

Portugal depois da Saída do Programa

Portugal foi empurrado para a solicitação de auxílio financeiro externo pela acumulação de desequilíbrios, cuja correção constituía o principal objetivo do programa de ajustamento. Ao longo de três anos, os défices das contas públicas e externas foram significativamente corrigidos e a estabilidade do sistema bancário reforçada. Em maio de 2014, Portugal deixou de estar sujeito ao escrutínio trimestral do Fundo Monetário Internacional (FMI), Comissão Europeia (CE) e Banco Central Europeu (BCE) para se encontrar sob vigilância pós-programa, a qual envolve visitas semestrais de equipas destes três organismos. Estas reuniões perderam a natureza e capacidade interveniente na definição de medidas. Contudo, a publicação dos relatórios que as acompanham revelam-se pertinentes para a análise da economia portuguesa. No decurso da primeira visita, é enfatizada a necessidade de consolidação dos progressos alcançados com o aprofundamento dos esforços corretivos com vista ao enraizamento da consolidação de saldos primários (despesas deduzidas de juros – receitas) orçamentais e de avanços na frente externa, com vista a assegurar redução do endividamento global da economia e acelerar a expansão económica. (Ver gráfico 1)

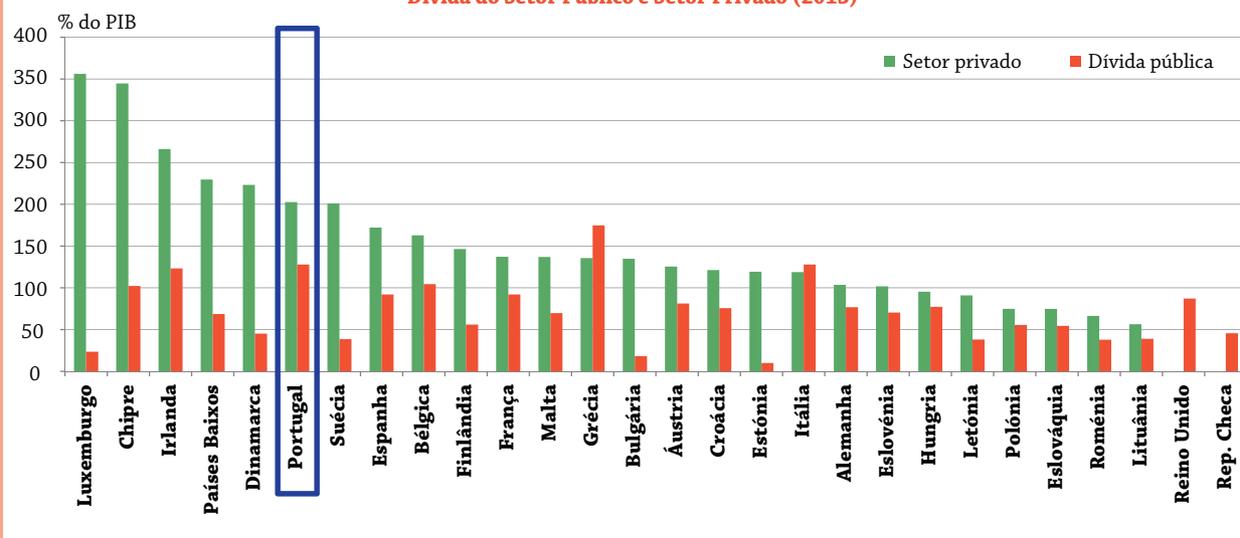
O principal desiderato para a sedimentação da correção dos desequilíbrios identificados é o incremento do crescimento potencial nacional. Recorde-se que, entre 2004 e 2013, o produto interno bruto (PIB) português cresceu em termos médios reais cerca de $-0,07\%$. As reformas introduzidas no mercado de trabalho e nos mercados de produtos e serviços deverão elevar este patamar de crescimento para valores próximos de 2% . Contudo, não basta que o crescimento real se amplie, é igualmente relevante que a economia consiga atingir alguma inflação, embora moderada.

Como pode Portugal atingir ritmos de crescimento mais saudáveis e sustentáveis com o endividamento público na vizinhança de 128% do PIB e a dívida do setor privado superior a 200% do PIB? Nos últimos anos, conseguiu-se estancar o fluxo, contendo os défices públicos e externos, mas os progressos de redução da dívida foram tímidos e, basicamente, circunscreveram-se às famílias e às pequenas e médias empresas. A tendência declinante do *stock* de dívida é apenas conseguida através de excedentes públicos superiores a $2,5\%$. Ora, no último quartel, Portugal conseguiu registar saldos públicos primários superiores a $2,5\%$ somente em três ocasiões (1988, 1989 e 1992). Apesar dos recentes esforços de reequilíbrio das contas públicas, em 2013, o excedente primário fixou-se em $0,1\%$ do PIB, em 2014 em $0,3\%$ e, em 2015, encontra-se projetado para $2,2\%$. Como o Documento



Cristina Casalinho*

Gráfico 1
Dívida do Setor Público e Setor Privado (2013)



Fonte: Eurostat.

de Estratégia Orçamental publicado em Abril de 2014 ilustra, a concretização de superávites públicos nos próximos anos, a despeito da considerável ajuda proporcionada pela reanimação económica no que respeita à receita fiscal e decréscimo das despesas sociais, exige mais avanços na contenção da despesa pública, designadamente nas duas principais rubricas: compensação com trabalhadores e prestações sociais, que correspondem a 65% da despesa total da Administração Central. Saliente-se que a fatura de juros ascende a 10% do total da despesa pública.

As reformas estruturais, concretamente as destinadas ao mercado de trabalho e aos mercados de produtos e serviços, tiveram como principal preocupação assegurar maior mobilidade dos fatores de produção, permitindo que trabalhadores desempregados encontrassem o melhor posto de trabalho para as suas qualificações e que o capital desocupado por motivos de falência pudesse rapidamente descobrir novas utilizações. Deste modo, o hiato produtivo gerado pelo ajustamento da economia seria o menos prolongado e profundo possível. Evitando períodos demorados de desocupação de recursos, amplia-se o crescimento, porque se combate a sua rápida obsolescência quando inutilizado. É verdade que a economia defrontou um processo de limpeza, sucumbindo empresas pouco rentáveis e emergindo outras com maior potencial. Por outro lado, o crédito deixou de fluir para os setores mais endividados e mais dependentes do mercado doméstico. Embora seja ainda cedo para



aferir o grau de sucesso do mecanismo de regeneração do tecido empresarial, analisando o comportamento das contas das empresas, segundo dados do Banco de Portugal, constata-se que a rentabilidade média apresenta aumentos débeis. Observa-se, nas maiores empresas, um desempenho em termos de recuperação de rentabilidade mais promissor que nas PME. Registam-se sinais de alguma melhoria da saúde das empresas, mas ainda está por comprovar a sua capacidade de geração de meios libertos ou resultados retidos para financiar novos investimentos e/ou redução da carga de dívida. Apenas esta capacidade e/ou a possibilidade de atração de investimento direto estrangeiro poderão assegurar a continuação da expansão económica assente em procura externa por via de ampliação da oferta orientada para mercados fora de portas. O mercado doméstico parece revelar parco potencial de crescimento, na medida em que, por razões de consolidação de ganhos de competitividade, necessidade de controlo orçamental e serviço da dívida, os rendimentos das famílias encontram-se estrangidos, a despesa pública exige contenção e o investimento privado observa limitações impostas pela estrutura de capitais/financiamento, entre outros.

A envolvente europeia, na medida em que evoluir no sentido de maior apoio entre Estados-membros, desempenhando o BCE um papel charneira na criação de condições favoráveis ao refinanciamento de Estados e

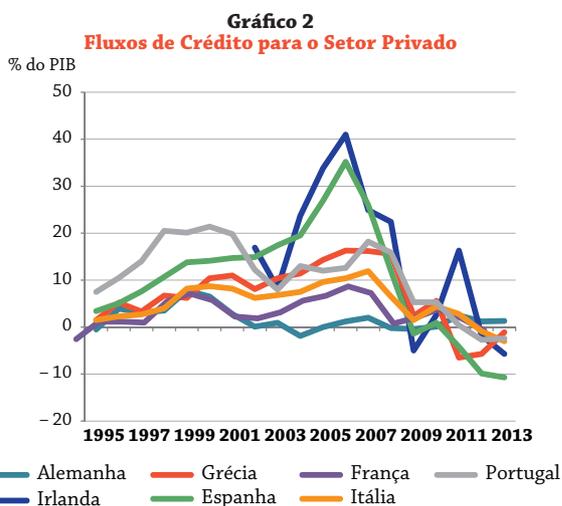
empresas, deverá ser propícia à retoma portuguesa. Para além da diminuição dos efeitos de fragmentação dos mercados de crédito, as taxas de juro da dívida pública e do setor privado poderão ainda beneficiar de melhoria de notação de crédito, de alargamento da base de investidores, de diversificação de instrumentos de financiamento e de alongamento de maturidades.

A estabilidade financeira, a despeito do choque que abalou o sistema pela aplicação da medida de resolução ao BES, foi assegurada. Com efeito, o nível de alavancagem dos bancos portugueses encolheu significativamente e a estrutura de capitais foi fortemente reforçada. Presentemente, os rácios de adequação de capital superam significativamente os mínimos exigidos regulamentarmente. Acresce que, dos bancos nacionais sujeitos à avaliação do BCE, apenas um não superou os testes de resistência no cenário mais adverso, tendo todos ultrapassado com sucesso o escrutínio da qualidade dos ativos. A despeito dos reconhecidos progressos observados, o sistema bancário não se encontra isento de desafios. Dada a continuação da desalavancagem da economia,

a dimensão das carteiras-legado, que oferecem reduzida remuneração, e a necessidade de melhoria da rentabilidade, como podem as instituições financeiras constituir uma força de mudança e de dinamização da economia portuguesa? Nos próximos anos, estas entidades permanecerão empenhadas no controlo de custos, em melho-

“[...] a economia defrontou um processo de limpeza, sucumbindo empresas pouco rendíveis e emergindo outras com maior potencial.”





Fonte: Eurostat.

“[...] a disponibilidade de meios para afetar a novas iniciativas empresariais dependerá da mobilização dos bancos e do aparecimento de novas instituições financeiras [...]”

rias na gestão de risco, no fortalecimento da estrutura de capital, no aumento da rentabilidade e em navegar através da aplicação da nova regulação bancária. Em virtude de o crédito bancário ser a fonte de financiamento prevalecte na economia portuguesa, a disponibilidade de meios para afetar a novas iniciativas empresariais dependerá da mobilização dos bancos existentes e do aparecimento de novas instituições financeiras interessadas em ocupar o lugar deixado vago pelos bancos no desempenho desta função. (Ver gráfico 2)

A economia portuguesa registou importantes progressos no reequilíbrio dos seus maiores desajustamentos. Não obstante, encontra-se por percorrer algum caminho no sentido de assegurar a correção permanente dos desequilíbrios e garantir a aceleração do crescimento potencial. Por outro lado, o duplo desafio de refinanciamento e redução da elevada dívida pública e privada está por conquistar definitivamente, apesar dos avanços na sua estabilização. ■

*Economista.