Banco de Portugal
EUROSISTEMA

Intervenção do Governador do Banco de Portugal, Carlos Silva Costa, no ciclo de conferências da SEDES - Pensar Portugal

19 de março de 2013

"Que Política Macroeconómica depois do Programa?"

I. Introdução

Começo por agradecer o convite que me foi endereçado para inaugurar este ciclo de conferências da SEDES sobre o tema PENSAR PORTUGAL. Este tema é particularmente oportuno - diria mesmo, premente - uma vez que estamos a cerca de um ano e três meses do final do período do Programa de Assistência Económica e Financeira e, por conseguinte, prestes a iniciar uma nova fase da nossa vida coletiva.

O fim do Programa representa, por uma lado, o reaver da nossa autonomia na definição das políticas económicas e sociais. Mas significa, por outro lado, o término do financiamento assegurado pelos nossos parceiros internacionais e a consequente necessidade de financiamento nos mercados. Ou seja, significa que deixaremos de estar protegidos da volatilidade dos mercados de capitais e das perturbações que daí decorrem para a economia. É, assim, essencial que iniciemos uma reflexão sobre as condições de saída do Programa, com antecipação e prudência, que justifique os sacrifícios e garanta a continuação e a sustentabilidade do ajustamento.

Ao refletir sobre o período pós-programa, colocam-se-nos desde logo perguntas como: Quais as implicações de sair do Programa? Como assegurar uma saída bem-sucedida? Que realidade vai suceder-se? Qual será a "nova normalidade"?

Estas questões referem-se a dois períodos temporais que importa distinguir.

No período inicial, transitório, que começará em junho de 2014, teremos de continuar a fazer o caminho do ajustamento, mas ainda num contexto de transição para o

financiamento pleno nos mercados financeiros. O período seguinte corresponderá a uma situação normal de acesso aos mercados.

A primeira parte da minha intervenção será focada no período de transição. A segunda parte da minha intervenção será dedicada à fase em que o financiamento pleno no mercado de capitais estará assegurado. A esse período chamaria "nova normalidade".

2. Como assegurar uma saída bem-sucedida do programa de ajustamento?

O Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal foi fundamental para evitar um ajustamento abrupto da economia portuguesa, num contexto em que deixámos de ter acesso ao financiamento de mercado. Porém, um Programa deste tipo deverá ser sempre encarado como uma situação de exceção. Por um lado, ele implica a perda da nossa autonomia na definição e decisão sobre as políticas económicas e sociais no plano nacional e, por outro lado, condiciona a nossa influência no debate de política a nível internacional. Dito de outro modo, o país fica numa posição "diminuída". Assim, a conclusão, com sucesso, do atual Programa é desejável e será uma excelente noticia para o País.

Porém, no final do Programa, a correção dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados pela economia portuguesa não estará completa, tal como não estará ainda consolidada a nossa credibilidade junto dos mercados.

Com efeito, terminado o Programa, e de acordo com os novos limites para o défice orçamental e para a dívida pública, acordados no âmbito do 7º exame regular do PAEF:

- O défice orçamental deverá apresentar em 2014 um valor de 4.0%; apenas em 2015 deverá ser inferior a 3% do PIB (2.5% do PIB);
- O rácio da dívida deverá atingir um máximo de 124% em 2014 e diminuir gradualmente, estando em 2016 apenas ligeiramente abaixo dos 120%.

Assim, no final do Programa estaremos ainda com níveis de endividamento muito elevados e, no caso da dívida pública, ainda numa fase ascendente. Sem o financiamento oficial, teremos de assegurar o financiamento dos défices e o

refinanciamento da dívida nos mercados financeiros. Neste contexto, é fundamental nesse período assegurar a confiança dos mercados na nossa economia.

Os investidores internacionais têm vindo a manifestar uma confiança crescente na economia portuguesa, tendência que deverá permanecer no futuro. No entanto, isso não exclui a possibilidade de ocorrência de episódios de volatilidade excessiva dos mercados financeiros, que poderão afastar os investidores do mercado de dívida portuguesa, pondo em causa a continuação do processo de ajustamento da economia. Devemos estar conscientes de que, no futuro próximo, os mercados financeiros continuarão particularmente sensíveis a quaisquer derrapagens face às expectativas nos desenvolvimentos económicos, sociais e políticos, quer a nível nacional quer europeu.

Estando conscientes desta situação de fragilidade, a questão que se coloca é:

Como podemos assegurar condições para uma saída bem sucedida do Programa de Assistência?

Antes de mais, é necessário ter presente que a nossa credibilidade resultará da avaliação das nossas políticas, em particular da sustentabilidade da dívida pública e do endividamento externo. Isto significa que temos de prosseguir uma política orçamental credível, assente na disciplina financeira do setor público, que sustente as perspetivas de reforço da competitividade e do equilíbrio externo. Contudo, e como tenho defendido noutras intervenções, o caráter determinado da ação política nacional não basta para garantir o sucesso do ajustamento[1]. É necessário que o contexto europeu favoreça a credibilidade do ajustamento de cada uma das economias da área do euro, nomeadamente limitando os fatores de risco sistémico.

No período de transição, não podemos excluir situações de volatilidade excessiva do mercado. Assim, é essencial que, para fazer face a situações contingentes, se disponha de mecanismos de intervenção no mercado primário e secundário da dívida pública que

[1] Veja-se, por exemplo, o artigo publicado no Diário Económico, em 31/12/2012, "A importância do reforço da integração europeia para o sucesso do ajustamento português".

evitem que os investidores se afastem da economia portuguesa. A meu ver, a credibilidade das nossas políticas macroeconómicas e do nosso ajustamento deverá ser reforçada pela operacionalização dos mecanismos europeus de intervenção no mercado da dívida pública, o que pressupõe, como contrapartida, a adoção de um Programa Cautelar.

Um Programa Cautelar é um programa de acompanhamento das políticas e da evolução económica de um país que apresenta algumas vulnerabilidades. Não é um programa de assistência financeira. Pode ser visto como um mecanismo de seguro, com uma linha de crédito de reserva associada, que pode ser utilizada para superar perturbações temporárias no financiamento de mercado, associadas, nomeadamente a efeitos de contágio resultantes de acontecimentos externos à economia portuguesa. Para um país como Portugal, que sai de um Programa de Assistência Financeira, um Programa Cautelar funciona como um instrumento de reforço da credibilidade do processo de ajustamento macroeconómico no período imediatamente a seguir ao final do Programa. A condicionalidade que lhe está associada é a contrapartida da solidariedade dos nossos parceiros europeus e contribui para consolidar a confiança dos mercados nas políticas económicas do país.

No caso de Portugal, a condicionalidade do Programa Cautelar deve corresponder à que decorre do cumprimento do Pacto Orçamental – o qual inclui, em particular, a regra de equilíbrio do saldo orçamental estrutural e a regra de redução da divida pública - mas com uma vigilância reforçada. Seria uma espécie de "Pacto Orçamental Reforçado" (*Enhanced Fiscal Compact*). Naturalmente, o Programa Cautelar absorveria as novas metas orçamentais acordadas no 7ºexame regular para os anos posteriores a 2013.

2. Como podemos assegurar no médio prazo um equilíbrio virtuoso no seio da União Económica e Monetária?

Passada esta fase de transição, importa refletir sobre as condições que poderão assegurar a sustentabilidade da economia portuguesa no quadro da União Económica e Monetária. A este respeito colocam-se questões como:

Como será o retorno à normalidade? Que condições são necessárias para viver numa União Monetária sem incorrer em ciclos de "stop and go"?

Em primeiro lugar, é necessário perceber que o retorno à normalidade não será um retorno ao passado. Não haverá lugar para endividamento adicional. Os níveis de endividamento do setor público, das famílias e das empresas são excessivos e permanecerão elevados durante um longo período de tempo. Nos mercados financeiros internacionais, as condições serão substancialmente diferentes das que precederam a crise financeira internacional. Haverá certamente um maior escrutínio do risco das operações de financiamento quer do setor público quer do setor privado. Neste quadro, é claro que no retorno à normalidade haverá menor condescendência com níveis elevados de endividamento e que a redução do endividamento deve ser uma prioridade.

Adicionalmente, no quadro europeu, temos de adaptar-nos e responder a uma nova arquitectura institucional de aprofundamento da integração financeira, orçamental e económica, que envolve desde logo um conjunto de regras e mecanismos reforçados de disciplina, de supervisão e de coordenação das políticas económicas.

É claro que o retorno à normalidade comporta vários desafios que não são menos exigentes do que aqueles que temos vivido até agora. A capacidade de assegurarmos um equilíbrio virtuoso, sem ciclos de "stop and go", depende da forma como viermos a responder a estes desafios.

A resposta a estes desafios requer um novo paradigma na definição da política económica e social e também no comportamento dos agentes económicos. O novo paradigma deverá assentar em três vetores:

1. Uma política orçamental conduzida com base em regras que garantam a sustentabilidade de médio prazo;

2. Uma política de distribuição de rendimentos assente em regras que assegurem a manutenção da competitividade da economia, isto é, que tenha por base acréscimos efetivos de produtividade;
3. O desenvolvimento de um quadro institucional que favoreça o investimento em áreas de maior valor acrescentado, que, ao permitir materializar o potencial de crescimento, possa acomodar as aspirações de consumo e de proteção social inerentes ao modelo de sociedade europeu.

Política Orçamental

A consolidação durável das contas públicas é fundamental para assegurar o crescimento sustentado da economia portuguesa do quadro da UEM. Na "nova normalidade", a política orçamental em Portugal terá de respeitar a nova arquitetura europeia em matéria de regras e procedimentos orçamentais, com destaque para o Pacto Orçamental. Neste contexto, é imperativo o equilíbrio orçamental, definido como um défice estrutural não superior a 0.5% do PIB. Adicionalmente, o rácio da dívida pública deverá convergir para 60% do PIB. A título ilustrativo, admitindo uma convergência em 20 anos, e hipóteses para o crescimento do PIB nominal e para a taxa de juro da dívida de cerca de 4 por cento por ano (em ambos os casos), a diminuição do rácio da dívida de 120% do PIB para o valor de referência requer excedentes orçamentais primários de cerca de 2 por cento do PIB, por ano, durante todo o período. Trata-se de um esforço de consolidação orçamental sem precedente na história recente da economia portuguesa.

A experiência passada revela que a existência de regras de disciplina orçamental não é suficiente para garantir o resultado desejado. É também necessário assegurar a sua efetiva aplicação.

A experiência recente revela também a importância de ancorar a política orçamental em objetivos que sejam largamente controláveis pelos responsáveis pela condução da política. A fixação de objetivos para o saldo orçamental ou para a dívida pública, expressos em percentagem do PIB, não preenche este requisito, tornando muito difícil

avaliar e comunicar os progressos realizados em matéria de consolidação orçamental e responsabilizar os decisores políticos pelos resultados alcançados.

Com efeito, a evolução macroeconómica mais desfavorável do que o previsto no início do programa de ajustamento tem tido dois efeitos: por um lado, tem obrigado à adoção de medidas de consolidação orçamental mais exigentes, que por seu turno, no curto prazo, agravam ainda mais a evolução económica desfavorável; por outro lado, tem conduzido à revisão dos objetivos anunciados para o saldo orçamental e tem acentuado o agravamento do rácio da dívida pública. Esta situação transmite uma perceção de falhanço das políticas e fomenta a descrença no processo de ajustamento.

No final de 2012, o rácio da dívida pública bruta situava-se cerca de 11 p.p. acima do previsto na versão inicial do Programa. Cerca de 3 p.p deste desvio são explicados pelo efeito direto da evolução mais desfavorável do que o previsto do PIB nominal (o chamado "efeito denominador") e mais de 6 p.p. resultam de um conjunto de operações com impacto direto na dívida pública, que assumiram uma expressão muito mais significativa do que o previsto. Estas operações estão fundamentalmente associadas às operações de capitalização do setor bancário (as quais têm como contrapartida um aumento dos ativos na posse do Estado) e à regularização de diversas situações passadas.

Numa situação em que a evolução macroeconómica é mais favorável do que o previsto, a situação é a inversa: o cumprimento dos objetivos orçamentais é facilitado e o "bónus" de crescimento tende a ser usado para aumentar a despesa pública, agravando assim, ainda que de forma não visível imediatamente, as condições de sustentabilidade orçamental.

O reconhecimento da prociclicidade de objetivos para o saldo orçamental e/ou a dívida pública expressos em percentagem do PIB está na origem da ênfase crescente em medidas de "ajustamento estrutural". Estas constituem, aliás, a base da nova arquitetura europeia de supervisão orçamental. Contudo, estas medidas também não são isentas de problemas, já que a sua medição é complexa e comporta importantes desafios em termos de transparência e comunicação com os cidadãos.

Em face destes argumentos, considero que, no caso português, a disciplina orçamental deve assentar na definição de um Quadro Orçamental Plurianual viável e eficaz. Este é um instrumento que tem sido usado com sucesso em inúmeros países, que faz já parte da arquitetura orçamental portuguesa e que foi pela primeira vez ensaiado em 2011, ainda de forma muito tímida.

A viabilidade desse Quadro deve ser suportada pelo estabelecimento de um designado "Pacto de Regime", isto é, um acordo entre as principais forças políticas que defina de forma clara as restrições incontornáveis que se impõem ao(s) partido(s) que esteja(m) no governo. Pelas razões que referi, este acordo deve também contemplar regras de distribuição, entre redução de dívida pública e redução de impostos, de bónus de crescimento económico que venham a ocorrer. A viabilidade do quadro orçamental plurianual exige também cenários macroeconómicos credíveis e capacidade para avaliar os efeitos das decisões de política para as finanças públicas ao longo do tempo; ou seja, a robustez técnica constitui igualmente um ingrediente fundamental de um quadro orçamental plurianual. Os Países Baixos possuem um modelo de cooperação institucional interessante, em que os partidos políticos submetem as suas propostas plurianuais a um teste de consistência intertemporal a uma instituição independente e credível (o *Central Planning Bureau*).

A este respeito, saliento a importância da criação do Conselho das Finanças Públicas, órgão independente que tem como missão avaliar a coerência, o cumprimento dos objetivos definidos e a sustentabilidade das finanças públicas no exercício anual e plurianual, promovendo a sua transparência e escrutínio público. É muito importante que o Conselho de Finanças Públicas seja dotado de meios técnicos que lhe permitam exercer de forma efetiva estas funções.

Por seu turno, a eficácia do Quadro Orçamental Plurianual deve ser suportada pela definição de limites vinculativos para a despesa pública nominal num horizonte de médio prazo. Estes limites têm de ser respeitados nas propostas anuais de orçamento do Estado, só podendo ser ultrapassados em circunstâncias muito excecionais. Ancorar a estratégia orçamental em limites plurianuais para a despesa pública tem a vantagem de

responder à principal fonte de indisciplina das contas públicas que há décadas se manifesta em Portugal. Além disso, esta abordagem torna muito visível a restrição orçamental intertemporal, tanto para os políticos como para os cidadãos.

Todavia, não basta garantir que o processo político gera Orçamentos do Estado compatíveis com limites plurianuais de despesa pré-acordados. A eficácia passa também pela capacidade de execução rigorosa dos limites estabelecidos, ou seja, pela existência de mecanismos de controlo e de responsabilização das entidades públicas pelo cumprimento estrito dos orçamentos aprovados.

Política de distribuição de rendimentos

É hoje claro que não é possível acumular perdas sucessivas de competitividade e, ao mesmo tempo, conservar ou melhorar o nível de vida de um país de forma duradoura. Isto significa que é necessário assegurar que, na natural disputa pela distribuição dos ganhos de produtividade - entre capital e trabalho – no quadro dos processos sociais de distribuição de rendimento, se salvaguarde sempre a competitividade da economia. Esta salvaguarda deverá assentar num "Pacto Social", estabelecido entre os parceiros sociais, que defina de forma credível as condições que deverão ser respeitadas na distribuição dos rendimentos ao longo do tempo.

Investimento em áreas de maior valor acrescentado e aumento do potencial de crescimento da economia

Mas talvez o maior desafio que temos pela frente é tornar Portugal um país mais produtivo e com capacidade para criar emprego de forma sustentada. É hoje inquestionável que uma trajetória de crescimento sustentado implica um maior equilíbrio na afectação de recursos entre transacionáveis e não transacionáveis. Em Portugal, o potencial de crescimento com base no aumento das exportações é muito significativo. De fato, quando atendemos à sua dimensão relativa, a economia portuguesa tem um grau de abertura reduzido. No entanto, a concretização deste potencial de crescimento depende dos comportamentos que venham a ser adotados pelos agentes económicos.

O protagonista desta transformação é necessariamente o setor privado. Cabe à iniciativa privada identificar as melhores oportunidades de negócio e fazer um escrutínio exigente dos projetos de investimento. Do setor público espera-se que assegure condições favoráveis à concretização destes projetos.

Isto significa que o Estado deve, antes de mais, garantir condições de estabilidade macroeconómica, nomeadamente a sustentabilidade das finanças públicas e a estabilidade e robustez do sistema financeiro. Paralelamente, deve promover um enquadramento institucional que favoreça o investimento de qualidade, nacional e estrangeiro, aumente a eficiência do tecido produtivo e facilite a reafectação dos recursos para os setores mais produtivos. Nesta vertente, assume particular importância a simplicidade e estabilidade do sistema fiscal, a transparência do quadro legal e jurídico (caracterizado por baixos níveis de corrupção e pela proteção dos direitos de propriedade), a eficácia do sistema de justiça e da política de concorrência e a eficiência das instituições do mercado de trabalho. A investigação económica recente sugere que uma melhoria do desempenho institucional de Portugal, no sentido das melhores práticas europeias, tem um efeito estimado substancial, de cerca de 60 por cento, no aumento do Investimento Direto Estrangeiro[2].

Mas a manutenção da competitividade no quadro da globalização exige também um esforço constante de inovação. Os paradigmas científicos e tecnológicos são rapidamente ultrapassados e, para sobreviverem e crescerem, as empresas precisam de adaptar-se a condições em constante mudança. Esta mudança terá de ser feita não só através de restruturação mas também levando a cabo atividades de investigação e desenvolvimento, conducentes a novos processos e a novos produtos e serviços e à abertura de novos mercados. Embora nas grandes empresas existentes a maior parte da inovação seja de tipo incremental – por via de novos modelos e novos processos - as pequenas e médias empresas e as empresas em fase de arranque terão de desenvolver inovação radical - novos produtos e novas tecnologias - a fim de se manterem relevantes

[2] Júlio, P., Alves, Ricardo e J. Tavares, "Investimento estrangeiro e reforma institucional: Portugal no contexto europeu", Boletim Económico do Banco de Portugal, Primavera 2013 (prestes a ser publicado).

nas respetivas áreas, acederem a novos mercados e criarem mais e novos postos de trabalho. Com efeito, a inovação radical tem o potencial de alterar radicalmente as oportunidades de negócio das empresas, existindo evidência crescente da importância deste tipo de inovação no sucesso a longo prazo das empresas.

Assim, é também necessário criar um ambiente que favoreça o investimento em investigação e desenvolvimento e a concretização e operacionalização dos projetos inovadores. Isto requer, por exemplo, mercados financeiros dinâmicos e eficientes, que proporcionem fontes de financiamento alternativas adequadas, para que as empresas inovadoras e em fase de arranque possam financiar-se, investir, inovar e crescer. Esta necessidade é particularmente relevante para novas empresas e PME, que são o principal veículo de inovação radical. Numa perspetiva mais geral, é necessário por em prática um quadro de regras e de valores que convirjam com os interesses dos que inovam.

Na primeira década do séc. XXI, a economia portuguesa beneficiou de montantes significativos de financiamento, quer por via de transferências da União Europeia (cujos montantes ascenderam a uma média de 3% do PIB, por ano, no período 1995 a 2012, o que equivale a mais de 50% do PIB em termos acumulados) quer por acesso direto e intermediado a poupança externa. Porém, estes fundos foram em grande parte canalizados para consumo e para investimento não produtivo. Temos de assegurar que este "modelo de investimento sem retorno" não se repete no futuro.

A relativa escassez de financiamento com que continuaremos a confrontar-nos torna ainda mais imperioso aumentar a poupança interna e hierarquizar o investimento em função do respetivo retorno em termos de crescimento do produto potencial. O novo quadro financeiro europeu para 2014-2020 constitui, nas atuais condições, um instrumento ainda mais fundamental para promover as condições de desenvolvimento sustentado que permitirão aliviar, a prazo, as restrições de financiamento que hoje enfrentamos. Também aqui temos de aprender com os erros do passado e apostar num modelo de afetação e gestão dos fundos comunitários assente em critérios de racionalidade económica.

4. Conclusão

Em suma, aproxima-se o fim do período coberto pelo Programa de Assistência Económica e Financeira. O fim do Programa é uma meta importante do nosso processo de ajustamento. No entanto, o nosso ajustamento não estará completo no final do Programa. Os sacrifícios que já suportámos e os desafios que temos pela frente exigem uma reflexão atempada e cuidada sobre as condições de saída bem sucedida do Programa.

Permitam-me que termine com uma analogia marítima sobre esse período. O Programa de Assistência correspondeu a um período em que o barco PORTUGAL teve de procurar abrigo na doca do Tejo. O problema que agora se coloca é largar a barra e rumar ao mar alto. No início da viagem iremos necessitar de ajuda de pilotos de barra. Depois, não podemos cometer os mesmos erros de navegação que nos obrigaram a procurar um porto de abrigo, o que significa que temos que adotar uma política económica sustentável.