



A dívida, um desígnio nacional?



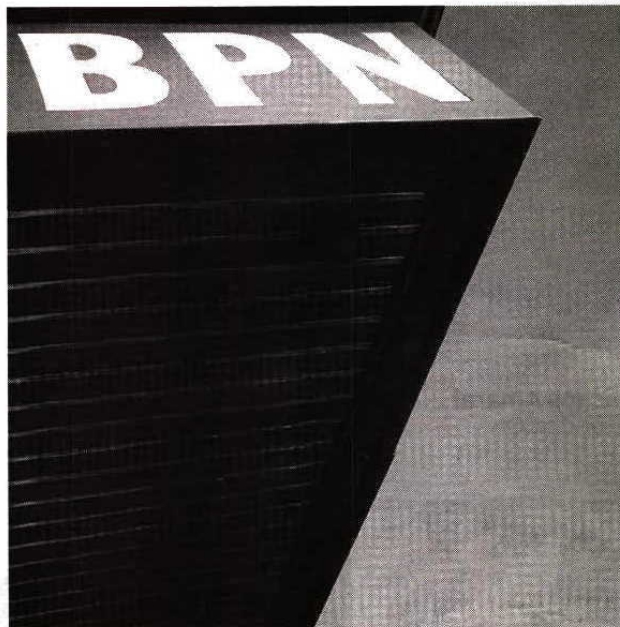
**ISCTE
BUSINESS
SCHOOL**

RUI ALPALHÃO

➔ A identificação de um ou vários desígnios nacionais, suficientemente consensuais para merecerem a designação, não é evidente. A resposta à crise que o Outono trouxe consigo permite pensar que, a existir um, se trata, surpreendentemente, da dívida. De facto, parece haver consenso, pelo menos entre os nossos sucessivos governantes, quanto à deseabilidade de fomentar o endividamento.

Se não, vejamos. Começemos pela dívida pública. Desde 2003 que excede 60% do PIB, quando em 1980 andava em torno de 20% deste. A dívida das famílias também tem progredido bem. De acordo com dados do Banco de Portugal, esta era de 19,5% do respectivo rendimento disponível em 1990, de cerca de 89% do mesmo indicador no final de 2000 e de 124%, ainda e sempre do rendimento disponível, em 2006. O crédito às empresas (não financeiras) ultrapassou 100 mil milhões de euros em Novembro de 2007, e na última contagem ia em bom ritmo, ligeiramente acima de 110 mil milhões.

Poder-se-ia argumentar que tal sucede apesar da vontade dos governantes. Olhando ao pacote de medidas lançadas, com aplauso generalizado da oposição, para combater a crise vigente, não parece. Detecta-se sem dificuldade uma vontade firme de fomentar mais endividamento das empresas. Assim, a Lei 60-A/2008, de 20 de Outubro, criou um aval da República Portuguesa a bancos com sede em Portugal, com um limite de €20.000 milhões, com aplicação em operações de financiamento e refinanciamento, e, a 25 de Novembro, esta medida foi seguida pela aprovação parlamentar de uma linha de €4.000 milhões para recapitalização dos bancos portugueses. Uma e outra medida foram justificadas pela necessidade de criar condições para que os bancos possam continuar a financiar empresas e particulares. Dada a natureza da actividade bancária, este financiamento traduzir-se-á na concessão de (mais) crédito. Deixando o endividamento dos particulares para melhor oportunidade, a teoria financeira que as escolas de gestão ensinam reconhece vantagens no endividamento das empresas, a saber os seus efeitos benéficos (em condições adequadas de rentabilidade operacional) no retorno proporcionado aos accionistas e na carga fiscal. Naturalmente, também alerta para as



Miguel Baltazar

desvantagens: o endividamento introduz custos fixos na actividade, e, por via destes, risco de insolvência. O americano Robert Higgins, professor na Universidade de Washington, publicou em 1977 um artigo clássico ("How Much Growth can a Firm Afford?", Financial Management, Outono), no qual concluiu que, se uma empresa aderir a objectivos de estrutura de capital e de política de dividendos, há uma única taxa de crescimento que pode atingir – a que Higgins chamou a "taxa de crescimento sustentável" – dados os níveis de rentabilidade e produtividade acessíveis à empresa e sem que se proceda a injeções de capital pelos accionistas. Para crescer mais do que a sua taxa sustentável, uma empresa tem de atingir mais altos patamares de rentabilidade e produtividade, solicitar entradas de capital aos accionistas, ou, alternativamente, desviar-se dos seus objectivos de estrutura financeira (contraíndo mais dívida) e/ou de política de dividendos (pagando menos aos seus accionistas). Naturalmente que não é possível distribuir menos de zero dividendos, mas é viável, em princípio, contrair mais dívida. Basta para tal que existam bancos disponíveis para mutuar mais fundos. A opção pelo sacrifício do objectivo de estrutura financeira, introduzindo mais dívida, resulta em mais custos fixos financeiros, e consequentemente menores margens líquidas. A prazo, esta op-

ção gera menor autofinanciamento, a compensar eventualmente com mais endividamento, e assim sucessivamente até que as margens desapareçam de todo. Em suma, existem (quase) sempre benefícios associados ao endividamento, mas os capitais próprios são indispensáveis a um crescimento sustentável, e endividamento excessivo corrói os capitais próprios das empresas. A esta constatação acresce a necessidade de ponderar a situação conjuntural: os benefícios do endividamento variam inversamente com os níveis de "spreads" praticados pelo mercado (e estes têm testado níveis históricos...) e com a incerteza sobre as necessidades de financiamento futuras (e muitos analistas mais dados ao alarmismo sensacionalista têm sido pródigos a classificar a actual conjuntura como a mais grave desde a Grande Depressão...). Tudo aponta para relativamente menos dívida, e, portanto, relativamente mais capital próprio. Medidas tendentes a favorecer também a capitalização das empresas não financeiras portuguesas arriscar-se-iam a ter mais e melhor impacto do que medidas conducentes à capitalização apenas dos bancos. Tenhamos esperança. Talvez possam vir no trenó do Pai Natal. Uma ou duas também não prejudicariam assim tanto o desígnio nacional.

”

Medidas tendentes a favorecer também a capitalização das empresas não financeiras portuguesas arriscar-se-iam a ter mais e melhor impacto do que medidas conducentes à capitalização apenas dos bancos.