

O INVESTIMENTO NO CONTEXTO DA DÍVIDA PÚBLICA

Teodora Cardoso¹

A história portuguesa com respeito ao investimento no contexto da dívida pública tem muito a ensinar-nos. As décadas que se seguiram à integração na UE é particularmente rica, em aspetos tanto positivos, como negativos. A carência de infraestruturas que caracterizava o país aquando da adesão e o acesso a financiamento que ela proporcionou atribuíram uma enorme importância ao investimento público no período de desenvolvimento que se lhe seguiu. Porém, também mostrou que, embora sendo uma condição necessária de desenvolvimento, ele está longe de ser uma condição suficiente. O investimento em infraestruturas é um elemento chave de uma estratégia de competitividade e de desenvolvimento do território, mas não pode, por si só, substituir-se a essa estratégia.

O mesmo se aplica ao investimento privado. Sendo o motor por excelência do crescimento e do emprego, para desempenhar tal papel é necessário que, em condições de mercado, gere o rendimento necessário à sua própria reposição. Por outras palavras, é necessário que remunere os fatores produtivos – trabalho e capital – que usa. O investimento imobiliário é um caso especial a este respeito, dependendo a sua rentabilidade da evolução da situação económica geral e de fatores específicos do mercado, que podem ser de natureza real (excesso de oferta ou procura no mercado) ou financeira.

Em qualquer caso, o investimento é sempre uma aposta no futuro. Supõe uma previsão cuidada e abrangente do mercado e da situação, da política económica e da envolvente externa do país onde se localiza. Como tal envolve riscos que cada projeto deve cuidadosamente avaliar. Um papel importante nessa avaliação cabe aos mercados financeiros, que normalmente fornecem uma parcela importante dos fundos necessários à sua concretização, através de capital de risco e/ou de dívida.

Na Europa, e ainda em maior escala em Portugal e no caso do investimento público, o financiamento do investimento recorre primordialmente à dívida. O custo desta depende da política monetária e das condições nos mercados financeiros, só indiretamente refletindo a rentabilidade ou o risco do projeto. No caso da dívida pública, o seu custo reflete o risco atribuído pelos mercados à solvabilidade do país, um elemento que, como a experiência mostra, pode envolver uma grande volatilidade. As expectativas com respeito aos mercados financeiros têm, por isso, de ser tidas em conta na avaliação do investimento. Nomeadamente, esta não pode confiar simplesmente no nível vigente das taxas de juro, mas tem de considerar a evolução da política monetária, assim como o nível de endividamento da

¹ Texto apresentado no Colóquio Internacional *Que futuro para a cidadania financeira pública?*, Lisboa, Palácio Foz, 26 de junho de 2015. Agradeço ao Prof. Rui Nuno Baleiras ter procedido à apresentação, suprimindo a minha impossibilidade temporária.

entidade investidora, de que depende a sua vulnerabilidade à alteração das taxas de juro e à situação dos mercados.

Daí resulta a necessidade de ter em conta, na avaliação dos projetos de investimento, não só o seu efeito previsto, mas também as condições de financiamento prevalecentes e as expectativas da sua evolução, que podem alterar significativamente os resultados que dele se esperam. Na primeira década deste século, duas circunstâncias concorreram para distorcer essa avaliação, a nível internacional e da área do euro.

No plano internacional, o período de euforia que se observou até ao eclodir da crise financeira conduziu a uma generalizada subavaliação dos riscos, a que viria a suceder-se, como habitualmente, um período de grande prudência, em paralelo com uma fase de turbulência financeira e de necessidade de repensar os próprios mecanismos reguladores do sistema financeiro, fase essa ainda não concluída.

No contexto da área do euro, a enorme transformação das condições de financiamento que dela adveio para as economias com uma tradição de elevada instabilidade – e correspondentes custos de financiamento – aliou-se ao período de euforia internacional para subestimar os riscos do endividamento. A inovação financeira, a crença em que o risco ou desaparecera, ou passara a estar detido por aqueles que tinham apetite e condições para tal, assim como o desejo de rapidamente alcançar a convergência real com os países mais prósperos da área tornaram-se numa tentação dificilmente resistível de irresponsabilidade financeira, partilhada por devedores e credores. Na prática, só países que tinham conhecido crises financeiras graves na década anterior provaram ser capazes de resistir-lhe, nomeadamente mantendo sob controlo os rácios de dívida pública.

Daqui resultam conclusões importantes:

- A primeira ensina que os mercados financeiros nunca foram e continuarão a não ser estáveis. A regulação e a política monetária continuarão a procurar minorar essa instabilidade, mas as tecnologias e os “animal spirits” continuarão a produzi-la. Contrair dívida, pública ou privada, continuará, por isso, a exigir que não se avalie apenas a sua acessibilidade momentânea.
- Em segundo lugar, no que se refere à dívida pública, é indispensável que a política orçamental se submeta a um rigoroso enquadramento de médio prazo e à preocupação de assegurar a sua sustentabilidade.
- A terceira conclusão diz-nos que o crescimento económico e a convergência real não se obtêm a curto prazo, por recurso à dívida. Pelo contrário, fazê-los assentar excessivamente nesta leva ao malogro desses objetivos, destruindo a confiança, tanto dos investidores como dos consumidores, e conduzindo à estagnação da economia.

À semelhança do que se verificou nos países que sofreram crises financeiras devastadoras, Portugal já mostrou ter condições, dentro da UE e da área do euro, para entrar num período sustentado de crescimento. Para o conseguir, não poderá, contudo, esquecer as lições da crise, tal como não poderá encarar o investimento público como um instrumento de gestão da economia no curto prazo. Não só falta ao país o espaço orçamental para o fazer, como esse não é o horizonte apropriado às decisões de investimento e à sua concretização. O principal problema da economia portuguesa é o crescimento assente na produtividade e na competitividade. É com esse fim que os fundos externos e as condições financeiras favoráveis devem ser aproveitadas, não para estimular uma retoma a curto prazo que reforça, em vez de corrigir, o mau aproveitamento das capacidades do país e deixa como legado um fardo de dívida cada vez mais insuportável.

Teodora Cardoso

Junho de 2015