



A DÍVIDA PAGA-SE SEMPRE¹

Teodora Cardoso

As Duas Faces da Dívida

Usada com moderação e sentido do risco, a dívida é um factor de desenvolvimento e promove o bem-estar. Usada em excesso conduz ao desastre. A dívida permite às empresas investir, aos indivíduos alisar o nível de consumo ao longo da vida e aos Estados financiar infraestruturas e estabilizar as economias. Usada em excesso, porém, conduz à ruína financeira e impede o Estado de proporcionar estabilidade e serviços essenciais aos seus cidadãos. Mas como definir a fronteira entre a moderação e o excesso, em particular no caso do Estado? Sendo a dívida, por definição, uma ponte entre o presente e o futuro, tudo depende da avaliação do risco, das responsabilidades relativas dos devedores e dos credores e da correspondente penalização.

A ortodoxia financeira estabeleceu há muito um conjunto de princípios. Risco alto ou difícil de avaliar implica um custo elevado e um prazo de financiamento curto. À medida que o risco baixa e a capacidade de o avaliar sobe, o custo baixa e os prazos alongam-se. Esta avaliação, feita pelos credores, é uma determinante do nível de procura por parte dos devedores, a quem compete comparar o custo do financiamento com o ganho que esperam obter com a sua utilização e com a capacidade de gerar, no prazo fixado, o rendimento necessário ao serviço da dívida. Este simples enunciado continua a ser uma das bases para a boa gestão da dívida, embora insuficiente quando nos defrontamos com a complexidade que os instrumentos e os mercados financeiros adquiriram ao longo do tempo.

A Dívida Paga-se Sempre

Outro fundamento em que assenta essa boa gestão é a certeza de que, de uma forma ou outra, a dívida paga-se sempre. Este é um princípio que, no caso das empresas e do Estado, se aplica a cada empréstimo, não necessariamente ao stock da dívida. Se esta for contratada com prudência, se o ganho esperado se concretizar, se a dívida for servida com regularidade e se a conjuntura financeira for estável, à liquidação de um empréstimo liga-se a contratação de outro(s). A viabilidade desta e as suas condições dependem,

¹ Texto a publicar em *O Economista* 2014.

porém, de um conjunto de circunstâncias que só em parte dependem do devedor. Em particular, o grau de estabilidade económica e financeira global é essencial para garantir boas condições de (re)financiamento, o que justifica a importância que lhe é atribuída pelos Estados e pelos organismos internacionais, nem sempre com êxito, como a crise financeira recente provou.

O risco de agravamento do clima financeiro é, por consequência, um dos elementos a ter em conta na gestão da dívida e na prudência da respectiva contratação. Os outros têm a ver com a própria capacidade de a servir com regularidade. No caso de um Estado, esta implica a existência de espaço orçamental, não só para acomodar esse serviço (incluindo os riscos inerentes à conjuntura financeira internacional), mas também para lhe permitir pôr em prática medidas de estabilização conjuntural, acomodando o funcionamento dos “estabilizadores automáticos”, ou seja, a cobertura da quebra de receitas fiscais e dos custos com o desemprego em períodos de crise, para reganhar esse espaço nos períodos de conjuntura favorável.

Quando essa prudência não é respeitada, o stock de dívida pode, ainda assim, continuar a crescer durante algum tempo. Esse é sobretudo o caso quando os mercados financeiros consideram o crédito como de baixo risco, não em função do desempenho económico ou orçamental do devedor, mas porque confiam numa garantia, implícita ou explícita, do banco central. Este foi o subentendido que conduziu à crise das dívidas soberanas da área do euro e ilustra bem a assimetria entre a avaliação do risco pelo credor e pelo devedor, obrigando este a ter em conta outros custos, para além da taxa de juro. Ou seja, para o devedor, trata-se de perceber quais os custos que a incapacidade de servir a dívida acarreta.

As Diferentes Formas de “Pagar” a Dívida

No caso de um resgate, esses custos traduzem-se na exigência de adopção de um programa de ajustamento, tanto mais penoso quanto menos as instituições nacionais se mostrarem capazes de corrigir os princípios e as práticas que conduziram à insolvência.

No caso da intervenção do banco central, no contexto da área do euro, ela aproxima-se da situação do resgate. Com moeda própria – e quando o espaço orçamental está esgotado e a dívida é denominada em moeda estrangeira – ela implica a desvalorização cambial e as correspondentes inflação, quebra dos salários reais e aumento da carga fiscal: na verdade custos idênticos aos de um resgate, apenas encobertos pela ilusão monetária.

Finalmente, o repúdio das condições em que a dívida foi contratada conduz directamente à perda de confiança por parte dos investidores sérios e prudentes, passando o financiamento a depender dos predadores especializados em tirar partido da indisciplina financeira. Evitá-los, nesse contexto, só é possível eliminando qualquer necessidade de recurso à dívida, mas não pode imaginar-se um grau de austeridade superior ao que tal objectivo implica.

As Opções para Portugal

Portugal continua a precisar de recorrer a capitais externos para desenvolver investimentos dirigidos ao mercado internacional, capazes de criar emprego estável e produtivo e de gerar o rendimento necessário para que o país possa cumprir as responsabilidades que contraiu para com os seus cidadãos, os seus parceiros e os seus credores. Para recuperar condições de financiamento favoráveis, esse recurso deve, ao contrário do que frequentemente sucedeu no passado, ser altamente selectivo e inserido num quadro de política económica capaz de assegurar uma economia mais produtiva e melhor emprego, não numa perspectiva de curto prazo, ou de ciclo político, mas como forma de garantir sustentavelmente o modelo de bem-estar social que o país deseja. Para o conseguir tem, além disso, de adoptar um modelo de gestão financeira pública que ponha termo às práticas que conduziram à situação presente. A reforma do processo orçamental é um passo essencial nesse sentido.

A construção desse quadro de política económica e das bases institucionais que garantam uma gestão financeira prudente e estável é o fundamento em que pode assentar a melhoria do bem-estar dos cidadãos, a autonomia de decisão política e, em resultado disso, a sustentabilidade da dívida e a capacidade de acesso aos mercados financeiros em condições favoráveis. Pelo contrário, erigir em prioridade política a “reestruturação” da dívida pública, apenas evidenciaria a falta de capacidade/vontade de consensualizar um programa desse tipo. A ausência deste implicaria manter formas de governo assentes em intervenções de curto prazo, que procuram redistribuir o que não se produz e, por isso, implicam transferir os custos para o exterior e para as gerações futuras. Quando a capacidade de tal transferência se esgotou, daí apenas resulta a manutenção da instabilidade e dos sacrifícios sem esperança de proveito.

Portugal acumulou ao longo dos anos um importante investimento em infraestruturas e em capital humano. Ele acabou, no entanto, por ser visto como uma forma de protecção contra um enquadramento externo crescentemente exigente, acentuando a dependência da actividade económica com respeito às despesas públicas e tornando-se num fim em si mesmo e não no meio para a construção de uma economia competitiva, capaz de o rendibilizar. É a essa construção que o país tem agora de dedicar-se, o que exigirá um período de ajustamento longo, mas certamente menos longo e mais profícuo do que a ilusão de resultados imediatos.

Julho 2014