

## OPINIÃO



## Incentivos e Escolhas

Luís Cabral  
lcabral@iese.edu

## REESTRUTURAÇÃO

**O incumprimento das obrigações de pagamento da dívida soberana portuguesa, por grande 'nódoa' que seja, não cairá no 'melhor pano'. E há que relativizar os custos resultantes desse incumprimento**

Há cerca de um mês fiz um pequeno questionário a economistas portugueses sobre a reestruturação da dívida. Não reclamo que se trate de uma amostra científica, mas fiquei surpreendido com a quase unanimidade das respostas: "nem pensar". Uma dizia inclusive que "isso teria um impacto negativo nos próximos 50 anos, pelo menos".

Os políticos portugueses, para quem reestruturação é tabu, insistem que "Portugal é um país que sempre cumpriu as suas promessas". Nos corredores de Bruxelas, reestruturação é tema estritamente *verboten* (passo a subtileza). Christine Lagarde, por exemplo, prevê que seria catastrófico reestruturar as dívidas públicas da Grécia, Irlanda e Portugal, porque estes países "teriam as maiores dificuldades para regressar aos mercados financeiros".

Mas falando com economistas que fazem contas ouvindo respostas muito diferentes. Kenneth Rogoff, um dos mais conhecidos economistas em assuntos de dívida soberana, considera inevitável a reestruturação da dívida portuguesa. O mesmo defende Nouriel Roubini, o economista também conhecido como "Doctor Doom".

Em que ficamos? Devo reconhecer que não fiz as contas em pormenor, mas há três pontos que me parece importante ter em conta.

Em primeiro lugar, há que relativizar a garantia governamental (apregoadá, entre outros, por Carlos Costa Pina) de que "Portugal nunca entrou em incumprimento nos mercados financeiros". Quem sabe história sabe que o Esta-

do português entrou em falência em 1891-2. Mas não é necessário recuar tanto: em 2008 a taxa de juro dos Certificados de Aforro foi reduzida para valor inferior ao prometido à data da emissão, uma clara situação de incumprimento de compromissos assumidos pelo Estado. Isto para não falar das múltiplas promessas governamentais de disciplina fiscal, nomeadamente sobre o défice. Em resumo, o incumprimento das obrigações de pagamento da dívida, por grande 'nódoa' que seja, não cairá no 'melhor pano'.

Em segundo lugar, há que relativizar os custos resultantes do incumprimento. Diz-se que a reputação de Portugal como credor será fraca e as dificuldades em obter empréstimos serão grandes. Mas fraca reputação tem o Estado português hoje ( Perguntem às agências de *ratings*); e quanto a dificuldades nos mercados basta ver as taxas que pagamos. Quão pior poderão ficar as coisas?

Em terceiro lugar, é importante compreender que, mais do que um favor que a Europa faz a Portugal, fazemos nós um grande favor à Europa ao pagar todos os empréstimos: o incumprimento por parte de Portugal, mesmo que se trate de pequenos *haircuts*, contagiaria necessariamente outros países da zona do euro. Mais do que o direito, temos o poder negociador para exigir que nos ajudem a sério.

Resumindo: há que desdramatizar a questão da reestruturação da dívida (possivelmente com alguns *haircuts*); e há que assumir o poder negociador que a mera possibilidade de reestruturação nos confere.

Caso contrário, arriscamos a perpetuar uma situação em que se junta o 'inútil' ao 'desagradável'.

IESE Business School (New York Center), New York University (Stern School of Business). O autor escreve de acordo com a ortografia antiga.

Não são muitas as vezes em que o mundo tem de enfrentar o risco de estagnação, de uma diminuição da procura em simultâneo com uma diminuição da oferta

## Os riscos da economia global

Mohamed A. El-Erian

NEWPORT BEACH — Três anos depois da crise financeira global, a economia global continua a ser um lugar confuso — e por boas razões.

Será que devemos extrair conforto de uma recuperação gradual nos países desenvolvidos e nas economias emergentes de sólido crescimento? Ou será que devemos proteger-nos de elevados preços do petróleo, de choques geopolíticos no Médio Oriente, e de constantes incertezas nucleares no Japão, a terceira maior economia do mundo?

Muitos optam pela primeira visão do mundo, a mais tranquilizadora. Tendo ultrapassado a pior das crises financeiras globais, incluindo um elevado risco de depressão ao nível mundial, sentem-se animados por uma sensação, largamente partilhada de que a calma, se não mesmo confiança, foi restaurada.

Esta visão global assenta em dinâmicas de crescimento a diferentes velocidades, com os segmentos saudáveis da economia global e os segmentos em recuperação a puxarem gradualmente os mais lentos. É uma visão composta por multinacionais altamente lucrativas que estão a investir e a contratar trabalhadores; pelos bancos resgatados de economias de países desenvolvidos a liquidarem os empréstimos de ajuda de emergência de que beneficiaram; pelas classes média e alta das economias emergentes a adquirirem mais produtos e serviços; por um sector privado mais saudável, que paga mais impostos, aliviando desse modo os orçamentos governamentais; e uma Alemanha, a maior potência económica europeia, a colher os frutos de anos de reestruturação económica.

Muitos — embora não todos — dos dados recentes apoiam esta visão global. Na verdade, o mundo iniciou uma recuperação económica gradual, se bem que desigual e bastante menos acentuada do que a história teria feito supor. Se este ritmo se mantiver, a recuperação ganhará força e alargar-se-á tanto em esfera de acção como em impacto.

Mas 'se', e é aqui que entra a segunda visão, menos otimista, do mundo — uma visão que se

preocupa com as hipóteses de menor crescimento e maior inflação. Embora os obstáculos não sejam ainda suficientemente sérios para fazer descarrilar a recuperação em curso, só um louco os desvalorizaria. Veem-me à mente quatro questões importantes — classificadas por iminência e relevância quanto ao bem-estar da economia global.

Primeira, e principal, o mundo de uma maneira geral, tem ainda de lidar com as consequências da agitação no Médio Oriente e das tragédias no Japão. Embora em curso há semanas ou

**Apesar do terrível sofrimento social, os resgates não vão alterar muito a possibilidade de incumprimento da dívida**

meses, estes acontecimentos ainda não produziram na totalidade o seu impacto nocivo na economia global. Não são muitas as vezes em que o mundo tem de enfrentar o risco de estagnação, de uma diminuição da procura em simultâneo com uma diminuição na oferta. E é ainda mais invulgar que sejam dois acontecimentos distintos a conduzir a esse resultado. Contudo, é o que está a acontecer hoje.

Os tumultos no Médio Oriente fizeram subir o preço do petróleo, reduzindo o poder de com-

pra dos consumidores ao fazerem subir os preços de produção para muitos produtores. Enquanto isso, a triade de calamidades do Japão — violento terremoto, devastador *tsunami*, e paralisador de acidente nuclear — destruiu a confiança do consumidor e perturbou as cadeias de produção transfronteiriças (particularmente da tecnologia e da indústria automóvel).

O segundo grande risco global vem da Europa, onde o forte desempenho da Alemanha coincide com a crise da dívida dos países periféricos da União Europeia. Recentemente, Portugal juntou-se à Grécia e à Irlanda na procura de ajuda oficial para evitar um incumprimento que provocaria a ruína do sistema bancário da Europa. Em troca destes empréstimos de emergência, os três países aceitaram entrar em forte austeridade. Todavia, apesar do terrível sofrimento social, não vai alterar grandemente a sua enorme e crescente possibilidade de incumprimento da dívida.

Entretanto, a habitação nos Estados Unidos está de novo a enfraquecer — terceiro grande risco global. Apesar de os preços das casas terem já descedido acentuadamente, não se verificou uma recuperação significativa. De facto, em algumas zonas, os preços estão de novo a sofrer pressões para baixar, e isso pode piorar se o

financiamento de hipotecas se tornar menos prontamente disponível e mais caro, como é possível que venha a acontecer.

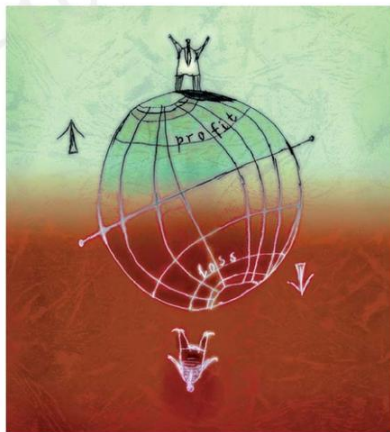
Sendo a habitação um motor importante do comportamento do consumidor, qualquer posterior queda acentuada nos preços das casas vai enfraquecer a confiança e fazer diminuir os gastos. Vai também tornar ainda mais difícil mudar de casa para americanos em algumas partes do país, agravando o problema do desemprego de longa duração.

Por fim, temos o cada vez mais óbvio aperto fiscal nos Estados Unidos, a maior economia do mundo — e a que fornece "bens públicos globais" tão importantes para o funcionamento saudável da economia global. Tendo utilizado a política fiscal de forma agressiva para evitar a depressão, os Estados Unidos têm agora de se empenhar numa atitude credível de consolidação fiscal de médio prazo. Isso irá implicar escolhas difíceis, uma execução empenhada, e resultados incertos quer para o Governo quer para a Reserva Federal.

Quando mais os Estados Unidos adiarão o acerto das contas, maior o risco para a posição global do dólar como principal moeda de reserva do mundo, e para a atratividade dos títulos de dívida pública americanos como verdadeiros referenciais financeiros "sem risco".

No passado o mundo mudou de fornecedor de bens públicos. A última vez que isso aconteceu foi depois da Segunda Guerra Mundial, quando uns enérgicos Estados Unidos substituíram uma Inglaterra devastada. Mas não existe hoje nenhum país capaz e disposto a avançar caso os Estados Unidos falhem em obter uma atuação conjunta. Estes quatro riscos são palpáveis e têm consequências, e estão todos eles a crescer. Felizmente nenhum deles é ainda transformacional para a economia global, e juntos não constituem ainda massa crítica perturbadora. Mas isso não quer dizer que a economia global esteja a salvo. Pelo contrário, está encurralada entre a recuperação e influências nocivas, numa situação em que não pode dar-se ao luxo de deixar que as últimas se intensifiquem.

Diretor-geral da PIMCO (Pacific Investment Management Co)



Será o resgate a opção certa, arriscando prolongado período de estagnação económica, confronto social e instabilidade política?

## O default é a melhor solução para Portugal

Nuno Peres Monteiro e Eduardo Teixeira de Sousa

Os argumentos a favor do pacote de resgate que Portugal está a negociar com a União Europeia (UE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) enumeram o seu impacto positivo: a bem-vinda imposição de disciplina fiscal e orçamental; a introdução de reformas estruturais que levem ao crescimento económico; e a estabilização dos mercados de crédito.

São argumentos que já ouvimos, aquando do auxílio à Grécia e Irlanda. Mas nestes países

tais benefícios estão por materializar. No quadro restritivo do euro, a eficácia desta receita é incerta. Pode, aliás, ao dar prioridade absoluta ao reembolso dos créditos em vigor, gerar um ciclo deflacionário.

Será esta a melhor opção para Portugal e a UE, arriscando um prolongado período de estagnação económica, confronto social e instabilidade política?

Apesar disto, poucos defendem a alternativa restante: um incumprimento unilateral da dívida soberana. Bem desenhada, esta poderá ser a opção que melhor serve o interesse nacional e o dos restantes países do euro. Um *default* controlado deve ser coordena-

dado com a Grécia, a Irlanda e a própria UE, renegociando taxas e planos de reembolso, num esforço que proteja o reembolso do capital em dívida, mas ajustado às nossas necessidades de crescimento económico e emprego, evitando outra década perdida. Dará aos mercados um sinal firme em relação ao risco moral, passando parte dos custos de devedores para credores e revelando o risco na concessão de crédito barato a economias desequilibradas. Disciplinará a procura e a oferta de crédito, regulando os mercados no longo prazo.

Por fim, limitará riscos políticos. Ao permitir a retoma e dividir custos entre devedores e cred-

dores, uma reestruturação mitiga tendências populistas e reforça o projeto de coesão europeia.

Claro que esta opção implica dificuldades severas a curto prazo, obrigando a uma conceção cuidadosa, de especial delicadeza, na proteção ao sistema bancário.

Um *default* induzirá sempre turbulência nos mercados e obrigará os sistemas financeiros credores a encaixar custos significativos (mas sustentáveis), requerendo garantias adicionais da UE.

Mais, não será desejável nem realista exercer unilateralmente o mais suave dos *defaults* sem o complementar com mecanismos transparentes de controlo e auditoria das contas públicas, inscri-

tos como compromisso prioritário no contrato social.

O debate sobre um *default* tem sido dificultado pela clivagem de interesses nacionais; começando pelas pressões económicas, financeiras e eleitorais alemãs e prosseguindo pela fragilidade e rigidez sociais intrínsecas à situação em França e na Itália. Mas pretender que esta opção negociada não existe prejudica o interesse comum e viola princípios políticos e económicos que acabaram por se impor.

Para evitar o desperdício de uma década adiando um *default* porventura inevitável, é do interesse soberano português que se avancem com termos pró-

prios de renegociação da dívida, deixando claro que a sua não aceitação implicará um inevitável incumprimento de capital. E a Europa, se for sensata, ouvir-nos-á. Uma resolução rápida e equilibrada para a crise da dívida fortalece o euro e afasta o espectro de derivas populistas na periferia, que cavariam assimetrias adicionais no projeto político europeu.

Um *default* bem concebido não coloca em causa a estabilidade do euro nem a UE. Poderá, sim, ser a melhor forma de assegurar a sobrevivência de ambos.

Professor na Universidade de Yale e quadro bancário em Portugal, respetivamente