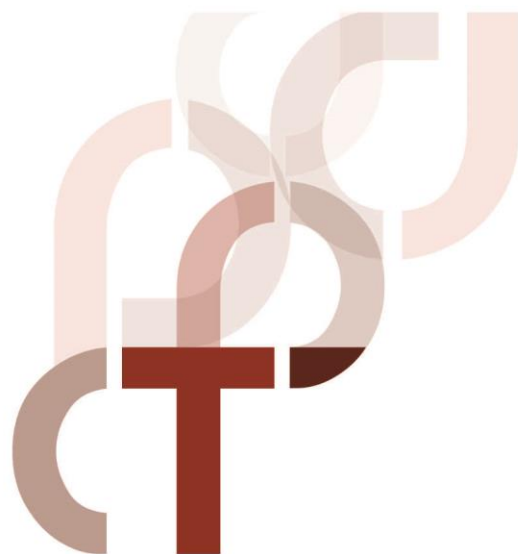


***Investimento, poupança e
competitividade:
os três pilares do crescimento***



Publicação ocasional n.º 1/2017

Teodora Cardoso

Março de 2017

A série "Publicação Ocasional" divulga textos esporádicos sobre qualquer tema relacionado com a missão e as atribuições do Conselho das Finanças Públicas. Trata-se de trabalhos aprovados pelo Conselho Superior e assinados pelos autores

INVESTIMENTO, POUPANÇA E COMPETITIVIDADE: OS TRÊS PILARES DO CRESCIMENTO¹

O investimento – tecnicamente, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) – é importante porque aumenta a capacidade produtiva, o emprego e o rendimento do país. Mas investir implica desviar do consumo uma parte da produção. Em macroeconomia, isto traduz-se na igualdade entre poupança e investimento ($S=I$). Quer dizer que o investimento envolve uma opção entre consumir agora ou no futuro. Essa opção tem um custo: a taxa de juro.

Em termos financeiros, o investimento implica financiamento. Para ser rentável o investimento tem de remunerar o capital investido. Para isso é preciso que a produção a que dá origem tenha mercado e origine o rendimento necessário para assegurar essa remuneração. Para ter mercado, a produção tem que ser competitiva: no preço, na qualidade e/ou na inovação.

Este princípio aplica-se também ao investimento público. O sector público dispõe geralmente de melhores condições de financiamento, associadas ao menor risco que representa. Pode, por isso, investir a longo prazo em áreas cuja produção não se destina ao mercado – educação, saúde, infraestruturas – mas esse investimento deve contribuir para rendibilizar os recursos do país, tornando-o mais atrativo para investimentos destinados a aumentar a capacidade produtiva do país.

A igualdade poupança/investimento não se aplica, portanto, apenas ao sector privado: numa economia fechada (ou com acesso limitado ao financiamento externo), se no Estado o investimento exceder a poupança, gerando uma poupança financeira ($S_F = S-I$) negativa, será necessário que o sector privado gere uma poupança financeira positiva. Porém, numa economia aberta com fácil acesso ao financiamento externo, existe um grau de liberdade adicional: a S_F interna pode ser negativa, financiada por fundos do exterior, ou seja, uma poupança externa positiva, que corresponde a um saldo negativo da balança corrente com o exterior cujo financiamento assume três formas principais: redução de reservas, investimento direto e dívida.

Em Portugal, desde 1973 até 2013, a FBCF total excedeu sempre a poupança. O sector público apresentou, além disso, normalmente uma poupança bruta negativa (grosso modo correspondente ao défice corrente das administrações públicas) [gráfico 1]. Paralelamente observa-se até 2013 um défice sistemático da balança corrente com o exterior financiado principalmente por dívida e apenas numa pequena parte por investimento direto estrangeiro [gráfico 2].

Atendendo ao atraso económico e social que ainda caracterizava o país em 1974, à inexistência de recursos naturais que pudessem financiar o investimento e ao choque da subida do preço do petróleo e das matérias-primas em 1973 (que, no caso do primeiro, se repetiria em 1979/80), o

¹ Texto apresentado na Conferência “Investimento em Portugal” que teve lugar na Fundação Calouste Gulbenkian em 15 de Março de 2017.

excesso de investimento sobre a poupança interna tornava-se praticamente inevitável e mesmo uma condição de desenvolvimento da economia. Como tal foi assumido, tanto interna como externamente. Internamente, contudo, este consenso tornou-se na base de uma estratégia – que se tornaria dominante – que consistia em utilizar essa folga para financiar um forte estímulo à procura interna através do aumento de salários e das despesas públicas. Daí deveria resultar a procura necessária para incentivar o investimento, a criação de emprego e o rendimento que viria a gerar a poupança necessária para repor o equilíbrio macroeconómico.

Ao desprezar a competitividade da economia, fortemente dependente do nível de salários, esta opção teve como consequência a quebra do retorno do investimento nos sectores transaccionáveis. Numa pequena economia aberta e no contexto de uma grave crise internacional, a tentativa de a compensar pelo aumento da procura interna só podia levar ao agravamento do défice externo, com o crescimento das importações a absorver a maior parte do estímulo. Assim esta estratégia tinha como limite a disponibilidade de financiamento externo. A quebra de retorno do investimento implicava, por seu turno, que esse financiamento teria que resultar da contração de dívida.

A limitada capacidade de endividamento levou a que, até à integração na UE, o retorno do investimento nos sectores transaccionáveis fosse assegurado pela desvalorização cambial. Acompanhada do financiamento monetário dos défices orçamentais, esta implicava um nível de inflação elevado que, por um lado, eliminava o estímulo nominal do aumento de salários e, por outro, exigia um forte controlo do crédito interno ao sector privado, através de taxas de juro nominais elevadas, acompanhadas de controlo quantitativo do crédito. O sistema, totalmente administrado, era instável e, embora favorável à rendibilidade do sector exportador, condicionava fortemente o financiamento do investimento. O país passou, assim, por uma fase caracterizada pela instabilidade macroeconómica e pela desaceleração do crescimento económico, implicando o recurso a programas de estabilização associados a condições crescentemente exigentes, tornadas necessárias pelo agravamento dos défices externos, agora ligados, em larga medida, à fraqueza da poupança interna.

A estratégia alternativa afirmar-se-ia na sequência da adesão à UE e passou a dar maior atenção aos problemas de competitividade dos salários, nomeadamente pela preocupação em evitar que estes crescessem acima da produtividade. Paralelamente, as reformas institucionais empreendidas e a nova folga financeira, que permitiu financiar indispensáveis investimentos em infraestruturas e capital humano, conduziram a um período de crescimento simultâneo da produtividade e do emprego [gráficos 3 e 4]. Embora sem eliminar o défice de poupança interna, devido ao forte estímulo ao investimento, os sectores transaccionáveis – em especial o sector exportador – conheceram uma fase muito favorável, sobretudo resultante da abertura do mercado espanhol e da eliminação das restrições de acesso aos mercados europeus impostas pelo ainda vigente Acordo Multifibras.

Contudo, à bem sucedida adesão de Portugal à UE, não tardaria a seguir-se um choque particularmente grave para a competitividade nacional. Este resultaria da abertura ao comércio internacional das economias do Leste europeu, com significativas vantagens competitivas relativamente a

Portugal, traduzidas em níveis de produtividade semelhantes com salários muito inferiores [gráfico 3]. Dessa alteração da envolvente externa resultou que a condicionante de financiamento se viu novamente superada pela da redução do retorno do investimento nos sectores transacionáveis. Nessas circunstâncias, deixava de tratar-se apenas de um problema de acrescer a poupança disponível para financiar o aumento da capacidade produtiva existente. Passava antes a ser necessário assegurar o aumento do retorno dos investimentos nos sectores transacionáveis, para o que não bastava um crescimento dos salários em paralelo com a produtividade.

O desvio dos custos salariais relativamente aos novos concorrentes tinha como consequência que repor a competitividade apenas mediante o corte de salários ou a desvalorização cambial implicasse um nível de desvalorização real do escudo que aproximasse os preços internacionais das exportações portuguesas ao desses países, o que exigiria uma insuportável quebra real dos salários em Portugal. A forma de evitar consistia em tirar partido do ajustamento que a economia tinha realizado desde o 25 de Abril em investimento em capital humano e em infraestruturas, por forma a estimular agora o investimento privado nos sectores transacionáveis capaz de gerar ganhos de competitividade significativos ligados à produtividade, à diversificação da produção e dos mercados e à inovação. Naturalmente, tal implicava capacidade de financiar esse investimento, mas também de viabilizá-lo crescendo e estabilizando o respetivo retorno, em competição com os novos concorrentes europeus.

Neste contexto, a integração na moeda única fornecia o único enquadramento viável, proporcionando abundância de financiamento externo a baixo custo e sem risco de câmbio, apoios acrescidos de fundos europeus e estabilização do enquadramento institucional, nomeadamente na área da política orçamental.

Estas vantagens não eliminavam, contudo, duas preocupações. Uma era já bem conhecida de Portugal e consistia no facto de a condicionante externa, embora temporariamente aliviada, não desaparecer, em particular se financiada por acumulação de dívida de preferência a investimento direto. A segunda resultava da necessidade de o investimento nos sectores transacionáveis não se limitar à acumulação de capital nas atividades existentes, mas exigir um enorme reforço da competitividade nas matérias mais exigentes não só em qualificação da mão-de-obra e do empreendedorismo, mas também num modelo de governança da política orçamental e das políticas públicas que assegurasse a prioridade ao estímulo de reestruturação da economia, uma finalidade por definição não atingível no curto prazo.

Na verdade, embora estas considerações estivessem sempre presentes nas preocupações políticas e empresariais, o modelo de governança do país continuava a privilegiar os resultados de curto prazo, o que levaria a que a abundância de financiamento externo fosse aplicada em investimento concentrado nos sectores não transacionáveis de baixa produtividade. Daí resultou, ao longo da década de 2000, um novo período de crescimento fraco e instável do rendimento, de declínio da taxa de poupança, de rápido agravamento do défice externo e, em última análise, a vulnerabilidade do país à crise financeira internacional. Mais uma vez, esta viria a mostrar que, não obstante ter-se deslocado para um nível muito menos restritivo, a condicionante de financiamento não desaparecera.

Regressar a uma política de estímulo à procura interna como forma de aumentar o rendimento e a poupança, se não resultou nos anos 70/80, resultaria ainda menos no atual contexto internacional. Resta, portanto, optar pelas reformas institucionais e estruturais com impacto na competitividade da economia, ou seja, as que deveriam ter acompanhado a integração na moeda única. Uma pedra de toque da reforma necessária consiste em assegurar o retorno adequado e estável ao investimento nos sectores transacionáveis.

A nível empresarial, para serem eficazes, as reformas precisam de ter subjacente uma alteração de fundo nas regras formais e informais que regem o investimento e a atividade económica em Portugal. Nomeadamente, precisam de situar-se num horizonte estável de médio e longo prazo, em que a iniciativa privada privilegie as oportunidades de investimento rentável em mercado, mais do que a disponibilidade de condições de financiamento subsidiadas. A estabilização da política fiscal e reduções significativas e sustentadas dos custos de contexto impostos à generalidade das empresas, são condições dessa reforma, que implicam gerar expectativas seguras de manutenção do novo enquadramento, tanto regulamentar como macroeconómico. O sector exportador português já mostrou ser capaz de adaptar-se e é necessário promover e acelerar essa adaptação, com recurso a capital nacional, mas também estrangeiro, investido nos sectores transacionáveis.

Para isso Portugal precisa de um novo modelo de governança. A governança corresponde à forma como são abordados e resolvidos os problemas coletivos. A boa governança implica um conjunto de regras formais e informais e de agentes fiáveis, eficientes, eficazes e de legitimidade reconhecida em todas matérias de interesse público, sejam elas os mercados financeiros, a segurança, os cuidados de saúde ou a educação, e quer o seu tratamento se faça a nível local, nacional ou internacional.

A definição e o entendimento quanto aos objetivos comuns são a base de um novo modelo de governança, que tem de ultrapassar as metas de curto prazo e de explicitar uma visão coerente para o futuro do país. Para isso é necessário gastar menos tempo a atribuir culpas e mais tempo a avaliar como pôr em prática esse modelo.

O entendimento quanto a objetivos comuns não parece difícil: crescimento económico, pleno emprego, um sistema de segurança social abrangente e fiável. A principal dificuldade reside em definir quais as metas a respeitar a médio e longo prazo e como articulá-las com os meios a usar no curto prazo por forma a atingi-las. Que existe uma contradição potencial entre elas está bem patente nos resultados das políticas económicas que o país adotou desde 1974. A raiz dessa contradição reside num processo orçamental totalmente concentrado no orçamento anual em base de caixa e no seu papel redistributivo. Este implica a existência de um acervo de "recursos comuns" (essencialmente receitas fiscais) que viabilizem essa redistribuição, mas também o investimento que garanta o seu crescimento.

A reforma do processo orçamental² que dê prioridade à coerência intertemporal da política constitui, por isso, o elemento-chave de coerência das reformas institucionais e estruturais de que o país necessita com vista a atingir os objetivos consensuais. Essa reforma não pode limitar-se a alterar regras formais. A capacidade de implementação, a adoção de práticas informais compatíveis com o novo modelo de decisão e a fiabilidade com respeito à prossecução efetiva das regras formais são tanto ou mais importantes, constituindo requisitos diferentes e muito mais exigentes que simples medidas legisladas. Também, como a experiência portuguesa mostra, o simples enfoque no cumprimento anual de metas numéricas quanto ao valor do défice é insuficiente.

A promoção da competitividade das empresas exportadoras e a ampliação do seu número e dimensão têm de constituir, a nível microeconómico, o complemento básico da reforma do processo orçamental. Delas dependerá a criação de emprego e o rendimento que gerará a poupança necessária ao estímulo ao investimento sem desequilíbrio externo insustentável. Essa promoção tem de passar por reformas regulatórias que favoreçam o crescimento das empresas, assegurem o acesso a financiamento, nomeadamente de capital de risco, assim como a mão-de-obra qualificada. O sector empresarial português apresenta uma fortíssima concentração em microempresas que representam quase 90% do total e se caracterizam, em média, por uma muito reduzida propensão a exportar. Esse é um aspeto-chave das reformas a implementar. O sector exportador tem dado o exemplo quanto à capacidade de adaptação dos empresários e dos trabalhadores portugueses. Falta potenciá-la e estendê-la ao resto da economia.

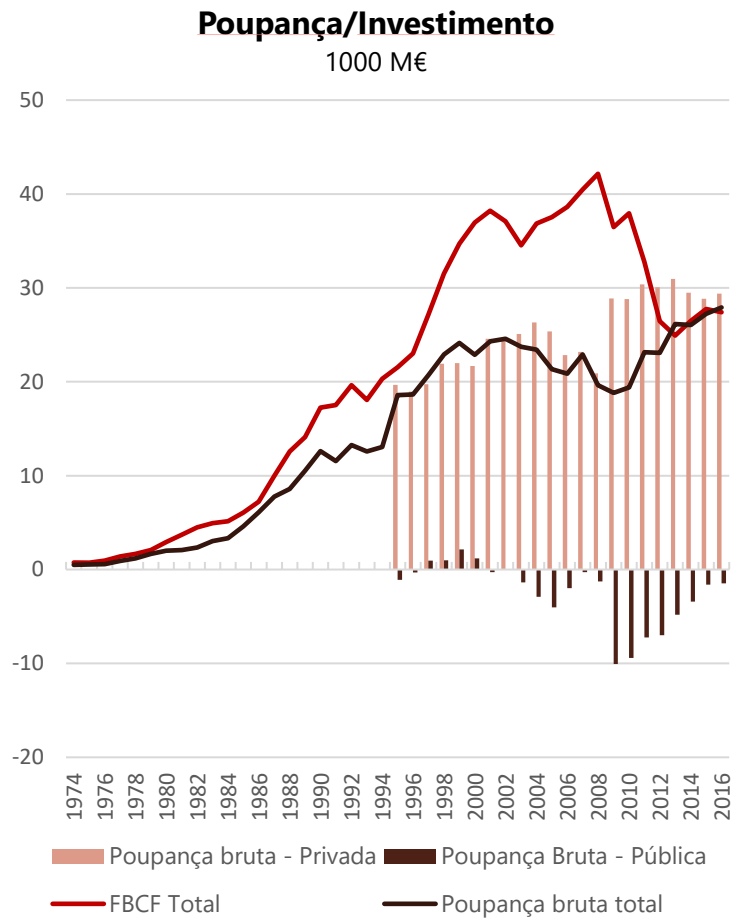
Teodora Cardoso

Março de 2017

² Sobre a reforma do processo orçamental ver Cardoso, T. (2014), *[Para melhor gerir os recursos comuns dos portugueses: reforma do processo orçamental.](#)*

ANEXO

Gráfico 1³



³ A fonte de todos os gráficos é a Comissão Europeia, base de dados AMECO, atualização de fevereiro de 2017.

Gráfico 2

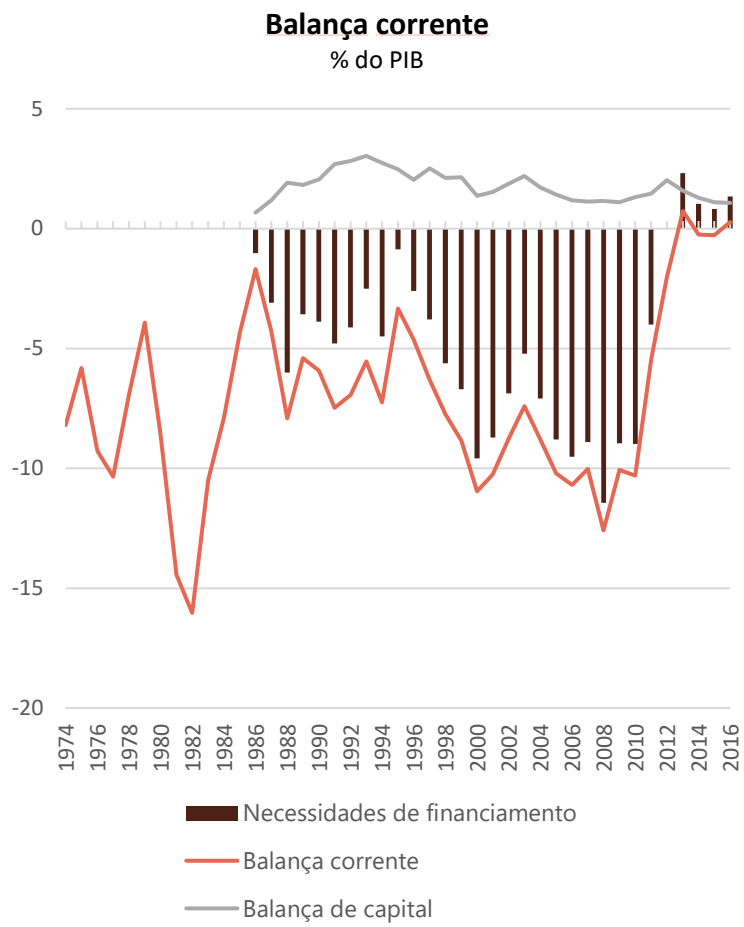


Gráfico 3

Produtividade e Remuneração por empregado
Variações reais (deflator do PIB)

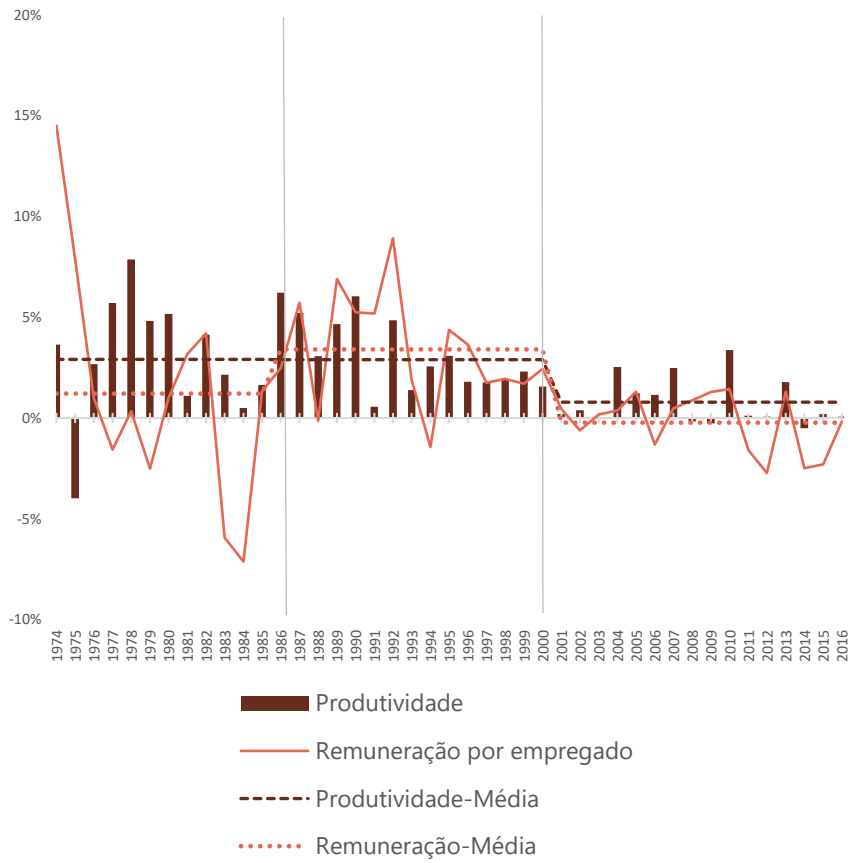


Gráfico 4

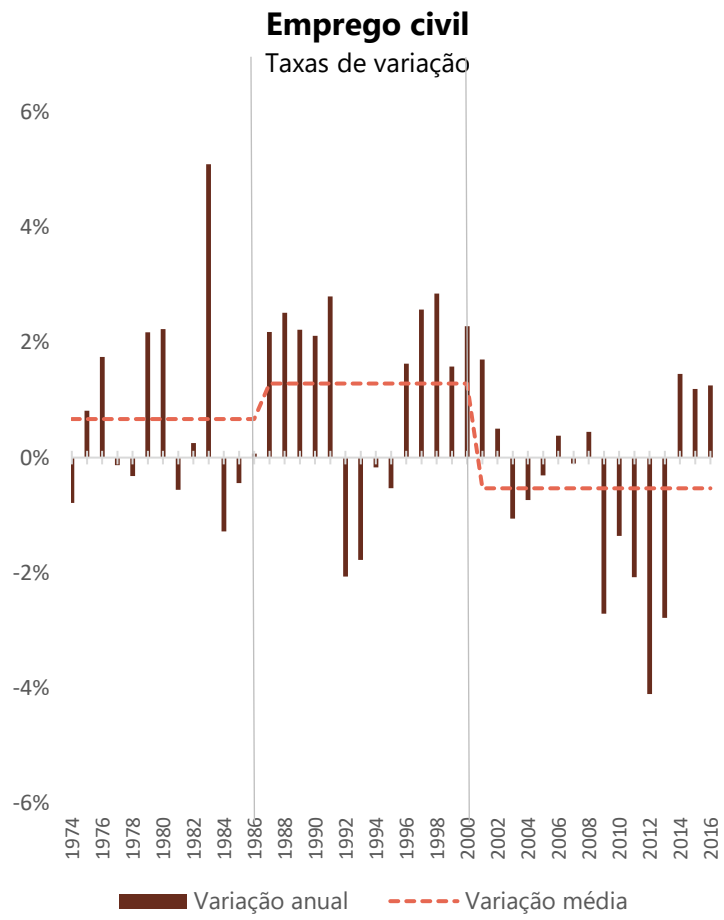


Gráfico 5

