostravam indícios de esgotamento, e não só nos EUA. Embora houvessem conseguido, durante anos, acomodar, através da redução das respectivas margens de lucro, os efeitos duplamente penalizadores de uma globalização que «empurrava» os preços para a baixa e de um conjunto de custos dos factores de produção (designadamente do trabalho) que se mantinham elevados, as novas condições de acesso ao crédito, substancialmente mais restritivas, revelavam-se agora ruinosas e difíceis de ultrapassar.

Estavam assim criadas as condições ideais para que o eventual aparecimento de uma terceira vaga de crise financeira viesse a originar uma tempestade perfeita.

E a terceira vaga de crise acabaria mesmo por surgir, com uma intensidade e rapidez que surpreenderia tudo e todos!

... A TEMPESTADE PERFEITA!

No início de Setembro, o governo norte-americano anunciou cautelosamente que passaria a deter o controlo da Fannie Mae e da Freddie Mac, as duas «gigantes» do mercado do crédito hipotecário nos EUA, responsáveis por mais de metade daquele mercado ameaçadas de falência. Esta operação, que mais não era senão uma nacionalização, passava pela injeção de capitais públicos até cerca de 100 mil milhões de dólares nas duas empresas, bem como pela compra da dívida que tinha sido avaliada pela Fannie Mae e pela Freddie Mac.

Na mesma semana, o Lehman Brothers, o quarto maior banco norte-americano, confirmava o que muitos já suspeitavam: registo recorde de prejuízos, a deixar evidente o espectro da falência, a necessidade de desmantelamento de unidades de negócio do banco e de entrada de dinheiro «fresco» no seu capital.

Apesar das tentativas apadrinhadas pelo Tesouro norte-americano de evitar o colapso do Lehman, nomeadamente promovendo negociações com outro gigante da banca nos EUA (Bank of America) tendentes à aquisição de uma participação no banco de investimento, a verdade é que, nesse mesmo fim-de-semana, o Lehman estava falido. O mundo ficou também a saber que só uma intervenção decisiva do Bank of America (BoA) evitaria que nesses dias sem paralelo recente mais um gigante da finança tombasse: referimo-nos à Merrill Lynch, que viria a ser adquirida pelo BoA.

Mas o pior estava ainda para vir. Antecipando dificuldades nos mercados monetários, a Reserva Federal dos EUA havia anunciado um conjunto de medidas de alargamento do colateral exigido nas suas operações de cedência de liquidez aos bancos, cujo objec-

tivo óbvio era assegurar que estes não continuariam a sentir dificuldades no acesso aos fundos de que necessitavam, num contexto de deterioração dos seus activos.

Todavia, a abertura dos mercados na segunda-feira, dia 15 de Setembro, foi muito tumultuosa. Talvez receando que a falência do Lehman sinalizasse uma nova posição das autoridades norte-americanas em relação à situação (e aos erros do passado) dos bancos, dado que até então tinha havido a preocupação de não os deixar tombar, as instituições financeiras arrasaram literalmente o mercado monetário interbancário, não cedendo fundos e colocando-se numa perspectiva de manter o máximo de liquidez possível.

Este facto pode ser facilmente verificado pelos gráficos dos chamados *TED Spreads*² nos EUA e na área do euro (que denotaram forte aumento), bem como pelo gráfico que expressa os níveis das taxas de juro Euribor a 6 e a 12 meses e da taxa central do Banco Central Europeu (a taxa *repo*) – em que se observa um afastamento muito acentuado das taxas Euribor face à taxa *repo*, em relação ao padrão normal.

Esta postura dos bancos, embora incompreensível de um ponto de vista puramente racional, justificava-se num contexto de claras dificuldades contabilísticas, de incerteza geral e, sobretudo, de desconfiança em relação a «quem seria o próximo a falir?»

Estes problemas foram particularmente fortes nos EUA, mas obrigaram os bancos centrais das principais economias avançadas a intervenções massivas de cedência temporária de liquidez. A Reserva Federal, só no dia 15 de Setembro, injectou, através de *repos over night*, 70 mil milhões de dólares, na que foi a maior operação diária desde o 11 de Setembro de 2001.

Nessa mesma semana, a AIG, a maior seguradora norte-americana, foi salva da falência pela intervenção directa do Tesouro, que adquiriu 80% do respectivo capital e lhe garantiu um financiamento próximo de 85 mil milhões de dólares. Considerada demasiado grande para falir, a AIG era a prova de que a principal nação capitalista do mundo estava agora pronta para nacionalizar o que fosse necessário para salvar o sector financeiro e, quem sabe, a economia dos EUA.

² O *TED Spread* resulta da diferença entre as taxas de juro interbancárias num determinado prazo e a taxa para esse prazo correspondente a um título da dívida pública. Quanto maior for a diferença em causa, *i.e.*, o *TED Spread*, mais acentuada é a escassez de liquidez ou o aumento do prémio de liquidez.

MANUEL FARTO

Política orçamental como instrumento anticíclico

A NECESSIDADE DE REORIENTAÇÃO DA POLÍTICA ECONÓMICA NA ÁREA DO EURO VOLTARIA A SER DISCUTIDA EM 2010, DESTA VEZ NO QUADRO DA UTILIZAÇÃO DA POLÍTICA ORÇAMENTAL, RETOMANDO A IDEIA DE QUE “O ESTÍMULO ORÇAMENTAL PARECE SER PARTICULARMENTE ÚTIL DURANTE AS RECESSÕES ASSOCIADAS A CRISES FINANCEIRAS”.

No *Outlook* de Outubro de 2008, o Fundo Monetário Internacional, ao mesmo tempo que revia em baixa, uma vez mais, as previsões da actividade económica para a economia mundial, apresentava no capítulo 5 uma análise com o título “*Fiscal policy as a counter cyclical tool*” onde se procura responder à questão “*pode a política orçamental discricionária estimular com o sucesso o produto?*” (196).

O principal resultado pode resumir-se no seguinte. “*A nova evidência aqui apresentada... indica que os efeitos de um estímulo orçamental podem ser positivos, embora modestos*” (159). Ou, noutros termos, “*A evidência empírica sugere que os estímulos orçamentais discricionários têm um efeito moderadamente positivo no crescimento do produto nas economias avançadas*” (160), podendo ser ainda mais restritos nas economias emergentes, pela preocupação que se possa formar em torno da dívida.

Os autores do estudo admitem que a discussão sobre a questão se tem alongado no tempo, podendo os termos do debate colocar-se da seguinte forma: de um lado, a escola de pensamento que argumenta que impostos, transferências e gastos públicos podem ser usados judiciosamente para se opor às flutuações da actividade económica. Do outro, os que sustentam que as acções da política orçamental são geralmente ineficientes, podendo agravar as situações por razões de *lags* temporais ou criar distorções prejudiciais. No primeiro caso, estão os economistas de orientação

keynesiana e alguns neoclássicos moderados, no segundo encontram-se muitos economistas da escola clássica, sendo que estes têm dominado o debate nas duas últimas décadas.

O DEBATE

A política orçamental pode actuar num sentido estabilizador de duas maneiras. Em primeiro lugar de maneira passiva, deixando simplesmente funcionar os chamados estabilizadores automáticos associados aos sistemas de tributação e de despesa pública. Quando a actividade económica se reduz, dois efeitos se fazem imediatamente sentir nas contas do Estado, deteriorando as contas públicas: a redução das receitas provenientes dos impostos induzidos pelo rendimento e o aumento das despesas em subsídios, designadamente de desemprego, quando este se eleva. É sobretudo por via deste último que podemos esperar um efeito de atenuação da queda da procura agregada em clima recessivo.

O impacto destes mecanismos não está sujeito a *lags* e tem um papel imediato nas recessões, funcionando sem qualquer actividade deliberada das autoridades. A sua força, no entanto dependerá da dimensão e da progressividade do sistema fiscal, e da maior ou menor benevolência do Estado em relação àquele subsídio. Neste sentido, estamos perante a possibilidade de um *trade-off* entre aumento da estabilidade proporcionado por uma estrutura do Estado de maior dimensão e a eficiência da economia num prazo alargado.

Em qualquer caso, tendo em geral os estabilizadores automáticos potência limitada, a utilização de políticas orçamentais discricionárias, segunda forma de actuação estabilizadora, foi de há muito promovida a instrumento anticíclico. Estas implicam, por outro lado, alterações activas nas políticas de base que afectam os gastos do Estado, as transferências e os impostos, e que foram estruturadas por outras razões (políticas, sociais ou outras), diferentes do motivo-estabilização.

Os cépticos relativamente à utilização destas políticas opõem-se, na base de um conjunto de argumentos, que vão desde a inabilidade do governo para tomar as medidas em tempo e direcção adequados até às possíveis implicações na manutenção da sustentabilidade orçamental.

A inabilidade dos governos pode ter como consequência que o estímulo fiscal produza os efeitos esperados com atraso, influenciando a economia já noutra fase do ciclo económico, eventualmente expansionista, reforçando este movimento e originando uma tendência pró-cíclica. Por outro lado, as medidas de estímulo fiscal nem sempre são fáceis de dirigir para o alvo desejado do interesse público, podendo traduzir-se por desperdício ou distorções na despesa pública por influência de grupos de inte-

resse (este facto é reconhecido, designadamente nos países emergentes). O primeiro argumento é apenas aceitável em recessões muito breves, o segundo aplica-se em qualquer circunstância que envolva gestão do orçamento de Estado e não especificamente a propósito do seu manuseamento anticíclico.

Um argumento mais forte relaciona-se com um efeito de evicção decorrente da abertura das economias ao exterior. Na verdade, a política orçamental expansionista pode revelar-se menos efectiva nestas circunstâncias, podendo uma parte significativa do estímulo dirigir-se para importações, limitando assim os seus efeitos. Esta dificuldade pode todavia ser superada em duas circunstâncias: pela escolha de medidas com carácter fortemente selectivo em favor das actividades e sectores de conteúdo mais vincadamente nacional e pela coordenação das políticas quando a recessão adquire um carácter internacional.

Argumenta-se ainda por vezes que, se as empresas e particulares anteciparem a necessidade futura de aumentos de impostos para fazer face ao agravamento do défice orçamental de hoje, poderão mesmo ser levados a reduzir desde já o investimento e as despesas em consumo. Todavia, em ambiente recessivo, o mais provável é que a preocupação dos agentes se centre no presente, desenvolvendo comportamentos que poderão mesmo tender a subestimar o futuro. No momento da intervenção cirúrgica é provável que o doente esteja mais preocupado com o sucesso da operação do que com a conta a pagar no futuro.

Em particular, considera-se que, mesmo no quadro da economia do euro, as preocupações dos agentes económicos quanto à sustentabilidade das finanças públicas têm tendência para pressionar os mercados ao aumento mais ou menos rápido do prémio de risco sobre os instrumentos da dívida pública. Também este factor tenderá, mais provavelmente, a exercer uma maior influência depois de iniciada a retoma do que quando a economia se encontra ainda numa situação de cariz essencialmente recessivo.

Um argumento a favor: relaciona-se a lógica keynesiana de opor a despesa do Estado à espiral recessiva que tende a gerar-se quando a quebra do investimento e/ou consumo e/ou exportações arrastam quebras da produção, do emprego e falências de empresas que, por sua vez, tendem a provocar novas quebras do investimento (pela incerteza e expectativas pessimistas criadas), ao mesmo tempo que o aumento do desemprego e as quebras de salários provocam uma contracção acrescida do consumo. Nestas circunstâncias em que as empresas deixam de investir e os trabalhadores reduzem o consumo e em que o *Estado da Confiança* assume uma natureza fortemente pessimista, parece evidente que só do lado da gestão pública se poderá encontrar uma resposta que trave e inverta este movimento.

Esta situação é particularmente evidente quando a política monetária se revela ela própria dificilmente utilizável, como ocorre quando a taxa de juro se encontra já a um nível muito baixo. O exemplo do Japão, que permaneceu longos anos com deflação

e taxas de juro directoras de zero por cento e, mais recentemente, os EUA, em que as taxas de juro do Fed estão em 0,25% desde Dezembro de 2008, são elucidativos da “armadilha” em que pode cair a política monetária.

Um argumento adicional que milita a favor da política orçamental discricionária refere-se ao facto de algumas despesas pública ou transferências, por exemplo, terem efeitos muito rápidos ou quase imediatos.

A natureza ou, talvez melhor, a intensidade e a duração da recessão, isto é, a força com que ela se faz sentir, é talvez um aspecto frequentemente esquecido mas talvez o mais determinante na escolha das políticas a implementar e mesmo nos efeitos dos instrumentos utilizados. Admitimos, a este propósito, que os estímulos orçamentais tenderão a ser tanto mais eficientes quanto maior for o grau atingido pela recessão.

A POLÍTICA ORÇAMENTAL NO CONTEXTO DA CRISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

Para além do debate teórico, intelectualmente estimulante, podemos hoje verificar que na recente crise nenhum governo quis “pagar para ver”, isto é, nenhum governo assumiu em matéria de política económica real as consequências claras dos mais recentes desenvolvimentos da teoria económica nesta matéria. Levar até às últimas consequências as teses “solidamente” estabelecidas pela corrente dominante na teoria económica nas últimas décadas significaria não accionar a política orçamental discricionária, uma vez que os resultados da sua implementação ou seriam “moderadamente positivos”, como sustenta o artigo referido do FMI, ou poderiam mesmo revelar-se perversos, como têm sustentado muitos outros autores.

É verdade que alguns presidentes e governos, como G. W. Bush ou o governo alemão, foram inicialmente reticentes mas rapidamente se alinharam na voragem da intervenção pública de cariz orçamental. A este propósito duas questões nos parecem particularmente relevantes.

A primeira relaciona-se como o comportamento dos governos um pouco por todo o lado. Porque se dedicaram os governos a criar e implementar pacotes de medidas orçamentais expansionistas, com o conseqüente peso na dívida? Porque “*não se dispuseram a pagar para ver*”?

Na verdade, os políticos manifestaram uma total desconfiança em relação à corrente dominante na teoria económica sobre esta matéria, assumindo explicitamente que “*na prática a teoria é outra*”, compreendendo que os resultados geralmente obtidos pelos modelos teóricos usados pelos economistas obrigam a hipóteses ultra-simplificadoras que os tornam muito distantes da economia e problemas reais. Neste

sentido, as revisões sucessivas das previsões levadas a cabo pelas mais prestigiadas agências internacionais mais não fizeram do que aumentar dramaticamente a desconfiança em relação a estas análises. É por isso que sem grandes debates os governos acabaram por escolher o caminho mais seguro, não assumindo riscos que poderiam revelar-se política e socialmente inoportunos.

Hoje sabemos que os governos andaram bem ao desconsiderar a teoria económica dominante. De resto, o próprio Fundo Monetário Internacional no *Outlook* de Abril de 2009 vem ao encontro desta escolha, sustentando no capítulo 3 que “o estímulo orçamental parece ser particularmente útil durante as recessões associadas a crises financeiras” (104).

A segunda questão à qual nunca poderemos responder diz respeito às consequências económicas, sociais e políticas se tivessem dado ouvidos à corrente dominante. Nós acreditamos que seriam enormes.

A UE E A POLÍTICA ORÇAMENTAL NO CONTEXTO RECESSIVO

A adopção de medidas de carácter discricionário tem geralmente como objectivo o reforço dos efeitos gerados pelos estabilizadores automáticos, mas tal pode revelar-se fundamental em situação de recessão agressiva, embora se deva igualmente reconhecer que a sua adopção possa ser limitada pela existência de restrições mais ou menos importantes em matéria de contas públicas e das perspectivas de sustentabilidade das finanças públicas.

Para os países integrados na EU, o Pacto de Estabilidade e Crescimento impõe políticas orçamentais “prudentes”, embora alguma flexibilidade seja admitida em circunstâncias excepcionais, podendo o défice ultrapassar a barra dos 3% de forma temporária no caso de se estar a enfrentar uma recessão considerada como grave. Neste sentido, interpretando a crise económica actual como uma recessão grave, a Comissão Europeia promoveu em Novembro de 2008 o “*Plano Europeu de Recuperação Económica*”, propondo um pacote visando estimular a economia europeia que atinja 1,5% do PIB da União Europeia, embora 1,2% fosse obtido através do financiamento dos respectivos países pelos seus orçamentos nacionais.

Para a comissão, os estímulos à actividade económica deviam desenvolver-se no quadro de um conjunto de orientações. O estímulo deverá ser i) atempado, temporário, dirigido à concretização de objectivos específicos e coordenado a nível europeu; ii) utilizar instrumentos de ambos os lados, receita e despesa; e iii) ser conduzido no quadro de PEC.

A arquitectura de um pacote de estímulo orçamental, podendo em si ser muito diferenciada, não pode prescindir da exigência de que as medidas sejam atempadas, sobre-

tudo quando já se tinha perdido muito tempo e alguns países da União, como a Alemanha manifestavam ainda dúvidas significativas quanto à bondade de tais medidas. Uma implementação rápida que evite desfasamentos temporais decorrentes de processos de concepção, aprovação e execução é indispensável para que se produzam os efeitos desejados.

Quanto à duração do estímulo, defende-se geralmente, como quer a União Europeia, que as medidas a implementar devem ter sobretudo um carácter transitório, tendo em atenção a sustentabilidade das finanças públicas.

Em relação à concretização de objectivos, as medidas devem orientar-se para enfrentar a origem dos problemas a enfrentar (desemprego, pobreza, etc.) em coerência com os outros objectivos da política económica e com particular incidência em sectores em que os instrumentos da política orçamental possam estar associados a multiplicadores relativamente mais elevados, uma vez que o conteúdo importado de bens e serviços tende a reduzir a eficácia dos instrumentos utilizados. Note-se, no entanto, que a coordenação das políticas orçamentais poderá, no caso actual da crise geral, melhorar estes impactos, aumentando de modo significativo o valor dos multiplicadores.

Em termos da medida dos impactos, é preciso notar que, entre os multiplicadores associados à política orçamental os da despesa tendem a situar-se a um nível mais elevado do que os da política fiscal. Além disso, não é improvável que tendam a elevar-se com a profundidade da crise por via de efeitos de distribuição não neutros: a redistribuição de rendimentos em favor de camadas da população mais desprotegida permite maior consumo em sectores da população com mais elevada propensão a consumir.

Naturalmente, a utilização das políticas de estímulo orçamental têm custos. O gráfico ilustra a importância e a conjugação no tempo dos impactos das políticas expansionistas sobre o saldo orçamental para um significativo grupo de países.

HENRIQUE MORAIS

Ataques especulativos e a solidez da zona euro

E, FINALMENTE, SERIA TAMBÉM ANALISADA NO QUADRO DE UM DISCUSSÃO EM TORNO DOS ATAQUES ESPECULATIVOS QUE ESTARIAM (ESTARÃO?) A MINAR A EUROPA DO SUL E ASSIM A DESTRUIR A ZONA EURO:

“EM CONCLUSÃO, QUAISQUER MEDIDAS DE REFORÇO DA UNIÃO DA EUROPA EM MATÉRIA ORÇAMENTAL SÃO MUITO BEM-VINDAS, SOBRETUDO SE ASSENTAREM NUM TRABALHO MAIS PROFUNDO DE DETERMINAÇÃO DO QUE DEVE SER O NÍVEL DOS GASTOS PÚBLICOS NOS PAÍSES DO EURO E, A PARTIR DAÍ, BALIZAR O DÉFICE ORÇAMENTAL. COMO SERÃO CERTAMENTE O AFASTAMENTO DE MEDIDAS PRÓCICLICAS E, PELO CONTRÁRIO, A ADOÇÃO DE “ALMOFADAS” EM TEMPOS DE MAIOR PROSPERIDADE, QUE POSSAM SER UTILIZADAS NOS MOMENTOS DE MAIOR CRISE.

ESTA BOA PRÁTICA, COMO TEMOS REPETIDAMENTE AFIRMADO, É DE DIFÍCIL COMPATIBILIZAÇÃO COM A EXISTÊNCIA DE UM LIMITE ABSOLUTO PARA O DÉFICE ORÇAMENTAL, INDEPENDENTEMENTE DE AS ECONOMIAS ESTAREM EM FORTE CRESCIMENTO OU EM RECESSÃO. ALIÁS, NADA IMPEDE, DEPOIS DE DEVIDAMENTE ASSEGURADA A COESÃO ORÇAMENTAL DA ÁREA DO EURO, QUE SE ESTIMULEM OS GASTOS ORÇAMENTAIS DOS PAÍSES EM QUE A DÍVIDA PÚBLICA E OS DÉFICES ESTIVEREM MAIS CONTROLADOS, O QUE CERTAMENTE AJUDARIA AS ECONOMIAS DA MOEDA ÚNICA COM MAIORES DIFICULDADES AO NÍVEL DA CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL E DOS DÉFICES EXTERNOS.”

Em Abril de 2010, a agência de *rating* Standard & Poor`s procedeu a uma revisão em baixa do *rating* da dívida soberana de Portugal em dois níveis, de A+ para A-, tendo igualmente procedido a *downgrade* semelhante, na sua magnitude, em relação à Grécia, de BBB+ para BB+.

No caso grego, tratava-se do primeiro nível a assinalar o chamado *junkbond*, ou seja, títulos especulativos, na versão mais polida, “lixo” na versão mais adequada à terminologia própria dos mercados.

Estes desenvolvimentos desencadearam um conjunto de reacções em cadeia, afectando sobretudo o custo das emissões de dívida pública dos países do Sul da Europa, mas também os respectivos mercados accionistas e a própria moeda única europeia. Os objectivos deste artigo são, por um lado, analisar o contexto em que se desenrolaram estes acontecimentos, nomeadamente o período conturbado que os antecedeu e, sobretudo, a fase imediatamente posterior às decisões da(s) agência(s) de *rating* e, por outro, demonstrar que no ano de 2010 a moeda única europeia esteve efectivamente sob ataques especulativos em larga escala e avaliar qual a resposta das autoridades oficiais a estes movimentos.

O QUE SÃO OS ATAQUES ESPECULATIVOS E COMO SE MANIFESTAM

É ténue a fronteira entre o normal desenvolvimento de um ciclo de mercado adverso, em que determinado activo (seja ele uma acção, uma obrigação de dívida pública ou privada, ou uma moeda nacional) é sujeito a forte pressão vendedora que deteriora o seu valor, e um ataque especulativo contra um activo.

Em regra, estamos perante um ataque especulativo quando a pressão sobre o activo não tem justificação em motivações económicas e financeiras, apenas visa a obtenção de ganhos, aproveitando alguma debilidade momentânea desse activo, a força de canais de comunicação que propagam notícias menos favoráveis e as hesitações das autoridades de regulação.

No entanto, a esmagadora maioria dos ataques especulativos, sobretudo quando incidem sobre uma ou mais moedas nacionais, é suportada por desequilíbrios que o mercado percepciona como possíveis de, mais tarde ou mais cedo, vir a ter impacto nessas moedas. Ou seja, dificilmente um especulador (ou mesmo vários especuladores concertados) consegue “atacar” uma moeda nacional se não encontrar terreno propício, isto é, investidores e mercados hesitantes em relação ao caminho a trilhar pela economia em causa.

Exemplos paradigmáticos disto mesmo são as crises asiática, russa e brasileira do final dos anos 90¹, que tiveram consequências muito expressivas em toda(s) a(s) região(ões) abrangida(s).

Embora muitos atribuam a responsabilidade pelas fortíssimas desvalorizações das moedas asiáticas à actividade especuladora (desde logo hipoteticamente desencadeada na Tailândia por personagens como George Soros), a verdade é que o colapso asiático do Verão de 1997 era bastante provável, num contexto em que as moedas foram

¹ Os analistas situam o início da crise asiática na Tailândia, no Verão de 1997, alastrando posteriormente às Filipinas, Indonésia, Malásia, etc. A crise russa eclodiu em Agosto de 1998 e a crise brasileira em 1999.

mantidas artificialmente fixadas em relação ao dólar e em que os desequilíbrios das balanças, a diminuição dos fluxos de capitais (depois de um *boom* especulativo nos mercados locais de acções e obrigações) e um sistema financeiro ineficaz claramente ameaçavam a solidez económica e financeira da região.

Por outro lado, quando um ano mais tarde (1998) se desencadeou a crise russa, a tal fenómeno não foram alheios os efeitos globais da crise asiática, que se reflectiram na redução da procura global, especialmente de mercadorias, e na forte descida de preços do petróleo, cobre e bens agrícolas. Ora, que sentido fazia manter o rublo russo num sistema de bandas, num contexto em que a excedentária balança comercial russa se começava a ressentir da descida do preço do petróleo? Deste modo, a “teimosia” das autoridades russas abriu caminho à actividade dos especuladores.

Empiricamente este fenómeno é aliás bem evidente quando se analisam as respectivas cotações cambiais. No caso do *bath* tailandês (início reconhecido da crise asiática), a moeda estava estabilizada no Verão de 1997 em torno de 25 *bath* por dólar norte-americano (USD); no epílogo da crise (Janeiro de 1998) chegou a 55 *bath*/USD e, embora posteriormente tenha corrigido, a verdade é que nos 8 anos seguintes não mais baixou de 35 *bath*/USD e, mesmo hoje quando as economias asiáticas parecem bastante menos sensíveis à crise financeira e económica, ronda os 31 *bath*/USD.

No caso de outras moedas asiáticas, do rublo russo ou, em menor escala, do real brasileiro, o fenómeno é semelhante, o que nos leva a concluir que, na verdade, os ataques especulativos que eventualmente detonaram as grandes crises cambiais internacionais foram alavancados por contextos económicos, financeiros e políticos que os favoreceram.

PRIMEIRO A GRÉCIA, DEPOIS PORTUGAL

Enquadrado o tema, analisemos agora os desenvolvimentos recentes em torno de alguns países da zona euro e da própria moeda única europeia.

Deixemos por agora o caso grego, também pelas suas especificidades: anomalias no reporte do valor do défice orçamental detectadas e comunicadas pelo novo governo socialista do país, nível do défice anormalmente elevado, ausência de reformas estruturais que deixassem algumas garantias de evolução para o equilíbrio orçamental, entre muitas outras motivações.

Centremo-nos antes em Portugal.

O corte do *rating* de 27 de Abril de 2010 foi justificado pela Standard and Poor's (S&P) com base essencialmente em três argumentos: i) a previsão de um crescimento económico fraco para Portugal nos próximos anos; ii) o nível relativamente elevado da dívida pública e iii) a consolidação das finanças públicas que havia sido anunciada pelo governo português não ser suficiente para que o défice orçamental em 2013

se situe abaixo dos 3%, na medida em que existem riscos associados à concretização e implementação das medidas previstas no Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) para 2010-2013.

Em bom rigor, a questão que se impõe é esta: o que haveria de novo em Abril de 2010 que não fosse já conhecido, por exemplo, em finais de 2009? Pelo contrário, se algo aconteceu entretanto foi a aprovação do PEC de Portugal pela Comissão Europeia e o reiterar pelos responsáveis europeus, dos Estados-membros do euro ao próprio Banco Central Europeu, de que a situação portuguesa não podia ser comparável à da Grécia.

Sem obviamente questionarmos a independência e o rigor técnico da decisão da S&P², a verdade é que a decisão criou o clima adequado a um conjunto de acontecimentos que viriam a marcar os meses subsequentes.

De repente, os diferenciais das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa face à Alemanha dispararam: nos títulos a 2 anos, esse diferencial era de cerca de 14 pontos base (0,14%) no início de Abril, tinha sido em média de 32 pontos base em 2009 e até ao dia 27 de Abril a média de 2010 situava-se em 37 pontos base. Pois bem, no dia 27 de Abril o diferencial ultrapassou os 330 pontos base (!), chegou a ultrapassar os 500 pontos base, em Maio, e não mais voltou a níveis abaixo de 170-200 pontos base; nos títulos a 10 anos, o fenómeno foi idêntico: 107 pontos base de diferencial no início de Abril, médias de 110 pontos base e 90 pontos base, respectivamente em 2010 (até à decisão da S&P) e em 2009, para em 27 de Abril esse diferencial ultrapassar os 350 pontos base e andar presentemente (meados de Agosto de 2010) pelos 270-280 pontos base³.

Em resumo, o Estado português via-se num ápice confrontado com um acréscimo brutal do custo a pagar por novas emissões de dívida pública e reforçava-se a necessidade de mais medidas estruturais, de necessidade indiscutível mas com efeitos penalizadores na já débil confiança das famílias, atoladas nos dilemas do desemprego, da instabilidade do emprego ou da estagnação salarial.

A TITUBEANTE REACÇÃO EUROPEIA...

Em tempos afirmámos que a força de uma moeda, neste caso do euro, seria avaliada pela reacção das autoridades e do mercado nos momentos de crise.

² Embora nos seja difícil entender como é que a mesma agência que colocava dois países do euro em A- (Portugal) e em BB+ (Grécia) tinha notações para o Botswana e Aruba de A e para a Líbia, a Tunísia e a Estónia de A-.

³ Já depois do fecho de dados, voltou a agravar-se o cenário do *sell Portugal* e, em meados de Setembro, o diferencial das emissões a 10 anos ultrapassava os 500 pontos base!

Pois bem, se admitirmos que o primeiro grande momento de crise pós-criação do euro ocorreu em 2007, com a crise financeira (e depois económica) que se instalou na Europa e nas economias avançadas, em geral, a avaliação não pode deixar de ser amplamente positiva: Estados-membros e Banco Central Europeu souberam reagir com vigor perante ventos adversos que vinham do Atlântico (o *subprime* norte-americano) que rapidamente alastraram à Europa, exigindo intervenções de monta pelas autoridades europeias.

Lamentavelmente, já o mesmo não se poderá dizer daquele que consideramos o segundo momento de crise do euro, que coincidiu com os ataques especulativos às economias do Sul da Europa e, em menor escala, da Irlanda.

Desde o início, mesmo para os mais *dovish*, era razoável a dúvida sobre o que (ou quem...) estaria por trás do súbito tumulto nos mercados de dívida da Grécia, Portugal e Espanha. Ou seja, ainda que esse não fosse o cenário central, ninguém minimamente informado poderia excluir *a priori* tratar-se de ataques especulativos.

Nesse contexto, tirar do sossego dos gabinetes de Bruxelas (ou de Berlim...) a questão dos erros de política económica das autoridades gregas, admitir publicamente a possibilidade de exclusão da Grécia do euro foi, a nosso ver, um erro monumental, sobretudo quando é cometido em pleno momento de crise por um ministro das Finanças da Alemanha⁴.

Bem andaram personalidades ideologicamente tão antagónicas como o presidente francês ou o Dr. Mário Soares quando alertaram para esse tremendo erro. Defender o euro era, acima de tudo deixar claro, sobretudo num momento de crise, que um ataque especulativo a qualquer país do euro é um ataque a todos os Estados-membros.

... E DE COMO A REACÇÃO FOI MAL RECEBIDA (ORÇAMENTOS PODEM SER CHUMBADOS POR BRUXELAS)

Se estes momentos de crise podem ter algumas vantagens, elas serão naturalmente dependentes da nossa capacidade de com eles aprendermos lições para o futuro próximo e, deste modo, implementar as alterações necessárias no funcionamento das economias.

⁴ Em meados de Março, Wolfgang Schäuble afirmou em artigo publicado no *Financial Times*: “Se um membro da Zona Euro se encontrar numa situação em que não consegue consolidar o seu orçamento ou restaurar a sua competitividade, este país deve, em último recurso, sair da União Monetária”. Estava assim quebrado o tabu da expulsão de um Estado-membro do euro, na pior altura possível...

Ora, se dúvidas houvesse, a crise veio pôr à evidência a necessidade de reforço dos mecanismos de coesão na área do euro, em particular a nível orçamental.

Simplesmente, quando confrontados com o anúncio de medidas, que aliás são tímidas e ficam muito aquém do que seria necessário para assegurar uma política orçamental consolidada na área do euro, a reacção de uma parte substancial da opinião pública e de alguns partidos políticos, também em Portugal, foi, no mínimo, muito reticente. Foi assim em Maio, com a intenção de promover uma aprovação por Bruxelas dos orçamentos nacionais, voltou a acontecer já em Setembro com o anúncio do acordo europeu de visto prévio das intenções orçamentais.

Parece-nos que não podemos continuar a seguir a política de criticar à 2.^a feira as autoridades europeias porque não reagem aos ataques especulativos contra o euro, à 3.^a feira aplaudir porque o defendem recorrendo à artilharia pesada⁵ e à 4.^a feira atacá-las novamente porque querem estabelecer mecanismos de maior harmonia e coesão.

Em conclusão, quaisquer medidas de reforço da união da Europa em matéria orçamental são muito bem-vindas, sobretudo se assentarem num trabalho mais profundo de determinação do que deve ser o nível dos gastos públicos nos países do euro e, a partir daí, balizar o défice orçamental. Como serão certamente o afastamento de medidas pró-cíclicas e, pelo contrário, a adopção de “almofadas” em tempos de maior prosperidade, que possam ser utilizadas nos momentos de maior crise.

Esta boa prática, como temos repetidamente afirmado, é de difícil compatibilização com a existência de um limite absoluto para o défice orçamental, independentemente de as economias estarem em forte crescimento ou em recessão. Aliás, nada impede, depois de devidamente assegurada a coesão orçamental da área do euro, que se estimulem os gastos orçamentais dos países em que a dívida pública e os défices estiverem mais controlados, o que certamente ajudaria as economias da moeda única com maiores dificuldades ao nível da consolidação orçamental e dos défices externos.

Setembro de 2010

⁵ Que melhor exemplo disso mesmo as cedências ilimitadas de liquidez pelo Banco Central Europeu!

Posfácio

Ao longo de mais de uma década procuramos, designadamente nas páginas da revista *Janus*, dar a nossa contribuição para uma reflexão crítica sobre as economias europeia e portuguesa e sobre a condução das políticas económicas aos dois níveis.

O título que demos a esta selecta, *Portugal no furacão da crise*, exprime de forma contundente a situação presente, mas deixa em suspenso o processo que a ela conduziu, o qual poderia ser mais expressivamente apresentado num título do tipo: “*A integração de Portugal na Europa: a luz, as sombras, as trevas*”, que também, subscreveríamos.

A luz do processo inicial de integração, abertura da economia à Europa, melhoria do nível de vida e do acesso a bens e serviços de base pela generalidade da população, as sombras que começaram a surgir com a adesão ao euro e a estagnação da economia que se seguiu, apesar das condições excepcionais de que o país dispôs, em particular um crescimento da economia mundial, raro na história, e meios financeiros sem restrições através de fundos estruturais e do crédito. As trevas da espiral recessiva em que estamos mergulhados e da “canga” da dívida não deixarão de atormentar várias gerações de portugueses.

Ao afirmarmos de maneira simplista que o euro e a política económica eram o pai e a mãe dos nossos problemas actuais não pretendemos subestimar a persistente tendência na economia portuguesa, em contexto democrático, para a criação de uma permanente tensão entre o desenvolvimento de impulsos consumistas, alimentados pelo populismo político-partidário, e a incapacidade de desenvolver uma base produtiva de bens e serviços transaccionáveis susceptível de corresponder às necessidades e anseios das populações, traduzida no recurso frequente a “resgates internacionais”.

O que queríamos sublinhar era que o euro e a política monetária europeia constituíam restrições poderosas geradoras de processos de amplificação dos nossos desequilíbrios tendenciais, ao mesmo tempo que a política económica interna se foi orientando mais por interesses político-partidários, de cariz mais ou menos conjuntural, procurando acomodar-se a interesses e lóbis que iam afirmando em torno do Estado, ligados a produção de bens não transaccionáveis, do que por um interesse nacional estratégico que implicaria o desenvolvimento da produção nacional de bens transaccionáveis.

Nestas condições, foi-se desenvolvendo um *modelo de desequilíbrio dependente* do financiamento externo que é, como sabíamos e agora podemos confirmar, de natureza tendencialmente explosiva. Com a crise internacional criaram-se as condições para a tempestade perfeita.

O país é hoje o *páís e os seus credores*. Amarrado ao peso da dívida, tolhido pela incapacidade de aceder a mais gordas transferências da EU, minado pelos interesses particulares e clientelas, condicionado por uma austeridade com efeitos negativos muito mais elevados por ausência de moeda própria, limitado por uma base produtiva pouco sofisticada, desequilibrado nas infra-estruturas (insuficientes nalguns casos, caras e inúteis noutros), prejudicado pela conjuntura difícil dos seus principais parceiros, o país vive uma situação de incerteza radical, próxima do colapso.

Perante isto, os caminhos que se abrem para a solução dos problemas nacionais não passam de trilhos pejados de dificuldades.

O caminho do *realismo austeritário*, escolhido pelo XVI governo constitucional e prosseguido com firmeza pelo seguinte, correspondendo ao pacote habitualmente aplicado pelo FMI, tem como consequência um efeito recessivo e de empobrecimento do país, muito mais acentuados do que seria previsível pela ausência de moeda própria, sem poder contar, portanto, com os mecanismos habituais da desvalorização externa e pela própria composição, pouco adequada, do pacote de austeridade escolhido e da estratégia desenhada. A espiral recessiva que está em curso é a consequência expressiva destas dificuldades: é o caminho das trevas que estamos a percorrer.

Um caminho da *ficção*, alternativo, poderia traduzir-se na tentativa de convencer os nossos parceiros ricos a aumentarem, a multiplicarem, digamos por 4 ou 5, as transferências que, em média anual, fazem para a nossa economia. E argumentos não faltam. Poderemos dizer, com razão, que eles também são responsáveis pelos nossos problemas, que têm um dever de solidariedade para connosco nos momentos difíceis e que, no limite, se trata tão-só de uma mera acção de justiça distributiva, tendo em consideração que são as áreas mais desenvolvidas que mais beneficiam dos mecanismos de concorrência gerados na área do euro, uma zona monetária não óptima com desníveis de desenvolvimento muito acentuados entre os diferentes países. Mas é preciso reconhecer que o coração dos nossos parceiros não parece

estar muito sensível a tais apelos, sobretudo quando constatarem o pouco que se fez nas últimas décadas, designadamente em matéria de reforma do Estado, quando a estagnação/recessão se generaliza na Europa e num momento em que novos aderentes fazem fila a pedir apoios complementares.

Um outro caminho, *o caminho da aventura*, sedutor e emocionante, exprime-se na fórmula “*não pagamos*”. Mas não pagamos o quê? Por agora o problema do país é manter o financiamento externo que permite manter o funcionamento da economia e não o de amortizar dívidas do passado. Mas o “*não pagamos*” significa imediatamente a saída do país da zona monetária do euro. Uma saída unilateral do euro traduzir-se-ia por uma catástrofe nacional, sem que o fantasma da dívida desaparecesse como ocorre, mais de uma década depois, com a Argentina.

Uma saída do euro suave e acordada com as instâncias europeias poderia ser um caminho de *restauração controlada* alternativo ao anterior, com menores consequências negativas. Tratava-se aqui não de acordar um programa para a manutenção da economia portuguesa no euro, mas de assumir um programa para a sua saída organizada. A reposição de moeda própria permitiria que a economia reassumisse os mecanismos de ajustamento pelos preços mais eficazes e favoráveis e alavancar novas condições de crescimento, pelo menos em teoria. Mas é preciso reconhecer que tal geraria uma quebra do produto muito superior a que verificamos presentemente, com a consequente redução dos rendimentos dos portugueses para níveis muito inferiores aos que se podem prever actualmente, com consequências sociais e políticas difíceis de prever. Se a recomposição da competitividade se poderia obter rapidamente através do processo de desvalorização externa que se seguiria, não é de crer que as consequências sobre a atractividade do investimento externo fosse m tão favoráveis, designadamente em consequência das condições sociais e políticas de grande instabilidade que um tal processo de ajustamento criaria. Não é sequer previsível que o fardo da dívida, mesmo negociada, fosse menor e que não nos perseguissem por tempo indeterminável.

Um *caminho ilusório*, apresentado como alternativa, seria o do crescimento. Mas o crescimento não é um convite para jantar. Pode uma economia que durante a última década só foi ultrapassada para pior pela Itália e o Haiti desatar a crescer de um momento para o outro? Por que milagre? É preciso notar que os instrumentos que poderiam ter um efeito imediato sobre o produto e o emprego são geralmente custosos em termos orçamentais e as medidas mais estruturais exigem tempo para começarem a produzir os seus efeitos, quando tal ocorre. Sem a possibilidade de aumentar a despesa pública (instrumento típico em épocas de recessão) sem aumento do consumo, por via da limitação de rendimentos e de desemprego e do endividamento das famílias, restam medidas que favoreçam o sector exportador e que podem ter consequências em prazos breves e que promovam o investimento

interno e externo que são fundamentais, mas que exigem tempo para produzir resultados, e que, num caso como noutro, produzem resultados incertos, particularmente no investimento, em que há que contar com a concorrência internacional de países com melhores condições de atractividade. Na situação em que se encontra a economia e as finanças portuguesas, o crescimento não substitui a austeridade e tem necessariamente que conviver com ela por tempo muito significativo.

O caminho da *austeridade condicionada*, procurando compatibilizar a austeridade e o crescimento, é tão sedutor como enganador, embora constitua uma orientação que se vem afirmando explicitamente à medida que os processos de austeridade se alongam. Na verdade, em simultâneo, a compatibilização da austeridade com o crescimento é virtualmente impossível. As acções de política económica conhecidas promotoras de austeridade tem consequências negativas para o crescimento e, portanto, só a progressiva redução da intensidade da austeridade permitirá moderar os seus efeitos negativos sobre o produto e o desemprego, permitindo a afirmação das forças favoráveis ao crescimento. Assim, torna-se indispensável minimizar os efeitos negativos da austeridade, ponderando adequadamente as medidas de austeridade que não podem pecar como muitas das anteriores (IVA na restauração por exemplo) por terem efeitos imediatos e directos sobre a actividade económica mesmo que algumas possam levantar objecções da *troika*, com a qual é indispensável negociar convocando em benefício do país a realidade, indesmentível, de uma situação de excepcionalidade, para poder, temporariamente, tomar medidas que de outro modo não seriam permitidas pela lei europeia ou assentimentos mútuos do passado.

Desta orientação austera deverá fazer parte a redução da despesa pública estrutural, não na perspectiva de uma redução dramática das funções, designadamente sociais, do Estado (que em Portugal já são limitadas) e que constituem uma conquista civilizacional, mas através da reorganização da Administração pública e requalificação das funções do Estado, impondo uma lógica de eficiência em desfavor de motivações populistas ou de interesses partidários. Tomamos assim posição face ao debate sobre as funções sociais do Estado. Em termos concretos, a orientação é a de promover a reavaliação rigorosa de projectos e organizações institucionais públicas do ponto de vista do custo-benefício, encerrando todas as que se revelem inúteis ou de utilidade social reduzida ou duvidosa ou cujas funções possam ser melhor exercidas por outras num quadro territorial de mobilidade aceitável. Nem os atavismos sociais ou regionais, nem o clientelismo político-populista, nem a presunção da inevitabilidade dos agora denominados “*custos da democracia*” devem ser obstáculos à racionalização de todas as redes político-administrativas do país. Seguramente, mais difícil do que explicar às populações as razões das decisões a tomar e o modo como as funções do Estado continuam a ser asseguradas

será levar a classe política a novos comportamentos que nunca percam de vista o interesse público e que integrem a percepção de que os recursos que gerem são dos portugueses, razão pela qual, reduzindo “*os custos da democracia*” e aumentando a eficiência do sistema político-administrativo, estarão a contribuir para o seu reforço e para a afirmação de um Estado social no qual todos os portugueses se revejam.

Finalmente, para além de uma estrutura político-administrativa adequada e eficiente, torna-se indispensável, para compensar a ausência de mecanismos monetários de ajustamento, a condução de uma política de rendimentos e preços indexada às condições proporcionadas pelo sector exportador, de modo a manter o equilíbrio sustentado da economia, designadamente entre os sectores de bens e serviços transaccionáveis e não transaccionáveis. Mas não basta, é indispensável sublinhar uma orientação fundamental da política económica na criação de condições para um reforço decisivo do investimento e em particular do investimento directo estrangeiro. Mesmo se as medidas em favor da atracção do investimento tendem a alargar no momento actual a disparidade dos rendimentos e da sua distribuição, não pode haver hesitações quanto à orientação indispensável: a promoção do investimento é fundamental e o estímulo à produção de bens transaccionáveis indispensável. Sem uma alteração do quadro actual que permita uma retoma firme do investimento, não haverá qualquer esperança do regresso a um crescimento, mesmo que moderado, e a uma absorção, mesmo que muito parcial, da mão-de-obra desempregada. Sem a afirmação de um sector produtivo de bens e serviços transaccionáveis competitivo, não há esperança num progresso social sustentado para os portugueses.

Como terminámos um dos nossos textos: Qualquer que seja o caminho que venha a ser trilhado, é preciso ter a consciência clara que não há, na situação a que se chegou, uma estrada real para a saída da crise em Portugal.

