

Os Dez Erros da *Troika* em Portugal

Um ano após a conclusão do programa de ajustamento português vários economistas e responsáveis políticos, dentro e fora de Portugal, apontam o país como um caso de sucesso. A coligação de governo que conduziu os destinos do país entre 2011 e 2015 lutou taco a taco pela sua reeleição apesar dos anos difíceis porque passou e ganhou, embora com uma minoria que não lhe garante estabilidade governativa.

Entretanto o governo de Portugal recuperou o acesso ao financiamento nos mercados, e a economia voltou a crescer permitindo até uma redução da taxa de desemprego, um resultado que tem sido atribuído, em parte, também às reformas estruturais introduzidas nos últimos anos. Esta narrativa é apoiada pelas equipas da famosa *troika* composta pela Comissão Europeia, BCE e FMI que garantiram o financiamento e supervisionaram o ajustamento nesse período.

Esta perspectiva arrisca-se a ser, no entanto, ilusória. É certo que a emergência de 2010 e 2011 parece agora distante e o colapso económico que se lhe seguiu foi estancado. Mas a tese do sucesso no ajustamento nacional ignora o espectacular efeito da intervenção do BCE, entre outros nos mercados da dívida pública, primeiro em 2012, e depois em 2014 e 2015, e esconde a gravidade da situação e dos problemas que ficam no “pós-troika”.

Em 2015 Portugal está tão ou mais endividado que há meia dúzia de anos, experimenta um crescimento anémico insuficiente para pagar as dívidas acumuladas e reequilibrar as contas públicas, o desemprego permanece elevado por qualquer padrão histórico, atingindo níveis desoladores entre os jovens e os desempregados de longo prazo. As exportações têm ajudado, nomeadamente através de alguma diversificação regional, mas dependem como nunca das três economias ABC de alto risco: Angola, Brasil e China, que foram também dos maiores investidores em Portugal nos últimos anos, controlando desde bancos a eléctricas.

Dadas as deficiências estruturais da economia, as perspectivas de baixo crescimento e o exército de desempregados, num contexto de uma união monetária que continua a carecer de mecanismos de reequilíbrio interno eficazes, o risco do País se cristalizar como uma reserva de mão-de-obra barata da Europa e estabilizar como uma economia semi-desenvolvida no contexto do espaço europeu nunca terá sido tão elevado.

O alegado sucesso da intervenção orquestrada entre o governo português, a Comissão Europeia, o BCE e o FMI mascara também os erros de política económica dos últimos anos que contribuem para a fragilidade de uma economia que já era das mais débeis, desiguais e endividadas no seio da união monetária europeia. É sobre esses erros que fala “Os 10 Erros da Troika em Portugal”.

Excluídas a introdução, a conclusão e o capítulo inicial que revisita a chegada das três instituições a Lisboa em Maio de 2011, o livro pode ser dividido em duas partes. Na primeira, composta pelos capítulos II a V, dá-se conta dos erros de diagnóstico e de política macroeconómica e macrofinanceira: austeridade a mais em Portugal e na Europa, a negação dos desequilíbrios Norte-Sul na zona euro, e a excessiva protecção dos bancos - a que se associa a recusa de reestruturações de dívida.

A segunda parte, composta pelos capítulos VI a XI, expõe erros nas “reformas estruturais” e institucionais em Portugal e na Europa, incluindo uma reforma laboral violenta e inconsistente, a alegada reforma do Estado que não aconteceu, a divisão dos portugueses como instrumento de implementação de reformas, as guerras com o Tribunal Constitucional, a pobreza esquecida durante o ajustamento e ainda a timidez com que foram assumidas boas políticas, desde a renegociação de parcerias público privadas em Portugal à união bancária europeia.

Para a breve apresentação que vos trago actualizámos alguns dados e fizemos algumas escolhas, destacando seis erros que organizo em dois tópicos:

1. O mau diagnóstico e as más políticas

- “O poder da negação dos desequilíbrios Norte-Sul”
- “A apologia da austeridade por toda a Europa”
- “A excessiva protecção dos bancos (e a recusa das reestruturações)”

2. As más políticas e a falácia do sucesso

- “A austeridade excessiva em Portugal” e a falácia do sucesso
- “A TSU e a divisão dos portugueses”
- “A Guerra com o Constitucional”

1. O mau diagnóstico e as más políticas

Antes de fazer uma prescrição para uma doença é preciso conhecer as causas que lhe deram origem. O erro central na abordagem europeia à crise residiu exactamente no diagnóstico. A ideia de que os problemas europeus se deviam, essencialmente, a desvarios orçamentais. Daqui nasceram más políticas que recusaram a gravidade dos desequilíbrios macroeconómicos da primeira década do euro, impuseram austeridade excessiva e protegeram sem razão o “status quo” do sistema bancário. É destes três erros que vos falarei de seguida.

“O poder da negação dos desequilíbrios Norte-Sul”



Wolfgang Schauble e Vítor Gaspar, ministros das Finanças da Alemanha e Portugal em Fevereiro de 2012. Direitos reservados.

- O problema é de endividamento externo e desequilíbrios dentro da união monetária e não de dívida pública.
- Por cada devedor desleixado existe um credor descuidado (4,5 milhões de contratos de crédito bancário)
- Endividamento em 2007: mais privado (230% do PIB) do que público (80% do PIB).
- Endividamento externo: 200% do PIB e já ultrapassou os 400 mil milhões de euros.

Como bem sintetizou historiador económico Alan Taylor, “aqueles que [na análise à crise internacional] se focam nos fluxos do sector público acabam por perder a história principal. Sem minimizar os

desafios orçamentais (muitos deles em resultado da crise), o tipo de crise que acabámos por ter em quase todos os casos não foi de todo uma crise orçamental”¹. A história principal está nos níveis de endividamento do sector privado e na forma como foram financiados em parte como resultado directo da criação da união monetária.

Efectivamente, o que une os países que ficaram sob a lâmina afiada dos mercados não foram tanto os elevados níveis de dívida pública², mas antes o elevado endividamento externo, muito dele privado, acumulado ao longo de mais de dez anos de canalização de capital barato do Norte para o Sul como resultado de criação da união monetária.

À excepção da Grécia, o agravamento da situação orçamental nos países do Sul não antecedeu a crise financeira, foi antes uma consequência da recessão e dos resgates no sistema financeiro. O mesmo não se poderá dizer da dívida privada.

Fonte: Banco de Portugal, INE, cálculos do autor

Em 2007, com a tempestade financeira a formar-se do lado de lá do Atlântico, a dívida pública portuguesa pelas regras europeias ascendia a 68% do rendimento produzido por ano no País (medida pelo PIB, o produto interno bruto), em linha com a média Zona Euro. Adicionando as empresas públicas que dependem dos impostos para operar (e que não costumavam ser incluídas nas medições oficiais da altura), a dívida aproximava-se dos 80% do PIB.

São valores expressivos, mas, se olharmos para o sector privado, veremos uma história bem mais impressionante sobre as sementes da grande recessão. No mesmo ano, a dívida de empresas e famílias ascendia a 230% do PIB³, cerca de três vezes o valor da dívida pública, e um dos números mais altos da Europa.

1 Taylor, A. (2014), “External Imbalances and Financial Crisis” (2013), FMI

2 Antes da crise países como a Irlanda e a Espanha tinham níveis de dívida pública na casa dos 40% do PIB, inferiores ao registo alemão. Mesmo Portugal, um país com dificuldades de controlo orçamental, entrou na crise com um rácio oficial de dívida pública inferior a 70%, próximo da média europeia.

3 Uma alteração metodológica ocorrida no final de 2014 reclassificou quase 4 mil empresas como fazendo parte da economia financeira, o que baixou a dívida empresarial em cerca de 40 mil milhões de euros. Ver por exemplo:

http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/e_de_repente_sumiram_mais_de_40_mil_milhoes_de_euros_de_divida_empresarial.html. Na dívida externa este efeito não se fez sentir.

Ao contrário do que transpareceu no discurso público o endividamento nacional não estava concentrado num devedor desregrado, o Estado, mas resultava também de mais de 4,5 milhões de contratos assinados por famílias e empresas e pelos respectivos bancos e credores, muitos deles estrangeiros.

Na primeira década de moeda única e até 2007 a dívida externa portuguesa triplicou para mais de 330 mil milhões de euros, ou seja duas vezes o PIB. Isto significa que mais de metade dos 550 mil milhões de euros de dívida total estava contratada a estrangeiros, em particular a muitos bancos do Norte da Europa, que durante a primeira década do euro emprestaram com entusiasmo em busca de maiores rendibilidades para um risco que subestimaram.

Fonte: Banco de Portugal, INE, cálculos do autor

Fonte: Banco de Portugal, INE, cálculos do autor

Nestas circunstâncias, imagine se tivesse emprestado dinheiro a Portugal, agora na eminência de uma crise financeira de grandes dimensões. Pois bem, os credores, ficaram lívidos e é isso que explica em boa parte a falta de financiamento dos últimos anos. Quando rebentou a crise grega os investidores estrangeiros fecharam a “torneira”, como se pode ver na linha vermelha do gráfico anterior. A dívida pública continuou a subir, mas apenas porque surgiu o dinheiro do FMI e da União Europeia. Resumindo: o sector público substituiu o sector privado, mas a dívida total manteve-se.

Nos últimos meses, a intervenção do BCE nos mercados tem permitido aliviar a pressão de financiamento, mas quem olhar novamente com atenção para os gráficos anteriores dificilmente poderá ficar descansado: em 2015, o peso da dívida externa no PIB ainda não baixou e já ultrapassou os 400 mil milhões de euros.

Zona Euro partida ao meio

O nível de desequilíbrios que se vinham a acumular na Zona Euro entre os Estados-membros do Norte e os do Sul era um desastre à espera de acontecer.

Um bom retrato desta dinâmica é o que nos é dado pela evolução da chamada posição de investimento internacional, um indicador usado com frequência para medir o endividamento líquido das economias. Trata-se de um balanço de todos os activos e passivos detidos pelas empresas, famílias e governo face ao resto do mundo: quando a economia detém mais activos sobre o estrangeiro do que passivos, a posição de investimento é positiva e confere direito a receber juros e dividendos. Quando é negativa, é o País que tem de pagar ao estrangeiro.

Vejam os que se passou por exemplo em Portugal e na Alemanha na primeira década do euro, uma imagem que funciona como um retrato da evolução entre Norte e Sul da união monetária.

Fonte: Banco de Portugal, INE, Bundesbank, cálculos do autor

A posição de investimento internacional nacional degradou-se acentuadamente em Portugal durante a primeira década do euro, em contraste com o que se passou na Alemanha em vários outros países do Norte, como a Holanda ou a Finlândia.

Perante estas evoluções a estratégia da Comissão Europeia, do BCE e do FMI poderia ter sido a de alertar para os desequilíbrios e procurar soluções cooperativas no seio da união monetária, onde às medidas de correcção no Sul se juntaria o contributo dos países do Norte, numa estratégia coordenada para moderar a austeridade na região, ajudar a resolver o excesso de dívida acumulado, e promover uma recuperação mais rápida do bloco económico. Tratar-se-ia de reduzir as assimetrias do ajustamento não penalizando excessivamente os devedores.

Isso implicaria, por exemplo, que os países do Norte da Europa não tivessem eles próprios embarcado também em políticas de austeridade que contribuíram para reduzir a procura de exportações dos países endividados dificultando o seu ajustamento. Por exemplo, algum crescimento salarial no Norte ajudaria esse fim. Finalmente, um processo expedito de renegociação de dívida (pública e privada) permitiria acelerar a reestruturação de bancos e empresas inviáveis, libertando recursos valiosos para a economia.

Foi aqui que a negação do Norte se impôs. A elite política europeia optou por escolher as reduções dos défices orçamentais como a variável de ajustamento no curto prazo, argumentando que, as

dificuldades europeias teriam surgido fundamentalmente de exageros orçamentais e salariais a Sul, que inflacionaram consumo e preços, prejudicando as exportações e incentivando as importações nestes países. A austeridade passou a virtude.

O facto de ser matematicamente impossível que todos os países sejam credores ao mesmo tempo (alguém tem de ser devedor), ou que todas as empresas se tornem essencialmente exportadoras (alguém tem de importar), foram pormenores que não incomodaram demasiado a estratégia europeia. Tal como não importou o risco de que a austeridade generalizada pudesse adiar a recuperação da região e dificultar ainda mais a vida aos países sob pressão dos mercados.

Sendo certo que Portugal precisa de aumentar as vendas ao exterior, é contudo duvidoso que as soluções se encontrem numa descida dos custos salariais das empresas exportadoras. O problema é bem mais amplo. Um trabalho recente publicado por economistas do Banco Mundial conclui que apenas 3% da variação nos défices externos da periferia europeia resultou de diferenças de competitividade⁴ e que o factor mais importante foi, de longe, a evolução da procura interna no Sul, alimentada pelos juros baixos e a integração financeira da Zona Euro.

A conclusão de que os desequilíbrios resultam em grande medida de uma dinâmica financeira criada com a moeda única - e não tanto de problemas de perda de competitividade preço - é da maior importância para as políticas de reajustamento na Zona Euro. Significa por exemplo que a estratégia de desvalorização interna, através de austeridade e quedas de salários é menos eficaz do que pensam os seus promotores e muito pouco eficiente se considerarmos a factura que passa em termos de desemprego e quedas de rendimento.

Mas significa também que os desequilíbrios resultam e dependem não apenas do comportamento dos devedores, mas também do papel dos credores. Se os países do Sul foram descuidados, alguém lhes emprestou o dinheiro correndo o mesmo tipo de riscos excessivos, como têm evidenciado economistas como Paul De Grauwe ou Dani Rodrik⁵.

4 Varoudakis, A., Diaz Sanches, J.I. (2013), "Growth and competitiveness as factors of Eurozone external imbalances: Evidence and policy implications", Banco Mundial

5 "German balanced budget aim proves divisive", Financial Times, 13 Março 2013; Rodrik, D. (2013), "The Euro Crisis, Portugal, and Europe's Future",

A apologia da austeridade por toda a Europa



Cartoon de Dan Wasserman, Tribune Media Service, 2012.

- A austeridade como virtude: políticas contraccionistas nos vários países da UE
- Balanços do Estado, empresas e famílias em contracção dificultando o ajustamento

Uma análise do FMI de Abril de 2013 compara a despesa pública sem juros ajustada ao aumento de preços da actual crise com uma média de recessões anteriores (1975, 1982 e 1991). Vale a pena olhar para os resultados.

Fonte: FMI, WEO, Abril 2013 * França e Alemanha

Apresentação em Lisboa.

*Fonte: FMI, WEO, Abril 2013 * Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha*

Os dados referentes à média das crises de 1975, 1982 e 1991 evidenciam que a despesa pública continuou a aumentar nos quatro anos após o ano da recessão global (momento “0” no gráfico), com os orçamentos públicos a compensarem, em parte, a contracção do sector privado até a economia como um todo recuperar a robustez anterior.

Desta vez, a história foi bem diferente. Os cortes na despesa, especialmente na chamada periferia da Zona Euro, começaram assim que a economia bateu no fundo. Este foi o resultado de uma estratégia coordenada a nível europeu.

Como vimos, esta má política resulta, em boa parte, de um mau diagnóstico dos problemas da Europa que assume que a pressão dos mercados sobre a periferia europeia resultou de problemas orçamentais.

Esse pode ter sido o caso na Grécia, mas é uma interpretação simplista dos problemas portugueses, e uma análise despropositada para outras economias. Antes de 2007, por exemplo, Espanha e Irlanda eram apontados como exemplos da boa gestão orçamental, com níveis de dívida muito inferiores ao alemão, como se pode ver no gráfico abaixo.

Fonte: FMI

Isto não quer dizer que não se justificassem medidas de consolidação nas economias pressionadas – o que dificilmente se poderia evitar face à exclusão dos mercados – nem apaga os erros das políticas a Sul⁶. Mas significa que a austeridade deveria ser apenas um dos instrumentos de uma estratégia anticrise mais ampla, com um horizonte temporal alargado e coordenada entre as várias regiões da união, de modo a evitar uma contracção generalizada da despesa como a que veio a ocorrer. A Europa ignorou todos estes avisos, o que

⁶ Portugal, por exemplo, enfrentava um problema de credibilidade no contexto da união económica e monetária. Foi o único na Zona Euro a violar três vezes os limites orçamentais acordado com Bruxelas. Desde 1974, o País só registou défices inferiores a 3% do PIB em 1989 e 1999 (ver Afonso, A. (2013), “Anatomy of a Fiscal Debacle: the case of Portugal”, ISEG). Além disso, o Estado contava ainda com um número muito significativo de responsabilidades orçamentais fora das contas, entre elas PPP e compromissos de empresas públicas que vieram a complicar ainda mais vida a Portugal.

é especialmente grave porque, na verdade, os alertas lembravam lições bem estudadas desde a Grande Depressão dos anos 1930 do século XX.

A *troika* e os governos europeus não só desenharam pacotes de ajustamento com políticas violentas de austeridade nos países que perderam acesso aos mercados, como generalizaram e institucionalizaram a austeridade, aprovando o chamado “Pacto Orçamental”, o qual estabeleceu um saldo orçamental equilibrado no médio prazo e um ritmo de redução de dívida para 60% do PIB em 20 anos⁷.

Um estudo recente da Comissão Europeia⁸ veio iluminar quanto custou à Europa, e em especial às economias do Sul, a política da austeridade generalizada. “Os efeitos de contágio de consolidações simultâneas em todos os países da Zona Euro exacerbaram ainda mais a recessão nos países sob programa e vulneráveis”, lê-se no artigo publicado em Outubro de 2013.

Segundo o autor, em média e em tempos normais, um euro de austeridade tende a roubar entre 0,5 a 1 euro ao crescimento de uma economia. No entanto, em caso de austeridade simultânea envolvendo economias sem acesso aos mercados e com um sistema financeiro com problemas, como aconteceu na Zona Euro, o mesmo euro de austeridade chega a tirar mais de dois euros à economia.

As simulações para Portugal usando os modelos da Comissão Europeia apontam para que em vez de uma recessão acumulada de perto de 7% do pico ao fundo da crise, o PIB nacional pudesse ter caído “apenas” 4,5%, caso os países do Norte tivessem compensado a austeridade a Sul. Trata-se de uma redução de um terço na violência da recessão.

É mais fácil agora perceber por que é que cinco anos depois da crise começar, a Zona Euro está próxima da estagnação e se mantém ensombrada por pressões deflacionistas nascidas na fraca procura agregada e nos 17,5 milhões de desempregados que ainda registava em meados de 2015, mais seis milhões que em 2007. Mas a austeridade excessiva não foi o único travão à recuperação.

7 Segundo a Unidade Técnica de Apoio Orçamental, no caso português, cuja dívida se aproxima dos 130% do PIB, tal significa se tenham de registar excedentes orçamentais significativos em todos e cada um dos próximos 20 anos. Este é um desempenho que apenas dois países da Zona Euro conseguiram fazer desde os anos 70.

8 Veld, J. (2013), “Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery”, European Commission

“A excessiva protecção dos bancos (e a recusa das reestruturações)”



Lesados do BES, 5 de Junho de 2015, junto à residência oficial do primeiro ministro. Fotografia publicada pelo Diário de Notícias.

- O resgate e a austeridade dos últimos anos serviu para proteger os bancos.
- Excessiva protecção atrasou a reestruturação e justifica desconfiança quanto ao futuro. O caso BES em Portugal é um exemplo trágico da complacência europeia.
- Prolongamento da contracção do crédito e da segmentação do sistema financeiro continua a marcar a severidade do ajustamento.

Pelo menos desde a crise japonesa do final dos anos 90 que sabemos que há poucas coisas mais prejudiciais para uma economia do que conviver com bancos “zombie”, isto é com instituições que já não conseguem financiar a economia. É por isso que é tão importante reestruturar e recuperar o sistema financeiro após uma crise de grandes dimensões.

Acontece que na Europa todo este processo foi sendo adiado. As reestruturações de dívida pública foram na prática proibidas, as de dívida privada aconteceram a conta gotas, e a que é tida como a primeira avaliação rigorosa do valor dos activos dos bancos europeus aconteceu apenas no final de 2014.

A opção de poupar os bancos contribuiu para uma recuperação muito lenta e para a aplicação de doses de austeridade brutais sobre a generalidade da população, que visaram em grande medida financiar as recapitalizações públicas de instituições e evitar reduções de dívida. Tal como vimos no capítulo anterior sobre a acumulação de desequilíbrios externos, a Zona Euro entrou em negação, recusando qualquer solução que implicasse uma partilha mais equitativa de esforços entre devedores e credores.

O resultado da estratégia está à vista. A Europa continua quase estagnada com uma taxa de crescimento de 1,5%, metade da norte americana. A taxa de desemprego na união monetária europeia é de 11%, o dobro da verificada nos EUA. Quase oito anos depois do deflagrar da crise a Zona Euro continua a lutar contra o perigo de deflação e o marasmo no seu sistema financeiro impede-a de ter bancos saudáveis. O tratamento de privilégio concedido aos bancos é por isso outro dos erros da troika no ajustamento português e europeu.

O dinheiro gasto na Europa na recapitalização dos bancos – seja em nacionalizações, como no caso BPN, seja em empréstimos ou entradas directas no capital, como aconteceu em Portugal com CGD, BPI, BCP, ou Banif - foi muito, mas, por estranho que possa parecer, está longe de ser a principal causa dos apuros orçamentais em que a Europa se meteu. No caso português, entre nacionalizações e recapitalizações, os cofres públicos gastaram cerca de 11 mil milhões de euros, ou 6,6% do PIB, a que se juntavam no final de 2013 garantias de 14,4 mil milhões de euros. Estes valores não reflectem ainda os 3,9 mil milhões de euros de empréstimos do Tesouro português ao Fundo de resolução nacional para financiar a recapitalização de 4,9 mil milhões de euros do Novo Banco, a instituição que sobreviveu ao colapso do BES⁹.

Onze mil milhões de euros é muito dinheiro, mas trata-se de um choque orçamental suportável para o orçamento nacional. Antes da crise o “stock” de dívida pública portuguesa estava abaixo de 70% do PIB, o que permitiria acomodar o embate. Além disso, parte

⁹ Dados da Comissão Europeia para o período entre 2008 a 2013, os cinco anos mais agudos da crise, colocam o valor das recapitalizações e compras de activos realizadas pelos Governos em 636 mil milhões de euros, ou seja 4,9% do PIB da União Europeia. Ao mesmo tempo foram concedidas no pico da crise cerca de 900 mil milhões de euros de garantias e medidas de assistência de liquidez (7,7% do PIB da UE), um valor que no final de 2013 tinha descido para 387 mil milhões de euros.

substantial do dinheiro aplicado em bancos viáveis e poderá vir a ser recuperado – aliás, parte já o foi.

O problema é que o maior custo das crises bancárias não resulta destas medidas de assistência directa, mas antes da factura em crescimento perdido, empregos destruídos, receitas fiscais desaparecidas, e despesas mais elevadas com juros, subsídios de desemprego e outros apoios para contrariar as recessões profundas que se lhes seguem. Portugal é um bom exemplo destes efeitos em cascata agravados pelo adiamento da reestruturação do seu sistema financeiro.

Bancos demasiado grandes para falir

Um dos calcanhares-de-aquiles da Europa é que depois da bolha de endividamento gerada na primeira década do euro, o sistema financeiro estava gigante. De tal forma que era demasiado grande para falir. O problema não está confinado aos pequenos países que se transformaram em centros financeiros, como a Irlanda, Malta ou Chipre. Os bancos dos grandes países do Norte, que como vimos estiveram no centro dos fluxos financeiros que alimentaram os desequilíbrios da Zona Euro, atingiram dimensões impressionantes.

Os activos do sistema financeiro francês representavam em 2010 quatro vezes a dimensão da própria economia. Na Alemanha os bancos multiplicavam por três o PIB do país, mais ou menos o mesmo que em Portugal. Pelo meio estavam estados como Holanda, Áustria ou Espanha. Para se perceber a dimensão do problema, nos EUA o total de activos bancários correspondia a 100% do PIB, um terço do que se passava na Zona Euro.

Fonte: Banco Central Europeu

Olhar para instituições individualmente não nos deixa mais descansados. O Deutsche Bank representava em 2010 quase 80% do PIB alemão, o BNP Paribas igualava o PIB francês, e em Portugal, com as devidas diferenças de valores absolutos, quadro não era muito diferente, com a CGD a representar 80% do PIB nacional e o BCP quase 60%. A realidade não mudou de forma relevante nos últimos anos.

Perante estes números, nem mesmo a Alemanha conseguiria passar um cheque suficientemente grande para suportar o seu sistema financeiro em caso de grandes necessidades de recapitalização. Pelo menos sem colocar em risco a saúde financeira do Estado soberano, como aconteceu com a Irlanda que em 2010 resgatou os bancos, trouxe de uma só vez para a dívida pública do País o equivalente a cerca de 40% do PIB, e acabou por ter de ser resgatada pela troika no final do ano.

Esta relação entre o risco do soberano e o riscos dos bancos nacionais é uma das maiores fragilidades do sistema financeiro da Zona Euro, especialmente porque as instituições financeiras se tornaram tão grandes – e em grande medida continua por resolver. Compreende-se em parte a complacência europeia, nomeadamente dos países do Norte da Europa, com a necessidade de reestruturar dívidas e assumir perdas: todos receram as consequências nos respectivos orçamentos nacionais. Em última análise é também isto que justifica a oposição a reestruturações de dívida pública nas economias da Zona Euro sob pressão. É que a exposição dos bancos do Norte à periferia europeia era enorme.

No final de 2009, segundo dados do Banco de Pagamentos Internacionais, os bancos franceses e alemães tinham cerca de 1,6 biliões de dólares em activos (quase 7 vezes o PIB português ao câmbio da altura) aplicados nos bancos residentes na Grécia, Espanha, Irlanda, Portugal e Itália. No caso francês a exposição à chamada periferia da Zona Euro equivalia a um terço do PIB do país. Na Alemanha ascendia a quase 20%.

Perante a dimensão dos bancos e das suas exposições internacionais só restavam duas hipóteses. Uma seria avançar para uma partilha de responsabilidades financeiras a nível europeu, através de um sistema comum de garantia de depósitos e de recapitalização de instituições financeiras. A outra seria impedir qualquer reestruturação de dívida pública que pudesse levar um banco à insolvência, adiar as renegociações de dívida privada, e esperar que as instituições financeiras do Norte diminuíssem a exposição à periferia, diluindo os prejuízos da banca com a ajuda dos contribuintes.

A primeira hipótese tinha vantagens claras para a recuperação rápida económica e para a preservação e integração do sistema financeiro da união monetária – é o que se está a fazer parcialmente com a criação de uma união bancária com mecanismos de supervisão e

recapitalização comuns ¹⁰. O problema é que nos países do Norte, especialmente na Alemanha, não quiserem ficar com perdas nem assumir perdas de outros. Restou portanto a segunda hipótese: cada um por si.

Os bancos da periferia foram os mais afectados. Penalizados também pela pouca saúde dos respectivos soberanos permaneceram excluídos dos mercados interbancários e tiveram dificuldades acrescidas em emitir dívida para se financiarem. Entre o final de 2009 e o final de 2013, os bancos europeus reduziram quase para metade a sua exposição a Portugal de 240 mil milhões de dólares para pouco mais de 130 mil milhões. Alemanha e França explicam metade da variação.

Fonte: Banco de Pagamentos Internacionais

A recessão aliada à retirada abrupta de financiamento pelas instituições estrangeiras, justificada em parte pela sucessão de descidas de “rating” que afastaram muitos investidores, forçou reacções igualmente bruscas da banca nacional: por um lado, aumentaram os empréstimos junto do Banco Central Europeu que se situavam na casa dos 50 mil milhões de euros no arranque de 2014 – um valor que caiu para cerca de metade até Julho de 2015 na sequência das melhorias no acesso a financiamento que resultaram das intervenções do BCE deste ano; por outro lado, cortaram no financiamento à economia, em especial ao sector privado, aprofundando ainda mais a recessão.

Portugal, Espanha, Irlanda ou Grécia, que já estavam sob forte pressão dos mercados e amarrados a exigentes planos de austeridade orçamental, viram-se perante uma nova frente de austeridade, a de crédito. Ambas com um mesmo objectivo: pagar os exageros causados pelos abusos no sistema financeiro da década anterior. Uma factura que levará décadas a saldar sem que possamos estar descansados quanto à sua capacidade de cumprir o seu papel de intermediação financeira.

Os últimos dados do Banco de Portugal mostram que, mesmo com a forte intervenção do BCE, a taxa de juro de novos empréstimos a empresas foi de 3,57% em Junho de 2015, o que compara com 1,96% na média da Zona Euro. Este valor explica em boa parte porque o

10 A união bancária europeia embora introduza avanços relevantes no ponto de vista institucional não consegue quebrar a ligação entre risco soberanos e risco bancário pois não incluiu uma garantia comum de depósitos e dificulta a recapitalização directa por fundos comuns europeus.

crédito a empresas continua a afundar: perto de 5% em termos homólogos (-3,5% para as famílias).

O colapso do BES

A conclusão do programa de ajustamento nacional ficou ainda marcada por um trágico episódio que revela a complacência com o sistema financeiro foi tratado também em Portugal, e que continua a perturbar a estabilização e recuperação da economia.

No primeiro dia de Agosto de 2014 o BES, um dos mais emblemáticos e antigos bancos portugueses, colapsou após perder acesso ao financiamento do BCE. Nessa sexta-feira o banco central confirmou o que já se adivinhava há semanas: as perdas no BES eram tais que deixara se ser solvente, o que é uma condição necessária para obter financiamento em junto do BCE.

Grande parte das perdas do banco resultaram de empréstimos a empresas do próprio grupo que tanto o governo como o regulador nacional garantem que desconheciam. O Banco de Portugal diz que apenas no final de 2014 tomou conhecimento da gravidade da situação, e acusa a administração de desrespeitar as medidas de proibição de financiamento a empresas do grupo decretadas na altura. A troika também nada viu.

Em Agosto de 2015, e já depois de um desastroso aumento de capital de quase mil milhões de euros em Junho apadrinhado pelos reguladores, o Banco de Portugal decretou a resolução da instituição após o fecho da torneira de financiamento do BCE.

O BES acabou dividido em dois: um “banco bom” – o Novo Banco – e um “banco mau”, que ficou com os activos tóxicos, os antigos accionistas e os detentores de dívida subordinada que perderão os seus investimentos. Aí se incluem os pequenos investidores em papel comercial, que criaram o grupo conhecido como “os lesados do BES”, que continuam a lutar por 550 milhões de euros que se evaporaram. Estas estão longe de ser as únicas perdas.

Os últimos dados apontam para um prejuízo do “banco mau” de quase 9 mil milhões de euros apenas em 2014 até à data da resolução. O balanço de 4 Agosto desse ano regista uma diferença

entre activos e passivos de 2,4 mil milhões de euros negativos, revelou a instituição um ano depois.¹¹

O Novo Banco, que ficou com os principais activos e clientes do BES, exigiu uma recapitalização de 4,9 mil milhões de euros logo em 2014 através de um fundo de resolução público que, por sua vez, recorreu a um empréstimo de 3,9 mil milhões de euros do Tesouro nacional, fazendo subir a dívida pública e o défice orçamental em quase três pontos de PIB.

Segundo a imprensa, as melhores ofertas de compra do Novo Banco oscilam num intervalo entre 2 a 3,5 mil milhões de euros. Estes valores implicam perdas entre 1,4 a 2,9 mil milhões de euros, que no final deverão ser assumidas pelos bancos ao longo de muitos anos¹² - e não incluem a provável necessidade adicional de recapitalização que será conhecida após os testes de stress do BCE do final do ano.

Mas as más notícias não se ficam por aqui. Após dezenas de milhares de milhões de euros de imparidades assumidas a conta gotas no sistema financeiro desde o início da crise internacional, nos últimos meses outros bancos mais pequenos têm enfrentado problemas, sendo dada como prováveis novas recapitalizações. Em suma, provavelmente esta não será a última vez que terão notícias de turbulência no sistema financeiro português, que luta ainda com níveis recorde de crédito mal parado, como sublinha o FMI no seu último relatório de avaliação¹³:

Muitos os grandes bancos registaram lucros no primeiro trimestre, mas isto reflectiu em grande medida rendimentos da actividade de negociação [Leia-se operações com dívida pública potenciadas pelo Quantitative Easing do BCE], visto que continuam a lutar com custos operacionais elevados e despesas adicionais com imparidades. Os custos com imparidades ascenderam a 963 milhões de euros no primeiro trimestre de 2015, resultado dos níveis ainda crescentes de crédito mal parado; este último cresceu para 12,3% do total de empréstimos no final de Março de 11,9% no final de Dezembro de 2014.

11 Comunicado do BES à CMVM

<http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR56735.pdf>

12 Os bancos têm pago ao Fundo de Resolução cerca de 160 milhões de euros por ano. A este ritmo demorariam mais de 20 anos a pagar a dívida ao Estado.

13 Second Post Program Monitoring – Staff Report

2. As más políticas em Portugal e a falácia do sucesso

Um choque como aquele a que a economia portuguesa foi sujeita tem muitos efeitos e nem todos são negativos. Mas de apontar evoluções positivas até identificar sucessos no ajustamento vai um passo longo demais, pelo menos com os dados disponíveis. E é até facilmente defensável que, só por si, a economia portuguesa está hoje numa posição mais arriscada e frágil do que antes da crise, tanto do ponto de vista económico, como do ponto de vista social e institucional.

A austeridade excessiva em Portugal e a miragem do sucesso



Mais de metade dos 600 mil desempregados oficiais estão sem emprego há mais de um ano. Direitos reservados.

- 27 mil milhões de euros de austeridade (salários pensões e impostos) para uma redução de 9 mil milhões de euros no défice entre 2011 e 2014.
- Dívida pública não chegou a cair, mas primeiro excedente externo em décadas
- Taxa de desemprego incluindo desencorajados e part-time involuntário próxima dos 20%. Emigração ao nível dos anos 60.
- Dívida externa continua elevada e efeito ABC nas exportações: dependência da China, Angola e Brasil bate recordes.

No meio da maior crise financeira internacional de quase um século, com bancos, famílias e empresas demasiado endividados, sem capacidade de desvalorizar a moeda e com um banco central limitado nos estímulos que poderia conceder à economia, Portugal embarcou desde 2011 numa política de austeridade sem precedentes na sua história democrática. Em pouco mais de três anos, o período do programa de ajustamento, o governo português multiplicou-se em cortes de salários e prestações sociais e em aumentos de impostos. Ao todo, o aperto orçamental entre meados de 2010 e 2014 está avaliado em qualquer coisa como 27 mil milhões de euros e ainda vai aumentar em 2015 e 2016.

O objectivo desta terapia de choque promovida pela Comissão Europeia, o FMI e o BCE foi o de reduzir o défice público dos 9% do PIB 2010 para um valor de 2,3% em 2014, colocar o peso da dívida pública numa trajectória decrescente e promover o relançamento da economia e a redução dos níveis de endividamento privado e público. Tudo num estreitíssima janela temporal de pouco mais de três anos. Os resultados ficaram muito á quem.

Nas contas públicas, o défice orçamental, castigado pela recessão, teima em não baixar ao ritmo desejado: mesmo com o reforço das medidas de austeridade permanece perto de 3% do PIB quase dois pontos acima das metas originais. E foi conseguido à custa do funcionamento do Estado, da confiança dos portugueses no Estado social, e da economia privada dados os elevados níveis de tributação, em particular sobre empresas e consumo.

Pelo caminho, a dívida pública escalou para 129% do rendimento anual da economia, dez pontos acima do limite psicológico assumido para a sustentabilidade da dívida grega no início de 2012 e longe dos 114,6% estabelecidos no início do programa. Mesmo descontando uma almofada financeira criada para ajudar ao regresso aos mercados, a dívida mantém-se na vizinhança dos 120% do PIB, implicando um serviço de dívida anual de mais de 15% do PIB, um dos valores que faz disparar alarmes nas análises de sustentabilidade do FMI.

O saldo externo, que mede o deve e o haver nas relações económicas de Portugal com o estrangeiro, entrou em terreno positivo pela primeira vez em duas décadas, ajudado pela forte queda da procura interna e das importações e pelo dinamismo das exportações. Esta é uma das vitórias do programa, mas é também uma das suas principais incógnitas. É o próprio FMI que deixa o aviso numa das

suas últimas avaliações, onde se mostra alarmado com a probabilidade das importações aumentarem para alimentar a recuperação económica. A manutenção de um excedente externo sem uma recuperação económica internacional visível ou contributos adicionais dos países do Norte implicará a manutenção do desemprego em níveis elevados por muitos anos.

Com a economia a encolher, reduzir o endividamento ficou ainda mais difícil. A dívida total do sector privado permanece acima de 230% do PIB, um valor que sobe para perto de 400% do PIB quando se adiciona o sector público. Os bancos, por seu lado, continuam sem lucros e a adiar uma reestruturação mais profunda dos seus balanços, lutando contra elevados níveis de mal parado e uma actividade económica anémica.

Na dívida externa, os números são alarmantes. A dívida bruta ascende a mais de 200% do PIB, em linha com o verificado no início da crise. E a posição de investimento internacional, que faz o balanço entre os activos e passivos do País face ao exterior, também se mantém praticamente inalterada, ultrapassando o rendimento que o País consegue gerar num ano.

Para pagar toda esta dívida privada e publica só há uma saída: crescer e gerar emprego e rendimento. Isto antes que as taxas de juro, agora historicamente baixas, comecem a subir.

Só que isso não se vislumbra. Ao contrário do “prometido”, as reformas estruturais não parecem ter elevado o crescimento potencial da economia, isto a julgar pelas próprias previsões das instituições internacionais.

O FMI não antecipa que a economia portuguesa cresça mais que 1,5% por ano até ao final da década, um dos piores desempenhos da Zona Euro e atrás de todos os restantes países intervencionados. E a Comissão Europeia estima um crescimento potencial para Portugal sempre inferior a 2%¹⁴.

No mercado de trabalho permanecem desempregadas mais de 600 mil pessoas (cerca de 12% da população activa) dos quais dois terços não têm emprego há mais de um ano e metade há mais de dois anos. E é o próprio FMI que atira a taxa real de desemprego em Portugal – incluindo os que desistiram de procurar emprego e os part-time

14 European Commission, “The 2015 Ageing Report”.

involuntários - para valores próximos dos 20% até ao final da década ¹⁵. Estes números não contemplam os 200 a 300 emigrantes que saíram de Portugal durante a crise. O número de empregos em Portugal só nos últimos meses ultrapassou os 4,5 milhões, uma marca que antes da crise havia sido superada no início do século.

E nem mesmo as melhores notícias que nos chegam das exportações nos podem deixar descansados pelo que designo do efeito ABC das exportações portuguesas, ou seja, o impacto de Angola, Brasil e China. É verdade que as vendas ao exterior têm registado um bom desempenho nos últimos anos e que o esforço de internacionalização das empresas portuguesas é notável. Mas não deve ser exagerado.

Em termos reais, as exportações nacionais cresceram 21% nos cinco anos que vão de 2010 a 2014, menos que os 26% registados entre 2003 e 2007. E a diversificação de destinos é positiva, mas não chega sem riscos: o peso no total das exportações para Angola, Brasil e China (ABC) aumentou de 3,6% em 2004 para 10% a 11% entre 2010 e 2014. O efeito ABC foi responsável por quase 20% do aumento das exportações entre 2010 e 2014, com as três economias – que enfrentam sérios desafios de reequilíbrio económico e social – a serem responsáveis por 7,5 mil milhões dos 71 mil milhões de vendas anuais de Portugal ao exterior no ano passado. Angola, Brasil e China foram também os principais investidores em grandes empresas nacionais, da banca, à energia e construção.

O chefe de campanha na primeira eleição de Barack Obama nos Estados Unidos ficou conhecido por ter afirmado que nunca devemos desperdiçar a oportunidade de uma boa crise. No caso português essa oportunidade pode muito bem ter sido perdida na frente económica, e contribuiu com certeza para uma fragilização social e institucional nascida na estratégia divisionária dos portugueses e de fragilização do Tribunal Constitucional, os dois últimos erros de que vos falarei brevemente.

15 IMF, First Post Program Monitoring Staff Report, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42671.0>



Joaquim de Sousa Ribeiro, Presidente do Tribunal Constitucional, defendendo um dos vários chumbos à austeridade do Governo. Jornal de Negócios.

- Aposta em cortes radicais nos rendimentos de funcionários e pensionistas, dispensando qualquer plano de reforma do Estado
- Constitucional aceitou primeiros cortes nos salários e a CES, mas recusou tratamentos desiguais ou quebras flagrantes de confiança
- Governo em vez de acatar e se esforçar por reformar, optou pelo confronto e prejudicou imagem externa do país

Foi já na parte final do programa de ajustamento que Durão Barroso, o president da Comissão Europeia, entrou a sério na maior guerra institucional dos três anos da troika. Se Portugal mostrar falta de responsabilidade e determinação, então os juros começarão a subir e “lá temos o caldo entornado”, avisou o presidente da Comissão Europeia no início de Outubro de 2013, deixando claro que a responsabilidade é devida “a todos os órgãos de soberania”. Dias depois um documento interno dos serviços da Comissão em Lisboa que chegou à imprensa criticava o “activismo político” do Tribunal Constitucional e avisava que todo o memorando de entendimento poderia ser posto em causa pelas suas decisões¹⁶. Confrontado mais tarde, Barroso recusou tratarem-se de críticas, eram apenas de constatações: as decisões têm consequências.

¹⁶ Por exemplo, “Comissão Europeia ‘formaliza’ críticas ao Tribunal Constitucional”, Daniel do Rosário, Expresso, 18 de Outubro de 2013.

Bruxelas dava assim voz à irritação crescente da *troika* com os vários chumbos do Tribunal Constitucional a medidas de austeridade e de flexibilização do mercado de trabalho. As críticas, partilhadas com o Executivo, oscilavam entre falta de bom senso e despropositadas motivações políticas dos juízes, e invariavelmente concluía que em risco estava o regresso aos mercados em 2014. Nos últimos três anos, Passou Coelho e o seu Governo saltaram do desprezo para o ataque cerrado ao Tribunal Constitucional e à sua legitimidade. Em pouco tempo, os 13 magistrados passaram de distintos desconhecidos a personagens mediáticas cujas decisões ocupavam directos e “prime-times” nas televisões.

O filme dos acontecimentos mostra que Governo e a *troika* erraram na estratégia em relação ao Tribunal Constitucional, ora subestimando-o, numa fase inicial em que acreditaram que a tese do estado de emergência seria acolhida, ora agredindo-o, quando se aperceberam que os juízes, embora lendo as normas à luz da excepcionalidade da situação económica, não aceitaram a ideia de que a Constituição da República Portuguesa devia ser como que “suspensa” em nome do “regresso aos mercados”.

Os sucessivos chumbos criaram instabilidade na implementação do programa de ajustamento e o ambiente de guerra passou uma imagem de falta de maturidade democrática e assustou os mercados internacionais com o mito de que andariam fundamentalistas à solta em Portugal que impedem reformas estruturais.

Tivesse o Governo apresentado um programa de reformas articulado, e poderia eventualmente justificar a sua indignação com os chumbos do Constitucional. Não o tendo feito, a sucessiva necessidade de substituir medidas e a instabilidade que daí resultou é em primeiro lugar da sua responsabilidade, ao desafiar sem cuidado princípios constitucionais como a igualdade, a confiança ou a justa causa em despedimentos.

Depois de três anos a desafiar a constituição, conclui-se que nem o Tribunal foi uma força de bloqueio, nem os efeitos das decisões dos juízes tiveram os efeitos apocalípticos que o Governo e seus aliados ameaçaram. Já a dramatização das decisões do Tribunal ao longo dos últimos anos acabou por prejudicar a imagem do País, retratando-o como incapaz de implementar reformas. Até pode ser que isso seja verdade, mas dificilmente por causa do colectivo de juízes do Tribunal Constitucional.

E embora não existam análises aos impactos macroeconómicos das decisões do Tribunal Constitucional há a notar que a tímida recuperação nacional coincidiu exactamente com os anos de menos esforço orçamental 2014 e 2015 que resultaram, em parte, das decisões do Tribunal Constitucional que inviabilizaram os cortes previstos nas pensões e nos salários dos funcionários públicos.

A TSU e a divisão dos portugueses



Praça do Comércio em Lisboa, a 15 de Setembro de 2012, na maior manifestação pós-revolução, em reacção à proposta de descida da TSU dos patrões paga pelos trabalhadores. Direitos reservados.

- Divisões sociais sempre estimuladas: falta de habilidade ou estratégia de dividir para reinar?
- Trabalho contra capital (TSU)
- Pobres contra ricos (prestações sociais)
- Privado contra público (salários e pensões)
- Jovens contra velhos (cortes nas pensões)

Trabalhadores contra reformados. Sector privado contra função pública. Reformados da Segurança Social contra reformados do Estado. Trabalho contra capital. Nos últimos três anos, praticamente não houve divisão social que o Governo e a troika não tivessem aproveitado para justificarem políticas duras de ajustamento.

Para aumentar a competitividade das exportações, resolveu-se reduzir os custos laborais tirando salários a trabalhadores para entregar aos patrões. À urgência orçamental respondeu-se com cortes fundos nas remunerações dos funcionários públicos, acusados de uma vida de privilégios. E para poupar na Segurança Social, foram prontamente identificados aproveitamentos oportunistas dos reformados sobre os jovens trabalhadores, que estão a financiar reformas que nunca receberão quando chegar a sua vez. Ao longo dos últimos anos o governo aproveitou o programa da *troika* para tentar virar todos contra todos.

As causas das diferenças com as quais a sociedade portuguesa vem convivendo foram praticamente ignoradas e não foram apresentados quaisquer estudos sérios com soluções integradas, ponderadas e debatidas na sociedade. O governo seguiu a via mais rápida mas também mais perigosa. Através de uma abordagem hipersimplificada e por vezes radical, usou um discurso divisionista que, mais tarde ou mais cedo, acabará por se pagar caro num país com fracos níveis de coesão social, pobre, desigual, com elevado desemprego e que enfrenta uma recuperação lenta e dolorosa da maior crise de décadas para a qual precisa de encontrar consensos.

O momento de maior consternação nacional deu-se em Setembro de 2012, quando o primeiro-ministro anunciou o aumento da taxa social única (TSU) para os trabalhadores e uma redução para os patrões. Tratava-se de uma clamorosa transferência de rendimentos do trabalho para o capital, numa convocação explícita da divisão trabalho e capital, e não deixou ninguém indiferente, nem os empresários que deixaram Governo e troika isolados e poderá ter levado à rua mais de milhão de protestantes.