

Angústia, Esperança e Disciplina

A Crise Económica como Oportunidade para Portugal

Como recuperar a confiança dos mercados nas difíceis circunstâncias em que Portugal se encontra.



POR DAVID A. WESTBROOK

PROFESSOR DE DIREITO E FLOYD H. & HILDA L. HURST
FACULTY SCHOLAR, UNIVERSITY AT BUFFALO, STATE
UNIVERSITY OF NEW YORK, E AUTOR DE *OUT OF CRISIS:
RETHINKING OUR FINANCIAL MARKETS*

Num programa patrocinado pelo US State Department falei com entidades oficiais, empresas e entidades académicas Portuguesas. (As opiniões aqui expressas representam os meus pontos de vista e não as do US State Department.) Tentei, como observador profissionalmente preocupado com a economia política, pensar o que é que os recentes acontecimentos significam e como Portugal poderia responder. Esta “Carta a Portugal” é assim tanto um esforço para fazer economia política de uma maneira acessível como também uma forma de apresentar algumas ideias que possam ser úteis.

Esta Carta tem duas partes. Na primeira, “Da Estabilidade à Flexibilidade,” defendo que Portugal vai mudar e para melhor. Tenho esperança. Os tempos vão trazer dificuldades substanciais mas o desafio – e a oportunidade e mesmo a

aventura – é fazer as melhores mudanças possíveis. Para que cumpra o desafio, afirmo que Portugal (e, consequentemente, a Europa) deve começar por pensar na política económica em termos de flexibilidade e não de estabilidade, ideal que domina a política actual.

Na Segunda Parte, “Percurso Prático Rumo a uma Economia Portuguesa mais Flexível” irei discutir alguns caminhos que uma economia mais flexível deve construir. Irei analisar o Memorando de Entendimento da *Troika* e algumas ideias adicionais relevantes para uma discussão política.

I. DA “ESTABILIDADE” À “FLEXIBILIDADE”

ESPERANÇA. Deixem-me começar por uma provocação otimista: há muitas razões para esperança, e ainda mais para insistir na importância da esperança.

Porque é que há razões para a esperança? Uma das razões prende-se com o facto de que as finanças são normalmente conceptualizadas em termos “privados”. As finanças como disciplina académica preocupa-se normalmente com a forma como as empresas e as famílias conduzem os seus negócios, e, por isso, aqueles que pensam sobre finanças tendem a ver o mundo segundo esta perspectiva. Contudo, e porque as verdades importantes são frequentemente ignoradas: a dívida soberana e as finanças públicas de um modo geral são bastante diferentes da dívida comercial e das finanças empresariais. Uma empresa, mesmo uma grande empresa, pode desenvolver negócios de uma forma que um país simplesmente não pode fazê-lo. Portugal existe como país, há milhares de anos. Continuará a existir quando nós já tivermos desaparecido. Portugal é um local agradável para se estar, com muitos aspectos positivos. Adicionalmente, Portugal tem feito grandes transformações ao longo das últimas gerações, desde a mudança para o regime democrático. Por isso, as dificuldades actuais, com a gravidade que têm, devem ser vistas em perspectiva. No médio e longo prazo, estou confiante que Portugal continuará a ser capaz de atrair capital a todo o custo.

Tal não significa que os problemas que Portugal enfrenta não sejam sérios. Penso que as dificuldades que Portugal enfrenta são tão graves que atingem uma dimensão estrutural (e, de certa forma, constitucional). Portugal irá regressar destas dificuldades com uma economia diferente, e por isso, de certa forma, transformar-se-á num país diferente. Dito isto, e para parecer talvez demasiado Americano, afirmo que estes desafios são melhor enfrentados com confiança e energia: todos devem respirar fundo e relaxar (antes de ir ao trabalho!).

Admito livremente que operar uma diminuição da dívida (“desalavancar”) é desagradável, quer em Portugal quer nos Estados Unidos. E também sei pela história que outros cenários, consideravelmente mais temíveis, são possíveis de imaginar. As pessoas podem entrar em pânico. Podem organizar-se motins. Podemos falar até de desordem civil e fuga de capital. O Estado pode cair. E aí estaríamos em face de um situação totalmente diferente – e bastante pior. Mas simplesmente não creio que Portugal esteja em risco elevado de algo tão horrível.

Consideravelmente mais verosímil é um tipo de depressão geral, que foi denominada “malaise” nos Estados Unidos, talvez melhor representada pela perda de confiança continuada



ao longo de décadas que o Japão enfrentou. Inglaterra também enfrentou um longo período de auto-comiseração apática na década de sessenta e especialmente na década de setenta. Estas atitudes tornam bastante difícil a recuperação de uma economia depois do período de depressão.

E eu compreendo que uma espécie de doce melancolia seja uma das refinadas características da cultura portuguesa, daí o fado. Mas pondo de lado aspectos existenciais ou artísticos, espero sinceramente que os portugueses não percam a sua confiança, o seu sentimento de que este é um bom país para viver e trabalhar, para fazer coisas. Nos Estados Unidos eu diria que não queremos que os portugueses percam o seu “mojo”. Porque é apenas com mojo, com confiança e com vontade de tentar que novos negócios são criados, que as economias se renovam e florescem. Por isso há uma razão para esperança, e é por isso também que manter a esperança é vital.

CONJUNTURA POLÍTICA. Talvez estranhamente, gostaria de sugerir que a política actual traz razões para esperança. A discussão da crise da dívida soberana – não apenas em Portugal mas também em toda a Europa – está tendencialmente demasiado dependente de uma oposição conceptual entre “política”, por um lado, e “economia”, por outro. Por isso ouvimos frequentemente anunciar que percebemos a economia, mas que o problema é político. Bem, na verdade esta dicotomia não é verdadeira – é apenas bastante conveniente, tal como o é, de certa forma, o velho pregão de que o Marxismo nunca foi experimentado.

Para explicar em termos práticos: uma vez assumido que os governos irão garantir o funcionamento da banca – mais genericamente, o funcionamento do sistema financeiro – então a distinção entre a dívida pública e privada torna-se

menos importante. Para simplificar ao máximo: na Irlanda, o governo está endividado porque o sistema bancário privado se tornou insolvente; em Portugal, os bancos estão sob ameaça em grande parte porque o crédito do governo, cuja dívida que os bancos detêm, está agora em dúvida. Em ambos os casos, o sistema político está profundamente intrincado nos problemas do sistema bancário e, inversamente, um sistema financeiro saudável é vital para o funcionamento operacional da sociedade e do próprio sistema político.

Esta parte da análise, pelo menos, é a esperada: os mercados fazem parte da sociedade, tal como os governos. Como resultado, contudo, deve ser reconhecido que a economia não pode escapar à dimensão política, embora muitos desejem encontrar refúgio para esta situação na tecnocracia.

Embora os banqueiros tendam a culpar “os políticos” que inferem num Mercado que, de outro modo, funcionaria perfeitamente (!), e ainda ao mesmo tempo também que os políticos são conhecidos por culpar a ganância dos banqueiros (ou ainda pior, dos “especuladores”), o facto é que continuamos a falar acerca de economia política. Os mercados



DEFENDO QUE PORTUGAL VAI MUDAR E PARA MELHOR. TENHO ESPERANÇA. OS TEMPOS VÃO TRAZER DIFICULDADES SUBSTANCIAIS MAS O DESAFIO – E A OPORTUNIDADE E MESMO A AVENTURA – É FAZER AS MELHORES MUDANÇAS POSSÍVEIS

são caminhos nos quais certas formas de fins colectivos são alcançados, e são por esses fins políticos. Os mercados são mecanismos sociais através dos quais, por exemplo, as casas são construídas e distribuídas, e, de um modo mais genérico, os mecanismos primários através dos quais a sociedade Portuguesa trabalha para o bem-estar material dos habitantes do país. E os mercados são vitais para a construção dessa jovem entidade política conhecida como “Europa”.

A crise actual significa que vários mercados portugueses, nomeadamente a banca, irão mudar. Sem apontar culpas, o modelo de negócio seguido pelos bancos portugueses depois do acesso ao Euro perde a sua viabilidade. O país não pode funcionar sem um sistema financeiro. O status quo é literalmente insustentável: o sistema como o conhecemos não pode continuar. Por isso, como conclusão lógica, Portugal irá mudar, e a questão é como.

Se presumirmos que a crise trará mudança, somos obrigados a tentar e a fazer a mudança para melhor. Isto é, o tempo actual não deve ser percebido meramente como crise – que, na verdade, é – mas também como um tempo de oportunidades. Como disse Rahm Emmanuel, conselheiro de Obama e actual Mayor de Chigado, “Nunca se deve desperdiçar uma oportunidade”. Se Portugal enfrenta um momento assim, então este pode ser um tempo para renovação.

Que tipo de mercados estamos a tentar promover? Como evoluiu o mercado da dívida soberana na Europa? E no mercado bancário em Portugal? Ou o mercado de habitação em Espanha? Vários mercados podem ser imaginados, mas que tipo de Mercado parece mais adequado nesta ou naquela situação específica? Que tipo de regulação se adapta melhor à promoção desse Mercado? Estas são questões essenciais para a economia política.

Este é o momento de abordar estas questões, precisamente porque os tempos são desconfortáveis. A história ensina que quando a mudança vem, a real oportunidade política surge, nas cicatrizes da crise. Por exemplo, a estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos é essencialmente uma resposta à Grande Depressão, e muitas das instituições de Direito Público Internacional, desde as Nações Unidas à Organização Mundial do Comércio, são uma resposta à Segunda Guerra Mundial. Em circunstâncias normais, o status quo reina, mas a crise – a falha do status quo – faz com que as pessoas tenham vontade de tentar algo novo. Além disso, como um tópico pragmático de manobra política, a

“intervenção” da troika (a União Europeia, o Banco Central Europeu e o FMI), dá aos partidos políticos portugueses um espaço para respirar: a troika pode ser sempre culpada por todos os passos difíceis a dar. O FMI, pelo menos, está bastante habituado a este papel.

DESENHANDO MERCADOS. Como podemos então imaginar a economia portuguesa, e como podemos atingir esse resultado a partir do ponto em que nos encontramos? Estas questões estão, como é óbvio, influenciadas pela história e pela cultura. Portugal manter-se-á Portugal – que é um lugar bastante diferente de Espanha, já para não falar da Alemanha. E não é da discussão do contrato social Europeu que agora se trata. Dentro destes parâmetros latos, contudo, a crise actual traz a Portugal a oportunidade de considerar os seus mercados, e perguntar se esses mercados são saudáveis e capazes de servir o país.

Poucos irão contrariar a premissa de que muitos mercados em Portugal funcionam mal. A discordância com o status quo sugere, pelo menos, uma compreensão tácita acerca do que um dado Mercado deveria ser: diferente da situação actual e disfuncional. Isto é, é na discordância – negação do status quo que começamos a encontrar os princípios para a reforma, ideia que irei desenvolver e aplicar mais à frente.

Para colocar este tópico numa linguagem talvez mais familiar, as circunstâncias actuais requerem modelos de negócio e concepções de como os mercados portugueses devem trabalhar. Os modelos de negócio, por seu turno, requerem planos de acção: como é possível concretizar o modelo? Isto é, Portugal precisa de uma narrativa credível de como a nação irá ultrapassar a crise e renovar-se.

Esta narrativa terá de ser credível tanto para os mercados financeiros internacionais como para os próprios portugueses, para que eles invistam no modelo. Se uma história assim é contada e acreditada, e a confiança e depois o investimento são retomados, então temos ainda outra razão para ter esperança. Se uma história convincente pode ser contada acerca de como uma retoma da economia portuguesa está a ser construída, e essa história é operacionalizada tanto pelos portugueses como pelos investidores estrangeiros (que investem capital e empenho), então a história pode bem tornar-se real. Bons modelos de negócio, acompanhados por planos de acção credíveis, trazem consigo as sementes das suas próprias realizações.

Compreendo que muitos vejam “o Mercado” como uma realidade dada que os políticos devem enfrentar. Sob esta óptica, a minha posição acerca da criação de uma economia Portuguesa (ou Europeia) pode parecer desesperadamente ambiciosa. A economia cria-nos, e não o contrário. Ou assim alguns acreditam. E mesmo para quem não subscreeva o determinismo económico, pode facilmente acreditar que o poder de decisão está em Berlim ou Franquefurt, ou talvez Bruxelas ou Washington, mas certamente não em Lisboa. Nesta perspectiva, os Portugueses sofrem acções, mas não são actores.

Embora discorde em vários aspectos da estratégia, para conseguirmos ser breves penso que poderá ser útil pensar-nos nos mercados como jogos. Tal como os jogos, os mercados são contextos onde actores relativamente autónomos competem de acordo com um conjunto de regras. A socie-

PORTUGAL DEVE COMEÇAR A PENSAR EM “FLEXIBILIDADE” EM LUGAR DE “ESTABILIDADE” COMO ESTÉTICA DOMINANTE DA SUA ECONOMIA POLÍTICA. SUGERIRIA TAMBÉM QUE UMA ESTRUTURA MAIS FLEXÍVEL É UMA ESTRUTURA MAIS FORTE, MAIS GERADORA DE CONFIANÇA



dade beneficia do resultado do jogo (a beleza do futebol, por exemplo), ou do Mercado (as casas, ou leite, ou crédito bancário). E as regras do jogo afectam tanto a forma como o jogo é jogado, como a “forma” dos resultados, tal como a regulação afecta os termos da concorrência e, em última análise, aquilo que é produzido, com que externalidade e a que preço.

Finalmente, e de um modo importante, o jogo deve ser percebido como algo fundamentalmente justo, dado que de outro modo ninguém o quererá jogar. No desporto, encaram-se as correcções impostas pelos apitos do árbitro como parte da vida. Mas o jogo que analisamos aqui não pode ser viciado. Tal como não podem os mercados. Em termos financeiros, a formação de liquidez presume a vontade de participar no Mercado.

Os portugueses farão os mercados de Portugal pela sua participação; um Mercado é a participação colectiva dos seus actores. Então em que tipo de mercados querem os portugueses participar? Que tipo de história pode Portugal contar a si mesmo sobre o modo como está a desenvolver-se agora durante a crise? Podemos ver realmente já os contornos de um modelo de negócio para o novo Portugal? E, como iremos discutir com algum detalhe na Segunda Parte do ensaio, como pode o memorando de entendimento da troika incentivar a concretização desse modelo?

Estas questões são meramente diferentes formas de perguntar como é que os portugueses vão reinventar a sua economia, e assim também uma parte significativa da sua sociedade. Reimaginar a economia portuguesa significa que a confiança nos mercados não é, em termos restritos, restaurada. Quando a confiança nos mercados financeiros e a confiança interna voltarem a Portugal, será a confiança numa nova – e espero

também melhor – economia. Depois da crise, a confiança no Mercado é inspirada, mais do que simplesmente restaurada.

FLEXIBILIDADE E RISCO SISTÉMICO. Para clarificar a análise, permitam-me que sugira uma ideia sem pontos preliminares, e depois permitam-me que a desenvolva em post hoc. Portugal deve começar a pensar em “flexibilidade” em lugar de “estabilidade” como estética dominante da sua economia política. Sugieria também que uma estrutura mais flexível é uma estrutura mais forte, mais geradora de confiança.

Para apresentar estes pontos pelo lado positivo: a crise dá a Portugal (e de facto à Europa) uma oportunidade para encontrar caminhos para pensar mais “livremente” – de um modo flexível – sobre política económica e particularmente sobre as relações entre as instituições e os sectores da economia. Eles têm a oportunidade de criar mercados mais dinâmicos, mais resilientes e melhores.

Apresentando os tópicos pelo lado negativo, Portugal (e de facto a Europa) precisam de pensar sobre os seus mercados sob novas perspectivas, porque o velho modelo falhou ou pelo menos está permanentemente comprometido, daí a crise. Pelo menos desde o Tratado de Maastricht, os mercados Europeus têm sido encarados sob a bandeira da “estabilidade” – tal como acontece no “Pacto de Estabilidade e Crescimento”. Estabilidade e crescimento deveriam ser alcançados em conformidade com certas normas. O Tratado de Maastricht não prevê o modo como os países soberanos podem abandonar a União Monetária, como podem ser refinanciados ou como podem ser estabilizados – na verdade, não há previsão para uma resolução em contexto de crise. As crises devem simplesmente ser evitadas através da conformidade com as normas de prudência fiscal, isto é os Governos devem restringir o seu deficit ao máximo de 3% do PIB. Além disso, pensava-se que essa conformidade com as normas fiscais levaria ao crescimento. Pelo menos em Portugal, nem a conformidade com as regras nem o crescimento foram alcançados, e agora também a estabilidade se perdeu.

Em Portugal a regra da estabilidade justificou a criação de mercados de trabalho excessivamente proteccionistas; enormes benefícios para os desempregados e excessivo incentivo ao crédito.

A lei e a política fomentaram uma economia orientada para a preservação do status quo, e não para a mudança orgânica.

Mas o que pretendo na verdade com a “flexibilidade” que proponho em alternativa à “estabilidade” como virtude primária da política económica? Pode entender-se “flexibilidade” de um modo mais aprofundado se pensarmos acerca de risco sistémico. Muitas instituições aparentemente desligadas estão na verdade fortemente ligadas, por isso uma dificuldade numa instituição ou Mercado pode causar crise noutro qualquer ponto. Ao nível internacional, a Lehman Brothers materializa esta ideia. Nos Estados Unidos as reformas a partir da crise financeira (Dodd-Frank) tentaram fazer o rastreio e conter os riscos sistémicos produzidos por essas ligações entre instituições.

Enquanto que os mercados financeiros Portugueses não são tão complexos do ponto vista institucional como os mercados financeiros dos Estados Unidos, há, por outro lado, uma maior integração institucional, face ao que normalmente é conhecido, o risco principal dessa integração é

a dívida soberana. Para especificar um pouco mais, se olharmos para trás no médio prazo em Portugal, até à entrada na União Monetária e no Euro, há uma história que emerge.

Pelo menos depois da adopção do Euro em 1999, as famílias portuguesas, empresas e governo aumentaram o seu nível de dívida. O aumento dos níveis de crédito pessoal ou comercial foi suportado pelos bancos portugueses que financiavam uma base significativa dos empréstimos concedidos através do acesso aos mercados financeiros internacionais. Os bancos portugueses eram demasiado grandes para cair, estavam envolvidos em parcerias público-privadas e, em alguns casos, eram detidos por participações do Estado Português. Por todas estas razões, os bancos portugueses tinham acesso ao capital em condições de juro favoráveis. Dado que obtiveram proveitos com base no *spread*, os bancos portugueses estavam naturalmente entusiasmados com a possibilidade de concederem crédito, isto é com a possibilidade de criarem novo crédito.

De forma similar, o governo empregava um grande número de pessoas, colocava em prática um Mercado de trabalho genericamente rígido e garantia benefícios generosos aos desempregados. Nestas circunstâncias, os indivíduos com emprego tinham à partida boas notações de risco de crédito e, por isso, eram encorajadas a pedir mais crédito. O Governo tinha também entrado num número considerável de parcerias públicas-privadas, extra orçamento do Estado, por vezes financiadas pelos próprios bancos portugueses.

No momento que merece mais atenção nesta narrativa, o governo financia os seus esforços, em especial na resposta à turbulência da crise financeira 2008-09, através do recurso aos mercados internacionais da dívida pública. Os bancos europeus, alguns dos quais se debatiam com dificuldades na gestão de níveis elevados de liquidez, e que tinham comprado produtos de dívida complexos nos Estados Unidos, facilmente concederam crédito aos seus companheiros Europeus, em circunstâncias que foram consideradas risco zero, e não devidamente salvaguardadas.

Quando a crise da dívida surgiu em 2009 e os bancos portugueses começaram a sentir dificuldade em financiar as suas

operações nos mercados financeiros.

Comerçaram então a comprar dívida pública Portuguesa, que podia ser usada como garantia junto do Banco Central Europeu, apesar da decrescente capacidade creditícia do Estado Português. Tudo isto ocorreu num contexto de envelhecimento de população, crescimento baixo na última década, e uma demonstrada indisciplina política e orçamental, problemas que dificilmente serão apenas de Portugal.

Assim, consumidores, empresas, bancos e governo tornaram-se todos sobre-alavancados em Portugal e todos expostos

às fraquezas mútuas, num contexto de deterioração demográfica, política e, em última análise, creditícia. Por um conjunto de razões, as entidades relevantes não se aperceberam de que o crescimento da alavancagem fosse um problema, e todos continuaram a conceder crédito reciprocamente. Até que, no final de 2009, tornou-se claro que a alavancagem era um problema para os estados Europeus, começando pela Grécia. Este reconhecimento súbito da situação conduziu a um repensar das finanças públicas na Europa. O *rating* de crédito caiu, a liquidez diminuiu. Nesse percurso, tornou-se claro que Portugal não poderia responder às suas obrigações, vencidas a 15 de Junho de 2011 e procurou a troika para ajuda.

Da perspectiva aqui apresentada, a crise Portuguesa é não só o resultado de excessivo financiamento pedido pelo governo e níveis de concessão de empréstimo imprudentes por parte dos investidores internacionais. Esta é a lenda de um sistema interligado que se alavancou a si próprio para além da sua reduzida ou média capacidade para pagar

**A CRISE PORTUGUESA É NÃO
SÓ O RESULTADO DE EXCESSIVO
FINANCIAMENTO PEDIDO PELO
GOVERNO E NÍVEIS DE CONCESSÃO DE
EMPRÉSTIMO IMPRUDENTES POR PARTE
DOS INVESTIDORES INTERNACIONAIS.
ESTA É A LENDA DE UM SISTEMA
INTERLIGADO QUE SE ALAVANCOU A SI
PRÓPRIO PARA ALÉM DA SUA REDUZIDA
OU MÉDIA CAPACIDADE PARA PAGAR**

se alavancou a si próprio para além da sua reduzida ou média capacidade para pagar. É agora necessário desalavancar o sistema, deixar o ar sair do balão. E isto é irrevogavelmente doloroso.

Além de *endurance*, o que pode contudo Portugal reter da sua história recente que seja útil para poder continuar? Como já sugerido, daqui emerge um desenho institucional mais objectivo: claro que não se pretende reestruturar a economia de um modo que se recriem as condições que originaram a crise. Olhando para a crise actual, e de um modo geral para o risco sistémico, o que sugiro é que deveríamos





tentar ver um sistema socioeconómico mais rico, no qual a turbulência de uma instituição – por exemplo, um banco importante ou a dívida do país – não conseguisse por em causa as associações a si ligadas.

Uma maior “confiança” na estrutura, daí a “flexibilidade”, faria o sistema mais forte.

Portanto, onde os mercados Portugueses (e Europeus) estiveram altamente ligados deveria ver-se uma maior independência institucional. Onde houve excessiva conformidade (“harmonização” no Euro-discurso), dever-se-ia encontrar mais diversidade. Onde houve centralização, deveria encontrar-se, ao invés, um pouco de descentralização. Onde houve rigidez, a flexibilidade deveria ser encorajada. Em lugar da estabilidade entre alguns actores, dever-se-ia desejar mercados mais abertos, dinâmicos e robustos. Em resumo, a crise da dívida soberana pode ser um importante ponto de viragem no modo como a política económica é imaginada e conduzida em Portugal e de facto na Europa.

MODÉSTIA. Devo neste conjunto deixar claro que uma viragem para a “flexibilidade” não implica aquilo a que os Europeus chamam desconfiar do governo per se, nem sequer é um argumento de que os mercados são por si mesmo eficientes, como defendiam os economistas clássicos. Tendo observado uma parte da ineficiência do sector privado nos últimos anos, este não é portanto o ponto. Mais importante, como já sugerido, os mercados são difilmente tópicos “privados”, mas sim formas da vida política, dependents de outras formas da vida política, nomeadamente o funcionamento do sistema legal.

A pergunta é então: como devem os mercados ser construídos em Portugal? Um Mercado está bem construído para a sua sociedade se gera o tipo de outputs que a sociedade quer a um custo razoável, e não falha com demasiado estrionismo. Tal é fácil de afirmar em abstracto, mas não é feito pequeno para um país consegui-lo, como a história recente demonstra.

Se não estivermos certos da eficiência do Mercado, não devemos estar demasiado seguros de que sabemos quando é que a economia vai crescer, ou a que taxa. Como corolário, é difícil saber quando é que a confiança no Mercado (aquilo a que Paul Krugman chama “the confidence fairy”) irá regressar. A economia pode crescer, ou pode não crescer.

O crescimento é o deus ex machina de boa parte da política económica e especialmente da intervenção na crise. Gostariamos de poder dizer, depois do fim da crise, que as medidas de austeridade foram cumpridas; novo capital foi investido; a economia começou a crescer. Isto é o que se deve esperar e neste contexto a economia Portuguesa irá, sem dúvida, crescer.

Mas é difícil gerar crescimento e difícil prever quando ocorrerá. O acesso ao crédito é geralmente visto como uma ajuda, mas tal como antes sugerido, o capital é volátil. Nos Estados Unidos, a recapitalização dos bancos não levou a mais empréstimos, menos emprego e o crescimento ele próprio permaneceu frágil, talvez demasiado dependente em investimento estrangeiro e a investimento público interno. Além disso, o crescimento, ou a falta dele, está por vezes dependente de factores externos. Considere-se, como óbvio exemplo, o preço do petróleo.

O crescimento pode certamente ser travado. Desordem e violência podem abalar a confiança, o que é uma questão impor-

tante em muitos países em desenvolvimento. Ou a simples apatia ou regulação rígida que leva a sentido de improbabilidade pode afastar o investimento, que é um ponto que se coloca nas chamadas “rust belt cities” como Buffalo, NY onde dou aulas.

Em Portugal, dois factores me parecem particularmente importantes quando pensamos acerca do crescimento. Um, já mencionado, é que a população Portuguesa, tal como acontece em grande parte da Europa, está a envelhecer. O outro, também já referido, é que Portugal é um bom local para se estar. Como e quando se irão estes factores equilibrar? Não sei. Por isso, penso que se deve ser um pouco agnóstico sobre o crescimento. A política pode tentar fomentar o crescimento, mas não pode estar demasiado dependente da sua concretização. Tal como a sabedoria, o crescimento vem quando ele e nós estamos preparados. Mas, tal como com a sabedoria, devemos estar prontos. Mesmo se as promessas de crescimento da troika não forem consideradas, uma reforma substancial faz sentido para Portugal. Porquê?

Primeiro, tal como mencionado, o status quo é insustentável. A economia Portuguesa não cresceu de um modo atractivo ao longo de anos e actualmente está a decrescer. Instituições importantes estão a tornar-se insolvente, ou tornar-se-iam sem o apoio internacional. Exportar nunca é fácil, e seguramente não o é agora. A população está a envelhecer. Reformas substanciais são necessárias para preservar os padrões actuais.

Segundo, uma reforma substancial teria mais condições para ajudar Portugal a crescer; o enquadramento actual atingiu os seus limites. Portugal precisa de fazer rolar os dados. Uma analogia pode ser feita com o desporto: se estamos a perder o jogo, mudamos a nossa estratégia de um modo que pode não funcionar – mas que pode também funcionar!

Terceiro, tal como já sugerido, pode ser sensatamente esperado que uma economia mais flexível como a Portuguesa (e Europeia) não seria tão vulnerável como a actual mostrou já ser ou, em última instância, seria vulnerável de diferentes formas. Isto é, o percurso da estabilidade revelou já um risco sistémico substancial; responder a esse risco requer uma compreensão mais elaborada acerca do ecossistema económico do que aquela que a “estabilidade” Europeia oferece.

Quarto, uma economia Portuguesa mais flexível – robusta e dinâmica – sentir-se-ia diferente e ofereceria oportunidades diferentes. Em particular, estaria apta a oferecer mais oportunidades tanto a empresários como a profissionais, aliviando assim a fuga de cérebros, que pode ajudar assim a aumentar tanto a prosperidade como a alegria.

CONCLUSÃO DA PRIMEIRA PARTE. Para clarificar toda esta análise, a Segunda Parte desta Carta a Portugal, “Percurso Prático Rumo a uma Economia Portuguesa mais Flexível” irá discutir alguns pontos específicos sobre o plano da troika e sobre o discurso geral, alofrando que “flexibilidade” pode significar para a política económica de Portugal no curto e médio prazo.

Estou consciente de que o meu pensamento pode parecer demasiado ingenuamente optimista, para ser directo, demasiado Americano. É verdade que os Estados Unidos são o

lugar da incessante auto-invenção, e que outros lugares se encontram mais constrangidos pela circunstância histórica. Mas também conheço suficientemente a história para lembrar que esta não é a primeira vez que se pediu a Portugal que se reinventasse, algo que Portugal conseguiu fazer. Embora não estejamos nem em 1755 nem em 1974, os portugueses têm os recursos históricos e culturais para concretizar feitos impressionantes. E eu creio que irão fazê-lo.

II. PERCURSO PRÁTICO RUMO A UMA ECONOMIA PORTUGUESA MAIS FLEXÍVEL

UMA CAMADA DE RACIONALIDADE. Um dos aspectos interessantes acerca da crise da dívida, ao contrário do que acontece com outras doenças económicas, é que a dívida é devida em datas exactas, e porque a crise tem um calendário. Sem ajuda externa, o Governo português temeu não ser capaz de amortizar uma percentagem suficiente de dívida que se tornou exigível a 15 de Junho, e consequentemente temeu poder vir a enfrentar a insolvência. Portanto, o Governo português pediu oficialmente ajuda externa à Troika.

Deixem-me então sublinhar dois aspectos acerca do facto desta crise ter um calendário. Primeiro, a real existência de um calendário lembra-nos a importância do tempo. As crises podem surgir depressa, mas não de um modo instantâneo. Os planos de negócios e as reformas são, normalmente, narrativas. A sequência é importante. Portanto, ao considerarmos a transformação da economia portuguesa é importante pensarmos acerca de quando algo pode ser feito, e quando deve ser feito.

Segundo, a natureza calendarizada da crise da dívida empresta-lhe uma camada de respeito, até de racionalidade. O pedido é feito pelas entidades públicas; as elites discutem os tópicos; organizam-se encontros e escrevem-se ensaios. Esta veneer, contudo, é apenas uma camada: uma fina camada que cobre e tende a esconder o que está por detrás. Os principais aspectos a considerar numa crise de dívida, pelo menos numa de dimensão semelhante a esta, são aspectos de estrutura social, cultura e psicologia – poderíamos dizer história, que flui em caminhos misteriosos. Assim, ao longo deste ensaio, tento manter presente que aspectos existenciais estão em análise, e discutir esses pontos pode tornar necessário uma certa candura rude, uma falta de delicadeza até.

Além disso, esta camada de racionalidade burocrática é alcançada com um custo político: quanto mais as elites parecem gerir esta situação (enquanto pedem sacrifícios substanciais à população), mais a situação parece ser uma luta de poder entre as elites. Precisamente porque o discurso é conduzido em termos tecnocráticos e dominado pelos que foram educados em locais de elite a crise não parece ser acerca de reconstruir os mercados portugueses e, consequentemente, a sociedade portuguesa, o que representa por definição um projecto populista, porque um Mercado constitui-se dos seus participantes, tal como mencionado na Primeira Parte. Pelo discurso tecnocrata, o Mercado é aquilo que as pessoas fazem – o jogo que as pessoas realmente jogam. As pessoas tendem a perguntar o que é que “eles” estão a fazer connosco, quando a pergunta real para a política económica é o que é que nós vamos fazer, nestas novas circunstâncias?

AMORTIZAR? RESTRUTURAR? ENTRAR EM INCUMPRIMENTO?

Comecei por enfrentar a questão prática que coloca mais pressão, e deixem-me fazê-lo de um modo menos educado: até que ponto deve Portugal amortizar a sua dívida? Curiosamente, tanto a posição socialista como capitalista de Mercado sugerem que Portugal deve pagar. À esquerda coloca-se a questão porque devem os portugueses sofrer por causa dos interesses internacionais capitalistas? À direita, coloca-se a questão porque devem os impostos ser usados para refinarar investidores que avaliaram mal o risco? Esses investidores devem ser eliminados do Mercado ou pelo menos carregar o preço dos seus erros – é assim que os mercados funcionam. A intervenção da Troika é um caso de *moral hazard* da pior espécie.

No curto prazo: (este Verão, pelo menos, actuar sobre as posições de princípio de esquerda ou direita seria desastroso) para as posições de esquerda, poder-se-ia dizer que a insolvência do governo levaria a efeitos dolorosos para os que dependem dos serviços do Estado, ou para aqueles que trabalham para o Estado. Ao mesmo tempo, a insolvência do governo poderia levar ao colapso do sistema financeiro por um conjunto de razões, desde o facto de que os bancos têm uma grande parte da dívida do Estado, até ao facto de que a descida do rating do Estado teria impacto no rating de crédito das empresas portuguesas e até ao facto de que muitas empresas fazem os seus negócios com o Estado ou com entidades detidas pelo Estado. O colapso do sistema financeiro teria sérios impactos nas famílias e nas empresas... todos iriam sofrer.

Para a direita, poder-se-ia referir os mesmos argumentos, embora de um modo diferente. Tendo em conta a centralidade do Estado português para os mercados portugueses, a súbita insolvência desses Mercados levaria provavelmente a uma quase instantânea evaporação de liquidez na economia, imediatamente seguida por uma rápida contracção da actividade. Apesar dos problemas de *moral hazard* serem desagradáveis, uma economia em busca de equilíbrio a níveis muito baixos de oferta e procura é, de facto, uma situação pior.

Para aqueles que, à direita ou à esquerda, pareçam tentados por uma ideia de incumprimento vale a pena lembrar que Portugal não é a Argentina, um grande país em desenvolvimento que tem a sua própria moeda, e muito menos a Rússia. Portugal é um pequeno país que beneficia em grande medida da sua participação na união monetária, a Zona Euro. As instituições europeias estão profundamente interligadas, o que, pelo menos no presente, faz presumir a capacidade creditícia dos Estados-Membros. Violar esse pressuposto – incumprindo precipitadamente – iria injectar uma substancial incerteza no sistema no que respeita à solvência, ou pelo menos, liquidez das principais instituições, no que respeita ao preço da dívida soberana de um modo geral, e à capacidade do aparelho institucional como um todo. Todo esse desagrado para as instituições financeiras e governos poderá ter efeitos económicos reais em toda a Europa, que irão apanhar Portugal.

O argumento clássico contra o incumprimento é, claro, o argumento do interesse de longo prazo do devedor. Em termos simples, o incumprimento, provando que se é um mau devedor, torna mais difícil o acesso a crédito no futuro. Uma vez que as mais modernas noções de desenvolvimento



económico, já para não falar das operações diárias complexas das instituições, se baseiam no acesso ao crédito, perder a capacidade creditícia não é do interesse de ninguém. No caso de incumprimento do Estado, a capacidade das instituições financeiras, empresas e famílias acederem ao crédito normalmente é afectada. A falta de liquidez pode evoluir em espiral até à insolvência...por isso o devedor, em especial o devedor de dívida soberana, deve reduzir, poupar e sofrer de modo a pagar o seu empréstimo. Ou pelo menos, assim gostam os credores de referir.

O grau de dificuldade de obtenção de novo crédito depois do incumprimento é difícil de conhecer à partida. Claro que é possível exagerar os argumentos dos vigilantes da dívida, ou da sua amiga - a fada da confiança: há coisas piores do que a falência.

A direita também tende a esquecer por vezes que os mercados são mecanismos socio-políticos. Um mecanismo que funciona mal, tal como o Mercado da dívida soberana na Europa, precisar de ser corrigido, sem que possa evoluir até ao seu amargo fim. Assim, no curto prazo, Portugal não tem outra alternativa do que fazer aquilo que tem feito, isto é pedir crédito, aceitar os condicionais, e cumprir totalmente as suas obrigações de dívida a 15 de Junho.

TRANSIÇÕES. Analisando na perspectiva de médio prazo, tanto a posição socialista como capitalista de Mercado que aqui caricaturizámos têm pontos bastante válidos. Um Mercado financeiro bem construído não privatiza seguramente lucros e não socializa perdas? E deve seguramente a dívida



**OS INVESTIDORES
NÃO PODEM SER
DIABOLIZADOS
SEM REMORSOS. O
INCUMPRIMENTO É
QUEBRAR DEVERES
CONFIADOS POR
BANCOS, PENSÕES,
PLANOS DE
SEGUROS, DOAÇÕES
- INSTITUIÇÕES
QUE SERVEM AS
PESSOAS. O PREJUÍZO
EXCESSIVO A ESTAS
INSTITUIÇÕES IRÁ
AFECTAR AS PESSOAS
QUE ELAS SERVEM**

Os futuros investidores poderão ser capazes de encontrar oportunidades reais, isto é, o crédito pode ser reaberto, em especial se não existem outras oportunidades de investimento e se é plausível que o credor levou a cabo reformas ou quaisquer outras condições de segurança podem ser oferecidas. Mas o processo será longo, desagradável e difícil de atingir. Nos piores casos, em especial à luz de incertezas, a confiança base pode ser agitada, com consequências potencialmente desastrosas para a economia real. Por todas estas razões, a capacidade de crédito não deve ser desperdiçada com leveza.

Em termos mais filosóficos, a esquerda tende a esquecer que os investidores não podem ser diabolizados sem remorsos. O incumprimento é quebrar deveres confiados por bancos, pensões, planos de seguros, doações - instituições que servem as pessoas. O prejuízo excessivo a estas instituições irá afectar as pessoas que elas servem. Mesmo aceitando que a distribuição de riqueza possa ser mais igual, todo o capital é sempre capital social.

soberana ser valorizada com cautela e o *moral hasar* evitado? Passando da dívida soberana portuguesa para a análise lata da economia portuguesa, tal como discutido na Primeira Parte, este é seguramente o momento de criar uma economia melhor e mais flexível? Se esta não é a nossa opção de política económica no momento, então quando será?

A crise da dívida traz-nos assim contradições: honrar as obrigações de dívida actuais (suportando um Mercado sistemicamente vital) enquanto reconhecemos que o Mercado enfrenta a real necessidade de sofrer uma reforma substancial (daí a crise). Esta contradição pode ser conceptualizada, numa narrativa, como uma transição: como manter o mercado actual, com profundas falhas, o tempo suficiente para conseguirmos criar outro?

Estas são questões que em abstracto já não se colocam. Já teve lugar alguma mudança e o jogo está em progresso. Portugal dirigiu-se já à Troika. Tal como definido no Memorando de Entendimento, a Troika começou já empres-

tar dinheiro e a impor condições, com a expressa intenção de reformar a economia portuguesa. É perceptível que o Memorando de Entendimento funcione nos seguintes termos: as reformas são feitas; Portugal ganha novamente a possibilidade de acesso aos mercados financeiros, tornando-se novamente cumpridor das suas obrigações de dívida nas datas certas; Portugal torna-se competitivo a nível global e cresce, tudo por volta de 2013. Contudo, mesmo que todos estes acontecimentos tenham de facto lugar, argumentarei, que o Memorando de Entendimento não vai suficientemente longe na criação de uma economia flexível para Portugal.

Para colocar, contudo, os tópicos de um modo mais suave, a prudência faz-nos considerar a possibilidade de a Troika ter sido demasiado optimista, e assim os objectivos do Memorando de Entendimento não serão atingidos no espaço de tempo considerado. Será assim sensato pensar na transformação da economia portuguesa de um modo mais modesto, mas provavelmente mais realista.

Felizmente, o Memorando de Entendimento oferece-nos um útil esquema de transição entre a economia de hoje e uma economia melhor. “Sucesso”: segundo o Memorando de Entendimento pode ser alcançado através de, pelo menos, quatro diferentes caminhos, por ordem crescente de duração e dificuldade.

1. Nas próximas semanas, sucesso significa a capacidade de cumprir as obrigações devidas, nomeadamente a amortização da dívida a 15 de Junho. Tal tem requerido um esforço substancial, mas aparentemente será conseguido.

2. Ao longo dos próximos 18-24 meses, sucesso significa a capacidade de cumprir com as condições definidas no Memorando de Entendimento. Tal parece possível se o novo Governo português conseguir reunir a vontade política. Tal como referido abaixo, esta percepção legalista de sucesso pode ser vital para a credibilidade de Portugal nas negociações internacionais.

3. Ao longo dos próximos anos, uma medida principal de sucesso será a capacidade do governo em obter financiamento nos mercados financeiros. Antes do final do programa em 2014, Portugal deverá já ter recuperado o acesso normal aos mercados de capital, significando tal que Portugal possa emitir dívida em 2013. Tal como já sugerido, este ponto parece demasiado ambicioso.

4. Ao longo do mesmo período, o sucesso de Portugal também se medirá pela competitividade das empresas portuguesas na Europa ou a nível global e também se medirá pela existência de crescimento em Portugal. Na verdade, a posição da Troika parece indicar que a competitividade é um pré-requisito para a capacidade de obtenção de investimento indicado em 3. Contudo, tal como discutido na Primeira Parte, estou bastante descrente quanto ao tempo para este crescimento, e certamente não creio que este possa ser um pré-requisito para reestabelecer a capacidade creditícia de Portugal (apesar de ser agradável que assim fosse).



ACESSO AO FINANCIAMENTO, RISCO SISTÉMICO E O PAPEL DO GOVERNO.

O que acontecerá se Portugal conseguir reduzido ou nenhum acesso aos mercados de capital no médio prazo? Quando o actual pacote de ajuda se tiver gasto, repetir-se-á a crise actual, com uma muito maior dimensão, e com menos espaço de manobra?

Nessas circunstâncias, Portugal terá de voltar à Troika, e pedir algum tipo de nova ajuda. Nesse contexto, o cumprimento entusiasta do Memorando de Entendimento será condição sine qua non sucesso na obtenção de novo financiamento. Para que se possa comprovar que o plano definido no Memorando de Entendimento foi um falhanço. Portugal terá de argumentar que cumpriu as condições impostas no Memorando de Entendimento. Mesmo que tal se verificasse e que um novo empréstimo fosse concedido, o recurso à Troika é, na melhor das hipóteses, um tampão: o plano financeiro para Portugal no médio e longo prazo não pode ser pedir empréstimo de dinheiro de impostos de instituições supranacionais.

Contudo, mesmo o tampão, pode não estar disponível. Enquanto que o pedido de novo empréstimo parece sensato como resposta a um Memorando de Entendimento demasiado ambicioso, pedir novo financiamento à Troika é dificilmente uma boa opção. Para afirmar o óbvio, as intervenções financeiras (resgates) são já bastante controversos em toda a Europa, e não há razão para acreditar que essas intervenções se tornarão politicamente mais populares no espaço de alguns anos. Para dificultar ainda o processo, Portugal não é o único ou o maior problema da Troika. Os problemas de dívidas de outros países até 2013 podem esbater a vontade, ou até os fundos, para uma nova ajuda a Portugal quando o dinheiro disponibilizado no pacote actual se esgotar. Isto é, uma nova ajuda da Troika é politicamente e economicamente incerta.



Aquilo a que podemos chamar a questão de Deauville traz-nos um vinco útil. No encontro de Deauville, França, em Outubro de 2010, a Chanceler alemã Merkel e o Presidente francês Sarlozy, afirmaram que o envolvimento do sector privado seria pedido no contexto da gestão corrente da crise, abrindo assim a possibilidade da reestruturação da dívida. Tal irá requerer adendas aos Tratados a serem adoptadas e ratificadas antes de 2013. Ficou claro desde então que nenhuma dívida emitida antes de 2013, isto é a dívida actualmente existente, seria objecto desse tipo de reestruturação.

Numa perspectiva reformista, a Declaração de Deauville apresenta um sério problema. Considerem, em analogia, uma empresa em declínio que é objecto de reestruturação sob as leis da bancarota. É normalmente dada prioridade aos novos investidores que surgem no processo de reestruturação, ao novo dinheiro, em detrimento dos anteriores investidores. Assumindo que vale a pena resgatar esta empresa, isto é, que a reorganização parece ter mais retorno do que a sua liquidação, então dar prioridade aos novos investidores é do próprio interesse dos investidores iniciais, mesmo que estes tenham que arejar ideias. Podemos acrescentar ainda que os investidores iniciais não valorizaram o risco correctamente (como é demonstrado pela insolvência actual). O novo dinheiro, pelo contrário, é investido com os olhos bem abertos, e provavelmente será capaz de uma melhor valorização do risco. Estes novos potenciais investidores são levados a investir numa situação com risco inerente em parte porque lhes é dada uma prioridade de reembolso mais elevada, o que, de certa forma, lhes baixa a seu risco.

Considerem agora um país, que não pode ser liquidado, mas que tenta reformar as suas instituições e que recebe

nova liquidez sob determinadas condições. Considerem Portugal. O que levaria a novo investimento numa situação como esta? É uma situação incerta (daí “crise” e “intervenção”). Na linha seguida pela Declaração de Deauville, qualquer novo investidor terá de considerar que nova dívida soberana será, pelos termos da Declaração, sujeita a reestruturação e daí provavelmente mais arriscada. Assim, a transição torna a obtenção de capital muito mais difícil em situações de reforma, na altura em que é mais necessário.

Uma possibilidade é seguir a abordagem típica de “project finance”, isto é tentar reduzir o peso do Estado no Estado, passando serviços públicos para instituições que controlam como motor de rendimento o que daria segurança a quem investisse nessas instituições. Ao mesmo tempo e inversamente, as obrigações financeiras do Estado português vão diminuindo. Num dado ponto, as obrigações financeiras directas e essenciais do Estado português (a folha de pagamento de salários vem-nos à ideia) deverão ser suficientemente pequenas para serem satisfeitas pela capacidade fiscal do Estado no qual os investidores investem confortavelmente.

Mais genericamente, o acesso ao capital será reforçado reduzindo-se a centralidade do governo, não como legislador ou guardião do interesse público, mas como actor económico. Actualmente, o Estado é o eixo central da economia portuguesa. Consequentemente, o Estado é muito extenso e o acesso do Estado ao crédito e o acesso da economia ao financiamento são praticamente o mesmo. Se, como se pode esperar, o Estado tiver mais dificuldade em aceder aos mercados financeiros, então a economia precisa de desenvolver alternativas de financiamento.

Nesta análise, é útil recordar que Estado e “público” não são o mesmo. O Estado não deve abandonar o seu papel de guardião do bem público, mas não precisa de fornecer directamente os bens necessários para esse efeito. Muito do que a população necessita pode ser fornecido por instituições diferentes do Estado e assim financiadas de um modo autónomo da dívida pública, ciclos eleitorais, e assim sucessivamente. Especialmente quando os mercados são vistos como mecanismos políticos (e é de política económica que aqui tratamos), então as finanças públicas não são o mesmo que financiar o Estado.

Começemos pela ideia de que uma sociedade que funciona bem garante aos seus cidadãos certos bens. Uma questão importante de política económica, então, é que bens devem ser produzidos por que instituições? A distinção convencional entre “público” e “privado” tende a obscurecer este ponto. A Universidade de Harvard é uma instituição “privada”, e não é certamente o Estado (embora seja apoiada pelo Estado sob diferentes formas), mas oferece muitas funções consideradas socialmente importantes e, nesse sentido, “públicas”. Mas os activos e passivos de Harvard não fazem parte do Orçamento do Estado (ou da sua notação de risco de crédito). Por outro lado, quando salda as suas contas, Harvard não conta com os benefícios que os Estado normalmente tem, nomeadamente os impostos. Assim, a diferença entre “público” e “privado” contribui pouco para solução dos tópicos das finanças públicas.

Com esta ideia em mente, a questão de como financiar funções vitais do ponto de vista público (tal como a educação) pode ser abordada de um modo mais criativo, mesmo sob os

UMA SOCIEDADE QUE FUNCIONA BEM GARANTE AOS SEUS CIDADÃOS CERTOS BENS. UMA QUESTÃO IMPORTANTE DE POLÍTICA ECONÓMICA, ENTÃO, É QUE BENS DEVEM SER PRODUZIDOS POR QUE INSTITUIÇÕES. A DISTINÇÃO CONVENCIONAL ENTRE “PÚBLICO” E “PRIVADO” TENDE A OBSCURECER ESTE PONTO. A UNIVERSIDADE DE HARVARD É UMA INSTITUIÇÃO “PRIVADA”, E NÃO É CERTAMENTE O ESTADO (EMBORA SEJA APOIADA PELO ESTADO SOB DIFERENTES FORMAS), MAS OFERECE MUITAS FUNÇÕES CONSIDERADAS SOCIALMENTE IMPORTANTES E, NESSE SENTIDO, “PÚBLICAS”

presumíveis constrangimentos no retorno à capacidade creditícia soberana e no âmbito do constrangimento imposto por Deauville. As empresas que gerem um motor de rendimento, ou activos garantidos, podem e por vezes devem ser financiadas de um modo autónomo do financiamento do Estado. Por outro lado, se o Estado passar as suas obrigações a instituições auto-sustentáveis do ponto de vista de financiamento, então o Estado terá menos obrigações vis-à-vis com a dimensão do seu rendimento decorrente de impostos, e a sua capacidade creditícia deverá crescer proporcionalmente.

Recordem-se da Primeira Parte em que o Estado era o vector central para o risco sistémico na crise actual em Portugal. O enorme Orçamento do Estado, os pagamentos massivos, propriedade de, parcerias com, alojamento de negócios e a extensa dívida significam que toda a economia depende na confiança na solvência do Estado. Assim pensar acerca do risco sistémico e acesso ao capital no médio prazo leva à mesma estratégia: Portugal deve reduzir a centralidade do governo como um actor económico.

Ou para colocarmos os tópicos de outra forma: na Primeira Parte deste ensaio argumentou-se que estabilidade, centralização e conformidade tinham atingido os seus limites como normas de governo para a economia portuguesa. Os portugueses devem, portanto, voltar-se para a flexibilidade como uma forma de pensar na política económica. Esta não é apenas uma sugestão normativa da minha parte, isto é não é uma sugestão dependente da vontade política em abstracto. A Segunda Parte deste ensaio apresenta um mecanismo para a transição para uma economia mais flexível. A necessidade do Estado em fornecer apenas tanto bens públicos como financiamento à economia – mesmo assumindo que Portugal não entra em incumprimento com as suas actuais obrigações e segue o Memorando de Entendimento – pode levar a um desinvestimento substancial do Estado português a partir da economia portuguesa. (De facto, uma privatização relevante é parte do próprio Memorando de Entendimento, apesar de o ser pelas razões tradicionais).

À luz da ideologia de alguns dos meus colegas americanos, devo deixar claro que não defendo a privatização por si mesma. Não a defendo certamente numa óptica de uma perspectiva neo-liberal, neo-conservadora, da Escola de Chicago ou aquilo a que acreditam ser um capitalismo selvagem associado a paranoica desconfiança no Estado. Uma vez mais, não é da discussão do contrato social Europeu que se trata. A questão é como manter esse contrato, como pode o ideal português (ou algo próximo) ser alcançado da melhor forma? Pelas razões apresentadas, defendo menos participação do governo como actor económico. Por outro lado, como questão de política económica, tal requer uma sociedade civil mais robusta: instituições mais responsáveis, com mais autonomia e a sua própria forma de financiamento e portanto, em muitos casos, mais supervisão ao nível regulatório. No longo prazo, Portugal será melhor servido por um Governo que governe mais e detenha menos numa economia robusta, dinâmica e consequentemente mais confiável.

* * *

Segue-se uma lista de ideias que, no seu todo, visam a trabalhar em conjunto para se constituírem numa economia mais

flexível e portanto mais fiável. Muitas destas ideias estão no Memorando de Entendimento embora consideradas em termos de responsabilidade fiscal. Esta lista não é de modo algum exaustiva. Há, sem dúvida, outras ideias melhores mas esta lista pode fornecer um bom ponto de partida.

REDUZIR A CENTRALIDADE DO GOVERNO COMO INTERVENIENTE ECONÓMICO E PROMOVER A SOCIEDADE CIVIL. A ideia defendida ao longo deste ensaio de que a participação directa do Governo na Economia devia ser reduzida implica a promoção de uma sociedade civil activa com organismos capazes de desempenhar as tarefas anteriormente a cargo dos Governos.

Nos casos em que os Governos possuem negócios normalmente ligados ao sector privado – grandes bancos e companhias aéreas, por exemplo – isto é ainda mais evidente, embora a transição deva ser feita tendo em conta as condições de mercado para cada caso particular. Nem se torna necessário encontrar um comprador particular: basta o Governo vender a sua posição dominante, desfazendo-se de algumas acções, criando-se assim uma empresa meramente participada pelo Estado.

Muitos bens – serviços públicos, estradas e outros – são ao mesmo tempo “públicos” e propriedade do Estado. Para garantir que esses bens são convenientemente acessíveis, administrados de modo sustentável e convenientemente financiados é necessário um grande esforço. Contudo, se olharmos ao aspecto do financiamento, o lado positivo é que muitos desses bens geram grandes proveitos e portanto podem ser financiados sem recurso a impostos ou a emissão de dívida soberana. O muito falado TGV Madrid-Lisboa pode ou não fazer sentido mas irá gerar lucros substanciais que podiam ser usados para garantir pelo menos parte do financiamento necessário para o projecto.

Pensando de um modo mais dramático, o Ensino Superior podia ser financiado à maneira Americana em que os estudantes pagam pela sua própria educação com o dinheiro dos pais, com empréstimos ou com bolsas quando são mais desfavorecidos ou muito inteligentes. Isto são apenas ideias, exemplos para provar que financiar o bem comum não é o mesmo que financiar o Estado.

REDUZIR A DÍVIDA DO ESTADO. Como era de esperar a Troika exigiu a redução da dívida do Estado. É uma boa ideia não só porque parece bem mas também porque os Governos a nível mundial se tornaram cada vez mais dependentes dos mercados da dívida. Particularmente nos Estados Unidos, parece-nos existir um problema de irresponsabilidade política no que diz respeito a este aspecto. Num ambiente anti-impostos e de baixas taxas de juro as elites políticas sentem-se tentadas a pedir dinheiro emprestado para pagarem pelas suas simpáticas “políticas sociais”.

A moderna política financeira tem empurrado os intervenientes no seu sofisticado Mundo, incluindo os governos, para uma confiança exagerada nos mercados da dívida. Mas a dívida, que tem um prazo, obriga a tomar decisões em certos momentos. Essas decisões nem sempre são racionais e, mesmo quando racionais, podem revelar-se politicamente desastrosas. Os investidores são levados a reagir emocionalmente e o capital pode evaporar-se rapidamente. Emitir dívida excessiva é como entregar reféns.



A crise financeira mundial pode ser vista como resultante de uma espalhada crença por parte das elites financeiras na gestão de alto risco, o que levou essas elites a pecar por excesso de confiança. A crise financeira demonstrou que o risco é muito mais difícil gerir do que se pensava por razões que ainda não estão muito bem esclarecidas. Assim, redescoberta a incerteza, a confiança deve ser regulada em conformidade. De outra maneira mais simples, os governos e as instituições não se devem endividar tanto.

Nem é necessário tanto endividamento. Muitas das despesas dos governos são de continuidade e de apoio – saúde, educação, etc. Estas obrigações podem ser custeadas à maneira antiga através dos impostos. A excepção clássica é a guerra, que normalmente precisa de ser financiada pelo endividamento. Ora a integração Europeia pretende evitar a guerra. Mesmo assumindo o êxito do projecto de Schuman e Monet, a paz na Europa não justifica a assumpção de dívida excessiva por parte dos Governos.

Finalmente, reduzindo o endividamento do Governo, os investidores poderiam sentir-se encorajados a fazer chegar o seu capital a outras instituições e a custos mais reduzidos melhorando e flexibilizando a Economia Portuguesa quase com toda a certeza.

Ditas isto, a razão habitual para reduzir para a razão do PIB – manter o acesso ao crédito – não deve ser encarada de ânimo leve. Embora o crédito tenha sido mal usado nos últimos anos, as nações, companhias e indivíduos deviam garantir o acesso ao crédito porque ele suaviza as nossas vidas.

PARTILHAR OS SACRIFÍCIOS DA REESTRUTURAÇÃO. Há alturas como estas em que os mercados fracassam e precisam de

ser reestruturadas e isso requer a intervenção do governo e gastos de dinheiro público. Assim, quer na Europa quer nos Estados Unidos tem havido muitas “privatizações lucrativas e políticas sociais dispendiosas”. Ora isto é intolerável, excepto em circunstâncias extraordinárias e por um curto espaço de tempo. Os negócios, numa sociedade que se pretenda democrática e capitalista, implicam que os actores económicos sejam economicamente viáveis sem recurso ao poder Estatal de cobrar impostos e de uso de força legítima. E os negócios também implicam que o seu dinheiro seja gasto a favor da sociedade. Mesmo intervenções como a dos PECs em Portugal devem ser vistas com desconfiança.

Os bancos podem alegar que a falta de liquidez dos seus activos tem sido desagradável. No entanto, os investidores continuam sem sofrer. A Europa não permitiu incumprimentos no pagamento das dívidas nem sequer reestruturações das mesmas. Antes, pediu às populações que recebem ajuda para apertarem os cintos. Isto significa que os sacrifícios não foram assim tão partilhados.

Assim como é importante para um devedor pagar para manter acesso ao crédito, também pode ser do interesse a longo prazo dos credores fazerem reestruturações de dívida para se poder manter a vitalidade da economia. Os credores não devem querer bloquear a economia dos países sobreendividados: sem participação das pessoas os mercados não funcionam. É necessário haver confiança e esperança no futuro para que as pessoas se sintam justificadas.

Esperamos que no futuro surjam ideias e práticas comuns que facilitem a reestruturação da dívida Europeia. Também me agrada a ideia de comprar dívida problemática nos mercados secundários ou qualquer outra forma de intervenção baseada no mercado que bloqueia as perdas para os credores e minimize o prejuízo moral. Também me parece que a Europa precisará de reconhecer que a dívida soberana, como qualquer outro meio de investimento, deve ser ajustada ao mercado. Mas isto são tópicos de política Europeia que ultrapassam o âmbito deste trabalho.

Os Estados-Membros são soberanos na resolução dos problemas das instituições falidas. A falência de um banco é uma das alturas em que temos que aceitar um mal menor, ou seja que os prejuízos sejam assumidos pelo Estado e assim os investidores/depositantes possam ser protegidos com o dinheiro dos Impostos. A falência de um banco devia resultar contudo na liquidação dessa instituição falida. Quer os EUA quer a Europa têm dado sinais de vontade fraca quanto à resolução dos problemas das instituições falidas, isto é, não têm sabido gerir a falência institucional.

É importante referir, contudo, que a compra de dívida do Estado por parte das instituições financeiras não se pode considerar precipitada pois até aqui a compra de dívida soberana era um investimento considerado seguro. Os bancos enganaram-se quanto a isso mas os reguladores também foram apanhados desprevenidos.

INCENTIVAR A COMPETITIVIDADE ENTRE OS BANCOS QUER INTERNAMENTE QUER EXTERNAMENTE. Mais de 75% da actividade comercial dos bancos nas empresas e particulares em Portugal é controlada por cinco bancos Portugueses, todos muito ligados a assuntos do governo. Assim é muito difícil manter um mercado bancário competitivo e toda a econo-

mia fica exposta às fraquezas do Governo Português.

O acesso da economia Portuguesa ao capital não deveria depender do sucesso do Governo Português no mercado de capitais. Portugal precisa dos bancos estrangeiros não para comprar dívida mas para que sejam bancos e emprestem a privados e façam negócios normais. Se houver mais bancos em Portugal, quando chega uma crise os negócios e o acesso individual ao capital estão menos ameaçados.

Por isso, havendo mais abertura no mercado de capitais dentro de Portugal, poderá haver mais confiança para investir em dívida soberana Portuguesa. É como se se tivesse uma vinha ou um projecto de energias renováveis. Se o financiamento vier através de um banco Europeu mas não Português, uma pessoa acredita que mesmo que Portugal esteja com problemas financeiros isso não afectará o funcionamento da vinha ou do projecto de energias renováveis. Ao mesmo tempo, ao pagar os impostos, o meu negócio a ajudar o Governo na resolução dos seus problemas. Todos ganharíamos força pela flexibilização do sistema financeiro: os problemas de um interveniente não interfeririam directamente na vida dos outros intervenientes.

Ao mesmo tempo, as instituições financeiras Portuguesas deviam aumentar os seus esforços de internacionalização. Há uma grande ligação dos bancos Portugueses com o mundo Lusófono e com África em particular.

INCENTIVAR O EMPREENDEDORISMO PELA REFORMA DAS LEIS DA BANCARROTA. Conforme referimos, reduzir a participação directa do governo na economia, como proprietário, implica o estabelecimento prévio de um ecossistema de actores que possa fazer o trabalho de que a sociedade precisa. Reduzir o perfil social do Estado deveria significar ao aumento da relevância das empresas e de outras instituições.

Um grande obstáculo para o estabelecimento de tais instituições é a aversão pessoal ao risco, isto é, o receio de que novos negócios não resultem, deixando dívidas logo à nascença. Em Portugal e em muitos outros países tais dívidas são normalmente da responsabilidade pessoal dos fundadores da empresa. Tendo em conta que a empresa faliu e que a dívida está provavelmente a acumular juros, essas dívidas não são facilmente amortizadas pelos fundadores. Sabendo isto, os portugueses são racionalmente relutante no que diz respeito à criação de novas empresas, temem assumir o risco.

QUANDO NOVAS INSTITUIÇÕES SÃO NECESSÁRIAS PARA DESEMPENHAR AS FUNÇÕES DO ESTADO, É PARTICULARMENTE NECESSÁRIO ENCORAJAR AS PESSOAS A ASSUMIREM UM POUCO DE RISCO, A COMEÇAREM ALGO DE NOVO

É fácil tratar este assunto como se fosse um problema legal. As leis das empresas e da bancarrota deviam ser compreendidas como menos comprometedoras para com os fundadores das empresas. Em geral, os investidores exteriores ao negócio deveriam esperar não ser ressarcidos em caso de falência da empresa, e não lhes ser dada a possibilidade de atormentar as vidas das pessoas que arriscaram. Por outras palavras, o objectivo das leis de bancarrota e das leis das empresas deve ser encorajar a assumpção razoável de riscos.

Não há nenhum impedimento moral. Um investidor é pago para suportar o risco, incluindo o risco de falência de uma empresa. É portanto importante para os investidores avaliarem adequadamente o risco. Ideias arriscadas deviam receber financiamento a um preço mais elevado, ou nenhum financiamento. Na mesma linha, caso essas ideias não conseguissem financiamento a um juro razoável os empresários poderiam deduzir que as suas ideias não eram convincentes, e talvez precisassem de ser mais trabalhadas. Nada disto acontece se ninguém arrisca nada.

Colectivamente, se as pessoas apenas trabalham para instituições já estabelecidas, é difícil haver inovação na sociedade como um todo, para que haja mudança e renovação. É difícil crescer. Nas circunstâncias actuais, quando novas instituições são necessárias para desempenhar as funções do Estado cuja capacidade de prestação de serviços virá provavelmente a diminuir, é particularmente necessário encorajar as pessoas a assumirem um pouco de risco, a começarem algo de novo. O caminho mais fácil para o fazer é garantir às pessoas que se os seus planos não resultarem – o que acontece muitas vezes sem que ninguém tenha culpa – então a vida continua.

Conforme sugerido no debate sobre a partilha dos sacrifícios uma postura algo mais branda com respeito à cobrança da dívida é do interesse dos credores. É melhor ser um banqueiro ou outro investidor num ambiente de negócios dinâmico, com as inevitáveis perdas ocasionais, do que perseguir um devedores de alguns pontos base numa economia moribunda.

INCENTIVAR O DESENVOLVIMENTO DE UMA CULTURA DE NEGÓCIOS ATRAVÉS DA REFORMA DAS LEIS. A ideia de que o sistema judicial português é terrivelmente lento e de que precisa de ser reformado não é nova. É claro que os litigantes não gostam de gastar muito tempo e dinheiro tentando resolver os seus diferendos, isto é pouco eficiente em quase todos os sentidos da palavra.

Dito isto, o motivo pelo qual é necessária a reforma do sistema judicial para fins de política económica é bastante diferente. A prática jurídica, apoiada num sistema jurídico que funcione, é uma das formas básicas de desenvolvimento de uma cultura de negócio na sociedade e em particular de adaptação à mudança.

Suponha-se, como exemplo relevante, que se pretende promover a inovação tecnológica, a maior parte da qual é feita por pessoas que são ao mesmo tempo professores, investigadores, inventores, que trabalham em diferentes instituições. Como deve ser definida a propriedade intelectual, registada, comercializada, e posta à disposição neste enquadramento? A resposta é, claro, um sistema de contrato – um regime de licenciamento. Estes regimes não são produzidos pela activi-



dade governamental mas pela negociação “privada”, apoiada pelo sistema judicial. Como se tem vindo a tentar demonstrar neste ensaio, porém, os mercados não são nunca apenas privados; a prática social colectiva de licenciamento disponibiliza um enquadramento no qual a propriedade intelectual pode ser comercializada de modo atraente para o capital, e assim pode ser desenvolvida como prioridade.

A questão essencial é que os tribunais ajudem as sociedades a dominar as suas energias para produzirem uma tradição pública (uma jurisprudência) que, por seu turno, crie confiança de que depende a actividade económica. Tudo isto é conseguido com um esforço mínimo do Estado que normalmente apenas paga os custos de funcionamento do sistema judicial.

ABERTO AO MUNDO. Como já foi sugerido a sociedade portuguesa está a envelhecer e a demografia impõe sérios constrangimentos ao crescimento. Um forma fácil de diminuir o envelhecimento da nação - e de tomar conta da população envelhecida - é encorajar a imigração. Os Estados Unidos são, na verdade, uma nação de imigrantes. E, especialmente nos últimos anos, nos Estados Unidos apesar de todas as dificuldades a imigração conseguiu manter a idade média da população relativamente baixa. Isto fez uma enorme diferença para a população mais velha, e para a economia como um todo.

Em particular em comparação com outros países europeus, muitos dos quais receiam a imigração, Portugal tem uma longa história de imigração, emigração e regressos. Esta tradição devia servir como base para uma renovação do compromisso com a mobilidade, num esforço de criar um mercado de trabalho mais dinâmico. O século XVI não voltará, mas Portugal devia revitalizar as suas concepções de si mesmo como uma nação de descobridores e aventureiros, recebendo trabalhadores de outros países e negociando a nível global.

A competitividade internacional pode ser reduzida devido à fragilidade do sistema educativo. A minha visão é que em Portugal, tal como em muitas sociedades, este não é um problema para as elites mas sim para as classes mais alargadas de gestores, empreendedores e trabalhadores especializados. Deve ser dada atenção especial ao ensino do inglês, o idioma para o comércio internacional. Enquanto as elites portuguesas falam inglês fluentemente, a questão é saber até que ponto os portugueses conseguem estabelecer relações comerciais em inglês. Uma vez que Portugal está muito empenhado em revitalizar a sua actividade exportadora, é fundamental aumentar a competência em inglês.

REFORÇAR O DIÁLOGO EUROPEU. A resposta europeia a esta crise continua a ser demasiado optimista. As dificuldades maiores na arquitectura financeira europeia ainda não foram enfrentadas. A abordagem oficial é que, embora a União Monetária fosse virtualmente positiva, existiram na prática alguns problemas com a sua implementação. De um modo mais técnico, parece pretender-se que a responsabilidade fiscal entre os Estados-Membros como Portugal será reforçada e portanto os spreads da dívida serão muito, muito baixos. O génio regressará à sua lâmpada. De facto.

Parece muito mais provável que, no futuro previsível, a dívida soberana - e mais abrangentemente, o capital de desenvolvimento - será mais cara em Portugal do que na

Alemanha, por razões óbvias. Isto não é de todo uma coisa má. Portugal é um País diferente, com as suas próprias dificuldades, problemas e oportunidades. A questão estrutural que se coloca àqueles que se preocupam com o projecto Europeu é como lidar com o facto de que surgiram diferenças entre as economias dos diferentes Estados-Membros como parece inevitável por razões históricas, culturais, demográficas, políticas, etc. Analisar esta questão ficará para outro dia pois este texto já vai longo demais.

Os Portugueses devem lembrar-se que têm muito para oferecer à Europa. Portugal deve desempenhar um papel importante nas negociações para que a Europa aprenda a incluir e a não negar as suas diferenças estruturais. Com toda a confiança, entendemos que Portugal deve acreditar mais em si próprio, tornando-se assim mais credível para os mercados.

Portugal deve acreditar e fazer os outros acreditar que não está simplesmente a ser manipulado pela Troika e pelas nações credoras do norte da Europa, que está a construir novas relações comerciais, desbravando novos mercados, uma nova economia política e assim se renovando. Que nos sintamos orgulhosos deste tempo de renovação.

CONCLUSÃO. Estas são apenas ideias que têm o valor que as ideias têm. Algumas não são exequíveis e pode haver certamente ideias melhores. Mas o que estou a tentar apresentar é uma concepção mais flexível da estrutura da Economia Portuguesa e de toda a Zona Euro, composta por entidades mais autónomas em que o Governo tenha um papel menos preponderante em que a dívida soberana não constitua um vector de risco sistémico. Espero poder vir a encontrar em Portugal e na Europa em geral mais instituições socialmente importantes e mais interligadas.

Uma rede mais rica e mais autónoma de negócios e instituições pagará mais impostos e contribuirá para o crescimento. Para financiar o seu crescimento, estas instituições poderiam procurar financiamentos e não no governo. As empresas falidas seriam liquidadas sem grande pena (nem tudo resulta) dando lugar a novos negócios. A confiança seria restaurada se o Estado tivesse menos obrigações directas, um imposto base baixo e emitisse dívida em quantidades prudentes.

O quadro resultante é o de um país antigo com uma jovem economia diversificada, robusta e dinâmica, com ligações à Europa e ao resto do Mundo também. Parece não deturpar a linha Histórica de orientação deste país que é visto com simpatia por este estrangeiro que se sente muito honrado em ter sido convidado. ::

Estou grato a Vitor Gaspar as extensas conversas que tivemos, ao longo dos últimos anos, sobre o funcionamento e o significado dos mercados financeiros para a sociedade Portuguesa e para o projecto Europeu. Agradeço também aos funcionários dos serviços de estrangeiros e ao staff da Embaixada dos Estados Unidos em Portugal, por tornarem esta viagem possível. Finalmente, gostaria de agradecer a muitos portugueses - de muitos percursos da minha vida e, na verdade, demasiado numerosos para agradecer individualmente - que me ensinaram tanto sobre a situação que aqui apresento.