



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Ética da Dívida

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em gestão

por

Rui Miguel da Costa Carneiro

sob orientação de

Professor Doutor Gonçalo Marcelo

Católica Porto Business School

abril de 2016

Agradecimentos

O desenvolvimento e a conclusão desta etapa na minha vida académica e pessoal, atingidos com a presente dissertação, não teriam sido possíveis sem a colaboração de diversas pessoas; neste sentido, e mesmo sabendo que corro o risco de me esquecer de alguém, não poderia deixar de exprimir os meus agradecimentos.

Primordialmente, agradeço, de forma especial, aos meus pais, pelo esforço, investimento, insistência e dedicação. Agradeço, sobretudo, o facto de terem acreditado sempre em mim e não deixarem, em nenhum momento, as minhas ambições de parte.

De seguida, e com elevado grau de importância, não posso deixar de agradecer ao Professor Doutor Gonçalo Marcelo, meu orientador, pelas palavras de encorajamento nos momentos de menor fulgor assim como pelas críticas construtivas que foi tecendo, sugestões e correções que se tornaram cruciais para o resultado final.

A todos o meu mais sincero obrigado!

Resumo

A presente dissertação tem como objetivo primordial abordar a questão da dívida. Fá-lo a partir de um ponto de vista que é simultaneamente ético-filosófico e económico-financeiro, para abordar um tema extremamente atual na economia e na gestão. Procura-se perceber as raízes filosóficas da noção de dívida, para ajudar a perceber até que ponto se pode falar de uma “ética da dívida” e de que formas é que ela se manifesta. Assim, adota uma abordagem hermenêutica, de análise qualitativa não só da dívida, mas também de outras noções conexas.

Mais concretamente, aborda o desenvolvimento do capitalismo e do seu “espírito”, notando os valores que lhe são próprios e recorda a história recente da crise económica que causou a crise das dívidas soberanas na Europa. Analisando em seguida os dados da dívida portuguesa (pública e privada) conclui que muito dificilmente se poderá considerar que ela é sustentável e que cumprirá sem problemas as metas e objetivos com os quais Portugal se comprometeu ao assinar o Tratado Orçamental. Assim, a dissertação discute a possibilidade da reestruturação da dívida, distinguindo os planos ético, económico-financeiro e político.

Conclui-se igualmente que a elevada dívida é um desafio para as empresas e para a economia portuguesa como um todo e que, em todas estas questões, existem conceitos éticos e argumentos éticos que são mobilizados. A dissertação identifica e analisa esses conceitos e esses argumentos mostrando que não é só a dívida que é um desafio, é a “ética da dívida” que ajuda a compreendê-la e a tomar decisões sobre o que fazer com as dívidas.

Palavras-chave: capitalismo, crises económicas, dívida, ética.

Abstract

This dissertation establishes as its main goal to analyze the topic of debt. It does so from a perspective that stems simultaneously from ethics/philosophy and economics/finance, in order to tackle an issue that is extremely relevant in both economics and management nowadays. It seeks to understand the philosophical roots of debt, so that it becomes possible to understand to what extent we can speak about an “ethics of debt” and to grasp how it manifests itself. The dissertation thus adopts a hermeneutical, qualitative analysis not only of debt but also of other adjacent notions.

Concretely, it mentions the development of capitalism and its “spirit”, including its specific values, and it recalls the recent history of the economic crisis that caused the crisis of sovereign debts in Europe. Then it analyzes the data of Portuguese (public and private) debt, concluding that it can hardly be considered sustainable and that Portugal probably will not be able to reach the goals and objectives established of the European Fiscal Compact that were nevertheless agreed to. Consequently, the dissertation discusses the possibility of debt restructuring, distinguishing the ethical, economic/financial and political standpoints.

It also concludes that the current high level of debt is a serious challenge to Portuguese corporations and to the Portuguese economy as a whole and also that in all these discussions there are ethical concepts and claims that are usually used. The dissertation pinpoints and analyzes those concepts and claims, showing that not only is debt a challenge; furthermore, it is the “ethics of debt” that helps to understand debt and helps in the decision making process of what to do with debts.

Keywords: capitalism, debt, economic crises, ethics.

Índice

Agradecimentos	iii
Resumo	v
Abstract.....	vii
Índice.....	ix
Índice de Abreviaturas.....	xii
Índice de Quadros e Gráficos	xiv
Introdução	15
Capítulo 1.....	21
Metodologia e Modelo	21
Revisão de Literatura.....	25
Capítulo 2.....	25
Definição e História dos Conceitos Fundamentais.....	25
2.1 Ética	25
2.2 Dívida.....	33
2.3 Capitalismo	41
Capítulo 3.....	47
O dealbar de uma Crise de Dívida.....	47
3.1 A Crise de 2008 no Contexto das Mutações do Capitalismo	47
3.2 A Dimensão Ética da Crise de 2008	56
3.3 Do <i>subprime</i> à Crise das Dívidas Soberanas: Europa e Portugal	62
Resultados e Discussão.....	71
Capítulo 4.....	71
Tipologia da Dívida(Análise Económico-Financeira).....	71
4.1 A Dívida Pública Portuguesa	71
4.2 A Dívida Privada.....	80

Capítulo 5.....	85
Problematização e Cenários.....	85
5.1 Será Possível Pagar a Dívida?.....	86
5.2 Será uma Parte da Dívida Portuguesa "Odiosa"?	95
5.3 A Possibilidade de Reestruturação	98
Capítulo 6.....	101
A Ética da Dívida.....	101
Conclusão	105
Limitações e Recomendações para Investigações Futuras.....	109
Bibliografia	111

Índice de Abreviaturas

AIG	<i>American Internacional Group</i>
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
BPN	Banco Português de Negócios
BTs	Bilhetes do Tesouro
CDOs	<i>Collateralized Debt Obligations</i>
CDSs	<i>Credit Default Swaps</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
DDE	Dívida Direta Pública
EDP	Energias de Portugal
EPE	Entidades Públicas Empresariais
EUA	Estados Unidos da América
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FEEF	Fundo Europeu de Estabilidade Financeira
FEFSS	Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social
FMI	Fundo Monetário Internacional
GDP	<i>Gross domestic product</i>
I&D	Investigação e Desenvolvimento
IGCP	Instituto de Gestão do Crédito Público
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRC	Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IVA	Imposto sobre Valor Acrescentado
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira

N.I.N.J.A.s	<i>No Income, No, Job or Asset</i>
OT	Obrigações de Tesouro
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PDE	Procedimento por Défices Excessivos
PEC	Programa de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
PPPs	Parcerias Público Privadas
RWA	<i>Risk Weighted Asset</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEC 95	Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais de 1995
SEC 10	Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais de 2010
SGPS	Sociedades Gestoras de Participações Sociais
TARP	<i>Troubled Asset Relief Program</i>
UE	União Europeia
UEM	União Económica Monetária

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Dívida Pública em % do PIB	78
Gráfico 2- Dívida Direta do Estado no período 1999-2015 (PTE mil milhões).....	78
Gráfico 3 - Défice/Excedente em % do PIB no período de 1999-2014	91

Índice de Quadros

Quadro 1 - Resultados comparativos aplicação SEC 1995 e SEC 2010 (2012-2013)	74
Quadro 2 - Instrumentos de dívida	77

Introdução

Este Trabalho Final de Mestrado dedica-se a discutir, adotando uma metodologia qualitativa, um tema de grande atualidade: a questão da dívida. Porque a dívida é uma realidade com múltiplas dimensões (cultural, filosófica, religiosa, económica e financeira), apesar de o trabalho se inscrever no âmbito de um mestrado em gestão, a abordagem qualitativa recorreu a diferentes níveis de análise. Pretende-se mostrar que a dívida não é só um instrumento financeiro com o qual os consumidores, as empresas e o país têm de lidar. Quando se discutem questões como os níveis de dívida, a possibilidade ou impossibilidade de uma determinada entidade pagar a sua dívida, ou se as dívidas devem sempre ser pagas ou, pelo contrário, renegociadas, aquilo que se percebe é que elas têm uma componente “ética” e, por isso, para se poder compreender a noção de dívida é importante incluir uma análise ético-filosófica.

Esta atenção à noção de dívida tem sido evidente nos últimos anos: ou através da tentativa de traçar a história da importância das dívidas nas sociedades, a diversos níveis (Graeber, 2011), ou através de uma discussão do seu papel no sistema financeiro mundial (Varoufakis, 2013), ou ainda da sua relação com o crescimento das economias nacionais, a propósito do suposto limiar a partir do qual demasiada dívida impediria o crescimento (Reinhart e Rogoff, 2010). Do mesmo modo, também a expressão “ética da dívida” tem surgido em diversos projetos, conferências e artigos (Alvey, 2011; Finn, 2007), porque se vai percebendo que as dimensões éticas e morais são importantes nesta discussão.

Dada esta atualidade da questão da dívida, esta investigação colocou-se as seguintes questões: Q1: Será a compreensão ética e filosófica da dívida útil para as deliberações propriamente económicas e financeiras da dívida? Q2: Será a dívida pública portuguesa sustentável? Q3: Será possível cumprir os objetivos do Tratado Orçamental relativos à redução da dívida pública portuguesa? Q4: Que efeitos teve e poderá vir a ter a política de consolidação fiscal no crescimento da economia portuguesa e no nível da dívida pública? Q5: Como avaliar o nível da dívida privada portuguesa e os desafios de gestão que coloca?

Tendo em conta estas interrogações, a investigação assumiu um conjunto de hipóteses baseadas na revisão de literatura e que foram colocadas à prova através da análise dos dados quantitativos relativos à dívida, e dos dados macroeconómicos da economia portuguesa dos últimos anos. Foram elas as seguintes: H1: A compreensão filosófica e económica da dívida é importante para entender o que está em causa quando se discute se é ou não moralmente aceitável legar uma dívida elevada às gerações vindouras ou o que se deve fazer com uma dívida que ameaça tornar-se insustentável; H2: A dívida pública portuguesa dificilmente poderá ser considerada sustentável nas condições atuais; H3: Será muito difícil cumprir os objetivos do Tratado Orçamental; H4: A política de consolidação fiscal era necessária mas teve como consequência uma diminuição do PIB português e não tem sido bem sucedida na redução do nível de dívida pública; H5: a diminuição dos níveis de dívida privada terá de ser uma realidade mas é preciso que essa desalavancagem não prejudique o crescimento da economia portuguesa, condição sem a qual será impossível pagar a dívida.

Algumas das conclusões a que chegamos são provisórias porque, efetivamente, não é possível prever com segurança o que acontecerá à dívida portuguesa, já que as condições macroeconómicas podem mudar radicalmente de um momento para o outro. Por outro lado, os argumentos éticos são quase

sempre discutíveis, pelo que o nosso trabalho foi mais o de assinalar a existência e relevância desses argumentos éticos, do que propriamente o de tomar posição. Assim, ao longo de quase todo o trabalho, fomos assinalando a pertinência de noções éticas como “dever”, “obrigação”, “responsabilidade”, “perdão”, entre outras, para que se fossem percebendo algumas das dimensões do que está em causa quando se discute a questão da dívida e as respetivas responsabilidades de credores e devedores. Ao analisarmos as origens filosóficas, religiosas e culturais da dívida, percebemos que ela é um dos alicerces importantes das relações sociais.

Para além disso, a discussão sobre a dívida assume uma relevância ainda maior no contexto das crises. Nos dias de hoje as crises económicas são evidentes, e vividas por várias sociedades a nível mundial. São inúmeros os países que atravessam este momento, marcado por austeras dificuldades económicas, dificuldades essas que levam ao surgimento de dívidas públicas internas/externas, geridas pelo Estado e órgãos circundantes. Por um lado, as crises não são novas, podendo ser constatadas empiricamente ao longo da história (Reinhart & Rogoff, 2009). Por outro, elas não deixam de ser severas. E apesar das investigações realizadas tendo por base alguns indicadores económicos (dívida do Estado/país, taxa de crescimento económico) atualmente ainda se considera como limitada a capacidade de antecipar/prevenir um fenómeno desta índole, o que só torna mais importante a sua discussão, para afinar estes mecanismos.

É dados todos estes elementos que encontramos a motivação necessária para desenvolver esta investigação. O momento para o fazer nunca foi tão oportuno como agora. A dívida pública continua a crescer situando-se em 129% do PIB em 2016. Os défices orçamentais têm sido sucessivos, gerando um efeito bola de neve, antevendo um cenário em que, no futuro, pode vir a ser exigido ao povo português um esforço acrescido através de medidas de austeridade, sobretudo

se os objetivos do Tratado Orçamental forem impostos de forma estrita. Este cenário leva-nos a colocar outras questões, que serão apenas afloradas, mas que são relevantes, tais como, por exemplo, saber se as políticas de consolidação orçamental são a única solução possível, ou se será ético exigir esforço de ajustamento adicional a povos cujas condições de vida já pioraram drasticamente nos últimos anos.

No âmbito desta discussão, existem já alguns trabalhos de relevo a nível nacional, como o que foi desenvolvido por Ricardo Cabral, Francisco Louçã, Eugénia Pires e Pedro Nuno Santos, intitulado “Um programa sustentável para a reestruturação da dívida portuguesa” (2014) assim como o “Conhecer a dívida para sair da armadilha” (2012) um relatório preliminar do Grupo Técnico da Iniciativa para Uma Auditoria Cidadã à Dívida, trabalhos que procuram discutir a questão da dívida portuguesa e recolocar a questão do crescimento como condição para o pagamento da dívida.

Um outro ponto importante para entendermos o que vivemos hoje é perceber o que nos trouxe até aqui. Desta forma, procura-se, ao longo desta dissertação, identificar fatores e decisões que possam ter contribuído para trazer a economia global para este ponto. Assim sendo, a tese assume a estrutura seguinte: um curto primeiro capítulo identifica o modelo e metodologia de investigação utilizados, que se baseiam num modelo hermenêutico de revisão de literatura e análise qualitativa dos dados. Na segunda parte da tese, esse paradigma hermenêutico é aplicado à revisão de literatura que, por sua vez, se subdivide em duas partes diferentes (capítulos 2 e 3). Ambos os capítulos são uma mistura de análise conceptual e recapitulação histórica. Só que enquanto no segundo capítulo o objetivo é definir alguns dos conceitos mais importantes com os quais lidamos (abordagem filosófica): ética, dívida e capitalismo, no terceiro capítulo a análise tem mais propriamente como objeto alguns factos recentes, do ponto de vista económico e social, que levaram à crise de 2008 e às suas

consequências em termos de crise das dívidas soberanas e imposição subsequente de políticas de ajustamento.

Finalmente, na terceira parte, dedicada à discussão de resultados, entramos na discussão dos dados da dívida (abordagem económico-financeira) no capítulo 4 para, em seguida, no capítulo 5, discutirmos os cenários sobre o que será ou não possível fazer com a dívida portuguesa. No capítulo 6, última parte da tese antes da conclusão, recapitulamos todos os elementos que fazem da “ética da dívida” um tema relevante para as discussões sobre a dívida. Na conclusão, fazemos um ponto da situação da dívida em termos éticos, económicos e políticos, recomendando que investigações futuras possam aprofundar a procura de soluções para aquele que é um dos problemas mais sérios dos nossos dias.

Capítulo 1

Modelo e Metodologia

O presente momento possui como principal objetivo apresentar e caracterizar o modelo e metodologia de investigação aplicados ao longo de todo este trabalho final de mestrado. É importante explicar que recorreremos ao método de análise/investigação qualitativa aliada a um modelo hermenêutico. Este modelo hermenêutico, que se encontra por exemplo em Walzer (1987) e é adotado por Marcelo (2012) e utilizado em investigações semelhantes à nossa (Puga, 2016) tem pressupostos ontológicos e epistemológicos que importa explicitar. Um pressuposto ontológico é o da realidade dos objetos sociais com que nos deparamos e da pertinência dos seus significados culturais. Daí, por exemplo, a importância de percebermos os significados filosóficos e éticos da dívida. Epistemologicamente, assume-se que para poderem ser conhecidos, esses significados precisam de ser interpretados, e daí recorrer-se a uma metodologia de análise qualitativa. Significa isto que os dados objetivos, mesmo sendo objetivos, não são neutros. Para serem interpretados, recorrem a valores e, por isso mesmo, têm de ser esclarecidos eticamente.

A análise qualitativa é um dos tipos de análise mais utilizados nas ciências sociais. A investigação qualitativa, baseada numa complexificação do paradigma hermenêutico, surgiu no final do século XIX, tendo atingido o seu auge durante as décadas de 60 e 70 do século XX, devido ao grande prestígio das ciências sociais nessa época. Existem é claro, muitos tipos de investigação

que podem ser designadas como utilizando uma estratégia qualitativa. De acordo com Bogdan e Biklen, esta expressão

“agrupa diversas estratégias de investigação que partilham determinadas características. Os dados recolhidos são designados qualitativos, o que significa ricos em pormenores descritivos. (...) As questões a investigar não se estabelecem mediante a operacionalização de variáveis, sendo, outrossim, formuladas com o objetivo de investigar os fenómenos em toda a complexidade e em contexto natural.”

(Bogdan & Biklen, 1994, p. 16)

Uma vez que, assim sendo, não recorremos, por exemplo, a nenhuma manipulação de variáveis, nem construímos nenhum modelo para uso próprio, é preciso desde já referir que não obteremos resultados quantitativos. O nosso principal objetivo é, por um lado, detetarmos as diversas fontes culturais e filosóficas da dívida para percebermos o que são, afinal, as dívidas, e aferirmos eticamente as questões ligadas à dívida, tais como responsabilidades de devedores e credores. Este método está no seguimento do de Marcelo (2012) que considera a hermenêutica como sendo um método devidamente adequado para analisar a sociedade e adota o ponto de vista da ética social para discutir assuntos relevantes do ponto de vista económico, tais como as crises e as suas consequências (Renaud e Marcelo, 2011). Esta abordagem de ética social participa também, à sua maneira, de um movimento ainda relativamente marginal, mas certamente importante, de recuperação das questões éticas para a análise económica, tal como é exemplificado por Amartya Sen (1987; ver também Martins, 2009). De facto, perceber o que fazer com a dívida é uma questão extremamente relevante em termos de “bem comum” (aquilo a que Sen chama a “questão aristotélica”).

Consideramos também que a história não é irrelevante e, daí, lembrarmos vários dos acontecimentos que levaram à crise. Discutir o futuro da dívida é

também perceber como foi possível lá chegar para que, se possível, se possam evitar novas situações do mesmo género. Por exemplo, Manasse *et al.* (2003), tentam conjecturar uma crise da dívida através da análise de um “indicador de crises”. No nosso caso não vamos tão longe, apesar de ser claro que existem, nas crises, indicadores que se repetem, tal como a incapacidade dos decisores para “levar a sério” a crise antes que ela rebente completamente (Reinhart e Rogoff, 2013). Porém, tentamos, ainda assim, explorar as relações existentes entre a ética, dívida e crises económicas.

Se, na primeira parte da dissertação, a metodologia qualitativa é aplicada para explorar hermeneuticamente os significados de ética, dívida e capitalismo, analisando a sua complexidade através da discussão da forma como estes conceitos aparecem em diversos autores, na segunda parte ela é utilizada para interpretar os dados quantitativos da dívida portuguesa e, posteriormente, para perceber de que forma a “ética da dívida” aparece nas discussões sobre o que fazer com as dívidas dos países na zona euro. É claro que, ao longo de toda a segunda parte, existem referências a estimativas quantitativas (sobretudo quando se discute a sustentabilidade ou insustentabilidade da dívida portuguesa) mas a nossa principal preocupação é sempre com o que significam estes dados, isto é, com a interpretação qualitativa dos dados quantitativos.

Revisão de Literatura

Capítulo 2

Definição e História dos Conceitos Fundamentais

2.1 Ética

“A ética é teoria, investigação ou explicação de um tipo de experiência humana ou forma de comportamento dos homens, o da moral, considerado, porém na sua totalidade, diversidade e variedade”

(Vásquez, 1995, p. 4)

A palavra ética deriva da palavra grega “ethos” e define-se como um “conjunto de valores que orientam o comportamento do homem em relação aos outros homens na sociedade em que vive, garantindo, igualmente, o bem-estar social” (Motta, 1984, p. 69). Aristóteles atribui à ética o papel de atingir a felicidade e conseguir definir o bom.

Contudo, é de capital importância não confundir ética e moral. Como veremos, a ética remete mais para a liberdade interior de escolha, e a moral para práticas já constituídas. A ética interage com um leque de práticas histórico-sociais ao nível moral já vigentes, já que a liberdade também não começa do zero. Para se refletir eticamente, reflete-se, também, sobre os conjuntos de valores existentes e sobre as opções que se têm. Porém, não se reduz a ela,

porque tem um poder de decisão que está para lá da simples reprodução do que existe.

Abordando a moral de forma mais concreta, a razão pela qual a mesma é considerada como sendo um dos objetos possíveis da ética deve-se ao facto de não se poder determinar cientificamente o que é moralmente correto (o que não significa que a moral não seja compatível com conhecimentos científicos sobre o homem, pelo contrário). Consideremos então a moral como o elemento objetivo, não no sentido que só exista uma possibilidade de moral, existem até várias, mas no sentido em que tem existência real, faz parte das normas pelas quais as pessoas, em dada sociedade, guiam o seu comportamento. Mas não é isso, em sentido estrito, a ética.

Assim, conclui-se que a ética não pode ser resumida a um conjunto de normas e prescrições. A ética não é moral. Ética (*ethos*) provem do grego e moral (*mores*) do latim e ambas as palavras remetem para a ideia de costumes, todavia, é possível encontrar, desde logo, uma diferença, uma vez que a ética, na visão de Ricoeur (1990), aponta para uma filosofia de vida orientada para as ações consideradas como boas, enquanto o termo moral remete para um cenário marcado por normas e obrigações que buscam a universalidade. Esta diferença é possível de ser observada com facilidade na herança aristotélica e na herança kantiana, onde no primeiro caso a ética está envolvida numa perspetiva teleológica, em que “telos” significa fim, remetendo para a finalidade das ações do homem e, no segundo caso, a moral é vista numa ótica deontológica, demonstrando o carácter obrigatório da norma, ou seja, o dever (Ricoeur, 1990).

Uma das principais questões será a de saber até que ponto o dever poderá ser considerado absoluto e, assim, originar o seu cumprimento em todos os casos, independentemente das circunstâncias. A ser assim, e se considerarmos que quem “deve” tem o “dever” de pagar sempre “a dívida” (independentemente de que tipo de dívida for), então nunca haveria

justificação, pelo menos do ponto de vista ético, para considerar a possibilidade de não pagar totalmente, ou não pagar de todo uma dívida. Acontece que, mesmo do ponto de vista ético, esta questão pode ser discutida. Certo é que esta capacidade de considerar algumas opções como más, e outras como boas, de lhes atribuir “valor”, outra noção que é ao mesmo tempo ética e económico-financieira, é característica da nossa avaliação das ações.

A consciência moral é uma qualidade/capacidade inerente a todo o ser humano, permitindo que este tenha capacidade para distinguir o certo e o errado, a justiça da injustiça, tornando-o deste modo capaz de avaliar as suas próprias ações, isto é, tendo a capacidade de agir com conhecimento ético. O facto de sermos capazes de distinguir o certo do errado deve-se a conseguirmos fazer juízos de valor suscetíveis de serem classificados sob o ponto de vista do bem e do mal.

Este trabalho conceptual é fundamental para entendermos vários conceitos e noções que por vezes usamos de forma não refletida, mas que precisam de ser discutidos. Ética e filosofia encontram-se profundamente ligadas, e isto porque existem inúmeros conceitos usados pela ética, tais como: liberdade, necessidade ou consciência que pressupõem e requerem esclarecimento filosófico e conceptual. Há também problemas relacionados com o conhecimento moral e da validade de juízos de valor que, para serem compreendidos e eventualmente solucionados, também exigem análise filosófica. E existem, é claro, várias definições de ética para além daquelas que referimos e adotamos aqui. Não podemos ignorar, por exemplo, a existência de éticas ligadas a sistemas de valores diferentes do nosso, como as éticas orientais.

Todavia, no âmbito da nossa própria forma de pensar e história, que são marcadamente “ocidentais”, importa referir as origens do nosso pensamento ético na Grécia antiga. Façamos, então, uma breve recapitulação de alguns dos pontos-chave da evolução do pensamento ético no Ocidente, para percebermos

melhor a forma como a ética evolui até ao pensamento sobre os valores e como se desenvolverá a noção de dívida.

Através de Sócrates tornou-se famoso o preceito délfico “Conhece-te a ti mesmo”. Em certo sentido, apesar de não ter deixado nada escrito e só podermos conhecer a sua figura através do que foi relatado pelos seus discípulos, como Platão (1983) ou Xenofonte, podemos considerar que Sócrates foi o “fundador” daquilo que consideramos ser a ética. Sócrates acreditava que a vida só era digna de ser vivida se fosse sujeita a “exame”, ou seja, questionada eticamente. Por isso circulava por Atenas a questionar os seus concidadãos e a obrigá-los a justificar as suas ações. Defendia também que as pessoas procuram o bem e o bom, e que ninguém é mau propositadamente. Portanto, quem praticava o mal, fazia-o, na opinião dele, por ignorância. Bom é o que atende aos fins do homem, em especial ao desejo de felicidade, como se verá em Aristóteles.

Aristóteles, discípulo de Platão, defendeu que a ética serve como condução do ser humano à felicidade, isto é, o ser humano deve agir virtuosamente e o bem é a finalidade de toda a ação. Tal como defende na abertura da *Ética a Nicómaco*, o seu principal livro sobre ética: “Toda a perícia e todo o processo de investigação, do mesmo modo todo o procedimento prático e toda a decisão, parecem lançar-se para um certo bem. É por isso que tem sido dito acertadamente que o bem é aquilo por que tudo anseia”. (Aristóteles, 2004, p. 19). Nesta visão de Aristóteles, defende-se que o ser humano aspira ao bem e à felicidade e que estes só poderiam ser alcançados com recurso a condutas virtuosas. Por último, é possível afirmar que, na Grécia antiga, a ética era uma forma de educar o sujeito moral, fazia parte da *Paideia*, a formação dos homens gregos, que lhes permitia serem bons cidadãos (Jaeger, 2001).

A noção de virtude, muito associada ao pensamento de Aristóteles, continuou a ser importante ao longo da história do Ocidente e, sobretudo, com

o Cristianismo. O aparecimento do Cristianismo alterou a ideia de virtude que se tinha até aquele momento, já que ela passou a ser definida a partir da relação com Deus, em que as principais virtudes eram a fé e a caridade. A partir desse momento o estatuto do homem muda, uma vez que o seu comportamento é definido em relação a Deus e aos preceitos divinos. Neste contexto, a ideia de dever torna-se extremamente importante, e ainda mais nalgumas correntes protestantes, como o pietismo e as seitas puritanas, como mostra Weber (2004).

No livro *A Ética Protestante e o Espírito do Capitalismo* (2004) e, mais concretamente, no capítulo intitulado “Ascese e Espírito Capitalista”, Weber debruça-se especialmente sobre a forma como estes movimentos protestantes interpretavam a riqueza e o facto de a considerarem perigosa, uma vez que poderia trazer consigo o relaxamento. Weber nota que, nesta moral ascética se considerava que a função do homem na Terra é trabalhar, deixando o descanso eterno para o outro mundo, uma vez que para eles o trabalho era a finalidade da vida humana e só assim seriam capazes de aumentar a sua glória aos olhos de Deus. Os homens eram vistos como tendo o dever de utilizar a sua vocação para atingir o lucro, uma vez que Deus lhes deu a dádiva de poderem atingir a riqueza de forma legal e como fruto do seu trabalho e quem o recusa a fazer renuncia a ser servo de Deus. Weber mostra então que, para estas seitas, a riqueza só é condenável quando é usada para o pecado e não para obter sucesso na Terra, levando uma vida regrada e ascética que, por sua vez, pode ser vivida de acordo com a dedicação a Deus. O facto de a acumulação do lucro não ser, para os protestantes, considerada pecado, ajuda então até a explicar historicamente o aparecimento do capitalismo, ou pelo menos é essa a convicção de Weber, como veremos com mais detalhe no capítulo sobre o capitalismo.

A partir do século XVII, e com o começo daquilo a que costumamos chamar a “Modernidade” existe um enorme conjunto de alterações. Surgem diversas

revoluções que geram um novo pensamento. Entre elas podemos mencionar o racionalismo cartesiano, isto é, é dada prioridade à razão e são os princípios da razão que tornam possível o conhecimento. Dá-se uma revolução científica, inspirada parcialmente na revolução filosófica de Descartes, mas sobretudo através dos contributos de Galileu, Newton e, antes disso, de Copérnico. Esta época tornou-se numa das mais importantes para toda a humanidade porque a revolução científica fez-se acompanhar de profundas alterações sociais. Deu-se o desenvolvimento do capitalismo de produção e o fortalecimento da burguesia que, juntamente com as crenças morais, segundo Weber, ajuda a explicar o forte desenvolvimento do capitalismo nessa época. Mais tarde, nos séculos XVIII e XIX, a Revolução Industrial e todas as inovações tecnológicas que se lhe seguiram ajudam a explicar as alterações sociais que viriam a transformar profundamente as sociedades.

Estas mudanças científicas e sociais foram acompanhadas, é claro, por diferentes desenvolvimentos na filosofia e na ética. Immanuel Kant, um dos principais filósofos da era moderna, defende que a ética é nada mais nada menos que “um sistema ‘autónomo’ no qual a motivação para o homem agir por dever não advém de lugar algum a não ser da sua distinta vontade, legisladora universal, e é capaz de formular leis morais necessárias e válidas universalmente” (Di Napoli & Nunes, 2009, p. 187). Ou seja, Kant (2005) acredita na autonomia do ser humano e defende que este age livremente; estando ele apenas sujeito à sua própria legislação e sendo somente obrigado a agir conforme a sua própria vontade.

Porém, esta vontade, sendo “livre”, não o é no sentido dito comum. Kant deixa claro que se o homem se deixar levar pelos seus impulsos, desejos e paixões não terá autonomia ética, uma vez, que a natureza irá conduzi-lo de tal forma pelos interesses que passará a usar pessoas e coisas como instrumentos como forma de satisfazer os seus desejos. Assim, ser “livre” é agir consoante a

lei moral universal, que é livre precisamente por não ser coagida pelas leis da natureza.

Desta forma, devemos agir conforme o Imperativo Categórico, isto é, agir de acordo com uma máxima individual que possa ser aceite por todos os seres racionais, partindo do pressuposto de que ela corresponde ao que, realmente, deve ser feito. Existe, então, a necessidade de nos submetemos ao dever para sermos seres morais. A universalidade da máxima torna a ação boa, uma vez que garante a imparcialidade e independência do agente em relação aos seus próprios interesses. Daí a formulação do imperativo categórico: “age apenas segundo uma máxima tal que possas ao mesmo tempo querer que ela se torne lei universal” (Kant, 2005, p. 59).

Retomemos então, à luz de Kant, a questão da dívida e da obrigatoriedade da norma, já mencionada acima. A teoria moral kantiana leva-nos, portanto, a considerar a possibilidade de existirem “absolutos morais”. Quer isto dizer que, se o que é ético é agir consoante o dever, e se algumas coisas são sempre boas ou más, então poderíamos considerar que alguns atos, para serem éticos, deveriam sempre ser resolvidos da mesma forma. É importante reconhecer tudo isto a propósito da questão da dívida pois existe claramente uma ligação entre a “dívida” e o “dever”. Se a dívida é o que é devido, pagar as suas dívidas não seria sempre uma obrigação, um “dever” para o sujeito moral? Será que pagar as dívidas é sempre, em todos os casos, um dever absoluto?

A questão torna-se talvez um pouco mais complicada se tivermos em conta a forma como Ricoeur (1990; 1992) define a relação entre a ética e a moral, e também a crítica que faz à questão da “simplicidade do dever” em Kant. Para Ricoeur, a ética precede e envolve a moral, porque a ética está ligada ao nosso querer “viver bem” (a noção de Aristóteles) enquanto a moral está ligada aos costumes e às normas (e ao dever, como em Kant).

Mas Ricoeur (1992) argumenta que o dever não é simples porque, às vezes, as pessoas são confrontadas com situações onde existem diferentes deveres em causa. Nesse momento, por vezes, escolher de certa forma implica cumprir um dever e desrespeitar outro, sobretudo quando as situações são complexas. É por isso que Ricoeur tenta formular uma sabedoria prática que permita pensar a decisão ética não em termos absolutos, mas caso a caso. Ou seja, Ricoeur afirma ser necessário uma sabedoria prática que se encontre ligada ao juízo moral, isto é, a aplicação das normas às situações concretas, lançando-nos num conflito com o dever conhecido como o trágico da ação (Ricoeur, 1992), e que exige uma “sabedoria prática” que possa resolver, caso a caso, as dificuldades geradas por situações em que não existe nenhuma solução claramente válida universalmente.

Na origem da sabedoria prática está a convicção, que quando aliada ao julgamento moral torna-se mais decisiva do que a regra e, não pode ser encarada como algo aleatório, uma vez que tem origem em recursos éticos que vão além de qualquer norma (Pereira, 2012 p. 480). Isto é, “a sabedoria prática, é a matriz das éticas posteriores ou aplicadas e consiste na capacidade ou aptidão em discernir uma regra de ação, sobretudo nas circunstâncias difíceis a que a norma tem dificuldade em responder.” (Pereira, 2012, p. 480). Significa isto que a dívida tem uma componente ética, e pode ser discutida do ponto de vista ético, mas isso não quer necessariamente dizer que o dever se aplique da mesma forma em todas as circunstâncias.

Todas estas questões mostram, por um lado, a importância da ética na nossa história e cultura, e na avaliação das nossas ações. Conquanto, mostram, de igual forma, toda a complexidade da questão e cuidado com que deve ser avaliada. Tendo em conta que a noção de “dívida” é simultaneamente ética e económico-financeira, torna-se importante vermos de que forma podemos falar de uma “ética da dívida”.

2.2 Dívida

A noção de dívida é uma noção com uma longa história e que se encontra profundamente enraizada na nossa sociedade e no mundo em geral, até aos dias de hoje. A palavra dívida tem origem do Latim *debita*, “algo que se deve”, e esta deriva do verbo *debere* “dever” que originalmente advém de *de habere*. Importa distinguir diferentes noções de dívida que conseguimos encontrar ao longo da nossa história cultural, filosófica e económica. Alguns dos seus usos mais correntes prendem-se com a noção de propriedade. Por exemplo, a lei romana definia uma pessoa como aquele que tem o direito a possuir bens enquanto uma determinada coisa ou bem não detinha esse mesmo direito, daí poderem ser propriedade de alguém.

Michael Allen Gillespie (2008, p. 133), afirma que “nós incorremos numa dívida quando retiramos alguma coisa a uma outra pessoa”, e, que a natureza da dívida está intimamente relacionada com a intenção com que é retirada, sendo certo, porém, que nem sempre o “retirar” é doloso. Um exemplo claro de todo este processo, é tudo aquilo que nos é legado pelos nossos progenitores, e tudo o que os nossos antepassados construíram para que pudéssemos cultivar a nossa cultura, a nossa língua, os nossos hábitos. Sem todo esse esforço e evolução não seríamos o que somos hoje. Deste modo, em certo sentido, encontramos-nos em dívida para com esses antepassados. Contudo, a natureza deste tipo de dívidas assume um carácter dissemelhante das dívidas intituladas comuns, pois são dívidas involuntárias, não pedimos para fazer parte deste mundo, nem para sermos as pessoas que somos hoje.

Sob outra perspetiva, quando alguém, de alguma forma, nos subtrai algum bem que nos pertence, através de roubo, fraude, ou algum outro método, encontra-se claramente a violar a nossa liberdade, o nosso bem-estar, ou até mesmo a nossa vida. Neste caso, surge uma outra natureza de dívida, uma vez

que o responsável por tais atos fica em dívida para com as vítimas. Mesmo que o pagamento não seja concluído na íntegra, ou que a pessoa não tenha forma de exigir ou impor qualquer retribuição/punição, existe muitas vezes o desejo ou mesmo a crença de que quem provocou tal dano seja considerado culpado.

Não raramente, na impossibilidade de levar a cabo essa reparação nesta vida, esse desejo é projetado para outras esferas: por exemplo, numa noção de justiça divina, os culpados serão julgados e, eventualmente, punidos não neste mundo ou nesta vida, mas talvez noutra vida, ou no reino divino (dependendo de que forma cultural de crença ou de religião estivermos a falar).

A este propósito, importa invocar uma proximidade bastante evidente – sobretudo nas línguas europeias entre dívida e culpa, como é o caso específico da língua alemã, onde *Schuld* significa dívida e culpa. Esta ligação foi explorada por filósofos como Nietzsche ou Benjamin (2011).

Vinicius de França Andrade (2010) assinala a existência de quatro figuras da dívida em Nietzsche, a dívida entre comunidades, entre comunidades e indivíduos, entre comunidades e antepassados e a dívida moral. A primeira forma de dívida para Nietzsche apresenta-se como forma de dívida entre comunidades no sentido em que, no tempo dos nossos antepassados viver fora de uma comunidade era praticamente impossível, obrigando as pessoas a juntar-se em comunidades, pelo que tudo indica que as primeiras trocas ter-se-ão dado entre estas. Deste modo, as comunidades foram-se desenvolvendo apoiadas nas suas próprias vantagens competitivas de forma a poderem realizar trocas vantajosas com as restantes comunidades.

Com a intensificação dessas trocas e com a importância das mercadorias para a subsistência, as mercadorias tornaram-se como que um instrumento de política, permitindo que os maiores produtores tivessem maior poder; por exemplo, as guerras seriam uma forma de castigo para aquele que não cumprira com as suas obrigações ou que tivesse falhado algum acordo de negócio. Então,

segundo Nietzsche, o primeiro nível do sujeito de direito devedor e credor, onde existe um vínculo de *obligatio*, não pode ser visto como estado em que este se encontre individualmente, mas sim em comunidades.

Neste seguimento, quando um membro de uma determinada comunidade comete uma infração, o que o coloca em dívida para com a comunidade, surge a segunda figura da dívida presente no pensamento de Nietzsche. O infrator é, então, castigado, “o castigo teria o valor de despertar no culpado um sentimento de culpa, nele vê-se o verdadeiro *instrumentum* dessa reação psíquica chamada ‘má consciência’, ‘remorso’ (Nietzsche, citado por Andrade, 2010, p. 14). Ou seja, nesta perspectiva nietzschiana, o conceito de culpa surge com a finalidade de justificar os castigos aplicados aos infratores, como compensação do sofrimento causado a outro membro da mesma comunidade.

“O devedor, para infundir a confiança em sua promessa de restituição, (...), para reforçar na consciência a restituição como dever e obrigação, por meio de um contrato, empenha ao credor, para o caso de não pagar, algo que ainda ‘possua’, sobre o qual tenha poder, como o seu corpo, a sua mulher, a sua liberdade ou mesmo a sua vida”

(Nietzsche cit. por Vinícius de França Andrade (2010, p. 288)

Desta forma, a dívida ultrapassa as esferas legais e passa a estar associada a um ambiente de crueldade e sofrimento de onde pode ter surgido o conceito “sentimento de culpa”, (*Schuldgefühl*, em alemão).

A terceira forma de dívida tem origem na relação das comunidades com os seus antepassados, existindo, para Nietzsche, uma dívida para com todos aqueles que tornaram possível a nossa existência, considerando mesmo que existe uma proporcionalidade direta entre o poder de uma sociedade e os seus antepassados, que em alguns casos podem ser elevados ao estatuto de Deuses, credores de uma dívida impagável.

“O medo do ancestral e do seu poder, a consciência de ter dívidas para com ele, cresce na exata medida em que cresce o poder da estirpe”

(Nietzsche, 2004, p. 36.)

Por último, a dívida religiosa e a moral são entendidas como a interiorização do sentimento de dever. Para Nietzsche, graças à interiorização da dívida, e à instituição da figura de Deus, a dívida deixou de ter um caráter jurídico tendo ganho um estatuto moral, de tal forma que a plena consciência de culpa por parte do homem levou a que este criasse um Deus. Assim, para Nietzsche, nesta visão do mundo o homem em dívida era visto como pecador, mau; e Deus é visto como o injustiçado pelo não pagamento da dívida, o bom. (Andrade, 2010).

Nietzsche, na sua visão radical, afirma que existe no homem um prazer em fazer sofrer e em sentir-se ainda mais culpado pois, para além de devedor, este pode ser e ter todos os atributos que definiu como “perversos”:

“Há uma espécie de loucura da vontade, nessa crueldade psíquica, que é simplesmente sem igual: a vontade do homem sentir-se culpado e desprezível, até ser impossível a expiação, a sua vontade de crer-se castigado, sem que o castigo possa jamais equivaler à culpa, a sua vontade de infetar e envenenar todo o fundo das coisas com o problema do castigo e da culpa, para de uma vez por todas cortar para si a saída desse labirinto de ‘ideias’, a sua vontade de erigir um ideal – o do ‘Santo Deus’ – e em vista de ele ter a certeza de sua total indignidade”

(Nietzsche, 2004, p.37)

Nietzsche não é, certamente, um autor consensual e as suas teses são, de facto, polémicas. No entanto, não precisamos de subscrever as suas teses sobre a invenção de Deus ou sobre a suposta crueldade humana para ver relevância naquilo que afirma sobre a ligação entre a dívida e a culpa. Muitas vezes, se se deteta um excesso de dívida nas contas de uma entidade qualquer (pessoa,

empresa ou Estado) imputa-se esse excesso a uma imprudência da qual essa entidade seria culpada. Logo, se o devedor é culpado pela sua dívida, qualquer mal que lhe possa advir do pagamento da dívida será da sua inteira responsabilidade.

Outros autores exploraram esta questão, tendo em conta a importância da dívida, e a sua origem em termos culturais ou eventualmente de origem religiosa, e ligaram-na ao desenvolvimento do capitalismo. Este é o exemplo de Benjamin (2011) para quem o próprio capitalismo pode ser considerado uma religião. Benjamin nota, sobretudo, que tal como nas religiões, o capitalismo funciona como um “culto” (com as suas práticas, objetivos precisos, e exigência de dedicação a todo o momento). Para Benjamin, a consciência de culpa (*Schuldbewusstsein*), ligada à presença de uma falta, de uma dívida permanente, acabam por supostamente levar o capitalismo a um estado de desespero. Neste sentido, o capitalismo não seria, como o é para outros autores, só uma questão de acumulação. Também teria esta ligação intrínseca a uma dívida permanente, difusa, e a uma consciência mais ou menos confusa de que, de alguma forma, se é culpado por essa dívida. A questão do capitalismo será analisada de forma mais específica no capítulo seguinte.

Outros tipos de dívida podem também ser detetados ao longo da história. Uma outra forma de dívida deve-se ao seu surgimento através de uma troca voluntária, ou seja, ambas as partes acordam a realização de uma troca num momento futuro, ao abrigo dos termos acordados num primeiro momento. Este tipo de dívida requer uma forte noção de confiança, onde os indivíduos cumprem as suas promessas de forma a ser possível construir uma reputação que leve à formulação de cada vez mais contratos sinceros, honestos, como era o caso dos comerciantes holandeses conhecidos pela sua palavra e honestidade no decorrer das trocas comerciais.

Estes padrões reconduzem-nos, de novo, à dimensão ética da dívida: é possível contrair uma dívida porque se *espera*, por motivos *éticos*, que ela venha a ser paga. Isto, não impede que, porém, se possam encontrar outras explicações que tenham em conta a possível animosidade que possa surgir entre indivíduos separados por uma dívida. Por exemplo, numa visão um pouco mais cínica, Nietzsche (1998) afirma, na *Genealogia da Moral*, que a vontade de agir com justiça e honestidade foi atingida no final de um longo período de tempo, de uso repetido da violência contra aqueles que não conseguiam pagar as suas dívidas. Mais uma vez, não precisamos de concordar com Nietzsche para perceber outra forma possível de considerar a dívida como sendo relevante do ponto de vista ético: é possível que a própria formulação positiva dos princípios de justiça esteja ligada a acontecimentos negativos de injustiça (por exemplo: não se pagar uma dívida e gerar por isso sentimentos de vingança e punição). A ser assim, a dívida estaria mesmo na origem de algumas noções éticas.

Compreender-se-á melhor a importância que as dívidas, em sentido estritamente económico-financeiro, foram assumindo, se recordarmos alguns elementos da nossa história. Com o passar das épocas, a noção de dívida foi registando francas evoluções, sendo transformada pela reconceptualização do homem e da natureza. Face a todas estas mudanças, dá-se o surgimento da ciência moderna, impulsionada pela compreensão do mundo natural dependente de técnicas/metodologias que permitem um maior controlo da natureza e um aprofundamento do conhecimento. Ao longo deste processo, e de um ponto de vista estritamente científico, a natureza deixa de ser olhada como uma criação divina possuidora de uma finalidade sagrada, passando a ser olhada como uma fonte de matérias-primas, que são extraídas e transformadas em bens com utilidade para o homem. Daqui resulta, por um lado, uma visão do homem como “*homo faber*”, dominador da natureza. Mas, por outro,

também resulta uma maior tendência para o desenvolvimento da produção e da troca, o que, por sua vez, contribui para o desenvolvimento do capitalismo. Os bens produzidos podem ser consumidos ou trocados por outros, de acordo com as necessidades. Desta forma, começam a desaparecer as restrições ao uso da natureza, ainda que este processo não esteja, como é óbvio, livre de levantar problemas éticos.

A aplicação eficiente de novas técnicas científicas permitiu uma maior eficiência e um crescimento cada vez mais célere através do aumento, cada vez mais evidente, da oferta variada de bens. Um caso exemplificativo desta mudança é a progressiva redução de uma das causas das guerras levadas a cabo no mundo medieval, onde o número de bens estava fixado pela totalidade de terras possuídas e pelos ciclos naturais de crescimento e declínio. Neste contexto, a única maneira de aumentar a riqueza era através da conquista de novas terras. Sumariamente, o sucesso de um povo dependia da força e destreza aplicadas na guerra. A ciência moderna permitiu a abertura de um novo caminho em busca da riqueza, transversalmente ao desenvolvimento de novas fontes de energia e sua aplicação na produção, para que esta se tornasse mais eficiente ao nível dos bens e serviços.

Este processo de constante evolução levou, ao longo da história, a diversos processos de reorganização, à medida que as diversas vagas de industrialização foram tendo lugar. Esta reorganização trouxe consequências inevitáveis, como a redução do peso das famílias na sociedade e a mudança das leis de propriedade, que incentivaram os indivíduos à obtenção de propriedade individual ao invés da propriedade familiar ou comunitária. Desta forma, o pensamento sobre a dívida e o investimento transformou-se, à medida que, para além da maior produção como forma de crescimento económico e obtenção de lucro se começou também, de um ponto de vista estritamente económico-financeiro, a olhar para a obtenção de dívida como investimento

potencialmente dirigido ao crescimento. Deste ponto de vista económico, a condição essencial para a existência da dívida é o capital existente.

Adam Smith (1976) fez notar, tendo por base a lógica da economia moderna, que o crescimento global das nações a nível económico e do seu próprio bem-estar dependia de três pontos cruciais, tais como: uma crescente divisão e especialização do trabalho; eliminação de barreiras ao comércio; e uma acumulação de capital com vista a fomentar o comércio e a divisão do trabalho. Assim, esta acumulação de capital torna-se necessária atendendo à visão de Smith (1976), como um sustento a todos aqueles envolvidos na extensão do processo de produção, até que esses mesmos possam colocar os seus produtos no mercado efetuando trocas comerciais.

Nesta aceção, o capital entende-se como sendo o excedente de produção, ou seja, aquilo que é produzido para além do considerado necessário à subsistência, e usado para tornar cada vez mais eficiente o dito processo de produção.

O excedente de capital pode ser utilizado de diferentes formas. Entre elas encontramos, por exemplo, a melhoria das condições de vida humana, contributos religiosos, guerras, bens de luxo, entre outros. O autor defende que o capital é todo o excedente de produção reinvestido novamente no processo produtivo com a finalidade de provocar uma expansão económica e aumento do bem-estar na humanidade. E é aquando de toda esta expansão económica que surge a dívida. Nesta conceção, a dívida torna-se viável devido à existência do excedente de produção. Esta condição é suportada apenas quando existe uma garantia que determinado empréstimo possa ser reembolsado, podendo, assim, afirmar que a inexistência dessa condição coloca em causa a expansão económica, tendo o Estado um papel de cardeal importância nesta matéria ao nível da proteção dos direitos de propriedade e do direito fiscal.

Como recorda Martins (2009), o excedente permitido pelos ganhos de especialização, e a possibilidade de obter ganhos mútuos através da gestão adequada desse excedente, é uma questão fulcral para a economia clássica. A este facto não é alheia à ligação entre as questões éticas e as questões económicas que era uma característica de base da economia clássica (ao contrário da economia neoclássica, dominante desde o século XX).

2.3 Capitalismo

Feita esta recapitulação histórica e este esclarecimento conceptual das noções de ética e de dívida, falta esclarecer outra noção capital, a de capitalismo, para se perceber, em seguida, como é que todos estes fenómenos estão presentes nas chamadas crises do capitalismo.

Importa esclarecer que a noção de “capitalismo” é, em si mesma, uma noção contestada. A maior parte dos autores, hoje em dia, nem utiliza a expressão, preferindo referir-se às “economias de mercado”, uma expressão que é axiologicamente neutra. A noção de capitalismo, pelo contrário, é uma expressão mais historicamente marcada. Para além das análises de Benjamin, que já foram mencionadas, poder-se-iam igualmente invocar as análises de Marx a partir da relação entre as “forças produtivas” e os detentores dos “meios de produção”, e a sua previsão do colapso do próprio sistema capitalista (Martins, 2009). No entanto, parece-nos mais interessante explorar as teorias do capitalismo que sublinham a sua componente “cultural” ou “motivacional”, precisamente por serem essas que permitem perceber de forma mais clara a ligação entre o capitalismo como sistema de relações económicas e os elementos propriamente éticos que permitem, até certo ponto, compreender parte dos comportamentos das pessoas.

Antes de mais, é preciso notar que Max Weber não ignora a óbvia componente material do capitalismo. Weber (2004) afirma que, o capitalismo

“existe onde quer que se realize a satisfação de necessidades de um grupo humano, com caráter lucrativo e por meio de empresas, qualquer que seja a necessidade que se trate. Diremos que, via de regra, uma exploração racionalmente capitalista é uma exploração com conta de capital, isto é, uma empresa lucrativa que controla a sua rentabilidade na ordem administrativa por meio da contabilidade moderna, estabelecendo um balanço”.

(Weber, 2004, p. 41)

O intelectual, jurista e economista alemão, propõe então uma teoria de capitalismo baseada nas motivações, ou seja, deteta a existência de um conjunto de crenças e valores que orientam a conduta dos indivíduos num determinado sentido, um *ethos* ao qual dá o nome de espírito do capitalismo. Este tipo de análise do capitalismo, que lhe deteta um “espírito”, tem inspirado análises recentes quer da sociologia quer da filosofia social, que resumiremos em seguida.

Marcelo (2015) constata que embora não exista uma relação direta entre a religião e o capitalismo, o calvinismo e inúmeras outras seitas puritanas favoreceram o desenvolvimento do capitalismo (ainda que involuntariamente) uma vez que o *ethos* deste contexto religioso permitiu o desenvolvimento estrutural das práticas capitalistas:

“Os protestantes acreditavam na importância do trabalho (entendido como vocação, *Beruf*) e no sucesso temporal visto como prova indireta de uma eventual predestinação divina; o caráter ascético da sua dedicação ao trabalho favorecia a organização racional das suas atividades laborais, muito para lá do seu autointeresse; e isso estimulava não só a acumulação de riqueza (depurada da avaliação moral pejorativa feita pela interpretação católica) como também a busca de sucesso no negócio como cumprimento de um dever de uma injunção divina.”

(Marcelo, 2015, p. 201)

Desta forma, a riqueza proveniente do trabalho não tinha necessariamente que ser gasta para proveito próprio no imediato, mas sim constituída como poupança para permitir gerar lucros futuros que poderiam ser reinvestidos no próprio negócio. Assim sendo, ainda que os protestantes não estivessem, de forma alguma, a pensar em algo como “o desenvolvimento do capitalismo”, a verdade é que as suas práticas (motivadas em parte por motivos ético-religiosos: a crença em Deus, a estrita moral puritana, etc.) acabaram por permiti-lo. Weber faz estas constatações no início do século XX, referindo-se a acontecimentos que tinham tido lugar bastantes séculos antes (principalmente no século XVII). Porém, ele próprio estava consciente do ponto ao qual as coisas já tinham mudado no seu próprio tempo, e quanto aquilo que surgira então de forma “involuntária” se autonomizara e reforçara enormemente. Weber estava consciente que o capitalismo estava a tornar-se “uma forma de organização económica praticamente inescapável” (Marcelo, 2015, p. 201), de tal forma mecanizado que estimulava comportamentos individualistas e de autointeresse. Marcelo refere ainda na sua análise a importância do sociólogo Luc Boltanski e da economista Ève Chiapello (1999) nas suas tentativas de atualizar as análises do “espírito do capitalismo”, uma vez que consideram o capitalismo um “sistema absurdo” (Idem, p. 41, cit. por Marcelo, 2015, p. 202), já que a acumulação ilimitada de capital, além de remeter para uma sociedade impossível de atingir, gera desigualdade, pois remete uma grande parte da massa assalariada para uma situação de quase subordinação, algo provado empiricamente por Piketty (2014, cit. por Marcelo, 2015, p. 202).

Assumindo que o espírito é indispensável para o funcionamento do sistema na medida em que tem a capacidade de persuadir os atores sociais a colaborar pacificamente, Boltanski e Chiapello defendem que o espírito do capitalismo é uma realidade histórica e mutável, uma vez que evolui ao longo da história.

Por último, há que referir que as mudanças no espírito do capitalismo não são fruto do acaso ou propriamente devidas a mudanças na estrutura económica que sustenta o próprio capitalismo; no entender de Boltanski e Chiapello estas alterações surgem como respostas às críticas feitas ao próprio capitalismo (Marcelo, 2015). Boltanski e Chiapello foram capazes de encontrar três fases do espírito do capitalismo ao longo da história: a primeira fase ficou marcada pelos valores burgueses próprios do “self-made man”; a segunda fase situa-se cronologicamente entre os anos 30 e 60 do século XX, época que ficou marcada pelo surgimento das grandes empresas, pela produção em massa, economia de escala e o planeamento rigoroso; a terceira, e, última fase, encontra-se marcada pelo espírito atual, “na qual se valoriza os valores do trabalho em rede e de projetos, da criatividade, flexibilidade, polivalência e adaptabilidade, sendo as principais figuras o gestor de projetos, o mediador, o coach, o criativo.” (Marcelo, 2015, p. 203).

Esta abordagem “cultural” e “motivacional” do capitalismo tem importância porque permite perceber como a promoção (ou mesmo a manipulação) de determinados valores éticos tem influência na própria forma como o sistema funciona, até em termos económicos. Boltanski e Chiapello ajudam a perceber porque é os trabalhadores colaboram com um sistema que pode ser injusto; fazem-no porque acreditam nos “valores” que lhes são transmitidos. Da mesma forma, a discussão da dívida também mobiliza argumentos éticos, como veremos na discussão de resultados. Assim, aquilo que se acredita ser “correto” ou ético terá também influência nas decisões económicas, financeiras e políticas que possam ser tomadas em relação à dívida.

Terminada esta parte da abordagem teórica ao capitalismo, torna-se, também, pertinente para o trabalho aqui desenvolvido perceber concretamente os motivos pelos quais o próprio sistema saiu abalado após a crise de 2008. Também em relação à crise podemos dizer que ela pode ser analisada quer de

um ponto de vista ético, quer de um ponto de vista económico-financeiro. Nessa análise, levaremos um pouco mais longe a análise do capitalismo, ligando algumas das suas mutações à aparição de uma variante à qual se tem chamado, à falta de melhor palavra (e embora esta seja uma designação polémica) “neoliberalismo”.

Capítulo 3

O dealbar de uma Crise de Dívida

A mais recente crise do capitalismo global pode ser analisada de vários pontos de vista e tem certamente múltiplas causas que afetam diferentemente os países à escala global. Neste capítulo, pretendemos mostrar como é que se chegou à crise da dívida que colocou Portugal nas dificuldades que atravessou em anos recentes. Mas, para lá chegar, será primeiro preciso retrazar, de forma resumida, a história da crise de 2008, incluindo os elementos que a precederam e a possibilitaram.

3.1 A Crise de 2008 no Contexto das Mutações do Capitalismo

A crise de 2008 começou por ser um acontecimento essencialmente financeiro, e, foi causada fundamentalmente pela desregulação dos mercados financeiros e pelo menosprezar dos danos que esse mesmo desequilíbrio pudesse vir a causar, provocados por uma enorme bolha no mercado imobiliário. No entanto, para a percebermos teremos de recuar um pouco. Um facto a realçar é a política de expansão monetária implementada por Alan Greenspan, chairman da Reserva Federal Americana (FED), política que teve um contributo importante para a crise, não pela sua política praticada, mas pelo apoio que o mesmo concedeu à desregulação do mercado financeiro e pela

pressão exercida para manter as taxas de juro em níveis muito baixos durante um longo período de tempo. Essa política pretendia ser um estímulo ao investimento. Acontece que acabou por facilitar a criação de uma bolha que algum dia teria de rebentar, levando à crise imobiliária. Um outro fator, muito falado após 2008, foi a revogação da lei Glass-Steagall em 1999 pelo *lobby* do setor financeiro, lei que fora criada após a crise de 1929. Esta lei impunha a separação entre os bancos comerciais e os bancos de investimentos, uma vez que a cumplicidade entre estas duas instituições era apontada como uma das principais causas da crise de 1929. Isto era uma maneira de impedir conflitos de interesses nas concessões de créditos e limitar a especulação, garantindo desta forma um sistema financeiro mais estável.

Vimos, no capítulo anterior, que o “espírito” do capitalismo é mutável; mas o próprio “capitalismo”, entendido em sentido lato, como o conjunto de práticas e relações económico-financeiras à escala global, não o é menos. Perceber a crise de 2008 e as suas consequências implica, portanto, perceber alguns dos elementos que se foram alterando, pelo menos ao longo do último século.

Torna-se, portanto, necessário recuar pelo menos até ao ano de 1929, ano esse que ficou marcado pela quinta-feira negra, em virtude da crise de superprodução; o capitalismo sempre foi marcado por crises e alguns autores, como Marx (1993) acreditavam até que as crises eram inerentes à própria lógica do desenvolvimento capitalista, através da tendência para a queda da taxa de lucro. Não é preciso ser-se marxista para se observar empiricamente que a economia mundial, e aquilo que se chama “capitalismo” foi sofrendo várias crises recorrentes ao longo da história – um trabalho de levantamento de muitas dessas crises foi feito, por exemplo, por Reinhart e Rogoff (2013). Na impossibilidade de recordar aqui toda essa história, lembremos apenas alguns dos desenvolvimentos relativamente próximos de nós. A crise de 1929 foi o

maior desafio para o capitalismo no século XX, com a queda do mercado bolsista.

A recuperação da economia americana só se deu verdadeiramente após a segunda guerra mundial, com a instauração de uma nova ordem e um relançar da economia global graças à reconstrução de uma europa destruída. Acontece que, aos poucos e poucos, a regulamentação mais prudente imposta no rescaldo da crise de 1929-30 foi desaparecendo. O sistema económico americano pode ser identificado como um capitalismo de mercado (Rosser & Rosser, 2004). Isto não é diferente do que se passa na generalidade do mundo ocidental ou daquilo que se possa considerar o “capitalismo desenvolvido” ou “tardio”. No entanto, alguns autores consideram que o capitalismo de mercado dos Estados Unidos da América (EUA) seguiu as tendências do neoliberalismo, o que leva esses autores a classificar o seu regime económico como um capitalismo neoliberal (Bresser-Pereira, 2010). Convém, no entanto, notar que esta classificação é, em si mesma, crítica, pejorativa, e não é consensual. Por exemplo, Martins (2009) relembra que a palavra “neoliberal” serve muitas vezes para juntar numa só qualificação a teoria económica dominante (neoclássica) e a filosofia política dominante (liberal), sem que seja claro como é que essa junção acontece, ou se existem mesmo autores que se reconheçam nesta designação. Mas, de todo o modo, a crença e a implementação de uma liberalização mais extrema nos anos que precederam a crise parecem inegáveis.

De facto, à queda dos acordos de Bretton Woods em 1973, impulsionada pelo término do padrão ouro-dólar, seguiu-se uma onda de liberalização e desregulamentação (ou, talvez de forma mais precisa, uma onda de regulamentação que foi no sentido de uma maior liberalização), dando origem a práticas neoliberais de livre mercado e redução do peso do estado na economia. Ao longo da década de 80, a ideologia neoliberal foi ganhando importância política, projetada pelas reformas na Grã-Bretanha e nos EUA, da autoria da

Margaret Thatcher e Ronald Reagan, respetivamente. Deste modo podemos entender o neoliberalismo, como já referido por Howard & King (2004, p. 40), como uma “doutrina e uma prática social relacionada. Esta doutrina afirma que todos, ou quase todos, os problemas económicos e sociais têm uma solução de mercado, com a conclusão de que a falha do estado é tipicamente pior que a falha do mercado”.

O neoliberalismo surge, assim, com o objetivo de reduzir a dimensão do aparelho do Estado e de liberalizar todos os mercados, principalmente os de índole financeira. Acredita-se que os mercados são autorregulados e eficazes, isto é, que os preços refletem sempre toda a informação disponível no mercado e os agentes atuam sempre de forma racional. Em pano de fundo desta crença está o individualismo, que sublinha intensamente o papel dos indivíduos e muito menos o da sociedade, e nem sempre tem em conta o interesse público ou o “bem comum”.

Paralelamente a esta tendência de liberalização financeira, assistiu-se à globalização dos mercados financeiros, e, posteriormente, ao aumento acentuado dos fluxos financeiros pelo mundo. Com todas estas alterações, registou-se um aumento expressivo no valor total dos ativos financeiros em circulação por todo o mundo. Mais recentemente, já neste século, assistiu-se também à multiplicação dos instrumentos financeiros facilitado pelos produtos derivados. Existiu, também, um crescimento do resultado das instituições financeiras e da sua capacidade financeira para pagar prémios avultados aos seus operadores.

Um dos fenómenos mais importantes que explicam estas alterações é a chamada financeirização do capital, ou seja “the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.” (Epstein, 2005, p. 3), comum em países altamente desenvolvidos, como é o caso dos EUA,

nomeadamente ao nível de infraestruturas que, por terem menor necessidade de investimento direto na economia (uma vez que já possuem a maior parte das infraestruturas, etc.), quando têm excesso de liquidez, em vez de investirem na indústria ou na inovação, muitas vezes utilizam os mercados financeiros, redirecionando para lá o investimento como forma de continuarem a crescer economicamente.

Desta forma, o crédito deixou de ser apenas baseado em empréstimos cedidos a grandes empresas e passou a ter por base valores mobiliários negociados pelos operadores financeiros, como os fundos de pensões e *hedge-funds*. Isto levou o mercado financeiro a seguir por um caminho cada vez mais obscuro e complexo, através de inovações financeiras e a uma acumulação excessiva de crédito sobre a forma de títulos. Toda esta complexidade e obscuridade refletiu-se no aumento do risco envolvido em cada inovação; por outro lado, esse risco combinado com a especulação levou ao aumento do preço dos ativos financeiros reforçando artificialmente o capital dito fictício, o que aumentou a um ritmo superior à produção da riqueza real.

Com o aumento do risco e da especulação em torno dos novos produtos financeiros, os bancos tiveram a necessidade de limpar os seus balanços, e fizeram-no através dos seguros de risco, os CDSs (*Credit Default Swaps*), e outros veículos especiais de investimento. Este processo desenvolveu-se com uma rapidez extrema a nível mundial, tornando-se possível apenas com o recurso a supercomputadores e softwares avançados; em suma, a financeirização do capital foi impulsionada pelo progresso tecnológico.

Desta forma, e como afirma Bresser-Pereira, “o neoliberalismo e a financeirização aconteceu num contexto de globalização comercial e financeira” (Bresser-Pereira, 2010, p. 19). A globalização do comércio nunca teria tanta expressão se não fosse acompanhada por uma expansão financeira, porém, existiram, também, aspetos negativos, como a perda de controlo das taxas de

câmbio de alguns países. A situação parecia, porém, sob controle, e até extremamente positiva, enquanto a economia americana continuava a crescer, sobretudo com a aplicação da financeirização ao *boom* do mercado imobiliário. No entanto, em 2007, começam a surgir os primeiros sinais preocupantes. E rapidamente deixou de ser possível ignorar a volatilidade da situação.

Em 2008, os mercados financeiros foram abalados pelos primeiros episódios do que se viria a tornar na mais séria crise financeira desde a crise de 1929-30. As mais importantes instituições financeiras norte-americanas sofreram com o abrupto aumento dos *defaults* dos empréstimos hipotecários, principalmente no segmento de *subprime*, isto é, o tipo de hipoteca, normalmente constituída por empréstimos a indivíduos com menores *ratings* de crédito, o que, desta forma, lhes permitia recorrer ao crédito para comprar casa. Porém, este tipo de contrato tem um maior risco associado que se traduz numa maior taxa de juro sobre a hipoteca, a fim de compensar o transporte do risco.

A forte desregulação do mercado permitiu o nascimento dos chamados produtos derivados, cujo objetivo era suspender as possíveis perdas com a subida ou descida das taxas de juro, indexando a sua rentabilidade ao valor de outros ativos, fazendo desta forma a separação do risco do produto financeiro do próprio produto.

Surgiram desta forma os célebres CDSs, um produto derivado que permite transacionar o risco de crédito do produto, transações que podiam ser realizadas infinitamente, e que eram associados aos produtos estruturados sintéticos, também conhecidos como CDOs (*Collateralized Debt Obligations*). Este produto teve uma importância capital na crise financeira pois, devido à desregulação dos mercados financeiros e à classificação dos CDSs e CDOs pelas agências de *rating* como produtos AAA, permitiu que os bancos conseguissem remover as hipotecas dos seus passivos. Isto traduzia-se num rácio de solvabilidade favorável, que na verdade escondia imparidades muito elevadas,

permitindo a redução das reservas de capital e, ao mesmo tempo, que se continuasse a conceder empréstimos. Este processo, por seu turno, estimulava o aumento da procura no mercado imobiliário e, logo, o aumento do preço das casas, criando uma bolha. O motor desta bolha era o crédito, sem ele não havia forma de continuar a crescer, ser lucrativo sem que fosse concedido crédito e, desta forma, eram exigidas cada vez menos condições àqueles que pretendiam aceder ao crédito, como por exemplo, os clientes de crédito conhecidos como N.I.N.J.A.s (*No Income, No, Job or Asset*). Não era exigido nada que garantisse que quem contraía o empréstimo tinha reais possibilidades de o pagar.

Todo este processo estava assente na expectativa da contínua valorização do mercado imobiliário, e na confiança de que todos iam cumprir os seus compromissos. As agências de *rating* davam caução a esta situação, e classificavam os produtos *subprime* com a notação máxima, AAA, o que impulsionava ainda mais o investimento neste tipo de produtos, uma vez que eram considerados seguros e, logo, considerados acessíveis a todo o tipo de investidores, mesmo aqueles que estavam restringidos a um perfil de risco muito conservador, como os fundos de pensões.

Contudo, à medida que cada vez mais empréstimos falhavam pelo facto de uma percentagem crescente de quem os contraía deixar de poder pagar (por exemplo, quando as *teaser rates* acabavam e os valores das prestações subiam) e as casas eram entregues aos bancos o mercado americano foi inundado por um enorme aumento da oferta. Como a procura começou a diminuir, com esta diminuição de procura o objetivo principal daqueles que adquiriam um empréstimo *subprime* falhava, uma vez que a possibilidade de venderem as suas casas a um preço superior dava-se como perdida; a elevada oferta fez baixar o preço das casas, e como consequência instalou-se a crise no mercado imobiliário.

Em suma: as famílias começaram a falhar os pagamentos das suas hipotecas, em virtude do aumento das taxas de juro. Quando os bancos começaram a ficar com um número avultado de casas na sua posse e a não as conseguirem vender os CDOs, que continham uma parcela *subprime* significativa, começaram a falhar, criando um efeito dominó que acabou por ser a causa mais imediata da crise.

Com este *modus operandi* revelado, criou-se um clima de desconfiança entre as instituições bancárias, uma vez que a falta de transparência das transações não permitia saber quais os bancos ainda detentores dos ativos tóxicos, aumentando as suspeitas sobre a veracidade dos rácios de solvabilidade dos mesmos. E o efeito dominó dá-se com a falência do banco Lehman Brothers em setembro de 2008, e o consequente resgate da American International Group (AIG), companhia de seguros que firmava grande parte do risco de desvalorização dos CDOs (o seu valor caiu brutalmente e havia clientes que tinham que ser indemnizados); estes acontecimentos causaram o pânico entre os investidores e colocaram o sistema financeiro global à beira do colapso. Perante estes danos, os Estados tiveram que adotar medidas de estímulo à economia astronómicas e dispendiosas, que mergulharam os países em enormes défices públicos, o que, acumulado com os níveis já elevados de dívida pública, como o caso de Portugal e Grécia, levou a uma crise de dívida soberana.

Podemos, então, concluir, resumindo os elementos principais da crise de 2008 que abordámos neste capítulo, que este processo começou com uma bolha imobiliária nos EUA, criada pela política monetária relaxada da reserva federal, mantendo as taxas de juro em valores muito baixos, situação que, como já referimos, marcou os últimos anos de Alan Greenspan à frente da FED, originando uma crise imobiliária assim que o preço das habitações parou de aumentar, tendo gerado uma quebra na procura e, consequentemente um *default* dos devedores.

Em seguida, a queda do mercado imobiliário teve um impacto negativo nos balanços das instituições financeiras. Os bancos possuíam, no seu balanço, ativos sobrevalorizados que passaram a ser considerados como ativos tóxicos, causando dificuldades extremas de liquidez e originando uma crise do setor financeiro que se alastrou por todo mundo devido à forma como as diversas instituições se encontravam interligadas de forma complexa à escala global.

Por último, a crise financeira, tendo causado uma recessão à escala global e levado a uma quebra na confiança dos investidores, acabou por provocar, mais tarde, uma grave crise de dívida soberana, criada pela enorme quantidade de dívida contraída pelos Estados, que tinha sido contraída de forma a estimular as economias, ajudando os bancos que se encontravam altamente endividados e não conseguiam contrair créditos a taxas de juros suportáveis. Alguns países viram a sua credibilidade cair, e, ao mesmo tempo aumentar o prémio de risco da sua dívida, o que provocou um aumento nos custos de financiamento. Este processo teve graves consequências para a banca, e agravou a recessão em que alguns países já se encontravam. Ver-se-ão, no subcapítulo 3.3, alguns dos detalhes deste alastramento da crise para Europa e para Portugal. Mas antes de lá chegarmos, vejamos de que forma existem elementos éticos relevantes a destacar na análise da crise de 2008.

3.2 A Dimensão ética da Crise de 2008

A crise de que falamos apresenta múltiplas causas e contém várias dimensões sendo todas bem diferentes. Se, por um lado, podemos apontar, como acabámos de fazer, a sua dimensão financeira e as suas repercussões macroeconómicas globais, também não podemos ignorar a dimensão do comportamento individual dos agentes. Por conseguinte, falar da crise é também falar de ética. Um exemplo de uma análise ética da crise de 2008 é dado pelo livro coletivo organizado por Renaud e Marcelo, intitulado *Ética, Crise e Sociedade* (2011).

Esta crise é, de um modo geral, uma crise de ética, uma vez que, existem erros morais capazes de explicar muitas das falhas políticas e económicas que nos trouxeram até este ponto. António Argandoña (2012) vai mais longe, e, destaca três dimensões éticas da crise: ética pessoal, ética das organizações e ética de dimensão moral.

Nesta perspetiva, a ganância é apontada como a principal causa desta crise, a vontade desenfreada de querer sempre mais e mais do que é necessário para além do que é legítimo e economicamente racional, demonstra que existiu nesta crise uma violação de valores morais, pelo menos se considerarmos que o “bem comum” é um valor moral e que o egoísmo, levado ao extremo, não é desejável.

O mundo financeiro vivia tempos de franca expansão, onde os lucros eram avultados e relativamente fáceis, pressionando cada vez mais os profissionais a violar os seus códigos deontológicos e orientando as suas ações apenas para o bónus, sem questionarem as consequências que poderiam ter as suas ações que estavam a tomar.

Alguns desses profissionais tornaram-se cada vez mais orgulhosos e arrogantes, ao ponto de assumirem que o seu conhecimento sobre o mercado era tão profundo que não tinham que se submeter à supervisão de organismos

externos e que estavam acima de qualquer lei. No fundo, assumiram que a honra, a glória, a fama e a riqueza poderiam ser alcançadas através do exercício das suas funções de forma completamente amoral, como se nenhuma regra exterior pudesse legitimamente vir perturbar os seus objetivos. Em alguns casos ficou claro que, ao agirem assim, o fizeram através de mentiras, onde ficou provado que se encontravam com maior disposição para mentir do que controlar os desejos pessoais ou a reorientar os valores deontológicos (Torres, 2009).

Durante anos, agentes financeiros multiplicaram operações desnecessárias, manipularam recomendações dadas aos clientes, distorceram informação, única e simplesmente para gerar um maior volume de comissões e de bónus. É claro que há todo um manancial de operações questionáveis e que não devem ser todas consideradas da mesma forma. Algumas das operações eticamente duvidosas eram legais. Outras, eram pura e simplesmente fraude. O caso Madoff, acusado de fraude no valor de 50 mil milhões de dólares é um exemplo extremo de um esquema ilegal e eticamente condenável. Madoff foi acusado de gerir a sua empresa de investimentos financeiros segundo uma variante do esquema de Ponzi, que permaneceu invisível aos “radares” da *Securities and Exchange Commission* (SEC) durante anos: basicamente, Madoff aliciava novos investidores oferecendo-lhes uma rentabilidade mensal de 1%, ou seja, uma rentabilidade anual superior a 10%, com o acordo de que esse valor apenas podia ser obtido quando o investimento fosse resgatado na íntegra.

Contudo, com a crise de 2008, os clientes acionaram a opção de reaver os seus investimentos, porém Madoff foi incapaz de pagar, revelando desta forma que tudo não passava de uma fraude, uma fraude com proporções épicas (Sander, 2009). Até hoje não é conhecida a forma exata e detalhada de como operava no mercado, mas tudo indica que a fraude foi facilitada por falhas na regulamentação de mercado e a uma falta de fiscalização.

Existem outros casos, como os retratados no livro *The Big Short* de Michael Lewis (2010), que não se trataram de fraudes mas sim de uma procura legal pelo lucro num mercado que começava a dar sinais de fraqueza; casos que, apesar de tudo, colocam algumas dúvidas do ponto de vista ético. Neste exemplo relatado por Lewis, um conjunto de analistas financeiros e gestores de investimentos conseguiram antever uma queda do mercado de obrigações em consequência de um inevitável colapso do mercado imobiliário uma vez que estava a aumentar o número famílias que falhavam o pagamento das suas hipotecas. Antevendo esta situação, procuraram subscrever junto dos principais bancos de Wall Street obrigações em regime de *swap* (CDS), isto é, seguras em caso de incumprimento de crédito, o que dada as tendências da época, era uma operação com bastante risco, olhada por muito como descabida e sem qualquer sentido de mercado, uma vez que só teriam retorno em caso de falência das obrigações. Foi uma jogada contra o mercado (e, no caso de alguns dos agentes económicos em causa, uma jogada contra as próprias instituições em que essas pessoas trabalhavam) e contraintuitiva num momento económico em que todos estavam convencidos da robustez do mercado de obrigações imobiliárias. Este é um caso complexo porque assinala a existência de agentes que conseguiram lucrar com a queda do mercado imobiliário e consequente ameaça ao sistema financeiro global. Por um lado, não se pode questionar a perspicácia e a racionalidade económica deles, capazes de detetar tendências que permaneciam escondidas a quase todos os outros agentes económicos, cegos que estavam pelo pensamento da maioria. Por outro, a forma como lucraram às custas do colapso do sistema financeiro, com consequências desastrosas em termos de “bem comum” é certamente questionável.

Há, no entanto, que perceber todo o contexto institucional, toda a envolvente em que esta busca desenfreada de lucro teve lugar. Um ambiente de grande crescimento, reduzidas taxas de juro e de incríveis oportunidades de lucro e

uma reduzida perceção do risco, são condições que conduzem a uma fraca gestão (Argandoña, 2012), colocando em cheque aquela que sempre tinha sido considerada a principal virtude de um banqueiro, a prudência: “Prudence or practical rationality is the main virtue of the banker” (Termes, citado por Argandoña, 2012, p.6). Todo este ambiente vivido no setor financeiro global levou a que os agentes económicos fossem guiados pela ganância, um aprofundar extremo do individualismo e/ou do egoísmo, levando à letra aquilo que Gordon Gekko, protagonista do filme Wall Street (1987), afirmava: “greed is good”, sentindo-se motivados pelo clima que se vivia.

Uma segunda dimensão, já mencionada, e que importa agora aprofundar, é a ética das organizações. As organizações possuem a sua quota-parte de culpa na presente crise financeira, uma vez que, revelaram casos de má gestão e de pura falta de competência por parte dos quadros de gestão. Isto verificou-se desde os bancos de investimento até às agências de *rating*. De uma forma geral, a maneira como os ativos eram avaliados por todos os envolvidos no mercado era pouco transparente, complexa e incompreensível para a maior parte dos intervenientes, senão para todos, como afirma Kay (2009).

As organizações estavam a assumir riscos excessivos ao depositar confiança num mecanismo de monitorização bastante otimista, que se baseava na análise das décadas recentes, nas quais o mercado tinha sido relativamente estável, e onde se cria que os riscos dos ativos eram independentes entre si. Esta situação revelou-se totalmente falsa, isto é, o risco sistémico permanecia totalmente ignorado, uma vez que a supervisão era feita localmente.

Além disso, eram exercidas fortes pressões para que as operações *over-the-counter* não fossem escrutinadas ou sequer reguladas. Como afirmou o diretor executivo do Citigroup em 2007, quando questionado com a possível colapso do mercado imobiliários nos EUA e conseqüente falta de liquidez, “When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the

music is playing you've got to get up and dance. We're still dancing" como referiu o CEO do Citigroup, Charles Prince, ao *Financial Times* em julho de 2007, ou seja, esta afirmação demonstra o que foram os negócios para muitos agentes financeiros até 2008: foram – permita-se-nos retomar e aprofundar esta metáfora – um baile desenfreado sem praticamente nenhuns obstáculos até à concretização dos objetivos. Acontece que o resultado, como se sabe, foi o de se ter atingido a crise e todas as suas consequências nefastas (Argandoña, 2012).

O exemplo mais evidente da violação dos deveres morais das organizações é o caso das agências de *rating*, nas quais parecia haver, a maior parte das vezes, casos de conflito de interesses. As receitas destas estavam diretamente dependentes da avaliação feita aos ativos dos seus clientes, ou seja, existia um incentivo perverso às agências, em que estas eram incentivadas a avaliar de uma forma não totalmente objetiva, podendo, muitas das vezes, subavaliar o risco inerente aos ativos o que, por sua vez, pode-se suspeitar e muitos críticos têm-no feito, poderia acontecer em troca de maiores receitas. Esta era, alegadamente, uma prática comum e conhecida, uma vez que se uma determinada agência se recusasse a conceder uma notação elevada a determinado produto, corria o risco de perder imediatamente o seu cliente para uma outra agência concorrente que, eventualmente, estaria disposta a fazê-lo.

Por fim, todas as violações das regras e condutas das instituições financeiras, das entidades reguladoras e governos, que se tornaram evidentes com a recente crise, revelaram não se tratar só de casos por falhas registadas nos modelos antropológicos e éticos, que regeram a conduta dos agentes intervenientes, mas, também, de grande parte da sociedade, pelo menos nos países desenvolvidos (Argandoña, 2012).

Um mercado orientado por um modelo assente em assunções incompletas e erróneas gerou incentivos errados, falhas de monitorização e de informação e sistemas de contabilidade pouco credíveis e realísticos; até mesmo na formação,

seleção e incentivos ao capital humano era expectável que pudesse vir a gerar ações fraudulentas, desonestas, imprudentes, orientadas pela ganância.

Em suma, os objetivos do negócio, aliados a um sistema de controlo deficiente, resultaram numa cultura na qual, até certo ponto, a ganância mais ou menos desregrada passava impune, ao ser apoiada por um sistema de incentivos bastante aliciante e que se conjugava com a arrogância dos profissionais que assumiam estar acima da própria lei. Ao violar regras de conduta que, em geral, eram aceites anteriormente (a prudência, o respeito pela lei e pelas normas morais) e ao estar assente num sistema financeiro que, como vimos, tinha as suas fragilidades, o comportamento destes profissionais acabou por gerar, quase necessariamente, uma crise.

Porém, e apesar desta descrição, que não se veja aqui uma condenação pura e dura à ação movida por autointeresse, própria de quem age no mercado; simplesmente, para ser devidamente orientada, cremos que ela não pode abstrair dos princípios de conduta sã e profissional que não sacrifiquem tudo pela conquista do maior lucro. A crise tem, pois, uma dimensão ética. Essa dimensão vê-se quer nas suas causas, que explicámos ao longo deste subcapítulo, quer nas suas consequências. É que, depois do estalar da crise, quando os Estados foram chamados a intervir, quem pagou, na maior parte dos casos, as consequências da crise foram os contribuintes com os seus impostos e, no caso das empresas que foram à falência em consequência da crise, os trabalhadores, que viram os seus postos de trabalho desaparecer. Do ponto de vista de uma ética social que tenha em conta o bem comum estas consequências são, obviamente, indesejáveis.

3.3 Do *subprime* à Crise das Dívidas Soberanas: Europa e Portugal

Como já referimos por diversas vezes, o capitalismo é mutável. Tendo em conta esse facto, não se poderia esperar que, de um ponto de vista macroeconómico e a nível da regulação, tudo ficasse exatamente como dantes – se assim fosse, isso seria, aliás, provavelmente mau sinal. De facto, com a crise de 2008, foram imediatamente tomadas decisões em virtude da descrença na autorregulação do mercado, que tinha sido posta em xeque pelas falências e pelas más decisões de investimento. Os bancos centrais decidiram desde logo baixar as taxas de juro de referência e aumentar radicalmente a liquidez no mercado, contudo não seria de todo suficiente, sentindo-se então a necessidade de intensificar as políticas expansionistas. Esta reação teve lugar nos Estados Unidos, com o *bailout* de grandes instituições bancárias, como a JPMorgan Chase e até a Goldman Sachs, através do TARP (*Troubled Asset Relief Program*), que também incluía outras medidas de estímulo à economia. E, numa primeira fase, também teve lugar na União Europeia. Sentiu-se, de uma forma geral, a necessidade de resgatar e recapitalizar os principais bancos da economia mundial como forma de evitar a sua falência, e conseqüente perturbação da economia mundial.

A medida com maior grau de importância de todas as tomadas foi, de facto, o reforço de regulamentação dos mercados financeiros nacionais e internacionais, de modo a restabelecer a confiança dos investidores, e ajudar a sair do momento difícil sem estimular qualquer especulação. Os países perceberam da pior maneira os efeitos de um mercado desregulado, o que poderá levar ainda a mais reformulações que tendam a tentar evitar os erros do passado. Em setembro de 2010, o Acordo de Basileia III surge como resposta à

crise de 2008, e com objetivo de reforçar a estabilidade do crescimento do sistema financeiro a nível mundial. Como seria de prever, o acordo teve como principal foco a criação de medidas relacionadas com o capital regulatório, isto é, com o rácio Core Tier I que, segundo o Banco de Portugal (BdP), “O rácio Core Tier 1 estabelece um nível mínimo de capital que as instituições devem ter em função dos requisitos de fundos próprios decorrentes dos riscos associados à sua actividade. Como tal, este rácio é apurado através do quociente entre o conjunto de fundos próprios designado de ‘core’ e as posições ponderadas em função do seu risco.” (BdP, 2011)

A principal alteração passou pelo reforço da qualidade e montante do capital exigido aos bancos, isto é, o reforço das componentes do Core Tier I; com estas novas exigências os bancos aumentam a sua capacidade para absorver possíveis perdas e evitar a elevada descapitalização a que foram sujeitos ao longo da crise de 2008, em virtude das imparidades nos balanços devido aos famosos ativos tóxicos. Foi também alterado o limite mínimo de capital regulatório, o ativo ponderado pelo risco do capital principal deve ser de 4,5% a 6% do ativo ponderado pelo risco do Tier I e 8% do ativo ponderado pelo risco total do seu capital regulatório (Mendes, 2013). Por último, relativamente ao reforço de medidas já existentes em Basileia II, foi conferido maior rigor ao apuramento do ativo ponderado pelos riscos (*Risk Weighted Asset* – RWA) e aos requisitos de capital sobre o risco de contraparte.

O novo acordo traduziu-se também na aplicação de um pacote de medidas adicionais, como a criação de *buffers*, ou seja, a criação de um capital de conservação para garantir a absorção de perda de prejuízos em períodos de contração, e a monitorização muito mais próxima e detalhada de índices de liquidez e índices de alavancagem indispensáveis para a estabilidade dos bancos (Mendes, 2013).

Desta forma, podemos verificar os esforços que estão a ser feitos para voltar a controlar um mercado facilmente manipulável quando pouco regulado e monitorizado. Na nossa opinião, esse esforço não deve ficar por aqui, existem e continuarão a existir mais necessidades de regular o sistema bancário, como deixa antever a revelação recente das fragilidades e dificuldades do sistema financeiro português, com vários bancos a serem alvo de resolução.

“Não seria muito difícil de antever que qualquer crise financeira a ocorrer, iria ‘apanhar’ os bancos com capitais próprios mínimos (fruto da alavancagem enorme que têm feito nos seus balanços). Em que grande parte essa foi a grande premissa de Basileia II: desenvolver o negócio diminuindo os requisitos de fundos próprios e fomentando a criação de grandes bancos que só assim poderiam resistir a eventuais crises. Esse princípio não resultou bem e só a intervenção dos Estados impediu que a crise fosse devastadora.”

(Mendes, 2013, pp. 28-29)

Mas as falhas da regulação anteriores à crise e as alterações entretanto feitas não são suficientes para perceber a forma específica como a crise atingiu Portugal e a Europa. Como vimos, com o rebentar da crise do *subprime* em 2008, e face às ondas de choque causadas pela falência da Lehman Brothers em setembro desse ano, e à ameaça da recessão a nível global, a Europa (e, nomeadamente, a União Europeia e a Zona Euro) viram-se forçadas a tentar reagir de forma coordenada. Essa reação teve várias fases e, num primeiro momento, foi marcada por uma tentativa de estímulo à economia, à semelhança do que foi feito nos E.U.A., mas, a partir de 2009, essa reação foi infletida. No novo contexto, Portugal, como outras economias periféricas da zona Euro, encontrou-se numa situação extremamente frágil. Vejamos porquê.

Uma análise cuidada ao desenvolvimento da economia portuguesa, mesmo nos anos que precederam a crise, revelaria as suas fragilidades estruturais: o

fraco crescimento, insuficiente capacidade produtiva e exportadora, sistema financeiro frágil. Porém, esta situação agravou-se subitamente com a crise internacional. É de referir, neste contexto, a instabilidade e o agravamento repentino das contas públicas assim como a contínua deterioração da posição externa da economia, onde vários sectores necessitavam de reformas estruturais: a saúde, educação e a justiça.

A recessão de 2009, aliada a défices orçamentais e externos muito elevados, provocou uma deterioração da confiança dos mercados na nossa economia e, uma crescente pressão sobre a dívida portuguesa em virtude da queda dos mercados de obrigações soberanas das restantes economias europeias. Com o *rating* da dívida soberana portuguesa em constante queda, assim como o *rating* de outras instituições nacionais, principalmente os bancos, começaram a sentir-se extremas dificuldades em obter financiamentos diretamente nos mercados, forçando finalmente Portugal, em Abril de 2011, a pedir ajuda externa à chamada *troika*: União Europeia (UE), Banco Central Europeu (BCE) e Fundo Monetário Internacional (FMI).

É de destacar que, aquando do resgate, e ao contrário da Irlanda, o impacto imediato nas instituições financeiras portuguesas não foi muito acentuado, dado que a banca portuguesa não possuía no seu balanço quantidades significativas de ativos tóxicos. Mesmo assim, à medida que a crise se foi aprofundando, deu-se um incremento na dificuldade de financiamento, quer da República, quer das instituições financeiras a taxas de juro acessíveis, em virtude de sucessivas descidas do *rating*, situação que só pôde verdadeiramente ser mitigada quando o BCE, já com Mario Draghi como governador, adotou uma política de *quantitative easing* que permitiu aliviar em muito a situação dos países da zona Euro em maiores dificuldades, ao emprestar dinheiro aos bancos nacionais em condições favoráveis (maturidades longas e taxas de juro baixas), e ao comprar diretamente dívida pública dos países em dificuldades.

No dealbar da crise, os investidores e credores internacionais tinham, de certo modo, justificação para duvidarem da economia portuguesa. As finanças públicas eram deficitárias, e os défices externos demonstravam um país com extremas dificuldades em manter a sua competitividade externa. Portugal tinha assistido a uma desaceleração das exportações dos seus setores mais competitivos internacionalmente como, por exemplo, o têxtil e o calçado; nestes setores, tornaram-se dominantes, a nível mundial, países com mão-de-obra mais barata, refletindo-se este declínio das exportações portuguesas num défice da balança corrente, défice que se encontrava entre os maiores da UE.

Após várias atualizações do Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC), – conjunto de medidas de austeridade em que se previam uma série de medidas como a indexação do salário mínimo à situação económica, alterações no subsídio de desemprego, alteração nas pensões e limites às deduções fiscais – o PEC IV foi chumbado no parlamento português, o que forçou o governo da altura a recorrer a assistência financeira externa, com uma transferência de 78 mil milhões de euros, entre os anos civis de 2011 e 2014. O FMI seria responsável por financiar um terço (1/3) desse valor, enquanto o restante seria emprestado ao abrigo do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF) e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF). Em contrapartida, o programa (PAEF) incluía medidas de atuação no sector financeiro, nas finanças públicas, e a realização de alterações estruturais.

Num primeiro momento o principal enfoque deste programa foi tentar garantir a estabilidade do setor financeiro, de forma a passar uma imagem mais rápida e eficaz aos mercados dos esforços que o país estava disposto a fazer para sair da situação precária em que se encontrava. Neste âmbito, a ação mais mediática e fulcral foi a nacionalização do Banco Português de Negócios (BPN), como forma de garantir os depósitos dos clientes e evitar um choque sistémico, choque este que poderia alastrar aos restantes bancos nacionais, com a condição

de que este teria que ser vendido, tal como acabou por acontecer em 2011. Esta medida trouxe algum alívio ao setor financeiro português permitindo, assim, acesso a uma maior liquidez, ao mesmo tempo que foram exigidos rácios mínimos de solvabilidade de capitais mais exigentes aos bancos, e a realização de testes de stress frequentes.

Paralelamente, Portugal comprometeu-se a fazer um esforço de consolidação orçamental, com o objetivo de reduzir o défice das Administrações Públicas para os 3% em 2013; do programa constavam medidas para a redução das despesas e aumento das receitas.

Ao nível das despesas, adotaram-se medidas que tinham em vista o funcionamento mais eficiente da máquina do Estado, como a reorganização das administrações locais e regionais, via redução por exemplo do número de freguesias, escolas e hospitais e a agilização do processo de mobilidade dos funcionários públicos das administrações públicas. Foram feitos, também, cortes nas pensões, congelaram-se salários e diminuíram-se as despesas relativas ao investimento, o que permitiu um corte na despesa geral do estado.

No que diz respeito às receitas, foram aumentados os descontos para o Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS), diminuídos os limites máximos para as deduções fiscais, houve um aumento da taxa de Imposto sobre Valor Acrescentado (IVA) em determinados produtos (por exemplo, o imposto da restauração aumentou de 13% para 23%), eliminaram-se as taxas reduzidas do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas (IRC) e reduziram-se isenções em sede de IVA (Pinto, 2014).

Relativamente à reestruturação da estrutura do Estado foi implementado um programa de privatizações de várias empresas públicas, por exemplo a empresa Energias de Portugal (EDP) foi vendida a um grupo energético chinês, houve uma auditoria a todos os contratos de parcerias público-privadas, e foi promovida uma redução e introdução de limites aos custos operacionais do

setor empresarial do Estado. Foram ainda feitas alterações ao nível do mercado de trabalho e proteção social com a reforma no sistema de prestações de desemprego, ajustamentos às regras dos novos contratos de trabalho, redução do subsídio de desemprego e a sua duração máxima, assim como a diminuição das compensações por término do contrato de trabalho.

Este pedido de resgate condicionou fortemente a autonomia do Estado e da economia portuguesas. Apesar disso, há que referir que algumas das condicionalidades já se vinham a sentir desde muito antes, dado o funcionamento das regras europeias. Aquando da entrada em funcionamento a União Económica Monetária (UEM), já prevista pelo Tratado de Maastricht, mas apenas efetivada com a entrada em vigor da moeda única, em 2002, a condução das políticas pelos seus países membros sofreu uma mudança significativa. A política monetária passou a ser centralizada e conduzida pelo Banco Central Europeu; a política cambial deixou de estar acessível a transações entre estados membros, dado que passaram a ter uma única moeda comum, o euro (€).

Relativamente às finanças públicas, os Estados deixaram de possuir autonomia total na sua gestão, uma vez que, passaram a estar formalmente sujeitos a regras orçamentais mais restritas. Surgiu, assim, o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), que veio reforçar e formalizar aquilo que foi previamente acordado no Tratado de Maastricht (1992), no qual os países acordaram reforçar a coordenação e o acompanhamento das políticas orçamentais e económicas nacionais para fazer cumprir os limiares do défice, não superior a 3%, e da dívida pública, não podendo exceder 60% do Produto Interno Bruto (PIB), criando condições que garantam uma disciplina orçamental e a contínua convergência dos Estados-membros da Área do Euro. O PEC tem duas componentes, a componente preventiva e a componente corretiva. Relativamente à componente preventiva, esta tem como principal função

garantir a disciplina e coordenação das políticas orçamentais levadas a cabo pelos países membros da UEM (União Económica e Monetária), isto é, as políticas orçamentais de todos os países da UEM devem ser convergir para os mesmos objetivos: a sustentabilidade das finanças públicas e evitar crises económicas generalizadas. A componente corretiva do PEC tem uma função de supervisão, debruçando-se sobre o cumprimento dos limites definidos para o défice orçamental e da dívida pública dos estados membros e é também o responsável pela aplicação do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE). Depois de um período de suspensão do PEC devido à recessão na Europa, os líderes europeus decidiram reformular as regras orçamentais. (Comissão Europeia, 2015)

Surgiu então o Tratado Orçamental, um conjunto de novas regras reforçando o PEC, com dois pacotes legislativos de grande dimensão, que colocam regras nominais para a redução da dívida em termos anuais com vista à redução da dívida, e no qual as sanções passaram a ser automáticas. Foi também criado um mecanismo de vigilância dos desequilíbrios macroeconómicos em virtude das elevadas dívidas públicas. A ideia era dar a garantia de credibilidade que restituiria a confiança dos investidores na capacidade de controlar as finanças públicas dos países que fazem parte da zona euro (Comissão Europeia, 2015).

Atualmente, o Tratado Orçamental tem força de lei. No entanto, no atual estado da dívida portuguesa, e tendo em conta os ritmos anémicos ou inexistentes do crescimento da economia portuguesa ao longo de todo este século, parece-nos pouco credível que a economia portuguesa tenha condições para cumprir objetivamente os requisitos exigidos, sobretudo em termos de redução da dívida. Mas para analisarmos convenientemente esta questão teremos de aprofundar convenientemente a análise da dívida, algo que faremos em seguida.

Resultados e Discussão

Capítulo 4

Tipologia da Dívida (Análise Económico-Financeira)

Se, no capítulo 2, definimos a dívida a partir dos seus significados simbólicos, filosóficos ou culturais, é chegado agora o momento de analisar com maior detalhe a dívida no seu sentido propriamente financeiro; e fazemo-lo escolhendo olhar para a situação portuguesa, uma vez que é ela que nos diz respeito de forma mais direta. Centrar-nos-emos, sobretudo, na dívida pública portuguesa, mas também incluiremos uma análise da dívida privada. Será importante termos em conta a análise destes dados objetivos antes de voltarmos à discussão sobre a ética da dívida.

4.1 A Dívida Pública Portuguesa

A dívida pública é o resultado de todos os financiamentos obtidos por um determinado Estado, como forma de fazer face aos seus défices. Ou seja, quando o estado não possui capacidade para satisfazer as suas despesas recorrendo, única e exclusivamente, às suas receitas desse mesmo ano, surge a necessidade de proceder a um financiamento para que seja garantido o seu normal funcionamento e, assim, não faltar aos seus compromissos. Esta

situação designa-se por défice e acontece quando as despesas são superiores às receitas.

Paralelamente, também são contabilizados os juros de dívidas anteriormente contraídas, e valores de dívidas antecedentes que devem ser amortizadas nos prazos devidos e, caso estes não sejam amortizados através de receitas do orçamento, o Estado deverá proceder mais uma vez ao refinanciamento desses pagamentos, recorrendo a nova dívida para pagar a anterior (Caldas *et al.*, 2012). Ou seja, a evolução da dívida pública de cada ano encontra-se diretamente relacionada com o défice orçamental, assim como com a estrutura da dívida contraída anteriormente.

O principal indicador de dívida pública é a Dívida Direta Pública (DDE), uma vez que é mais consistente e detalhada e, ao mesmo tempo, utilizada pelo Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP), entidade responsável pela emissão e gestão de dívida pública em Portugal. A DDE não contabiliza no seu total a dívida a fornecedores, isto é, os valores em atraso não são considerados como dívida direta do Estado até ao momento em que são emitidos títulos de dívida para o seu pagamento, da mesma forma que não inclui despesas contratadas, como é o caso dos custos futuros das Parcerias Público Privadas (PPPs).

Por último, não inclui dívidas contingentes, que apenas são assumidas quando ocorrem determinados eventos, ou seja, as dívidas emitidas com garantias do estado, que em grande parte são garantias dadas a bancos públicos e privados, apenas são consideradas um custo para o Estado, e contabilizadas na DDE quando o banco em questão não cumprir com as suas responsabilidades.

Existem duas formas de apurar as dívidas públicas, ou pela ótica de Maastricht ou pelo acordo do Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (até há bem pouco tempo, o sistema em vigor era o SEC 95). O SEC 95

diz que o stock de dívida deve corresponder à soma dos passivos na conta do património das administrações públicas, de seguida é apurada e consolidada a dívida bruta e valorizada a preços de mercado, isto é, é anulada a dívida entre entidades do mesmo setor; a título de exemplo, podemos mencionar o caso da exclusão dos títulos de dívida pública emitidos pelos Estado e que estão na carteira de ativos do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS).

A ótica de Maastricht, apesar de adotar um conceito de dívida bruta e consolidada, difere do SEC 95 quer no critério de valorização, o valor nominal, quer nos instrumentos contabilizados, pelo que o stock total de passivos será obrigatoriamente diferente. A dívida calculada por esta ótica não inclui ações e outras participações, os derivados financeiros, os outros débitos/créditos e dívidas comerciais. Contudo, em setembro de 2014, entrou em vigor um novo Sistema Europeu de Contas, o SEC 2010, em resposta às grandes alterações que se verificaram na sociedade e na economia ao longo dos últimos 20 anos (INE, 2014).

Com o novo SEC 2010 surgem 7 principais alterações: o registo das despesas em investigação e desenvolvimento (I&D) como investimento, com vista a um impacto significativo no valor do PIB; novas regras de análise da classificação setorial das unidades institucionais, alterando o estatuto das Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) que passam a ser classificadas como sociedades financeiras; novas regras de registo das transferências de fundos de pensões, as transferências do fundo de pensões passam a ser consideradas uma operação financeira, pelo que não há registo de uma receita com efeito no saldo; novas regras de registo de entidades com fins especiais, que tiveram um impacto negativo no valor do PIB; registo de despesas com a aquisição de material militar como investimento e, por último, novas regras de registo do

aperfeiçoamento ativo – o chamado “processing”, conduzindo à revisão em baixa dos fluxos de exportação e importação de serviços (INE, 2014).

Concluindo, entre as alterações metodológicas que tiveram maior impacto em termos de apuramentos de saldos, deve destacar-se a alteração das regras de análise da classificação setorial das unidades institucionais públicas, uma vez que implicaram a inclusão de um conjunto de entidades anteriormente classificadas noutros setores institucionais, originando uma revisão em alta de agregados como as despesas com pessoal, as vendas e o consumo intermédio, bem como a revisão em baixa das prestações sociais, que deixaram de incluir os valores dos contratos-programa dos Hospitais do setor empresarial do Estado (EPE). No quadro 1, reproduzido abaixo, podemos ver as diferenças de contabilização conforme é utilizado o SEC 95 ou o SEC 2010, relativo ao cálculo dos défices de 2012 e 2013.

Operação SEC	2012			2013		
	SEC95	SEC10	diferença	SEC95	SEC10	diferença
Receitas totais	67 574	71 486	3 912	72 410	77 425	5 016
Despesas totais	78 244	80 797	2 553	80 651	85 735	5 084
Saldo total	-10 669	-9 310	1 359	-8 241	-8 309	-68
PIB	165 107	169 668	4 561	165 666	171 211	5 545
Saldo total (% PIB)	-6.5	-5.5	1.0	-5.0	-4.9	0.1

Un.: 10⁶ Euros

Quadro 1 - Resultados comparativos aplicação SEC 1995 e SEC 2010 (2012-2013)

Fonte: INE

Outro aspeto a ter em conta relativamente à dívida pública é a forma como esta é financiada, ou seja, de que forma é que o Estado obtém a verba necessária para satisfazer as suas necessidades e, desta forma, cobrir os défices existentes relativos às contas públicas. O Estado necessita de recorrer aos mercados, e, a forma como o faz resume-se, de forma muito sucinta, à venda da sua dívida.

Deste modo, o Estado vende a responsabilidade de pagar determinado montante a outra instituição, mediante o pagamento de uma taxa de juro, durante uma determinada maturidade.

A emissão de dívida, ou seja, a criação de títulos financeiros representa o empréstimo feito pelos diversos credores do Estado. A colocação destes títulos é feita no mercado primário, mercado destinado à colocação de títulos pela primeira vez, utilizando um sistema de leilão onde os bancos com que o Estado se relaciona ou convoca para determinada colocação são convidados a submeterem as suas propostas para a compra de títulos, ordenando-as de forma ascendente pelas taxas de juro implícitas.

Desta forma, a dívida é colocada no mercado primário com uma determinada taxa de juro fixa inerente ao título, montante do empréstimo e respetiva maturidade. De seguida, os bancos que adquirem estes títulos podem transacioná-los no chamado mercado secundário, isto é, um mercado que opera diariamente sem intervenção direta de Estados soberanos. É neste mercado secundário que podemos observar as subidas e descidas das taxas de juro da dívida portuguesa, contudo sem qualquer custo imediato para o Estado português, pois este mercado reflete o preço a que os investidores estão dispostos a comprar os títulos consoante a informação que circula no mercado.

O problema surge quando o Estado pretende colocar nova dívida como, por exemplo, no caso de as taxas estarem elevadas no mercado secundário, em virtude da alteração da perceção do risco por parte dos investidores, estes exigem uma taxa de juro superior nessa mesma colocação. Estas razões levam a que os Estados fiquem bastante vulneráveis e expostos a ataques especulativos, por exemplo se, no momento em que um determinado estado pretenda colocar nova dívida no mercado, surgir desconfiança que este poderá não ter capacidade de pagamento das dívidas já emitidas, apesar de se tratar de dívida soberana, ou, se determinada agência de rating ameaçar baixar a classificação

da dívida portuguesa, neste caso os investidores irão, obviamente, exigir um preço superior à dívida. Assim, em certos cenários, tal como o que foi vivido nos picos da crise em Portugal, os juros exigidos para a colocação da dívida podem tornar-se insuportáveis, dificultando a própria colocação de dívida por parte dos Estados e em última instância o pagamento da mesma. (Caldas *et al.*, 2012)

Portugal, assim como grande parte dos países da Europa, emite dívida através das Obrigações de Tesouro (OTs), valores mobiliários de médio longo prazo, recorrendo a operações sindicadas, leilões ou a operações de subscrição limitada (*tapping*). Este tipo de instrumento representa, atualmente, cerca de 50% da DDE, estando a restante percentagem distribuída por Bilhetes do Tesouro (BTs) – BTs são valores mobiliários de curto prazo com o valor unitário de um euro, com uma maturidade de até um ano, colocados a desconto e reembolsáveis no seu vencimento pelo seu valor nominal –, este instrumento perdeu importância com a criação da UEM sendo que em 2003 voltaram a ser emitidos como forma de garantir uma maior liquidez e diversidade para os investidores em dívida pública portuguesa. Existem também: os Certificados de Aforro, que têm como principal objetivo captar a poupança das famílias; Certificados de Tesouro, que se encontram de momento suspensos desde 1 de setembro de 2012, nos termos da Instrução nº 2-A/2012; relativamente aos outros instrumentos que existem, estes servem principalmente para satisfazer necessidades pontuais de financiamento de curto prazo da República, realizadas pelo IGCP, recorrendo a operações de reporte, isto é, venda de títulos de dívida, desde OTs e BTs, emitidos para o efeito, com acordos simultâneos de recompra dos mesmos, num prazo pré-determinado, ou seja, são operações de financiamento colateralizadas com títulos (IGCP, 2016).

O quadro abaixo apresentado fornece informações cruciais de forma a que consigamos entender a estrutura da emissão de dívida portuguesa. No mesmo

podemos observar que os títulos de Obrigação do Tesouro são, sem dúvida, o instrumento mais utilizado pelo Estado português demonstrando a maturidade de médio longo prazo da dívida. Este quadro permite, também, escrutinar todos os instrumentos utilizados pelo Estado, e o seu peso no total da dívida emitida até 30/11/2012.

Instrumentos de Dívida	Valor (milhões €)	% do total de dívida	Transacionável	Cupão / Juro	Prazo	Destinatários e Observações
Obrigações do Tesouro (OT)	93.626	47,48%	Sim	Fixo	Médio e longo prazo. Entre 1 e 50 anos (nunca ultrapassou os 30 anos)	Intermediários financeiros (banca) e investidores finais do setor financeiro (inc. bancos centrais, seguradoras, fundos de pensões)
Bilhetes do Tesouro (BT)	19.833	10,06%	Sim	Fixo, por desconto – juro é descontado no valor a entregar pelo investidor na compra do título.	Curto prazo (até 18 meses)	Intermediários financeiros (banca) e investidores finais do setor financeiro (inc. bancos centrais, seguradoras, fundos de pensões)
Certificados de Aforro (CA)	9.667	4,90%	Não	Variável indexada, com prémios de permanência e limites máximos	Longo Prazo Séries A e B sem prazo: títulos permanecem ativos até ao resgate Série C: 10 anos	Particulares
Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo (CEDIC)	6.028	3,06%	Não	Fixo – baseado nas taxas de BTs Comparáveis	Curto prazo (até 18 meses)	Entidades do Setor Público Administrativo e Empresas Públicas, sujeitas ao princípio de unidade de tesouraria do Estado. É uma forma de garantir que os seus excedentes são aplicados no próprio Estado e não no para o setor financeiro.
Medium Term Notes (MTN)	2.947	1,49%	Sim	Fixo, variável ou flexível – depende do que for acordado com o comprador inicial do título.	Médio Prazo (até cinco anos)	Entidades do setor financeiro com necessidades específicas em termos de condições de emissão, nomeadamente a emissão em moedas específicas ou com padrões de taxa de juro personalizados (variáveis ao longo do tempo ou indexados). Este instrumento permite dirigir produtos para investidores específicos negociadas de forma privada e não nos mercados.
Certificados Tesouro (CT)	1.419	0,72%	Não	Fixo mas crescente consoante o tempo de permanência do investidor	Longo prazo (10 anos)	Particulares
Certificados Especiais de Dívida Pública de Médio e Longo Prazo (CEDIM)	151	0,08%	Não	Fixo – baseado nas taxas de OTs Comparáveis	Médio e Longo prazo –vencimento sempre superior a 18 meses e coincidente com uma data de vencimento de uma OT ativa no mercado a acordar entre as partes	Os mesmos que no caso dos CEDICs. Este instrumento é relativamente recente: foi criado apenas em 2011, já numa altura de dificuldades nas contas públicas, daí a sua fraca expressão.
Outros	1.012	0,51%	---	---	---	---
Subtotal	134.683	68,29%				
Programa de Assistência Financeira	62.527	31,71%	Não	Empréstimos Multilaterais	Longo prazo	Troika: FEEF / MEEF / CE
Dívida Total	197.209	100,00%				

Quadro 2 - Instrumentos de dívida

Fonte: IGCP

Importa também mencionar que Portugal apresentou dificuldades em cumprir os valores de referência do PEC, fruto de um deficiente aproveitamento das fases de expansão para consolidar a contas públicas, o que dificultou cada vez mais a sua posição orçamental e teve danos significativos em relação à sua capacidade de cumprir estritamente as metas a que estava obrigado pelas regras europeias. A evolução pode ser vista no gráfico seguinte.

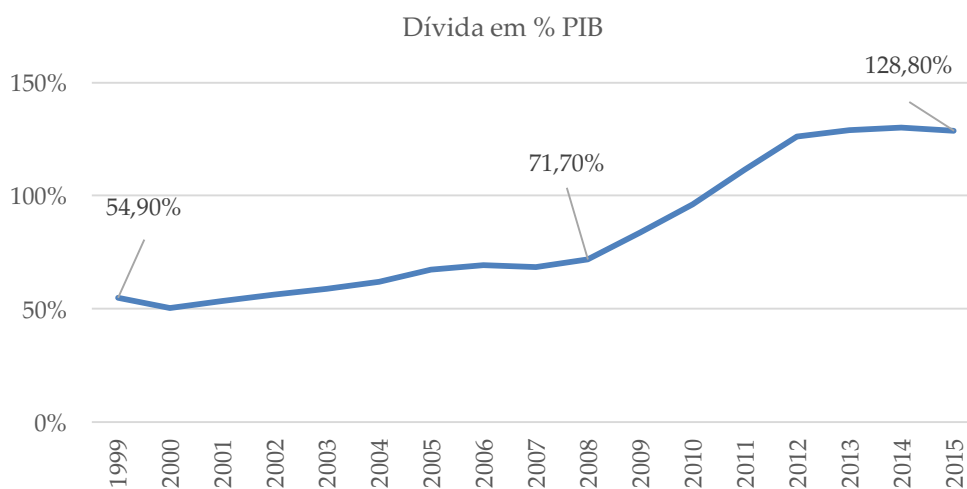


Gráfico 1 - Dívida Pública em % do PIB
Fonte: INE/PORDATA

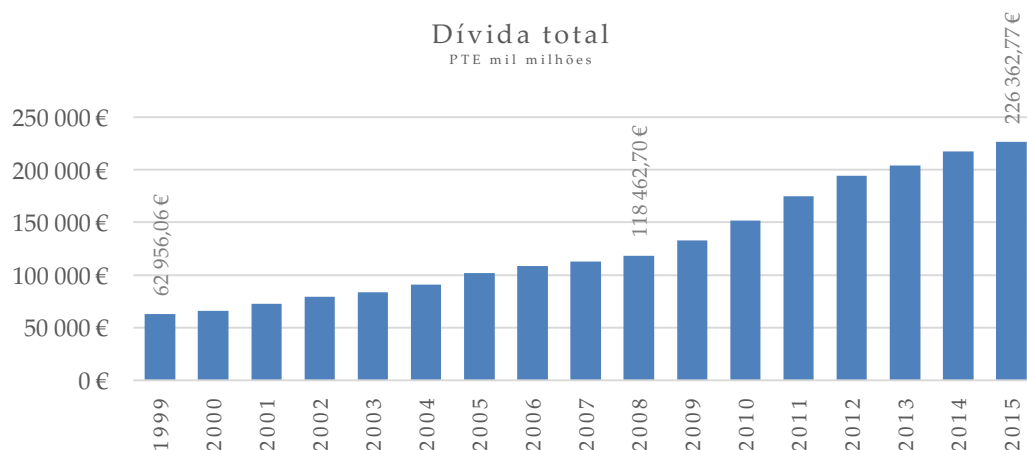


Gráfico 2- Dívida Direta do Estado no período 1999-2015 (PTE mil milhões)
Fonte: INE/PORDATA

Feita a análise ao gráfico podemos verificar uma tendência de crescimento da despesa pública que, embora em alguns momentos tenha sido acompanhada pelo crescimento da receita total, como entre 2000 e 2004, o aumento nunca foi suficiente para compensar positivamente a despesa total.

A dívida pública continuou a crescer, fruto da falta de disciplina orçamental, e sendo os sucessivos governos incapazes de travar os sucessivos défices orçamentais, acabando por prejudicar o setor bancário português, em virtude de este ser um dos principais detentores de dívida soberana portuguesa, situação que, em contexto de crise, os penalizou uma vez que estavam demasiadamente expostos ao risco de incumprimento da República Portuguesa, o que lhes dificultava o financiamento no mercado interbancário a taxas acessíveis. O fenómeno de crescimento da dívida não se fez, aliás, sentir apenas do lado da dívida pública. A entrada para a UEM e a adesão à moeda única permitiram que os portugueses tivessem uma maior facilidade no acesso ao crédito e, a uma taxa inferior, mais atrativa para os particulares. O resultado foi que a dívida dos privados e a alavancagem das empresas aumentou bastante neste período, algo que veremos com maior detalhe no próximo subcapítulo.

4.2 A Dívida Privada

Com a adesão à moeda única tornou-se possível aos portugueses recorrerem ao crédito praticamente com a mesma taxa de juro da população alemã, apesar das economias encontrarem-se a crescer a ritmos muito diferentes e com níveis de produtividade extremamente diferentes. Esta situação sobrecarregou os bancos nacionais levando a um endividamento excessivo. Ao mesmo tempo, os depósitos das famílias não acompanharam esse aumento, obrigando os bancos portugueses a recorrer às instituições financeiras internacionais, tornando-se, assim, bastante dependentes das mesmas (Pinto, 2014).

No final de junho de 2015, o total do endividamento do setor não financeiro (não consolidado) em Portugal era de 698 mil milhões de euros, correspondendo a 397% do PIB, setor público não financeiro e o setor privado não financeiro no seu conjunto. O setor privado não financeiro, isto é, empresas privadas, particulares e habitação, representavam, na sua globalidade, 408 mil milhões do total e 232% do PIB português. Continuando o aprofundamento, a maior parte da dívida privada recai sobre as empresas, com um peso de 149,1%. (Synek, 2015)

A partir dos finais de 2009 assistiu-se a uma tendência para a redução do endividamento, ou seja, uma diminuição na alavancagem por parte do setor privado, resultante das fortes medidas de reestruturação da economia. Esta mudança teve um grande impacto na dívida concedida a particulares com a redução do crédito à habitação. Porém, a redução do endividamento das empresas privadas só começou a partir de meados de 2013, altura em que representava 167% do PIB para passar para um valor de 149% do PIB no final de junho de 2015; valor que, contudo, ainda é superior aos registados antes de 2008 (Synek, 2015).

Este endividamento traduz-se, na sua maioria, na forma de empréstimos a grandes e microempresas dos mais diversos sectores da economia como o comércio, indústria, eletricidade, gás e água, sociedades gestoras de participações sociais e, construção. Estes financiamentos continuam a ser maioritariamente realizados pelo setor financeiro residente (44% do total do endividamento).

Com a recente dificuldade do setor financeiro português em financiar-se junto dos mercados internacionais tem-se assistido a uma resistência cada vez maior da banca portuguesa em conceder crédito, pelo que entre meados de 2009 e o 1º semestre de 2015, o financiamento do setor financeiro residente às empresas privadas diminuiu 27 mil milhões de euros, atingindo especialmente as pequenas e microempresas, para as quais o corte foi de 18,5 mil milhões de euros nesse mesmo período. Por outro lado, a queda do financiamento da banca portuguesa fez aumentar o financiamento junto do exterior, colocando o seu valor nos 22% no final de junho de 2015.

Um outro fator a ter em conta é o incremento ao crédito concedido pelo setor financeiro às empresas exportadoras, em virtude da reorientação da economia portuguesa para setores transacionáveis mais expostos à concorrência internacional pelo que, nos últimos anos, os créditos às empresas privadas exportadoras aceleraram e representam atualmente 20% do total concedido às sociedades não financeiras (Synek, 2015).

Relativamente à desalavancagem, e como já vimos, a crise financeira de 2008 levou a que a união económica e monetária sofresse severas alterações, nomeadamente no reforço das regras de supervisão bancária incidindo sobre a própria estrutura de capitais dos bancos forçando ao ajustamento e correção do balanço dos mesmos. O reforço de capitais próprios e de provisões para créditos em risco foi uma das principais medidas exigidas à banca com vista a aumentar a solvabilidade dos bancos, sujeitos aos chamados testes de stress,

nos quais são avaliados vários indicadores, entre os quais o Rácio Common Equity Tier 1 (CET- 1). O excessivo endividamento das empresas portuguesas não representa apenas um problema para o crescimento da economia do país, ele tem outras consequências: “é considerado que o rácio das empresas acima de 90% do PIB pode atuar como um importante travão ao crescimento económico, dado que estas são menos propensas a investir ou a contratar pessoal¹” (Synek, 2015, p. 8); para além disso, é também um problema para o setor financeiro, principalmente para os seus balanços e estabilidade, que continuam a apresentar uma fraca rentabilidade, possuem ainda uma grande quantidade de ativos pouco valorizados, em virtude da situação económica que se vive, e uma capacidade muito reduzida para gerar lucros devido às baixas taxas de juro.

Outra situação provocada pela recessão económica de 2011 e 2013 foi o aumento do crédito de cobrança duvidosa no total do crédito para níveis históricos, especialmente no segmento das empresas e no crédito ao consumo dos particulares, ou seja, em agosto de 2015, o peso dos créditos de cobrança duvidosa no total do crédito aumentou para 16,3% nas empresas não financeiras, aumento provocado especialmente pela deterioração dos créditos nos setores da construção e do imobiliário (Synek, 2015).

Todos estes dados levam-nos a tirar algumas conclusões relativas à dívida privada portuguesa que, como é fácil de perceber, apresenta-se com um dos maiores desafios à gestão das empresas portuguesas. Como resultado de toda esta evolução, os bancos viram os seus rácios de risco e o peso das imparidades aumentarem em virtude da sua exposição a este tipo de ativos. Por último, o processo de desalavancagem do setor financeiro português deverá manter-se nos próximos anos com principal foque nas instituições não financeiras, uma

¹ In The Real Effects of Debt por Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2011)

vez que os maiores progressos feitos até ao momento aconteceram essencialmente no nível de endividamento das famílias.

Contudo, o desendividamento não deve ser aplicado de forma generalizada, isto é, um forte desendividamento pode também comprometer o ritmo de crescimento económico e do investimento, devido à elevada exposição empresarial ao financiamento bancário, principalmente no caso das empresas mais expostas à concorrência internacional. Uma desalavancagem demasiado abrupta poderia ser catastrófica para estas empresas. É necessário continuar a incentivar o desenvolvimento empresarial baseado nas exportações e em setores expostos a concorrência internacional, aliás os resultados positivos que se têm vindo a alcançar desde 2013, como o saldo positivo da balança corrente atingido nesse mesmo ano, demonstram a pertinência das medidas.

Todavia, é importante para a solidez futura do setor bancário que a concessão de empréstimos seja sobretudo feita a empresas viáveis, permitindo que os ativos possam ser valorizados, o que permitirá aos bancos ter rentabilidade positiva, mesmo num cenário com baixas taxas de juro. Seja como for, a questão da dívida privada portuguesa, embora muitas vezes menos referida do que a dívida pública, na qual se centram todas as discussões, não deixa de ser problemática e preocupante. Na nossa opinião, deveriam ser discutidas mais formas de reduzir a dívida dos privados sustentadamente ao mesmo tempo que se procuravam formas para que as empresas pudessem crescer sem tanto recurso ao crédito.

Capítulo 5

Problematização e Cenários

Agora que esclarecemos os diferentes tipos de dívida e apresentámos os dados objetivos da dívida portuguesa, pública e privada, é chegado o momento de discutir o que será ou não possível fazer com ela – entenda-se, com a dívida pública portuguesa, uma vez que a dívida privada, que já abordámos, nunca poderá ser decidida de forma centralizada, cabendo a cada agente económico lidar com a forma como ela poderá ser melhor gerida. Coloca-se, nomeadamente, a questão de saber se a dívida pública portuguesa, tal como se apresenta, poderá ou não ser paga na sua totalidade ou se, pelo contrário, o Estado se virá eventualmente a encontrar na posição de ter de solicitar uma renegociação ou uma “reestruturação” da dívida. Esta questão tem sido amplamente debatida no espaço público português, tendo sido inclusive alvo de um manifesto (o chamado manifesto dos 74 (2014), subscrito por diversas personalidades nacionais e internacionais, dos mais variados quadrantes políticos) e da Iniciativa Para Uma Auditoria Cidadã à Dívida Pública (Caldas *et al.*, 2012).

Não temos a arrogância de pretender ter, como é evidente, uma resposta definitiva a esta questão, que não afeta só Portugal mas também outros países altamente endividados no seio da Zona Euro (como a Grécia e a Itália) que, cada um à sua maneira, terá de ir enfrentando as suas dificuldades financeiras e macroeconómicas reais e percebendo a forma como as conciliará com os compromissos europeus entretanto assumidos e, sobretudo, com a sua adesão

aos objetivos traçados no Tratado Orçamental. Ainda assim, pretendemos contribuir para a sua discussão. Neste capítulo, não discutiremos ainda se a dívida *deve* ou *deveria* ser paga mas, somente, se nos parece possível que ela *possa* ser paga tendo em conta os dados atuais, ou se, pelo contrário, uma reestruturação mais profunda será mesmo necessária, tendo também em conta se alguma parte da dívida poderá ou não ser considerada “dívida odiosa”, isto é, ilegítima. Para fazê-lo, começaremos por apontar alguns dos resultados das alterações dos últimos anos.

5.1 – Será Possível Pagar a Dívida?

Quais, então, os resultados das políticas levadas a cabo nos últimos anos, e que alteraram radicalmente a economia e as finanças públicas portuguesas? Feita uma análise descritiva dos acontecimentos que se sucederam à crise de 2008, podemos identificar três principais fases: a “fase financeira”, de março de 2008 a dezembro de 2008, teve como principal medida de ação o resgate aos bancos; a segunda fase, apelidada de “fase económica”, de dezembro de 2008 a fevereiro de 2010, onde foram tomadas medidas com o objetivo de travar a recessão económica recorrendo a políticas orçamentais expansionistas; e, por último, a terceira fase, apelidada de “fase orçamental”, que se iniciou em fevereiro de 2010 e, podemos considerá-lo, ainda está em vigor no presente, marca a orientação das políticas para a estabilidade do euro através de consolidação orçamental, isto é, redução permanente do défice orçamental pela via da redução das despesas e através de uma reforma fiscal.

Esta terceira fase poderia também, é claro, ser dividida, no caso português, entre o período de resgate, sob as orientações estritas do PAEF e com perda significativa de soberania nacional no plano das políticas a serem

implementadas, e o momento “pós-troika”, iniciado em maio de 2014, e que permitiu que a República Portuguesa recuperasse alguma da sua soberania e autonomia em termos de políticas económicas e financeiras. No entanto, na nossa opinião, esta última distinção não é a mais relevante porque, mesmo com o final do período de vigência do PAEF, e mesmo com alguma alteração de políticas que advém da mudança de governo no final de 2015, os compromissos de Portugal com a União Europeia e com os objetivos estritos consagrados no Tratado Orçamental fazem com que a orientação da política portuguesa seja, e tenha mesmo de ser, na prática, muito semelhante àquela que foi iniciada na terceira fase: uma orientação para a consolidação das contas públicas, com diminuição do défice e tentativa de saída do procedimento por défices excessivos instaurado pela União Europeia, enquanto se tenta, por todos os meios possíveis, que a economia não seja demasiado afetada por estas condicionalidades e, se possível, cresça ao maior ritmo possível, dadas as condições e restrições. Vejamos então esta evolução.

A fase orçamental ficou marcada pela introdução do Plano de Estabilidade e Crescimento (PEC I) assinado em março de 2010 e que sofreu várias evoluções e reformulações até, chegado à sua quarta versão, ser chumbado no parlamento dar origem ao resgate e à celebração do memorando com a troika FMI/EU/BCE. Os sucessivos PECs e memorando anteviam um cenário de austeridade, com um conjunto de políticas e reformas estruturais orientadas para a redução do défice orçamental e da dívida pública e para o reequilíbrio do défice externo. Havia várias medidas de contenção da despesa previstas, tal como a redução dos salários e pensões (que de facto aconteceram) mas que, ao longo do desenrolar do processo, também pelos problemas constitucionais que foram gerando, foram sendo paulatinamente substituídas por medidas de aumento da receita fiscal. Seja como for, de uma forma geral, o governo aumentou as taxas de impostos, fez cortes transversais na despesa na maioria das rúbricas do

orçamento e iniciou um plano de privatizações de empresas do setor empresarial do estado com o objetivo de reduzir o défice orçamental e consequente dívida pública.

Houve, também, reformas na legislação laboral, como uma diminuição da restrição aos despedimentos, diminuição do custo das horas extraordinárias e aumento do número de dias de trabalho com o objetivo de proceder a uma “desvalorização interna” na tentativa de baixar os custos do trabalho e, assim, tentar favorecer as exportações e reequilibrar o défice externo.

De facto, e de um modo geral, o memorando e o PEC recorreram a medidas de contenção orçamental para reduzir a despesa interna e aumentar as exportações de forma a obter uma balança corrente positiva que permitisse pagar a dívida externa e ao mesmo tempo reduzir a despesa pública e aumentar a receita com o intuito de gerar excedente orçamental para pagar a dívida pública.

O problema é a própria dureza das medidas que foram tomadas, como por exemplo, a redução dos salários, das pensões, das prestações sociais, do investimento público e o aumento dos impostos e do preço do acesso aos serviços públicos. Estas medidas foram, de uma forma geral, austeras e penosas não só para a economia como para a sociedade em geral. Isto é, tiveram custos sociais elevados (por exemplo, o aumento do desemprego) e, ao mesmo tempo, causaram contração da economia. De facto, podemos apontar: uma contração do PIB em termos reais de 5,3% entre o terceiro trimestre de 2010 e o terceiro trimestre de 2012 (Fonte: INE); o desaparecimento de inúmeras empresas, na sua maioria de pequena dimensão; a taxa de desemprego atingiu os 16,6% no terceiro trimestre de 2012 (Eurostat); os salários nominais demonstraram também uma tendência de descida, cerca de 8,9% entre 2010 e 2012 e o saldo migratório tornou-se negativo em 2010 e 2011, com a fuga de “cérebros” para o estrangeiro. Estes são alguns indicadores que mostram os efeitos das chamadas

“políticas de austeridade”, ou seja, “a redução da despesa e o aumento dos impostos têm como consequência a recessão e o aumento do desemprego”. (Caldas *et al.*, 2012, p. 99). Num período mais recente, os mesmo indicadores têm vindo a melhorar, todavia continuam a apresentar alguma resistência à mudança e continuam longe dos valores anteriores à crise. Por exemplo, nos últimos meses de 2014 Portugal conseguiu voltar a apresentar uma taxa de crescimento do PIB positiva: 0,9% em 2014, depois de ter recuado 1,3% no ano anterior, porém este crescimento não acompanhou a tendência de crescimento ligeiramente mais pujante que pairou na europa. É também de destacar o indicador da taxa de desemprego que recuou 3,6% (13% a abril de 2015) quando comparado com o terceiro trimestre de 2012. (INE/PORDATA, 2016). Pode por isso, ver-se que a retoma ainda é extremamente incipiente embora, esperemos, ela continue a fazer-se.

Contudo, se um dos objetivos era atingir um superavit da balança corrente, o desemprego em conjunto com a redução da duração e do montante do subsídio de desemprego, incentivaram efetivamente os trabalhadores a aceitar salários mais baixos; assim, com salários baixos e aumento do desemprego temos como consequência a diminuição do rendimento das famílias o que se traduz num impacto negativo nas importações. Por outro lado, a redução dos salários pode ser associada a um aumento das exportações, via redução do preço de custo e preço de oferta nos mercados internacionais. Assim, é importante distinguir os planos. Por um lado, é correto afirmar que o “ajustamento” está a ser feito, e importa mencionar que em outubro de 2012 verificou-se pela primeira vez em décadas um saldo positivo na balança de bens e serviços e na balança corrente.

Este é, digamos assim, o aspeto macroeconómico positivo. Mas, ao mesmo tempo, assistimos a uma deterioração da economia portuguesa, onde os resultados são conseguidos pelo estrangulamento da mesma e não pelo incentivo ao crescimento económico (Caldas *et al.*, 2012). Temos portanto um

objetivo de equilíbrio orçamental que, aos poucos, tem vindo a ser atingido mas que comporta dois tipos de problemas: o do atrofio da economia portuguesa e, portanto, um bloqueio à sua capacidade de crescimento; e, ao mesmo tempo e como consequência do ajustamento, um conjunto de problemas sociais que se agravaram como consequência da crise (para além dos já mencionados problemas do desemprego e do aumento da emigração podemos ainda mencionar o aumento da desigualdade). Estes problemas sociais são, ao mesmo tempo, problemas éticos, colocados a uma ética social, porque afetam de forma grave a vida das pessoas.

Porém, não é apenas a economia portuguesa que enfrenta políticas de austeridade, as mesmas políticas também foram aplicadas por toda a zona euro, o que teve um impacto importante nas importações dos países da zona euro, ou seja, sendo o mercado europeu o principal destino das exportações portuguesas, as exportações apresentam uma tendência regressiva, o que compromete a correção da balança corrente.

Ao nível do défice orçamental, os consecutivos défices da República Portuguesa não permitem a redução do endividamento público, isto é, e recessão e a destruição do emprego provocados pela austeridade não permitem superávits. Por outro lado, a dívida continua a aumentar em valores absolutos, enquanto o PIB nominal decresce, o que agrava o rácio dívida/PIB, aumentando a desproporção entre o valor da dívida e o valor do produto anual, isto é, a percentagem de dívida em proporção do PIB aumenta com a redução do PIB. No gráfico que se segue é possível observarmos os consecutivos défices da República Portuguesa, no período de 1999 a 2014. De destacar os anos de 2009 e 2010 pela sua discrepância de resultados face aos outros. Podemos ainda visualizar que os anos seguintes a 2009-2010, os défices ainda se encontram bastante aquém da meta dos 3%, e do necessário para reduzir a dívida, ou seja, as receitas serem superiores às despesas.

Défice/Excedente em % PIB

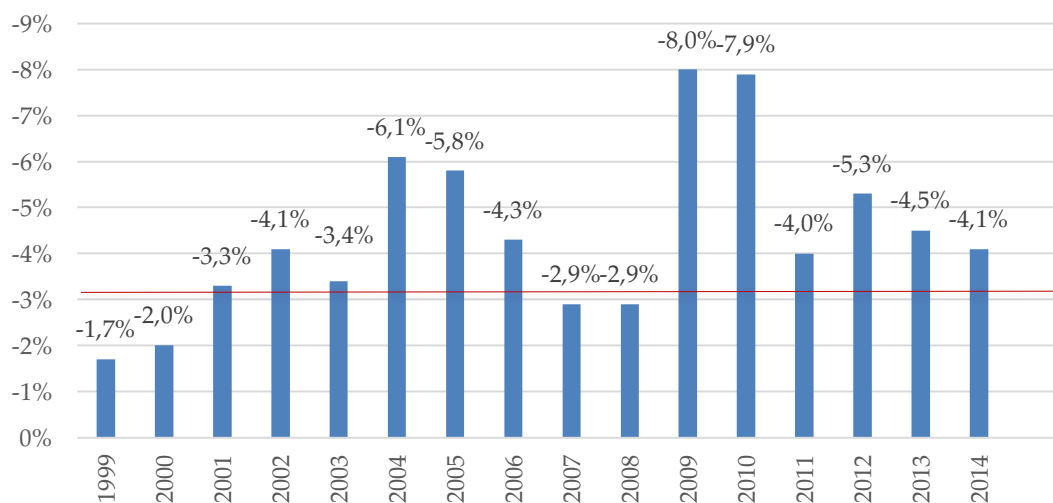


Gráfico 3 - Déficit/Excedente em % do PIB no período de 1999-2014

Fonte: INE/PORDATA

Isto permite-nos chegar, pelo menos, a uma conclusão. É que, apesar dos eventuais efeitos benéficos da consolidação fiscal em termos da sustentabilidade futura da nossa economia, a verdade é que ela tem mesmo efeitos de contração. Isto é, fica desmentida a hipótese da “austeridade expansionista” (Giavazzi e Pagano, 1990; Alesina e Perotti, 1995, citados por Guajardo, Leigh e Pescatori, 2011) na qual, parece, se chegou a acreditar a nível Europeu, mas que cedo foram desmentidos quer em termos teóricos (Guajardo, Leigh e Pescatori, 2011) quer na prática, dada a contração das economias europeias que maiores esforços de consolidação fizeram (Portugal é um caso, mas o caso extremo, em relação ao qual até se chegou a falar de “austeridade punitiva” é a Grécia).

Ao que tudo indica, o erro foi baseado numa previsão inadequada da relação entre as perspetivas de crescimento e os multiplicadores fiscais, como mostraram Blanchard e Leigh (2013). Por outras palavras, quando as políticas mais agressivas de consolidação orçamental foram implementadas para fazer face à crise das dívidas soberanas, foi subestimado o efeito recessivo que elas

teriam. De facto, o multiplicador fiscal de curto prazo foi, nessa fase, maior que o antecipado e, por isso, as economias contraíram mais. É também possível que essas decisões tenham sido tomadas tendo por base uma estimativa exagerada da correlação entre a existência de um nível elevado de dívida e a dificuldade de crescimento dos países, estimativa que era apontada por Reinhart e Rogoff (2010) mas que veio a ser desmentida. Voltaremos a discutir este problema adiante.

Estes resultados mostram que o grande objetivo de redução da dívida pública tem-se revelado, até agora, falhado. Não se pode dizer que não tenham sido atingidos progressos: foram-no, sobretudo pela redução dos défices. Isto é, mesmo que a dívida continue a crescer, tem-no feito, ultimamente, a um ritmo mais lento. Acontece que a diminuição do PIB (já para não falar, obviamente, do empréstimo da troika) e as dificuldades da economia portuguesa fizeram com que, na prática, apesar de todo o esforço feito, a dívida tenha na realidade crescido. A isto acresce o peso dos juros na dívida pública. Em 2015 o governo esperava gastar cerca de 8.836 milhões de euros em juros, fatura que corresponde a 5% do PIB, o que faz de Portugal o país da UE que mais gasta com juros em percentagem do PIB dívida pública. De destacar que a despesa com a educação prevista no orçamento de 2015 era de 7.680,6 milhões de euros, um montante bastante inferior ao que Portugal terá pago em juros.

Por último, quando as dívidas públicas estão associadas a taxas de juro elevadas, e que, no caso de Portugal, são sistematicamente superiores ao crescimento nominal da economia – a título de exemplo, eram de 3,4% a 23 de fevereiro de 2016, tendo ultrapassado a fasquia dos 7% antes do resgate, e chegado a ser negociadas a uma taxa de mais de 15% no mercado secundário no início de 2012) – tende a gerar-se um efeito bola de neve, que, em princípio, pode levar à bancarrota. Para evitar esta situação é necessário, como já foi dito anteriormente, contrariar os sucessivos défices orçamentais e obter superávits.

No entanto, como lá chegar, eis a verdadeira questão. Por vezes argumenta-se que essa reversão apenas seria possível com cortes profundos na despesa e na provisão pública. Acontece que, como muitos analistas afirmam, esses cortes poderiam levar ao fim total do Estado Social: a provisão pública que é feita, prestando serviços de saúde (Serviço Nacional de Saúde), educação (escola pública) e restante proteção social (sistema de pensões, proteção ao desemprego, etc.) (Carmo, R. & Barata, A., 2014). Ora, este eventual fim do Estado Social, para além de ser problemático de um ponto de vista social e ético, também correria o risco de atrofiar ainda mais a economia – pela diminuição do rendimento disponível das famílias e, logo, do consumo.

A redução da dívida pública é penosa para as economias pequenas, como é o caso da economia portuguesa, uma vez que implica uma redução da atividade económica e do bem-estar no curto prazo. A consolidação orçamental tem obrigatoriamente que ser um compromisso entre os custos a curto prazo e os benefícios a longo prazo. Diversos estudos sugerem que uma consolidação orçamental rápida e agressiva provoca recessões profundas, com perdas significativas a curto prazo no produto, no consumo, investimento, horas de trabalho e bem-estar, quando comparadas com estratégias mais prolongadas no tempo. (Almeida et al., 2011)

O objetivo de atingir a sustentabilidade financeira – conceito que, apesar de parecer simples de entender, é alvo de diversas interpretações, relativamente aos níveis que devem ser considerados sustentáveis – deve ser, na nossa opinião, aquele que garanta uma descida sustentada da dívida pública em percentagem do PIB, onde os governos, partidos políticos e cidadãos demonstrem um compromisso e vontade de inverter essa mesma situação apoiando e comprometendo-se através do seu esforço e dedicação. Se este compromisso é ou não possível de obter; não sabemos responder. Mas isso não significa que ele não seja desejável.

Chegados a este ponto, o que concluir? Dado o montante total da dívida portuguesa, e o ritmo a que seria necessário que a economia crescesse para conseguir reduzir a dívida para 60% até 2035 (objetivo do Tratado Orçamental), parece altamente improvável que ela possa ser totalmente paga nos moldes atuais. Os níveis atuais da nossa dívida, os sucessivos défices orçamentais e o fraco crescimento da economia portuguesa desde a adesão ao euro sugerem que, não alterando nada, ela será provavelmente insustentável no longo prazo. Isto não significa, é claro, que não se possa ir assegurando o serviço da dívida. E esta é, aliás, a única condição exigida pelos credores do Estado português: que os compromissos efetuados sejam cumpridos (condição considerada essencial para manter a confiança na economia portuguesa). Mas, assegurar o serviço da dívida e cumprir os compromissos não quer dizer que se consiga amortizar significativamente a dívida e diminuí-la, em percentagem do PIB, a médio/longo prazo. Já que as políticas de consolidação fiscal têm estado a travar o crescimento económico, e não existindo um claro compromisso do país para sair desta situação e criar as condições para um crescimento económico mais robusto, a situação não se afigura de saída fácil.

É claro que as perguntas “será a dívida portuguesa sustentável” e “será possível cumprir o Tratado Orçamental” são distintas, tal como podemos constatar através do relatório já realizado designado como “Sustentabilidade da dívida pública: afinal em que ficamos?” levado a cabo pelo Observatório sobre Crises e Alternativas na sua 9ª publicação (Barómetro das Crises, 2014). Isso implica também dar uma resposta complexa à pergunta que enunciamos no título deste capítulo. Será, então, possível, pagar a dívida? Parece-nos que ela será sempre paga, no sentido em que, não existindo nenhuma catástrofe (bancarrota) Portugal fará sempre por honrar os seus compromissos e assegurar o serviço da dívida. Porém, nas condições atuais, como explicámos, parece-nos muito difícil que ela seja sustentável a longo prazo, e ainda mais difícil que se

cumpram as exigências europeias em relação aos objetivos de médio prazo. A ser assim, talvez que à pergunta “Será possível pagar a dívida?”, tendo em conta o seu montante total atual, e os objetivos de redução até 2035, a resposta deva ser: muito provavelmente não será possível pagá-la na sua totalidade e, ao mesmo tempo, garantir que ela vai diminuir até 60% em 2035, mesmo que o país revele toda a boa vontade possível em atingir esses objetivos. É claro que isto coloca em cima da mesa uma discussão atual, mas pouco exequível no contexto político europeu atual. Dever-se-ia falar de uma reestruturação da dívida portuguesa? E o que o poderia justificar? A questão da “dívida odiosa” parece ser um desses motivos possíveis.

5.2 Será uma Parte da Dívida Portuguesa “Odiosa”?

O conceito de dívida odiosa surge pela primeira vez após a primeira guerra mundial, pelo jurista Alexander Nahun Sack (1927). Sack define a dívida odiosa como sendo aquela que é contraída em circunstâncias muito especiais por um dado regime (e nomeadamente os regimes despóticos como as ditaduras), contra os interesses do seu povo. Esta noção, introduzida por Sack, convida-nos a refletir sobre diferentes tipos de dívida, consoante a circunstância em que são contraídas e a levantar a hipótese de que *algumas* dívidas possam não ser legítimas e, logo, não devam ser pagas. De facto, em muitos e variados casos, as dívidas de um país são contraídas não com o propósito de satisfazer o interesse da sua população, e não com o seu consentimento, mas, por outro lado, com o conhecimento do credor das intenções do responsável pela contração desse empréstimo. (Caldas *et al.*, 2012)

“Quando um regime déspota contrai uma dívida, não para as necessidades ou interesses dum estado, mas em vez disso para reforço pessoal, para suprimir a insurreição popular, etc., esta dívida é odiosa para o povo e todo o estado. Esta dívida não obriga a nação; é uma dívida do regime, uma dívida pessoal contraída pelo governante, e consequentemente ela cai com o regime. A razão pela qual estas dívidas odiosas não podem ser ligadas ao território do estado reside no incumprimento de uma das condições que determina a legalidade das dívidas do Estado, nomeadamente que estas dívidas devem ser incorridas e os dividendos usados, para satisfação das necessidades e interesses do Estado. As dívidas odiosas, contraídas e utilizadas para fins que, com o conhecimento do prestador, são contrários aos interesses da nação, não obrigam a nação – quando sucede que o governo que as contraiu é derrubado – exceto quando a dívida está nos limites das reais vantagens que estas dívidas possam ser suportadas. Os prestadores cometeram um ato hostil contra o povo, e não podem esperar que a nação que se libertou de um regime déspota assumam tais dívidas odiosas, que são dívidas pessoais do antigo governante.”

(Sack, 1927, p. 41)

Existem diversas categorias de dívidas consideradas odiosas, tais como dívidas de guerra, dívidas subjugadas ou impostas, e dívidas de regime, segundo a categorização de Sack. Outros autores referiram ainda uma nova categoria, a de “dívidas do mundo em desenvolvimento não gastas nos interesses da população”, enquadrando desta forma os empréstimos irresponsáveis (Khalfan *et al.*, 2003).

Sack considerava também que a doutrina da dívida odiosa devia fazer parte do direito internacional positivo, isto é, dever-se-ia tornar numa regra de direito aplicável e com força de lei. Do resultado desta lei dependeria, então, saber-se se a dívida imputada a um determinado país seria ou não legítima. No Relatório Preliminar do Grupo Técnico da Iniciativa Para Uma Auditoria Cidadã à Dívida, relembra-se que nem todos os contratos (incluindo os contratos de dívida) são legais. Isto é, um contrato pode ser declarado nulo se

tiver vícios de consentimento, causas ilícitas ou imorais, usos ilícitos dos fundos emprestados (Caldas *et al.*, 2012, p. 109).

Este grupo levanta o debate sobre a existência ou não de uma parte da dívida que possa então ser considerada ilegítima: mencionam as condições em que foi contraída a dívida à troika (negociada por um governo demissionário e não tendo passado pelo escrutínio do debate parlamentar); os contratos muitas vezes ruinosos estabelecidos com as Parcerias Público-Privadas (PPPs); as perdas de receita fiscal pelas amnistias a crimes fiscais; as nacionalizações de bancos privados cujos prejuízos incidiram sobre os contribuintes; e as despesas que são devidas a corrupção (Caldas *et al.*, 2012, p. 110).

Todas estas questões levantam o problema da legitimidade de alguma parte da dívida. Talvez uma auditoria permitisse, de facto, identificar exemplos de dívida ilegal. Porém, o próprio grupo de trabalho admite ser extremamente difícil delimitar parcelas da dívida legítimas ou ilegítimas e ligá-las diretamente a títulos de dívida concretos. A conclusão do grupo é que, embora essa atribuição direta seja quase impossível, a existência destes casos mostra que atribuir a totalidade da dívida ao povo português e não a questionar, também é problemático. Tendo em conta que os principais alvos da consolidação foram efetivamente os contribuintes, o grupo técnico aponta o caminho de uma possível reestruturação como sendo a opção mais racional, tendo em conta o montante da dívida, e esta possível ilegitimidade (suspeitada, mas, como dissemos, difícil de ligar a títulos concretos).

5.3 A Possibilidade da reestruturação

Por tudo aquilo que já dissemos, parece mais ou menos inevitável considerar-se a hipótese de uma reestruturação da dívida portuguesa. No entanto, é certo que este não é um tema pacífico e, tendo em conta o contexto político europeu, é um tema atualmente evitado. É claro que existem muitos tipos de reestruturação / renegociação da dívida, com ou sem perdão parcial. Quando aqui mencionamos a reestruturação, entendemos por esse termo o aligeiramento dos pagamentos do devedor, não envolvendo necessariamente uma redução do valor nominal da mesma, um *haircut*. Porém, todos estes cenários são, em teoria, possíveis.

A reestruturação de um contrato de dívida envolve possivelmente três componentes, a maturidade, isto é, prazo de pagamentos; o preço, ou seja, a taxa de juro acordada e por último o montante a pagar, o valor (ou qualquer combinação destes elementos). Feita a análise, a dívida portuguesa situa-se em níveis insuportáveis, quer ao nível da dívida pública (129% do PIB) quer ao nível da dívida privada (189,6% do PIB), valores que dificilmente, no nosso entender, se aproximarão dos limites exigidos pela UE num futuro próximo. Reinhart e Rogoff (2010) num dos seus mais recentes estudos assumiram, de forma clara, que a dívida pública é considerada como o principal obstáculo ao crescimento económico, ou seja, afirmaram que países com um nível de dívida pública superior a 90% seriam incapazes de verificar um crescimento económico; o crescimento seria negativo e situar-se-ia em -0,1%.

Como já vimos, Reinhart e Rogoff partiram de uma estimativa exagerada e entretanto desmentida, como mostra o estudo de Herndon, Ash e Pollin (2013), que concluem que: “Overall, the evidence we review contradicts Reinhart and Rogoff’s claim to have identified an important stylized fact, that public debt loads greater than 90 percent of GDP consistently reduce GDP

growth”(Herdnon *et al*, 2013, p. 1). Estes autores mostram que a relação entre a dívida pública e o PIB varia significativamente consoante o período e o país em análise. Porém, o erro de Reinhart e Rogoff e as suas consequências estão talvez mais no curto que no longo prazo. Expliquemo-nos: foi aventada a hipótese de que este estudo tinha tido uma considerável importância nas decisões dos líderes europeus em apostar, a partir de 2010, numa política radical de consolidação orçamental. Como vimos, a velocidade do processo de ajustamento parece ter sido excessiva, na medida em que contraiu mais as economias (incluindo a portuguesa) do que aquilo que se esperava. Nesse sentido, parece ter sido um erro. Porém, a demonstração deste erro, que de facto teve efeitos imediatos, não invalida algo para que Reinhart e Rogoff apontam: níveis muito elevados de dívida são problemáticos e provavelmente insustentáveis a longo prazo. Assim, a situação portuguesa, com o atual nível de dívida pública, continua a ser muito problemático. Outro fator importante, e que Reinhart e Rogoff não têm suficientemente em conta é, precisamente, a dívida privada, cujo nível é, acabámos de o mostrar, preocupante em Portugal.

É difícil dizer por onde passará a solução, embora façamos um esforço por, na conclusão, sugerir alguns elementos. De momento, aquilo que poderemos avançar é que talvez ela passe por um ritmo de consolidação certo, mas um pouco mais lento que nos anos da crise e, considerando todos os dados invocados, também por um processo de reestruturação parcial da dívida, tendo em conta aquilo que parece ser uma grande improbabilidade da possibilidade de pagamento do total da mesma, com o nível de redução exigido pelos compromissos europeus.

Parece-nos também desejável uma desdramatização, se possível, da questão da reestruturação. O governo português chegou a obter, junto da troika, a extensão das maturidades do empréstimo do resgate, e isto de forma consensual e pacífica. O problema está sempre, é claro, no equilíbrio que se terá

de encontrar entre a sustentabilidade da dívida portuguesa, que não está assegurada, e a capacidade de negociar sem entrar em conflito para não desbaratar a confiança dos investidores e parceiros e, com isso, arriscar-se a ver subir muito mais os juros das *yields* da dívida soberana.

Aconteça o que acontecer, uma coisa é certa. Em todos estes debates estão presentes, de forma mais implícita ou mais explícita, argumentos morais. Vejamos alguns deles no capítulo final, antes das conclusões.

Capítulo 6

A Ética da Dívida

Este Trabalho Final de Mestrado situa-se, todo ele, na confluência de duas abordagens à questão da dívida, uma abordagem propriamente filosófica, ética, e uma abordagem que se centra nas suas componentes económicas, financeiras e de gestão. Vimos, na primeira parte da dissertação, como a noção de dívida tem fortes raízes culturais, religiosas e filosóficas. Vimos como ela tem uma ligação intrínseca com a noção de *dever*, trabalhada de forma tão insistente na teoria ética de Kant. Não é por isso de espantar que a noção ética de dívida seja tão importante na economia.

Costuma dizer-se que o bem mais volátil, e ao mesmo tempo mais precioso de uma economia é a *confiança* porque, sem ela, os investidores retraem-se e a transação económica torna-se impossível. Isto tem sido teorizado desde os primórdios da teoria económica moderna. Adam Smith, por exemplo, lembra-nos Martins (2009), considerava que as disposições éticas (e nomeadamente a confiança mútua) são essenciais para o funcionamento são do mercado. Ora, poder-se-ia argumentar, não se pode manter confiança entre um credor e um devedor que estabeleceram um contrato implícito ou explícito se, por algum motivo, o devedor for visto como não sendo de confiança por falhar o pagamento de uma dívida legitimamente concedida e contraída.

Mas o contrário também pode ser verdade. Os contratos legais podem ser estabelecidos entre pessoas em situações muito distintas, isto é, pode haver uma assimetria (de poder, de acesso à informação, de submissão à necessidade)

muito grande entre os contratantes. No caso das relações entre devedores e credores, é certo que as situações são múltiplas e podem variar muito entre si mas, na maior parte dos casos, parece ser seguro assumir que quem se encontra em posição de maior vulnerabilidade são os devedores, que podem ter contraído as dívidas não como forma de alavancar um investimento mas, pelo contrário, para fazer face a necessidades imediatas de tesouraria onde aquilo que está propriamente em causa é a própria sobrevivência (de uma economia a nível nacional, de uma empresa, de uma família). Tendo em conta esta situação, consegue-se conceber a hipótese de serem os próprios credores a quem é imputada a possibilidade de não serem de confiança, como se pode ver no caso dos empréstimos predatórios.

Em ambos os casos mencionados, a avaliação de risco e, logo, a taxa de juro que possa eventualmente ser aplicada, não é independente de uma avaliação ética do que está em causa, das expectativas (fundadas ou infundadas) que se tem sobre o comportamento futuro do agente económico com quem se faz uma transação – não é, aliás, por acaso, que a noção de “risco moral” é usada quando aquilo que está em causa é não poder monitorizar o comportamento futuro da contraparte e, assim, correr-se o risco de se poder vir a ser prejudicado.

Tudo isto significa que a noção de dívida é inerentemente ética. Aliás, nas próprias justificações invocadas para se defender uma ou outra opção de políticas públicas – contrair mais ou menos dívida, honrar os pagamentos do serviço da dívida ou recusar um pagamento e entrar em *default* – aquilo que se invoca são sempre argumentos éticos. Por um lado, a dívida pública elevada, na medida em que normalmente nunca pode ser paga numa só geração, torna-se inevitavelmente uma questão de justiça intergeracional (veja-se, a este respeito, Gosseries, 2015). Porquê? Porque legar uma dívida anormalmente alta às gerações vindouras pode ser considerado eticamente inaceitável, já que poderá

ser uma condição tão restritiva que automaticamente lhes imporá condições de vida piores do que as da geração que contrai a dívida; ou, se se quiser argumentar em sentido contrário, no caso de políticas públicas que venham a trazer um benefício duradouro do qual as gerações futuras também beneficiarão, mas que impliquem um enorme investimento de recursos no presente (pense-se na construção de infraestruturas como hospitais, autoestradas, etc.) até se pode considerar que só é justo que as gerações futuras também paguem, uma vez que também estarão a usufruir dos benefícios dos investimentos feitos pela geração presente.

Outro exemplo é o das discussões sobre a própria dívida pública e sobre as políticas de ajustamento ou austeridade. Quando se fala de “austeridade punitiva”, o que se está a fazer é a denunciar a lógica de um argumento moral implícito: uma dívida excessiva é fruto de um comportamento “irresponsável” pelo qual se atribui “culpa”, e a “expição” dessa culpa envolve a aplicação de um “castigo” com o qual os agentes económicos irresponsáveis devem “aprender”, para não voltarem a cometer o “erro” no futuro. Quando se diz, por exemplo, que determinado povo “viveu acima das suas possibilidades” (por exemplo, os gregos) aquilo que se está implicitamente a assumir é que esse povo “merece” passar por um processo de ajustamento austero, porque o erro deve ter a sua retribuição. Quando, por outro lado, se denuncia a suposta “cegueira” de uma austeridade aplicada “custe o que custar”, também se está a recorrer a um argumento ético: o de que as “pessoas são mais importantes que os números”, por exemplo, e o de que, portanto, a aplicação de uma regra (“as dívidas são para ser pagas”) não pode ser indiferente às condições nas quais os devedores serão deixados se essa regra for aplicada de forma cega.

Finalmente, até a própria noção de “perdão” é outra noção que, tal como a de dívida ou de valor, é intrinsecamente ética. Esse perdão, do qual Ricoeur diz que é “difícil”, mas não “impossível” (Ricoeur, 2004), é aquilo que muitas vezes

se advoga para uma dívida, ou para parte dela, quando se considera que as condições nas quais foi contraída são ilegítimas ou quando, mesmo que se reconheça a legitimidade da dívida, se decide pô-la para trás, esquecê-la, perdoá-la, em nome de “valores mais altos”, como a paz entre os povos. Pense-se, por exemplo, nos perdões de dívida concedidos à Alemanha depois da II Guerra Mundial.

Todos estes exemplos servem apenas para recordar que os conceitos e argumentos éticos não são nada despiciendo na discussão sobre a dívida, sobre o seu uso prudente (outra noção ética) ou sobre as decisões económicas, financeiras e políticas que podem ser tomadas em relação a dívidas concretas e existentes. Vejamos de seguida, na conclusão, como estes diferentes planos se podem articular na questão da dívida portuguesa.

Conclusão

No desenvolvimento do nosso trabalho destacam-se duas dimensões nas quais se podem enquadrar todos os acontecimentos, dados e conceitos analisados, uma dimensão ético-filosófica e uma dimensão económico-financeira. Assim sendo, na nossa conclusão, gostaríamos de distinguir estes planos e, já agora, acrescentar-lhe, de forma muito breve, um terceiro plano, sendo que, assim, a nossa conclusão será tripartida. Mencionemos, primeiro, a questão da dívida portuguesa, em relação a estes três planos.

De um ponto de vista ético, em teoria, as dívidas deveriam ser pagas, na medida em que honrar as nossas obrigações é, à partida, um dever moral. Não nos arriscaríamos a dizer se, como acreditava Kant, existem absolutos morais, e se o pagamento de uma dívida é um deles mas, à partida, quem tem uma dívida tem o dever de a pagar. Isto é importante porque, como vimos com Adam Smith, a confiança é fundamental para o bom funcionamento do mercado e um credor que seja visto como não pagando as suas dívidas corre o risco de erodir a confiança dos seus parceiros. Ainda assim, como também vimos com Ricoeur, o dever não é simples. Recordámos acima, por exemplo, que existem casos em que a dívida de um país é considerada odiosa, isto é, situações em que existem motivos morais para um povo rejeitar a legitimidade de determinada dívida.

E mesmo que a dívida não seja odiosa, também podem haver motivos éticos para argumentar que uma dívida possa não ser paga (nem que seja parcialmente). Um argumento normalmente utilizado contra a “austeridade punitiva” é que, se se insistir no pagamento estrito de uma dívida que um país não tenha condições para pagar sem atirar o seu povo para uma pobreza extrema, estar-se-á a cometer um erro ético. Não ter em atenção a especificidade da situação, nem consideração pelo dano que possa ser causado pelo

pagamento de uma dívida, pode também, em certos casos, ser eticamente condenável. E é por isso que um possível perdão é, inerentemente, um ato ético. Assim, resumindo a nossa posição: devem as dívidas ser pagas? Em princípio, sim. Mas pagas sempre, na sua totalidade, e a qualquer custo? Cremos que não.

Contudo, mesmo que assumíssemos que, a nível ético, as dívidas, todas elas, deveriam *sempre* ser pagas, esse dever poderia esbarrar na impossibilidade económica. Como vimos, com o nível atual da dívida pública portuguesa, Portugal terá sérias dificuldades em restituir aos seus credores a totalidade da dívida. Um outro fator relevante são os objetivos pouco realistas do Tratado Orçamental, pois quando confrontados com a realidade que se vive, as suas metas parecem inalcançáveis uma vez que é exigido que Portugal cresça a um ritmo que realisticamente parece impossível, ainda para mais se tivermos em conta as atuais medidas de restrição orçamental que, se por um lado tentam conter a despesa, por outro também tornam mais difícil o crescimento que tornaria mais fácil pagar a dívida. Desta forma, numa dimensão económico-financeira, conclui-se com relativa facilidade que, mais cedo ou mais tarde, o cenário de uma reestruturação da dívida, quer seja através de um perdão parcial da mesma ou de uma renegociação profunda, terá provavelmente que ser equacionado.

Contudo, a impossibilidade quase certa de cumprir as metas e a mais que provável necessidade de, em dado momento, equacionar a renegociação, esbarra no momento político atual. É que, como se sabe, e nunca nós defenderíamos outra coisa, uma tal renegociação deve ser, tanto quanto possível, consensual, uma vez que não seria saudável para o clima económico português uma hostilização dos seus parceiros. Acontece que mesmo este cenário de reestruturação amigável continua longe de ser abordado pelas principais economias europeias. O momento parece não ser o ideal para se ter esta discussão, à medida em que a Europa se debate com outros problemas:

alguns deles externos, como a crise dos refugiados, mas outros internos, e que vão para lá dos problemas económicos. A UE parece ter perdido, em parte, a sua capacidade de inspirar os seus membros, deparando-se agora com vários desafios, inclusive a possibilidade da saída do Reino Unido da UE, processo conhecido como *Brexit*, acontecimento que pode abalar toda a UE, o que, a acontecer, pode ter efeitos totalmente imprevisíveis, mudando todo o panorama político europeu. Assim, em suma, por enquanto, qualquer discussão sobre uma possível renegociação da dívida está à partida excluída, pelo receio de abalar ainda mais a confiança dos investidores e gerar maior discórdia entre credores e devedores.

Outro assunto que continua fora de discussão e poderia ser uma forma de gerir de maneira diferente a dívida na Europa poderia passar por alguma forma de mutualização da dívida. Neste contexto, a solução de que mais se fala são as *Eurobonds*. Uma solução desse género permitiria que os Estados da zona euro se voltassem a financiar com taxas de juro semelhantes ou mesmo iguais. Mas essa situação também não parece, atualmente, viável. Um dos Estados que maiores objeções apresenta é a Alemanha, cujo poder no seio da UE é, hoje, como se sabe, extremamente grande.

Concluindo, em relação à dívida pública portuguesa o cenário não parece ser animador, restando a Portugal continuar a pagar o serviço da dívida, situação que continua a gerar sucessivos défices orçamentais, e esperar que o processo de integração europeu aponte novas e animadoras saídas para esta crise de dívida soberana. Quanto à nossa dissertação, talvez a sua maior originalidade esteja na forma como apontou sistematicamente a importância ética da dívida. O facto de ter apontado o enraizamento ético da dívida e a forma como os argumentos éticos são mobilizados e relevantes para a dívida talvez possa ter sido o seu maior contributo para esta discussão.

Limitações e Recomendações para Investigações Futuras

Esta é, como o dissemos várias vezes, uma dissertação de carácter qualitativo e uma das suas especificidades é a de tentar discutir a questão da dívida em profundidade, de um ponto de vista conceptual e histórico, e de a enquadrar no âmbito de discussões éticas que possam permitir perceber que decisões tomar em relação, por exemplo, à dívida portuguesa. Concluimos também que dificilmente a dívida pública portuguesa será sustentável e os objetivos do Tratado Orçamental cumpridos e que, portanto, mais cedo ou mais tarde é possível que uma possível reestruturação/renegociação, seja em que moldes for, venha ter de ser discutida. Contudo, não apresentamos nenhuma proposta concreta para esta renegociação, e isso é uma das limitações da tese. Esta foi uma opção que tomámos, já que a dissertação situa-se mais no plano da análise ética e da discussão crítica.

Sabendo desta limitação, uma das recomendações que podemos fazer a investigações futuras é que aprofundem, mais e melhor, as possibilidades concretas de investigação sobre possíveis soluções para a dívida portuguesa, pública e privada, dados os desafios de gestão que também são colocados às empresas descapitalizadas. Sabemos também, de antemão, que será muito difícil a uma investigação provar se existem ou não partes “ilegítimas” da dívida portuguesa; mas, a ser possível, essa investigação também seria desejável. Outro tipo de investigação muito pertinente, e no qual esta dissertação não pôde entrar, seria a do aprofundamento da integração europeia que passasse precisamente por alguma solução comum para a dívida, fosse ela qual fosse. Ao mesmo tempo, investigação que permitisse elaborar regras

prudenciais cada vez mais claras relativas ao bom uso da dívida também seria, é claro, muito bem vinda.

Bibliografia

Alesina, A., Perotti, R. (1995). Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries. *Economic Policy*, vol. 10, n. 21, pp. 205–248.

Almeida, V., Castro, G., Félix, R., Maria, J. (2011). *Consolidação Orçamental numa pequena Economia da Área do Euro*. Boletim Económico, Banco de Portugal, pp.47-64. Disponível em https://www.bportugal.pt/ptPT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_inverno11.pdf

Alvey, J. E. (2011). James M. Buchanan of the ethics of public debt and default. *Journal of Markets & Morality*, vol. 14, n.1, pp. 85-101. Disponível em <http://www.marketsandmorality.com/index.php/mandm/article/view/11/9>

Andrade, F. A. (2010). Dos tipos fundamentais de dívida (schuld) para uma genealogia da moral. *Cadernos de Graduação*, n.8, Universidade Estadual de Campinas. Campinas.

Argandoña, A. (2012). Three Ethical Dimensions of financial crisis. IESE Business School – University of Navarra, Working Paper, Janeiro 2012. Navarra. Disponível em <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0944-e.pdf>

Banco de Portugal (2011). Comunicado datado de 7 de abril de 2011.

Disponível em

<https://www.bportugal.pt/ptPT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/combp20110407.aspx>

Banco de Portugal (2011-2014). Programa de Assistência Financeira UE/FMI.

Disponível em:

http://www.bportugal.pt/ptPT/EstabilidadeFinanceira/AEstabilidadeFinanceiraPAEF/OProgramaAssistenciaFinanceiraPortugal/Documents/Brochura_pt.pdf

Benjamin, W. (2011). Capitalismo como religião. *Revista Garrafa 23*. Trad. por Jander de Melo Marques Araújo. São Paulo. Disponível em

http://www.letras.ufrj.br/ciencialit/garrafa/garrafa23/janderdemelo_capitalismo_como.pdf

Blanchard, O. J., Leigh, D. (2013). Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. Working paper n.13/1, IMF.

Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40200.0>

Bresser-Pereira, L. C. (2010). The global financial crisis and a new capitalism.

Journal of Post Keynesian Economics, vol. 32, n.4, M.E.. Sharpe, Inc. Disponível em

http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/2010.The_global_financial_crisis_and_a_new_capitalism.pdf

Bodgan, R., Biklen, S., (1994). *Investigação Qualitativa em Educação – uma introdução à teoria e aos métodos*. Porto: Porto Editora. Disponível em

https://docs.di.fc.ul.pt/bitstream/10451/775/4/17164_metodologia.pdf

Cabral, R., Louçã, F., Pires, E., Santos, P. N. (2014) Um programa sustentável para a reestruturação da dívida portuguesa. Report, Institute of Public Policy Thomas Jefferson. Correia da Serra. Disponível em http://www.ipp-jcs.org/wp-content/uploads/2014/07/report-1-2014_.pdf

Caldas, J., Teles, N., Rocha, S. (coord), et al. (2012). Conhecer a dívida para sair da armadilha. *Relatório Preliminar do Grupo Técnico*. Iniciativa Para Uma Auditoria Cidadã À Dívida Pública. Lisboa. Disponível em http://auditoriacidadada.info/facebook/docs/relatorio_iac.pdf

Carmo, R. e Barata, A (2014). *Estado Social: De Todos para Todos*. Lisboa: Tinta-da-China

Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., Zampolli, F. (2011). The real effects of debt. *BIS working paper*, n. 352. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>

Comissão Europeia (2015, julho 30). Disponível em http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_pt.htm

Carregueiro, N., Teixeira, N. (2015, fevereiro 13). Juros da dívida portuguesa recuam para novo mínimo histórico. *Jornal de Negócios*. Lisboa. Disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/juros_da_divida_portuguesa_recuam_para_novo_minimo_historico.html

Di Napoli, R. B., Nunes, L. L. (2009). A questão do conflito de deveres no sistema ético kantiano. *Periódicos UFSM*, vol. 8, n.2, pp.187-210. Florianópolis: UFSM. Disponível em

<https://periodicos.ufsc.br/index.php/ethic/article/download/1677-2954.2009v8n2p187/18563>

Epstein, G. A. (2005). Introduction: *Financialization and the World Economy*. Cambridge University Press, Cambridge. Disponível em <http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/programs/globalization/financialization/chapter1.pdf>

Gillespie, M. A., (2008). *The theological origins of modernity*. London and Chicago: The University of Chicago Press. Disponível em <http://www.thedivineconspiracy.org/Z5224Y.pdf>

Giavazzi, F., Pagano, M. (1990). *Can Severe Fiscal Consolidations Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*. NBER Macroeconomics Annual, vol. 5, pp. 75-111. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Gosseries, A. (2015). *Pensar a Justiça Entre as Gerações*. Coimbra: Almedina.

Graeber, D. (2011). *Debt, the first 5000 years*. Internacional Bestsellers, Brooklyn, London: Melville House.

Guajardo, J., Leigh, D., Pescatori, A. (2011). *Expansionary Austerity: New International Evidence*. IMF Working Paper, Research Department.

Howard, M. C., King, J. E. (2004). The rise of neo-liberalism in advanced capitalist economies: towards a materialist explanation. In Philip Arestis, (Eds) Malcon Sawyer, pp. 38-73. Cheltenham, UK and Northampton. MA, USA: Edward Elgar. Disponível em <http://www.palgraveconnect.com/pc/doi/finder/view/10.1057/9780230583924>

INE (2014, setembro 30). Principais agregados das Administrações Públicas. Disponível em www.ine.pt.

Jaeger, W. (2001). *Paidéia – A Formação do Homem Grego*. São Paulo: Martins Fontes.

Lewis, M. (2010). *The big short*. New, York, London: W.W. Norton & Company.

Kant, I. (2005). *Fundamentação da metafísica dos costumes*. Lisboa: Edições 70.

Khalfan, M. M. A., Bouchlaghem, N. M., Anumba, C. J., & Carrillo, P. M. (2003). Knowledge Management for Sustainable Construction: The C-SanD Project, 2003 Construction Research Congress. Honolulu, Havai, 19 – 21 Março 2003. Disponível em [http://ascelibrary.org/doi/abs/10.1061/40671\(2003\)47](http://ascelibrary.org/doi/abs/10.1061/40671(2003)47)

Kay, J. (2009, fevereiro 18). Introduce professional standards for bankers. *Financial Times*.

Manifesto 74 (2014, maio 5). *Crise: Grupo Economia a Sociedade defende reestruturação da dívida de Portugal*. Agência Ecclesia. Disponível em <http://www.manifesto74.com/apps/blog/show/42199581-cri-se-grupo-economia-e-sociedade-defende-reestrutur-a-da-d-vida-de-portugal>

Marcelo, G. (2011). Introdução. In M. Renaud Renaud, G. Marcelo (Eds.), *Ética, Crise e Sociedade* (pp. 17-77). Vila Nova de Famalicão: Húmus.

Marcelo, G. (2012). Making Sense of the Social: Hermeneutics and Social Philosophy. *Études Ricoeuriennes / Ricoeur Studies*, 3 (1), 67-85. Disponível em <http://ricoeur.pitt.edu/ojs/index.php/ricoeur/article/view/131>

Marcelo, G. (2015). *O Novo Espírito do Capitalismo e as Transformações no Mundo do Trabalho. Uma Perspetiva Crítica*. *Journal of Studies on Citizenship and Sustainability* n. 1, pp. 200-214. Disponível em http://civemorum.com.pt/artigos/1/JSCS_1_GMarcelo_pp.199.214.pdf

Martins, N. (2009). *Ética, Economia e Sustentabilidade. Prima facie – Revista da Ética*, 3 (1), 7-30, Universidade Católica Portuguesa. Porto. Disponível em <http://repositorio.uac.pt/handle/10400.3/2312>

Marx, K. (1993). *Capital, Vol. III*. London: Penguin.

Mendes, A. (2013). *Transição de Basileia II para o Basileia III: “Qual o enfoque que é dado aos riscos nos acordos da Basileia?”*. (Dissertação final de mestrado). Instituto Superior de Economia e Gestão – Universidade Técnica de Lisboa. Lisboa. Disponível em <https://www.iseg.ulisboa.pt/aquila/getFile.do?fileId=441875&method=getFile>

Nakamoto, M., Wighton, D. (2007, julho 9). Citigroup chief stays bullish on buy-outs. *Financial Times*. New York: Financials. Disponível em

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html#axzz45GDG7uAy>

Nietzsche, F. W., (1998). *Genealogia da moral: uma polémica*. Trad. por Paulo César de Souza. São Paulo: Companhia das Letras.

Nietzsche, F. W., (2004). *Genealogia da Moral*. (Eds) Schwarcz, Lda. São Paulo: Companhia das Letras.

O'Connell, D. P. (1967). *State succession in Municipal and International Law*. Cambridge: Cambridge University Press.

Paik, P. Y., Wiesner-Hanks, M. (2013). *Debt: Ethics, the Environment, and the Economy*. *21st Century Studies*, Indiana University Press. Bloomington and Indianapolis.

Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty-first century*. Cambridge, Mass. / London: Belknap.

Pinto, M. (2014). *A crise de dívida soberana na área do euro*. (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia do Porto, Universidade do Porto. Disponível em <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/76424/2/101656.pdf>

Platão (1983). *Êutifron, Apologia de Sócrates, Críton*. Lisboa: Imprensa Nacional: Casa da Moeda.

Puga, S. (2016). *Emigração e Sustentabilidade da Segurança Social. Uma Análise Ética dos Efeitos da Crise Económica em Portugal* (dissertação de mestrado não publicada). Católica Porto Business School, Porto.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010). Growth in a Time of Debt. *National Bureau of Economic Research Working paper n.15639*. Massachusetts, Cambridge. Disponível em <http://econpapers.repec.org/paper/nbrnberwo/15639.htm>

Reinhart, C. M., Rogoff, K. (2013). *Desta vez é diferente. Oito séculos de loucura financeira*. Lisboa: Atual.

Ricoeur, P. (1990). *Ética e Moral*. Textos Clássicos LusoSofia, Trad. António Amaral. Universidade da Beira Interior, Covilhã. Disponível em http://www.lusosofia.net/textos/ricoeur_paul_etica_e_moral_rpf1990.pdf

Ricoeur, P. (1992). *Oneself as another*. Chicago: The University of Chicago Press.

Ricoeur, P. (2004). *Memory, History, Forgetting*. Chicago: The University of Chicago Press.

Rosser, J. B., Rosser, M. V. (2004). *Comparative economics in a transforming world economy*. Cambridge Mass, London: MIT Press.

Ruder Finn. 2007. *The ethics of debt*. Disponível em: www.ruderfinn.com (2007/08/28).

Sabine, M. (2007). The doctrine of odious debt, em *Unconstitutional regimes and the validity of sovereign debt: a legal perspective*. Ashgate. Disponível em https://books.google.es/books?id=ah7KDFAbH2YC&pg=PA41&dq=When+a+despotic+regime+contracts+a+debt,&hl=es&ei=e_wNTomMBsGX8QP_0KibDg&sa

[=X&oi=book_result&ct=result#v=onepage&q=When%20a%20despotic%20regime%20contracts%20a%20debt%2C&f=false](#)

Sack, A. N. (1927). *Les Effects des transformation des Etat sur leurs detes publiques et autres obligations financières*. Paris: Recueil Sirey.

Sander, P. (2009). *Madoff: A história do maior fraude financeira de sempre*. Vila Nova de Famalicão: Centro Atlântico.

Sánchez Vázquez, A. (1995) *Ética*. Tradução: João Dell'Anna. Ed. 15. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. Disponível em https://scholar.google.com/scholar_lookup?title=%C3%89tica&author=S%C3%81NCHEZ+V%C3%81ZQUEZ+Adolfo&author=Dell%27Anna+Jo%C3%A3o&publication_year=1995

Sen, A. (1987). *On Ethics and Economics*. Oxford, England: Blackwell.

Synec, C. (2015). *Desalavancagem do setor privado em Portugal*. Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais. Ministério das Finanças. Lisboa. Disponível em <http://www.gpeari.min-financas.pt/investigacao/artigos-do-bmep/2015/Artigo-03-2015-Desalavancagem-do-setor-privado-em.pdf>

Sustentabilidade da dívida pública: afinal em que ficamos? (10 de abril 2014). *Barómetro das crises*, n.9. Observatório sobre Crises e Alternativas, Centro de Estudos Sociais, Laboratório Associado. Universidade de Coimbra. Disponível em <http://www.ces.uc.pt/observatorios/crisalt/documentos/barometro/9BarometroCrisesSustentabilidadeDividaPublicaRevisto.pdf>

Termes, R. (1995). Ethics in financial institutions. In A.Argandoña (ed.), *The ethical dimension of financial institutions and markers*. Berlin, Springer Verlag. Disponível em <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0944-e.pdf>

Torres, M. (2009). Getting business off steroids. In Friedland, J. (ed.), *Doing Well and Good: The human face of new capitalismo*. Charlotte, NC: Information Age Publishing. Disponível em <http://www.iese.edu/research/pdfs/OP-0180-E.pdf>

Varoufakis, Y. (2013). *The global minotaur, Europe and the future of the global economy*. Zed books. London.

Wall Street. Direção: Oliver Stone. 20th Century Fox, 1987. Estados Unidos da América. 1 DVD (125min).

Walzer, M. (1987). *Interpretation and Social Criticism*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Weber, M. (20014). *A ética protestante e o espírito do capitalismo*. Trad. por José Marcos de Macedo. São Paulo: Companhia das Letras.