



Março 2018

Ano 29

Nº 1

Diretor José Poças Esteves

SaeR – Sociedade de Avaliação  
Estratégica e Risco, Lda  
Rua Luciano Cordeiro, 123 – 4E, 1050-139  
Lisboa, Portugal  
Tel. +351 213 030 830  
Fax. +351 213 030 839 •  
saer@saer.pt • www.saer.pt

Venda exclusiva por assinatura  
Registo de empresa da DGCS: 213.682  
Número de publicação: 113.683

# Relatório trimestral

SOBRE A SITUAÇÃO ECONÓMICA E  
DOS NEGÓCIOS

*Neste primeiro trimestre, aborda-se a evolução favorável da Economia Internacional, tendo em consideração os riscos e incertezas do actual cenário geopolítico e da possibilidade de uma guerra comercial. É contemplada a posição de Portugal num cenário de incerteza, alinhado com uma Europa, entre os EUA e a China, mencionando-se as relações euro-atlânticas, a importância do capital chinês e a posição política privilegiada com o Reino Unido.*

Neste número:

- *O alvor de uma nova ordem mundial no limite de uma era*
- *Perspectiva económica nacional e internacional*
- *A Habitação como herança patrimonial dos “Baby Boomers”*
- *A Resolução do BES: uma decisão com impacto crucial na economia portuguesa*

Páginas 4 a 5

## Editorial

Páginas 6 a 12

## O que fica

### *O alvor de uma nova ordem mundial no limite de uma era*

Os primeiros três meses de 2018 vieram confirmar que está a ser demolida a estrutura de ordem mundial construída e garantida pelo poder americano desde a 2<sup>a</sup> Guerra Mundial: a aplicação de medidas protecionistas e a hesitação em projetar forças militares na regulação e resolução de conflitos são indicadores objetivos de que a função hegemónica dos Estados Unidos na presidência de Donald Trump se está a esgotar, o que implica que está a desaparecer a base de sustentação e de reprodução da atual estrutura de ordem mundial.

Isto significará que a construção da UE terá de avançar sem o apoio dos EUA, contra as operações de desestabilização desencadeadas pela Rússia, e num quadro de perturbação interna provocada pelas correntes do nacionalismo populista. Portugal, cujos bons resultados que permitiram a subida da notação da economia para o grau de investimento são superficiais e conjunturais, terá agora de demonstrar rapidez de adaptação às ondas de crise que chegarão do exterior.

Páginas 13 a 17

## Análise de Conjuntura

### *Perspetiva económica nacional e internacional*

Nos finais do Inverno, as perspetivas da evolução económica internacional continuavam a apresentar uma evolução favorável contemplando uma recuperação disseminada, sincronizada e a um ritmo similar ao do passado, embora o risco de uma guerra comercial se configurasse como séria perturbação.

O quadro das perspetivas para a economia portuguesa revela-se, neste contexto internacional, relativamente favorável ressalvando a eventualidade dos riscos e incertezas, como uma guerra comercial, virem a interferir significativamente com a evolução político-económica e, por reflexo, com a evolução económica portuguesa.

---

*Páginas 18 a 25*

## Tema de Fundo

### *A Habitação como herança patrimonial dos “Baby Boomers”*

A geração “*baby boomers*” deixa como herança um valioso património residencial que importa valorizar e “monetarizar” para mitigar os seus próprios passivos, desde logo, o défice da segurança social. Os netos dos “*baby boomer*”, da “geração *millennial*”, tendem a revalorizar a habitação como espaço de criatividade, de identidade e de realização.

Da capacidade de oferecer habitação, modos de vida e estados de espírito compatíveis com as novas formas de vida, de consumo e de produção depende, em larga medida, o futuro de Portugal na globalização. A reciclagem da habitação do passado, da geração nascida no pós-guerra, para a habitação do futuro, a geração digital dos netos, constitui o desafio do presente que importa equacionar e resolver

---

*Páginas 26 a 32*

## Geopolítica e Prospetiva

### *A Resolução do BES: uma decisão com impacto crucial na economia portuguesa*

Um estudo realizado por uma equipa do ISEG, com coordenação de José Poças Esteves e Avelino de Jesus, permitiu analisar o impacto da Resolução do Banco BES na economia portuguesa. As suas conclusões foram publicadas em livro no início do trimestre. Reproduzimos aqui, pela sua relevância, alguns elementos que resultam do estudo realizado e as suas conclusões globais.

A Resolução foi uma decisão que mudou o paradigma e o modelo da Economia Portuguesa desenvolvidos após a crise de 1983-85 e que duraram até ao momento. A opção pela Resolução não era a única solução. Se esta análise agora feita tivesse sido feita na altura e o forte impacto avaliado, outra decisão poderia/deveria ter acontecido.

---

## *Editorial*

**O**s primeiros três meses de 2018 vieram confirmar o processo de demolição da estrutura de ordem mundial que foi construída e garantida pelo poder americano desde a Segunda Guerra Mundial.

A aplicação de medidas protecionistas e a hesitação em projetar forças militares na regulação e resolução de conflitos são os indicadores objetivos de que a função hegemónica dos Estados Unidos na presidência de Donald Trump se está a esgotar, o que implica que está a desaparecer a base de sustentação e de reprodução da atual estrutura de ordem mundial.

A época da garantia e da regulação da ordem mundial asseguradas pelos Estados Unidos chegou ao fim. A construção da União Europeia terá agora de avançar sem o apoio dos Estados Unidos, contra as operações de desestabilização desencadeadas pela Rússia e num quadro de perturbação interna provocada pelas correntes do nacionalismo populista.

Donald Trump herdou uma sociedade dividida e foi eleito por um eleitorado dividido. A divisão eleitoral e a polarização social que se encontra na política dos Estados Unidos também se encontra na Europa, cujas sociedades também estão divididas, pelos mesmos fatores que dividem a sociedade americana, o que gera efeitos mais complexos e incontroláveis quando estas duas sociedades seguem agora trajetórias estratégicas distintas.

*Refletimos neste Relatório sobre o fim da época da garantia e da regulação da ordem mundial asseguradas pelos Estados Unidos.*

*A divisão de horizontes estratégicos é reflexo da divisão das sociedades americana e europeia. Em Portugal, a polarização da sociedade pelo programa de ajustamento não gerou a sua divisão, permitindo resultados positivos na economia, que no entanto permanecem frágeis face às ondas de crise que o enquadramento global vai gerar.*



Em Portugal, a polarização que ocorreu a propósito da aplicação do programa de ajustamento foi resolvida sem criar uma sociedade dividida, sem originar correntes políticas nacional-populistas, sem alterar a composição do sistema partidário e até sem mudança radical das políticas quando mudou o governo. Os resultados permitiram a subida da notação da economia portuguesa para o grau de investimento, mas estes resultados são superficiais e conjunturais e vão ser postos à prova com a turbulência da crise americana e da crise europeia. Neste quadro, será preciso demonstrar rapidez de adaptação às ondas de crise que chegarão do exterior.

Também neste trimestre se celebraram os 50 anos do Maio de 68, protagonizado pela geração nascida após a 2ª guerra mundial, a geração “baby boomer”.

Esta geração deixou, na acumulação patrimonial, uma impressão

digital de elevada importância a nível macroeconómico, representando hoje um ativo de extrema importância.

Em Portugal, a canalização de poupança para a aquisição de casa própria garantiu a competitividade assente nos baixos salários - a riqueza acumulada em habitação pelos particulares era em 2015, cerca de 1,5 vezes superior ao valor do PIB, o que concedeu ao mercado imobiliário uma centralidade no plano macroeconómico.

*Um tema que será certamente relevante para o futuro próximo me Portugal prende-se com o facto de, para a nova “geração Millennial”, nascida digital e global, a escolha da casa / qualidade de vida do espaço, torna-se um fator individual e diferenciador que vai determinar a nova competitividade dos territórios na globalização, a habitação emerge como um novo ativo na globalização, que importa valorizar e potenciar.*



Uma abordagem holística da habitação permite evidenciar a complexidade crescente na definição de políticas públicas nesta área, com uma tensão crescente entre o acesso ao mercado e a valorização dos ativos e dos imóveis, que beneficia o conjunto das famílias proprietárias de casa própria.

Um património que, no presente, necessita de ser rentabilizado e valorizado como qualquer investimento/poupança e de ser transformado em rendimento para os seus proprietários.

Para a nova “geração Millennial”, nascida digital e global, a escolha da casa / qualidade de vida do espaço, torna-se um fator individual e diferenciador que vai determinar a nova competitividade dos territórios na globalização, a habitação emerge como um novo ativo na globalização, que importa valorizar e potenciar.

Por fim, destacamos um estudo realizado por uma equipa do ISEG, com coordenação de José Poças Esteves e Avelino de Jesus permitiu analisar o impacto da Resolução do Banco BES na economia portuguesa. As suas conclusões foram publicadas em livro no início do trimestre, e reproduzimos aqui, pela sua relevância, alguns elementos que resultam do estudo realizado e as suas conclusões globais. De entre elas, é de ressaltar que a persistência radical e secular da divergência do PIB *per capita* português face à Europa funda-se na distância do país aos principais mercados da Europa. Mas enquanto alguns países têm podido contrariar esta relação, Portugal agravou, recorrentemente, com políticas económicas erradas, os efeitos negativos do fator distância.

A Resolução do BES foi uma decisão que mudou o paradigma e o modelo da Economia Portuguesa desenvolvidos após a crise de 1983-85 e que duraram até ao momento, e é mais um exemplo desses erros de política económica que agravam as nossas dificuldades.

A todos, boas leituras!

## *O alvor de uma nova ordem mundial no limite de uma era*

*A aplicação de medidas protecionistas e a hesitação em projetar forças militares na regulação e resolução de conflitos são os indicadores objetivos de que a função hegemónica dos Estados Unidos na presidência de Donald Trump se está a esgotar, o que implica que está a desaparecer a base de sustentação e de reprodução da atual estrutura de ordem mundial.*



**O**s primeiros três meses de 2018 vieram confirmar o que estava anunciado a partir da eleição de Donald Trump para a presidência dos Estados Unidos: está a ser demolida a estrutura de ordem mundial que foi construída e garantida pelo poder americano desde a Segunda Guerra Mundial.

Como já acontecera noutros períodos históricos em que se estabeleceu uma hegemonia na escala mundial, este padrão de ordem mundial baseou-se num regime de liberdade de comércio e num sistema de regulação dos fluxos financeiros, complementados por uma função de proteção militar que operava em dois sentidos: como afirmação desse poder hegemónico e como redução ou dissuasão da conflitualidade, para evitar dinâmicas de guerra generalizada que interromperiam os fluxos comerciais e financeiros.

Uma estrutura de ordem mundial não é só uma hierarquização de poderes que se reconhecem e, por isso, se equilibram e se limitam, de modo a evitar a condução das conflitualidades até aos extremos da guerra – porque as guerras são sempre as provas da imperfeição de uma estrutura de ordem mundial. Essa estrutura também é o estabelecimento de um horizonte estratégico, de um sistema de objetivos que decorre de um modelo de sociedade estabelecido e determina o que é o campo de possibilidades que lhe está associado e as estratégias adequadas para traduzir as possibilidades em oportunidades, assim constituindo e delimitando uma época histórica.

As estruturas de ordem mundial não são eternas. Entram em crise e perdem capacidade de regulação e de reprodução quando o poder hegemónico perde vitalidade ou vontade da dominação que lhe impõe ser o garante e o regulador desse padrão de ordem, mas também quando novos poderes emergentes atingem um grau de desenvolvimento, ou formam redes próprias de alianças, que lhes permitem desafiar o centro hegemónico, com o objetivo de o substituir.

A aplicação de medidas protecionistas que defendam o seu mercado interno, e a hesitação para projetar forças militares na regulação e resolução de conflitos porque o horizonte estratégico perdeu nitidez, são os indicadores objetivos de que a função hegemónica dos Estados Unidos na presidência de Donald Trump se está a esgotar, o

que implica que está a desaparecer a base de sustentação e de reprodução da atual estrutura de ordem mundial. A dinâmica que conduz ao fim de um padrão de ordem mundial é conhecida, encontra-se exemplificada e estudada nos outros casos de crises terminais do mesmo tipo. As trajetórias da fase final de uma estrutura de ordem são semelhantes, mas os conteúdos, as questões concretas, que vão desencadear essas dinâmicas são específicos de cada época – e são esses conteúdos que se tornam visíveis nos acontecimentos que a presidência de Donald Trump veio revelar.

Estabelecer como sistema de objetivos a afirmação da identidade nacionalista (recusando os acordos de comércio internacional que os EUA tinham promovido e negociado, mas também pondo em causa a Aliança Atlântica na relação com a UE e com a NATO) e da identidade rácica (defendendo a supremacia branca e cristã quando as tendências demográficas tornam evidente que a população branca cristã deixará de ser maioritária na América no fim da década de 2020), mostra que a proposta política do “America First” se estabelece em cima de uma linha de mudança radicalizada, que separa o passado do futuro e que faz do presente um período de descontinuidade.

*A abertura das sociedades e das economias necessária à globalização, alterou diretamente os campos sociais e económicos, mas também, indiretamente, os campos eleitorais e políticos.*

*As clivagens eleitorais tradicionais evoluíram para composições mais complexas.*



Este primeiro conteúdo do que está a ser a crise do atual poder hegemónico encobre um outro conteúdo, mais relevante para a configuração do horizonte estratégico. A abertura das sociedades e das economias que teria de acontecer para que a globalização fosse possível, complementada com a mobilidade dos fatores que é inerente à remoção de barreiras alfandegárias e à desregulação de movimentos de capitais, de produtos e de pessoas, alterou diretamente os campos sociais e económicos, mas também, indiretamente, os campos eleitorais e políticos. As clivagens eleitorais tradicionais, que se definiam nos espaços fechados nacionais, distinguindo os eleitorados entre direita e esquerda e as preferências eleitorais entre políticas distributivas e políticas competitivas, evoluíram para composições mais complexas quando tem de se considerar as diferenças entre os horizontes estratégicos, interior ou nacional e exterior ou global. Em lugar dos dois quadrantes tradicionais das políticas nacionais, é necessário agora considerar pelo menos quatro quadrantes quando se adicionam os dois horizontes estratégicos, o interior e o exterior.

No exercício das suas responsabilidades como poder hegemónico, a base eleitoral de apoio a estas políticas dos EUA era constituída pelos grupos eleitorais com preferência por políticas competitivas e com horizontes estratégicos virados para o exterior e para a escala global. Este era mesmo um dos benefícios associados ao estatuto de poder

hegemónico: como não podia deixar de conduzir a sua sociedade em função de uma perspetiva global e valorizando as atitudes competitivas, os resultados que obtinha reforçavam e sustentavam a sua hegemonia no confronto com os outros poderes que operavam no sistema internacional.

A eleição de Donald Trump veio mostrar que uma parte do eleitorado americano (a parte suficiente para fazer de uma minoria eleitoral uma maioria no Colégio Eleitoral, que determina quem ganha a eleição presidencial num regime federal) já tinha deixado de considerar importante a reprodução da posição de poder hegemónico e que preferia reconstituir o que tinha na sua memória do passado, quando havia barreiras protecionistas, regulação da circulação dos fatores e a população branca cristã era hegemónica na sociedade americana. É certo que são as decisões do presidente eleito que estão a demolir a estrutura de ordem mundial existente, mas os eleitores que o elegeram já tinham essas preferências antes de Donald Trump aparecer no primeiro plano da vida política da América e do mundo.

*Da crise americana resulta a configuração de uma sociedade dividida entre dois horizontes estratégicos incompatíveis, com os quais não é possível construir uma plataforma de consenso. Nestas condições, não é possível continuar a exercer as funções de um poder hegemónico, porque deixou de haver consistência interna para que os Estados Unidos possam ser garantes e reguladores da ordem mundial.*



O terceiro conteúdo da crise americana está relacionado com as posições tradicionais do Partido Republicano, que sempre defendeu a redução dos impostos, o controlo do endividamento, o equilíbrio orçamental, a redução das funções do Estado na economia e na sociedade, mas que nunca conseguiu tornar objetivos permanentes na política americana. Para estes quatro objetivos serem atingidos simultaneamente será necessário que a cultura política dominante os assuma como constituintes do seu horizonte estratégico, mas o facto de sucessivos presidentes Republicanos não terem tido sucesso nesta matéria (Nixon, Reagan, Bush) deixou para Trump a possibilidade de atingir os dois objetivos principais (redução de impostos e das funções do Estado nas políticas sociais) pelo método indireto de sacrificar os outros dois (controlo do endividamento e o equilíbrio orçamental) de modo a criar o facto consumado de ter de reduzir as políticas sociais quando não é económica e socialmente conveniente aumentar os impostos.

Englobando estes três conteúdos da crise americana há um quarto conteúdo que resulta da configuração de uma sociedade dividida, isto é, uma sociedade que tem dois horizontes estratégicos que são incompatíveis (um referenciado ao passado que já não existe, outro referenciado ao futuro que teria de estar a ser construído agora), com os quais não é possível construir uma plataforma de consenso.

Nestas condições, não é possível continuar a exercer as funções de um poder hegemónico, porque deixou de haver consistência interna

para que os Estados Unidos possam ser garantes e reguladores da ordem mundial.

#### ESTADOS UNIDOS: A SOCIEDADE DIVIDIDA E O HORIZONTE ESTRATÉGICO

Donald Trump herdou uma sociedade dividida e foi eleito por um eleitorado dividido, ocupa o lugar presidencial nas condições raras de não ter sido o candidato mais votado, mas escolheu uma via estratégica de radicalização e de personalização do poder, o que torna a sociedade e o eleitorado estruturalmente divididos, no que passaria a ser a nova estrutura do poder americano.

*Não foi Donald Trump que dividiu a sociedade americana, mas a presidência de Donald Trump não vai corrigir essa polarização, vai radicalizá-la.*



Não foi Donald Trump que dividiu a sociedade americana, esta já estava polarizada em consequência do que passaram a ser as novas condições da globalização, das quais decorrem as novas divisões entre vencedores e perdedores, entre os que têm competências para competir em espaços de grandes escala e os que precisam da proteção do poder político nacional porque dependem de dispositivos distributivos que compensem a sua falta de competências e de produtividade. Mas a presidência de Donald Trump não vai corrigir essa polarização, vai radicalizá-la.

As características pessoais de Donald Trump vão ser decisivas para a evolução desta sociedade americana dividida. Ele é um amador em política, o que significa que tem da política a perspectiva do consumidor, alguém que defende ou rejeita políticas conforme elas lhe agradam ou não, sem ter uma noção precisa de como se forma a decisão política, o que vão ser os atritos e as resistências que distorcem e inflitem a trajetória que se esperava seguir com essas políticas. Não tendo experiência política, não tem capacidade de adaptação para responder aos atritos e resistências, não sabe como recuar, nem como preparar ações contingentes para a eventualidade de ter de enfrentar situações e contextos inesperados, só sabe o que deseja – e mesmo isso muda com as circunstâncias.

O horizonte estratégico que estabelece é simplificado ao nível da caricatura esquemática e, por isso mesmo, não será surpreendente que tenha alimentado a fantasia imprudente de que poderia estabelecer uma aliança preferencial com Vladimir Putin, ainda antes de ter anunciado que seria candidato presidencial, para que pudessem vir a dividir entre eles a função de garantia e regulação da ordem mundial. O que fez para concretizar essa fantasia imprudente está agora a ser investigado por um procurador especial, Robert Mueller, e o que este descobrir e provar poderá fazer de Trump mais um exemplo do que acontece aos amadores quando se encontram em posições de responsabilidade na política.

Quando confrontado com a crise da Coreia do Norte, as suas armas nucleares e os seus mísseis balísticos, Trump respondeu com a ameaça da destruição total. Mas quando lhe é apresentado o convite do líder norte-coreano para um encontro pessoal em Maio, aceita sem hesitar, usando o seu método de comunicação diplomática pelo “canto do pardal” (twitter), um método inadequado para tratar questões de relevância estratégica. Quando confrontado com as críticas ou hesitações dos seus colaboradores mais próximos, que ele próprio escolheu, não hesita em substituí-los, sem outra explicação que não seja querer ter colaboradores que cumpram as suas indicações.

*Será nos resultados eleitorais que a anomalia constituída por Donald Trump poderá ser contida e resolvida.*

*Depois das eleições intercalares na Pennsylvania, é evidente a perda de posições tradicionais dos Republicanos, mas não é menos evidente a divisão do eleitorado em partes tão iguais que equivale a um bloqueamento do processo político, porque quem ganha encontra uma oposição com o mesmo peso eleitoral.*



#### UNIÃO EUROPEIA: AS SOCIEDADES DIVIDIDAS E OS APELOS DO NACIONAL-POPULISMO

A divisão eleitoral e a polarização social que se encontra na política dos Estados Unidos também se encontra na Europa, que já foi centro de redes imperiais mundiais, mas há muito deixou de ser garante e regulador da estrutura de ordem mundial.

Se a evolução da Europa, nas últimas seis décadas, aconteceu no quadro da proteção, da garantia e da regulação da ordem mundial asseguradas pelos Estados Unidos, essa época chegou ao fim quando Donald Trump anuncia que a Europa não é uma prioridade sua, nem sequer se mostra interessado em denunciar as ações da Rússia que deliberadamente pretendem perturbar a evolução da Europa e pôr em causa o desenvolvimento da União Europeia.

As sociedades europeias também estão divididas, pelos mesmos fatores (o envelhecimento demográfico e os efeitos da globalização) que dividem a sociedade americana, o que gera efeitos mais complexos e incontroláveis quando estas duas sociedades, que antes tinham o mesmo horizonte estratégico, seguem agora trajetórias distintas. Na Europa, os sistemas partidários perderam a sua estabilidade tradicional e são perturbados e distorcidos pela formação de novos partidos, sem linhas estratégicas estáveis e variando de orientação em função das conjunturas, com a polarização mais relevante a estabelecer-se entre, de um lado, as novas correntes do nacional-populismo (ao mesmo tempo nacionalistas e procurando integrar nas suas bases eleitorais as camadas sociais que se sentem ameaçadas pelo processo de modernização que está a ser conduzido pelos fatores da globalização) e, do outro lado, as correntes que consideram que a modernização competitiva precisa de coordenar os espaços nacionais em instituições que possam operar em grandes escalas (que não estão ao alcance dos Estados nacionais), o que exige a integração supranacional e entidades económicas e militares a atuar nos espaços globais.

*Os acontecimentos deste primeiro trimestre de 2018 revelam que a construção da União Europeia terá de avançar sem o apoio dos Estados Unidos, contra as operações de desestabilização desencadeadas pela Rússia e num quadro de perturbação interna provocada pelas correntes do nacionalismo populista.*



As eleições na Alemanha, em Setembro de 2017 (mas que só em Março geraram um governo), e as eleições em Itália (em que as novas forças partidárias em oposição aos partidos tradicionais tiveram mais do que a maioria dos votos) e que não geraram uma fórmula de governo estável, muito menos a expectativa de virem a produzir um horizonte estratégico para Itália, revelaram que não é só a estrutura de ordem mundial que está em crise, também as estruturas de ordem nacionais estão perturbadas por correntes políticas radicalizadas que não favorecem uma avaliação ponderada do que é o campo de possibilidades. O modo como o processo da saída da Grã-Bretanha se tem desenvolvido confirma que a estratégia nacionalista se baseia no equívoco de que seria possível reconstituir as condições do passado, ao mesmo tempo que revela que a União Europeia terá de conceber uma plataforma institucional que seja compatível com a permanência da Grã-Bretanha.

Os acontecimentos deste primeiro trimestre de 2018 revelam que a construção da União Europeia terá de avançar sem o apoio dos Estados Unidos, contra as operações de desestabilização desencadeadas pela Rússia e num quadro de perturbação interna provocada pelas correntes do nacionalismo populista – isto é, terá de ser uma construção alimentada e racionalizada pela avaliação e pelo exame dos erros cometidos. O horizonte estratégico da Europa não está a ser concebido pela afirmação positiva, está a ser

construído pela evidência negativa das consequências da crise da estrutura de ordem mundial e pela crise do poder dos Estados Unidos.

#### PORtUGAL: AS DUAS REALIDADES COEXISTENTES

*Os resultados que permitiram a subida da notação da economia portuguesa para o grau de investimento são superficiais e conjunturais. Na base destes resultados continua a estar uma outra realidade, e será agora preciso demonstrar rapidez de adaptação às ondas de crise que chegarão do exterior.*



A polarização que ocorreu na sociedade portuguesa a propósito da aplicação do programa de ajustamento imposto pelos credores foi resolvida sem criar uma sociedade dividida, sem originar correntes políticas nacional-populistas, sem alterar a composição do sistema partidário e até sem mudança radical das políticas quando mudou o governo. Manteve-se a continuidade das políticas que foram previstas no programa de ajustamento e os resultados que permitiram a subida da notação da economia portuguesa para o grau de investimento foram confirmados com recuperação do crescimento, com a descida da taxa de juro nas colocações de dívida pública, com o saldo positivo na balança comercial, com a redução do défice orçamental e com uma taxa de desemprego que se aproxima de 8%.

Contudo, estes resultados são superficiais e conjunturais. Na base destes resultados continua a estar uma outra realidade, em que a produtividade não cresce, em que o emprego cresce mais do que o produto, em que o investimento é muito baixo, em que o envelhecimento demográfico é acentuado e em que o sistema bancário continua a ter imparidades e insuficiências de capital não resolvidas.

Este padrão de duas realidades coexistentes, ambas verdadeiras, vai ser posto à prova com a turbulência da crise americana e da crise europeia. Se a flexibilidade interna foi eficaz na política, na economia e na sociedade, será agora preciso demonstrar rapidez de adaptação às ondas de crise que chegarão do exterior.

# Perspetiva Económica Nacional e Internacional

## PERSPECTIVA INTERNACIONAL

*No final do inverno, a evolução económica internacional apresentava-se com perspetivas favoráveis, em resultado da política fiscal norte-americana e do comportamento favorável europeu, sendo estas perspetivas confirmadas pelo panorama energético.*



Nos finais do Inverno, as perspetivas da evolução económica internacional continuaram a apresentar uma evolução favorável contemplando uma recuperação disseminada, sincronizada e a um ritmo similar ao do passado, embora o risco de uma guerra comercial se configurasse como séria perturbação. O FMI, entre outras instituições, avançou com esta leitura de perspetivas em finais de Janeiro, apontando para uma taxa de crescimento da economia mundial de 3.9 % em 2018 e em 2019 (contra 3.7% em 2017 e representando uma revisão em alta de 0.2 p.p. face às anteriores previsões do Outono) para a economia mundial. A maior parte da revisão em alta deveu-se a melhores perspetivas para as economias avançadas, em resultado da política fiscal norte-americana (cortes nos impostos) e ao comportamento e perspetivas favoráveis europeias. Neste quadro, as economias desenvolvidas deverão registar um crescimento de 2.3 % em 2018 e de 2.2 % em 2019. Por seu lado, as economias emergentes e em desenvolvimento deverão registar um crescimento de 4.9 % em 2018 e de 5.0% em 2019. A China tem como objetivo uma taxa de crescimento anual para os próximos anos de 6.5 % embora registasse uma taxa de 6.9% em 2017, superior ao objetivo.

O panorama energético parece confirmar esta evolução apontando para um maior crescimento anual da procura de petróleo, tendendo a equilibrar a oferta e procura. Esta evolução vem permitindo que a variante WIT já tenha alcançado (ligeiramente) a casa dos 60 \$US e a variante Brent continue a superar este último nível. No entanto, não desapareceram os sinais de que os preços do petróleo tenham condições para serem sustentadamente superiores a estas ordens de grandeza.

O acordo entre a OPEP e a Rússia (de Novembro de 2016) de corte na produção foi prolongado até ao final de 2018 e tem vindo a ser respeitado. Contudo, aos níveis atuais de preços tem ocorrido a recuperação da produção shale/não convencional norte-americana (como esperado), rentável para níveis de preços superiores a cerca de 50-55 US\$ a qual deverá contribuir assim para não viabilizar um aumento sustentado dos preços dos níveis antes referidos. Segundo a Agência Internacional de Energia, os EUA tornar-se-ão o maior

produtor mundial de petróleo ainda este ano, superando a Rússia e a Arábia Saudita.

Contudo, sobre estas perspetivas configuram-se riscos e incertezas. Provavelmente, o mais relevante atualmente, é o de uma possível guerra comercial. O Presidente Trump decidiu impor tarifas aduaneiras às importações de alumínio (10%) e de aço (25%) (isentando o Canadá e México, dois vizinhos e importantes parceiros comerciais), invocando questões de segurança nacional (significando que os “nacionalistas/protecionistas” venceram os “globalistas”, neste domínio, no processo de tomada de decisão da Casa Branca). Esta imposição afeta, inclusive, aliados, embora deixe aberta a possibilidade destes negociarem uma isenção em contrapartida de, por exemplo, medidas alternativas de proteção da indústria norte-americana ou de uma maior contribuição em termos de segurança (NATO). Caso ocorram processos de retaliações equivalentes (tit-for-tat) poder-se-á abrir uma caixa de Pandora, afetando o comércio internacional e, consequentemente, o crescimento. Cumulativamente, os preços encarecerão nos EUA, criando tensões inflacionistas e obrigando a maiores aumentos das taxas de juro. Num cenário pessimista (apenas macroeconómico, não contando com aspectos geopolíticos) poderia entrar-se num processo inflacionista e de baixo crescimento.

*Paradoxalmente, caso o processo de desanuviamento/aproximação entre as duas Coreias evolua favoravelmente, os EUA poderão sentir-se “livertos” para impor um processo de restrições comerciais à China porque não precisam desta para pressionarem a Coreia do Norte. A China constitui o seu principal rival, a curto, a médio e a longo prazo, quer em termos de potência económica, quer de potência militar e tecnológica.*



Paradoxalmente, caso o processo de desanuviamento/aproximação entre as duas Coreias evolua favoravelmente, os EUA poderão sentir-se “livertos” para impor um processo de restrições comerciais à China porque não precisam desta para pressionarem a Coreia do Norte. A China constitui o seu principal rival, a curto, a médio e a longo prazo, quer em termos de potência económica, quer de potência militar e tecnológica. A China, agora sob liderança vitalícia do Presidente Xi Jinping, está a evoluir para uma “ditadura digital”, de “vigilância individual”, graças ao desenvolvimento de aplicações de AI que acabam por ter duas faces – um controlo individual e uma percepção atempada de “descontentamentos” económico-sociais que permitirão corrigir políticas.

A economia norte-americana deverá crescer (segundo o FMI, Janeiro), ressalvando o risco de uma guerra comercial, a uma taxa de 2.7% em 2018 (versus 2.3% em 2017) e de 2.5% em 2018. Estas previsões são superiores às anteriores, decorrendo, em particular, dos cortes dos impostos decididos no final de 2017 (que, entre outros, baixaram de 35% para 21% a imposição fiscal sobre as empresas e de cortes temporários na imposição individual). Adicionalmente, em Fevereiro houve um compromisso de maior despesa para fins militares e não militares antes duma versão final

do orçamento. A conjugação destes dois tipos de medidas – menos impostos e mais despesas – traduz-se numa política fiscal expansionista (e num aumento da dívida pública norte-americana) com potenciais efeitos inflacionistas. A evolução favorável da economia traduz-se numa taxa de desemprego de 4.1% em Fevereiro, a mais baixa em 17 anos, mas ainda não se traduziu num acréscimo dos custos salariais que cause preocupação em termos de inflação. No entanto, o novo Chairman do FED, Jerome Powell, não tinha afastado a hipótese de haver mais de três aumentos das taxas de juro em 2018 no processo de normalização da política monetária, atendendo à evolução favorável da economia. Naturalmente, este aumento das taxas de juro do dólar reflete-se num maior custo de financiamento a nível internacional.

*O BCE mantém, por enquanto, uma política monetária acomodatícia até a inflação se aproximar do referencial objetivo o que se conjuga com um relaxamento da austerdade fiscal na medida em que o crescimento permitiu a redução dos défices e dos ratios da dívida públicos.*



A evolução na zona euro, beneficiando da evolução internacional, também se tem revelado favorável, disseminada e sincronizada, entre si e com a evolução das economias avançadas e emergentes. O mesmo deverá ocorrer em 2018. As previsões da Comissão de Inverno (final de Janeiro) apontam para uma taxa de crescimento de 2.3% em 2018 (versus 2.4% em 2017) (valores corrigidos positivamente face às anteriores previsões) que deverá moderar-se para 2.0 % em 2019. No entanto, o BCE é mais otimista quanto a 2018, avançando, em Março, uma previsão de 2.4% para 2018, i.e., idêntica à estimada para 2017. A taxa de desemprego situava-se nos 8.6 % em Janeiro (idêntica à de Dezembro) contra 9.6 % em Janeiro de 2017. Por sua vez, a taxa de inflação (HICP), segundo o BCE, deverá situar-se nos 1.4% em 2018 e 2019. É neste quadro não inflacionista (ou aquém do referencial de abaixo mas próximo de 2%) que o BCE reafirmou em Março o seu programa de QE que deverá prosseguir a um ritmo mensal de 30€bn de Janeiro até Setembro de 2018 removendo, no entanto, a referência explícita sobre a probabilidade de o aumentar no futuro próximo mas mantendo a outra referência a essa possibilidade de, em qualquer caso, por quanto tempo for necessário, o manter (esta remoção pode constituir um sinal de que a política de QE tenderá a abrandar). Ainda, o valor dos títulos que cheguem à maturidade continuará a ser reinvestido após o fim das compras líquidas e as taxas de juro deverão permanecer nos níveis atuais durante um período alargado e “muito para além” do horizonte das compras líquidas de ativos. Em suma, o BCE mantém, por enquanto, uma política monetária acomodatícia até a inflação se aproximar do referencial objetivo o que se conjuga com um relaxamento da austerdade fiscal na medida em que o crescimento permitiu a redução dos défices e dos ratios da dívida públicos.

*O Brexit permanecerá como um dos principais riscos e incertezas, mantendo-se a tensão entre a Zona Euro e o Reino Unido.*



Naturalmente, sobre estas perspetivas pendem os riscos e incertezas sobre a evolução global, bem como os próprios da EU/EZ. Quanto aos primeiros, o que ressalta é o risco de uma guerra comercial. Num cenário benévolos, a UE (e outras potências económicas) “negoceia(m)” isenções ou a sua moderação depois ter(em) respondido “firme e proporcionadamente” à imposição de tarifas aduaneiras, cenário este que não deverá perturbar com significado o crescimento económico. Num cenário menos benévolos, o processo de retaliações equivalentes escala, quer entre os EUA e a UE (que poderá sofrer tensões de divisão interna) quer a nível global, e o crescimento económico, de todos, é afetado (este cenário como que equivaleria a um “Brexit norte-americano”, em que os EUA acabam por se “isolar” do relacionamento internacional, perturbando o crescimento económico, a “ordem internacional” existente e propiciando que outros, porventura a China, emerja como um candidato a “regulador” mundial).

Em termos de riscos e incertezas próprios da EU/EZ permanece e permanecerá o Brexit. O atual governo inglês – com fortes divisões internas – pretende sair da união aduaneira e do mercado interno mas conseguir um amplo acordo de livre comércio, contemplando serviços, incluindo os financeiros, e sem aceitar a jurisdição do Tribunal de Justiça Europeu na maioria dos eventuais pleitos. A UE não aceita prescindir desta jurisdição e só está disposta a um acordo de comércio livre que respeite a bens e a alguns serviços, excluindo os financeiros. A posição europeia é percecionada por parte de Londres como a de conduzir o RU a um “estado vassalo”, que aceita regras em cuja elaboração não participa além de ter que pagar os custos que decorrem de ter sido membro (a “fatura” do Brexit). Sobressai também a questão da fronteira entre as duas Irlandas que não deverá ser “hard” ou não existir mesmo sob risco de se quebrar a paz em que atualmente vivem. O Brexit ocorre formalmente no final de Março de 2019 e deverá haver um período de transição. Todo este processo vem criando incerteza crescente dado “que nada esta(rá) acordado enquanto tudo não estiver acordado” o que poderá acelerar deslocalizações de empresas/ativos e pessoas.

Em termos políticos, as eleições italianas de Março deram mais um sinal de deriva “nacionalista/populista” que conjugada com a atitude de outros estados membros com soluções governativas eurocéticas ou de posturas financeiras “conservadoras” deverão criar obstáculos às tentativas de reforço/consolidação da zona euro e da própria União por parte do eixo franco-alemão numa altura em que o novo governo alemão estaria mais disposto a dar passos nesse reforço/consolidação.

## PERSPECTIVA PORTUGUESA

O quadro das perspetivas para a economia portuguesa revela-se, neste contexto internacional, relativamente favorável, ressalvando a eventualidade dos riscos e incertezas, como uma guerra comercial, virem a interferir significativamente com a evolução político-económica e, por reflexo, com a evolução económica portuguesa.

*O quadro das perspetivas para a economia portuguesa revela-se, neste contexto internacional, relativamente favorável ressalvando a eventualidade dos riscos e incertezas, como uma guerra comercial, virem a interferir significativamente com a evolução político-económica e, por reflexo, com a evolução económica portuguesa.*



A evolução internacional e comunitária terá contribuído para que a economia portuguesa tenha tido um comportamento relativamente favorável em 2017 com uma taxa de crescimento de 2.7 % (vs. 2.4% da zona euro e o ritmo mais elevado desde 2000), níveis do défice e da dívida pública em redução e a cumprirem os compromissos com Bruxelas e, em particular, com o desemprego a reduzir-se significativamente, o qual já atingindo o nível dos 7.9% em Janeiro (estimativa provisória). Neste quadro de perspetivas configura-se como possível e provável que a taxa de crescimento em 2018 seja da ordem de grandeza ou superior à prevista para a zona euro (2.3%) e os compromissos com Bruxelas sejam, de novo, respeitados.

O risco de um processo de guerra comercial internacional com retaliações equivalentes em crescendo não deve ser considerado essencialmente só em termos do seu reflexo negativo no ritmo de crescimento económico global e sectorial e no do emprego. O referido risco, num cenário pessimista, porá em confronto os USA e a potência que constitui o seu principal concorrente/rival, i.e., a China (não sendo de excluir também, no contexto deste cenário, um confronto com a própria EU, tentando-a dividir). Portugal tem um relacionamento privilegiado euro-atlântico mas também relações com significado com a China, traduzidas, entre outros, com capitais chineses em empresas de relevo sediadas cá. A gestão das interdependências por parte de Portugal, deverá, numa eventualidade destas, ser feita com “pinças”...

Portugal, no contexto do Brexit, defronta-se, além dos aspetos de relacionamento político privilegiado com uma História de séculos, com aspetos financeiros. O orçamento europeu deverá sofrer um “rombo” com o Brexit, caso e quando este se efetivar, considerando ainda o período de transição. A negociação sobre se há redução (e respetivo grau) do orçamento ou se deve aproveitar a oportunidade para o aumentar – no quadro de um reforço da União – prossegue. No entanto, o mais provável – dado o quadro político europeu, antes referido – é que, em termos líquidos, recebamos menos recursos, com visibilidade no domínio dos fundos europeus.

## A Habitação como herança patrimonial dos “Baby Boomers”

*A geração nascida no pós-guerra esculpiu o mundo em que vive atualmente a sua descendência, de acordo com os seus ideais. Deixam os netos com formação universitária e uma herança habitacional e cultural. Tanto nos EUA, com políticas que visavam atenuar a desigualdade racial, como na Europa, com o Estado Social, gerou-se uma conjuntura económica que afetou o património das famílias.*



**N**este trimestre comemoram-se os 50 anos do maio de 68: aos vinte anos a primeira geração nascida no pós guerra conquistava as ruas da capital francesa e prometia mudar o mundo de forma radical. A geração “baby boomers” começou cedo a manifestar-se de forma global e fez-se ouvir ruidosamente à escala planetária, dos EUA à China, da Europa à América Latina. A “geração rebelde” chegou, viu e venceu, deixou marcas e uma herança – cinquenta anos depois os seus netos continuam a viver num mundo que, em muitos aspectos, foi esculpido à sua imagem e semelhança.

Na realidade, os jovens franceses não mudaram o mundo de forma radical, mas afirmaram-se como uma geração dinâmica e criativa no plano económico e social, tornaram-se mais ricos que os seus pais e, simultaneamente, proprietários de casa própria. Deixam aos netos, mais qualificados e com formação universitária, uma herança cultural e um património habitacional que, em 2016, era de 3.6 triliões de euros, cerca de 160% do PIB.

Durante décadas a propriedade da habitação ocupou um espaço simbólico no “sonho americano”. Em maio de 1995, o presidente democrata Bill Clinton, ele próprio um “baby boomer”, lançou a “National Homeownership Strategy” com o objetivo de “boost homeownership in America to an all-time high by the end of the century”. O presidente seguinte, o republicano George W. Bush consagrou a aquisição de casa própria como um meio para reduzir a desigualdade racial e, em 2003, promulgou a *American Dream Downpayment Initiative* para facilitar o acesso à propriedade da sua própria habitação a pessoas de baixos rendimentos e às minorias.

No plano económico, na Europa como nos Estados Unidos, a propriedade imobiliária constitui o grosso da herança “baby boomers”, que engloba os nascidos entre 1946 e 1964. Nas economias desenvolvidas, o “pleno emprego” e o crescimento económico robusto, o crédito e o Estado social permitiram a uma classe média em ascensão a aquisição de casa própria. Assim, num contexto económico favorável e quando o funcionamento do Estado social forneceu a segurança necessária para libertar a geração do pós-guerra da “poupança forçada” para acautelar a velhice ou eventuais despesas imprevistas com a saúde, o aumento da poupança das famílias foi investido no imobiliário e os “baby boomers” encabeçaram a primeira geração urbana de proprietários.

Desde então, a evolução dos preços e os ciclos do mercado imobiliário passaram a afetar diretamente o património das famílias e a riqueza das nações e, indiretamente por via do crédito, o rendimento e a produção nos diferentes países.

Entretanto, na sequência da crise financeira internacional de 2008 e da grande recessão na qual, só nos EUA, cerca de oito milhões de casas ficaram vazias e aproximadamente 7 mil milhões de dólares investidos na habitação “desapareceram” – importa, por um lado, reavaliar o papel da aquisição de casa própria no sonho americano/ocidental e, por outro, em que medida o valor do enorme stock habitação das famílias, acumulado ao longo das últimas décadas, pode funcionar como instrumento de política económica, como um “mega fundo patrimonial” para relançar o crescimento e reduzir o endividamento.

*No ocaso da geração nascida no pós-guerra, o mundo ocidental está com dificuldades em gerir a herança acumulada ao longo de décadas, encontrando-se com quatro passivos cumulativos. Um ativo fundamental para enfrentar e superar a crise contemporânea é o património habitacional acumulado.*



Em abril de 2018, no ocaso da geração nascida no pós-guerra, o mundo ocidental está com dificuldade em digerir a sua herança, que inclui quatro grandes passivos: demográfico/envelhecimento; sustentabilidade do Estado Providência e da segurança social; défice de crescimento e emprego; dívida pública e privada. Entretanto, para mitigar os efeitos e reduzir os passivos, é indispensável mobilizar e rentabilizar os ativos que se encontram no outro prato da balança da herança geracional. O património acumulado pela classe média em habitação ao longo dos últimos 50 anos constitui, a par do capital humano, um ativo fundamental para enfrentar e superar a crise contemporânea.

Neste contexto, para compreender os efeitos do passado no futuro, justifica-se iniciar uma reflexão genérica sobre a herança dos “*baby boomers*” e sobre o papel da acumulação de capital em habitação como ativo estratégico e, mais especificamente, qual o seu potencial na reconfiguração da economia portuguesa, o que pressupõe uma estratégia coerente para a valorização do património habitacional nacional na globalização.

Neste texto, partimos de uma abordagem holística da habitação, que contempla a sua relevância patrimonial, e, basicamente, vamos quantificar a sua importância na economia portuguesa e as suas oscilações no passado recente. A nossa abordagem tem um duplo pressuposto:

- A valorização do património habitacional é essencial para recuperar a economia portuguesa e “ressuscitar” a classe média, que sempre funcionou como suporte do dinamismo económico e da estabilidade política;
- A globalização torna o território nacional mais atrativo e aumenta a procura de habitação pelos estrangeiros e, nesse sentido,

oferece uma oportunidade única para valorizar o património edificado nacional e captar investimento e rendimento externo.

#### UM NOVO OLHAR SOBRE O PAPEL DA HABITAÇÃO

Tradicionalmente, e no plano microeconómico, a habitação era analisada como um mero bem de consumo duradouro para as famílias, ainda que muito relevante, tanto pelo seu valor de uso e impacto direto na qualidade de vida, como pelo seu valor simbólico e de diferenciação de estatuto social. No espaço urbano, o arrendamento era considerada a norma na oferta de habitação e uma modalidade privilegiada de aplicação da poupança das famílias de maiores rendimentos que, ao investirem no arrendamento, adquiriam o estatuto de senhorios e um papel relevante na estabilidade económica e social.

No plano macroeconómico, a quantidade, a qualidade e o preço da habitação sempre condicionaram a competitividade. No passado, a eficiência do mercado de arrendamento influenciava diretamente o comportamento do mercado de trabalho, o nível dos salários e a mobilidade geográfica. Por outras palavras, o valor das rendas e o nível de remuneração da poupança dos senhorios tinham uma correspondência direta com o modelo e a dinâmica económica, com o perfil de especialização do território e da competitividade das empresas, em termos nacionais e internacionais.

*Em Portugal, a necessidade de preservar artificialmente os baixos salários como fator de competitividade externa conduziu ao congelamento das rendas e ao estrangulamento/collapse do mercado de arrendamento nacional e, em termos macroeconómicos, a uma efetiva expropriação dos senhorios pelos industriais e ao surgimento de um défice crescente e estrutural de habitação.*



Em Portugal, a opção do pós-guerra pela especialização internacional assente na exportação de bens tradicionais e baixos salários pressupunha a existência de rendas baixas e uma reduzida taxa de remuneração dos senhorios e da poupança das famílias investida no imobiliário para arrendamento. Assim, a competitividade industrial estava alicerçada numa crónica rentabilidade mínima da poupança das famílias, o que pressupunha também a ausência de aplicações financeiras alternativas para a poupança e, portanto, um sistema bancário incipiente condicionado pelos baixos salários. Com o passar dos anos, a necessidade de preservar artificialmente os baixos salários como fator de competitividade externa conduziu ao congelamento das rendas e ao estrangulamento/collapse do mercado de arrendamento nacional e, em termos macroeconómicos, a uma efetiva expropriação dos senhorios pelos industriais e ao surgimento de um défice crescente e estrutural de habitação, incapaz de ser resolvido por via do funcionamento do tradicional mercado de arrendamento.

No final dos anos setenta e princípios dos anos oitenta no quadro da “grande transição do império da CEE”, a necessidade de

modernização e transformação da economia portuguesa implicava encontrar novas soluções para a oferta de habitação e, progressivamente, a aquisição de casa própria surgiu como o novo normal, num contexto de inflação e de reconstrução do sistema bancário nacional em processo de privatização.

Importa enfatizar a ideia que, em Portugal no início dos anos 80, o estímulo e a dinâmica de aquisição de casa própria pelas famílias foi impulsionada pela necessidade de “adaptação do modelo económico” que, através da canalização da poupança das famílias para o acesso à propriedade num contexto de inflação, permitiu a continuidade e “sustentabilidade” do modelo de baixos salários, como referimos, tornado impraticável pela ausência de investimento para arrendamento como resultado do colapso desse mercado. Efetivamente, a terciarização do país com a sobrevivência de um modelo de especialização dos baixos salários na CEE só foi obtida porque as famílias canalizaram as suas poupanças e ou aceitaram endividar-se para adquirirem casa própria.

Analizada nesta perspetiva, a canalização da poupança interna e do crédito bancário para o investimento nos “não transacionáveis”, na construção e na aquisição de casa própria, foi essencial para asegurar a competitividade externa do setor exportador “transacionável”, assente em baixos salários.

De facto, de meados dos anos 80 e pelo menos até à 2011 com a intervenção da Troika, a aquisição de casa própria tornou-se a modalidade dominante no acesso à habitação. Como consequência, em 2017, existiam em Portugal cerca de 3 milhões de famílias proprietárias da sua própria casa, correspondendo a cerca de  $\frac{3}{4}$  do total das famílias residentes.

O facto de uma “maioria qualificada” de famílias ser proprietária da sua própria residência obriga a reavaliar o papel da habitação na economia portuguesa. Assim, no plano microeconómico e para além de continuar a ser um bem de consumo duradouro com as características evidenciadas inicialmente, a habitação deve ser encarada numa outra dimensão como um bem de investimento, como um ativo patrimonial das famílias portuguesas ou, por outras palavras, como um “depósito a prazo em betão” acumulado ao longo de décadas, que, como as demais poupanças necessitam de ser remuneradas e valorizadas, sob pena de penalizar os interesses dos aforradores, neste caso cerca de 3 milhões de famílias e 75% da população residente.

No plano macroeconómico, o valor da habitação dos milhões de proprietários de casa própria traduziu-se num valioso património



*A canalização de poupança das famílias portuguesas para a aquisição de casa própria garantiu a competitividade assente nos baixos salários.*

*A riqueza acumulada em habitação pelos particulares era em 2015, cerca de 1,5 vezes superior ao valor do PIB, o que concedeu ao mercado imobiliário uma centralidade no plano macroeconómico.*

*E em 2017 cerca de  $\frac{3}{4}$  do total das famílias residentes eram proprietárias da sua própria casa, o que obriga a reavaliar o papel da habitação na economia portuguesa.*

que, em 2015, ascendia a 256 mil milhões de euros. Por outras palavras, a riqueza nacional acumulada em habitação pelos particulares era cerca de 1.5 vezes superior ao valor do PIB.

Neste contexto, por um lado, pela sua relevância na poupança individual/endividamento das famílias e, indiretamente, no seu rendimento disponível e, por outro, pela dimensão quantitativa da habitação como agregado macroeconómico e pilar do património, a habitação, num país de proprietários, deve constituir uma prioridade e um objetivo da política económica, desde logo, com o intuito de preservar a riqueza nacional.

*Na ausência de uma crise económica, a operação com menor risco para a banca comercial é a concessão de crédito bancário. Isto representa uma canalização de poupança e crédito para a aquisição de habitação própria. Assim é necessário haver condições macroeconómicas para que esta canalização de poupança possa contribuir para o rendimento disponível dos aforradores.*



Uma abordagem holística do mercado residencial deve contemplar a dupla característica microeconómica da habitação, por um lado, como bem de consumo duradouro e, por outro, como bem de investimento / ativo patrimonial, o que, no plano macroeconómico, se repercute quer na competitividade das empresas e da economia, como nas condições de acumulação de riqueza, ou seja, na evolução do património, da poupança e do endividamento.

Tendo como pano de fundo essa abordagem holística, o desempenho do mercado imobiliário e a evolução dos preços da habitação adquirem uma nova centralidade macroeconómica e influenciam diretamente tanto a sustentabilidade do modelo económico, o crescimento do PIB e o emprego, como a variação do património das famílias e, por essa, via as condições de poupança e de endividamento das famílias e o montante da riqueza nacional.

Por outro lado, a recuperação do sistema bancário depende estruturalmente da dinâmica dos mercados imobiliários e da concessão de crédito para habitação que, por sua, vez influencia a dinâmica da procura de habitação e, logo, a taxa de poupança e o nível de endividamento das famílias. Importa referir que, genericamente e na ausência de crises financeiras de grandes proporções, o crédito à habitação constitui a operação de menor risco para os bancos e, nesse sentido, constitui a sua área de negócio mais sustentada. Simultaneamente, no plano macroeconómico, o endividamento das famílias corresponde a um compromisso de poupança a muito longo prazo, com efeitos económicos muito favoráveis a curto prazo no emprego e na produção por via da oferta de habitação, e com perspetivas igualmente muito favoráveis a médio e longo prazo se admitirmos uma valorização dos imóveis num horizonte temporal mais alargado.

Por fim, a abordagem holística da habitação permite evidenciar a complexidade crescente na definição de políticas públicas nesta área: ao nível micro, com uma tensão crescente entre o acesso ao

mercado, nomeadamente pelos jovens e pelas pessoas de menores rendimentos, e a valorização dos ativos e dos imóveis, que beneficia o conjunto das famílias proprietárias de casa própria; no plano macro, com uma tensão crescente entre a competitividade do tecido produtivo e a acumulação de riqueza e a remuneração da poupança investida pelas famílias no imobiliário, que se repercute diretamente no rendimento disponível, na procura e, portanto, indiretamente, no PIB e no emprego.

*Uma abordagem holística da habitação permite evidenciar a complexidade crescente na definição de políticas públicas nesta área, com uma tensão crescente entre o acesso ao mercado (nomeadamente pelos jovens e pelas pessoas de menores rendimentos), e a valorização dos ativos e dos imóveis, que beneficia o conjunto das famílias proprietárias de casa própria.*



Analizar as transformações no mercado imobiliário, repensar a dinâmica de investimento e o valor dos ativos residenciais na globalização e o seu contributo para a reconfiguração da economia portuguesa pode ser um bom ponto de partida pensar Portugal hoje e os vários caminhos possíveis no futuro.

Em seguida, como contributo para essa reflexão necessária, quantificamos a importância da habitação no património dos particulares e das famílias e a grande volatilidade registada no passado recente.

#### A HABITAÇÃO E O PATRIMÓNIO DOS PARTICULARS

Em 2015, de acordo com as estatísticas oficiais do INE e do Banco de Portugal, o valor do património dos particulares, englobando o património das famílias e das instituições particulares de solidariedade social, ascendia a 630 mil milhões de euros, cerca de 350% do PIB.

O total dos ativos não financeiros dos particulares correspondia a 256 mil milhões de euros, 142% do PIB e a 41% do total do património, e os ativos financeiros a 374 mil milhões, 208% do PIB e a 59% do total. Por outro lado, tendo em conta que a dívida ascendia a 163 milhões de euros, 91% do PIB, o valor do património líquido era de 467 mil milhões de euros, 260% do PIB. Genericamente, as famílias portuguesas apresentam uma situação patrimonial sólida, com o valor da dívida acumulada a representar aproximadamente 26% do total dos ativos.

Em 2011, de acordo com os censos, o parque habitacional português era composto por cerca 5.9 milhões de fogos dos quais 4 milhões correspondiam a 1<sup>as</sup> habitações, 1.1 milhões a segundas habitações e 800 mil fogos estavam vagos.

Cerca de três milhões de famílias, 75% do total das famílias, eram proprietárias de casa própria e, em 2015, o montante do seu património residencial atingia os 235 mil milhões de euros. Este valor, correspondente ao valor atualizado da poupança das famílias investida em habitação ao longo das últimas décadas, correspondia a

117% do PIB e a 50% do património líquido das famílias. Detalhando a comparação, a habitação representava 92% dos ativos não financeiros das famílias, 62% dos seus ativos financeiros e 37% dos ativos totais.

Os números do património dos particulares refletem, por um lado, a dinâmica microeconómica do passado e o direcionamento da poupança das famílias e do crédito bancário – que na realidade corresponde à captação da poupança futura das famílias – para aquisição de casa própria; por outro, a relevância macroeconómica do stock habitacional, que corresponde ao ativo patrimonial acumulado pelas gerações passadas. Um património que, no presente, necessita, por um lado, de ser rentabilizado e valorizado como qualquer investimento/poupança e, por outro, de ser “monetarizado”, transformado em rendimento para os seus proprietários, nomeadamente, por via do aumento da sua liquidez nos mercados financeiros. Por outras palavras, torna-se necessário criar as condições macroeconómicas para que os “depósitos a prazo em betão” possam contribuir para o aumento do rendimento disponível dos aforradores.

*Em 2015, o montante do património residencial das famílias proprietárias de casa própria atingia os 235 mil milhões de euros - 117% do PIB e 50% do património líquido das famílias.*

*Estes números refletem a relevância macroeconómica do stock habitacional, que corresponde ao ativo patrimonial acumulado pelas gerações passadas.*

*Um património que, no presente, necessita de ser rentabilizado e valorizado como qualquer investimento/poupança e de ser transformado em rendimento para os seus proprietários.*



#### A VOLATILIDADE DO PATRIMÓNIO HABITACIONAL

Da análise da evolução do património residencial em Portugal entre 2000 e 2015, concluímos que:

- O valor do património residencial é muito sensível às variações da conjuntura e da política económica, registando grandes oscilações num curto espaço de tempo;
- O peso relativo da habitação no total dos ativos fixos decresceu e passou dos 51%, em 2000, para os 42%, em 2015;
- A intervenção da Troika, entre 2011 e 2013, conduziu a uma desvalorização brutal do património residencial, 49 mil milhões de euros, correspondendo a aproximadamente 30% do PIB de 2013. Entretanto, em 2015, o valor acumulado da poupança das famílias em habitação era inferior em cerca de 42 mil milhões ao de 2008;
- Entre 2000 e 2008, o valor da habitação aumentou 95 mil milhões de euros, correspondendo a 41% do aumento do valor dos ativos não financeiro. No total do período em análise, 2000 – 2015, a valorização da habitação representou 24% do crescimento do total dos ativos fixos, em larga medida, pelo facto de no período da troika se ter registado uma fortíssima desvalorização da habitação que induziu uma redução de 45 mil milhões no valor total dos ativos nacionais;
- Entre 2014 e 2015, verificou-se uma inversão da tendência, com

a valorização da habitação a atingir os 7 mil milhões em dois anos dinamizando o crescimento da riqueza nacional investida em ativos não financeiros, 18 mil milhões, sendo responsável por 40% dessa variação.

Perante a volatilidade do valor do património residencial, importa refletir sobre como:

- Tirar partido da valorização da habitação e do património das famílias para dinamizar o crescimento económico e reforçar o papel de Portugal na globalização?
- Mitigar os efeitos da desvalorização da habitação no rendimento potencial das famílias, na atividade económica e no posicionamento do país na economia mundial?

#### A IMPORTÂNCIA DA HABITAÇÃO E A COMPETITIVIDADE NO MUNDO DIGITAL

A digitalização está a mudar o mundo e a economia, o perfil da procura e o modo de produção. A digitalização está a desmaterializar a produção, a reduzir o peso do capital e do trabalho como fatores de produção, a virtualizar a economia, num processo de transferência da criação de valor do espaço físico do território para o ciberespaço. Mas, simultaneamente, essa “economia imaterial” faz emergir a relevância da terra, do território edificado e da habitação como fator diferenciador numa globalização liderada pela digitalização e acompanhada pela mobilidade em larga escala das pessoas, que como resultado da alteração dos modos de produção, podem trabalhar no mundo a partir de casa.

*Para a nova “geração Millennial”, nascida digital e global, a escolha da casa / qualidade de vida do espaço, torna-se um fator individual e diferenciador que vai determinar a nova competitividade dos territórios na globalização, a habitação emerge como um novo ativo na globalização, que importa valorizar e potenciar.*



Para a nova “geração millennial”, nascida digital e global, a escolha da casa/qualidade de vida do espaço, torna-se um fator individual e diferenciador que vai determinar a nova competitividade dos territórios na globalização, a habitação emerge como um novo ativo na globalização, que importa valorizar e potenciar.

A geração “*baby boomers*” deixa como herança um valioso património residencial que importa valorizar e “monetarizar” para mitigar os seus próprios passivos, desde logo, o défice da segurança social. Os netos dos “*baby boomers*”, da “geração millennial”, tendem a revalorizar a habitação como espaço de criatividade, de identidade e de realização. Da capacidade de oferecer habitação, modos de vida e estados de espírito compatíveis com as novas formas de vida, de consumo e de produção depende, em larga medida, o futuro de Portugal na globalização. A reciclagem da habitação do passado, da geração nascida no pós-guerra, para a habitação do futuro, a geração digital dos netos, constitui o desafio do presente que importa equacionar e resolver.

## A Resolução do BES: uma decisão com impacto crucial na economia portuguesa

*Um estudo realizado por uma equipa do ISEG, com coordenação de José Poças Esteves e Avelino de Jesus permitiu analisar o impacto da Resolução do Banco BES na economia portuguesa. As suas conclusões foram publicadas em livro no início do trimestre. Reproduzimos aqui, pela sua relevância, alguns elementos que resultam do estudo realizado e as suas conclusões globais.*



**A**través de um estudo coordenado por José Poças Esteves e Avelino de Jesus, com a participação de uma equipa do ISEG lideradas pelos Professores Zorro Mendes e Isabel Proença, a SaeR analisou o impacto da Resolução do Banco BES na economia portuguesa, cujas conclusões foram publicadas em livro (*O Caso BES: O Impacto da Resolução na Economia Portuguesa*, Clube do Autor, 2018).

Para esse estudo foram efetuadas as análises quantitativa e qualitativa do impacto macroeconómico da resolução do BES, tendo sido construída uma base de dados específica, construída expressamente para o efeito pela SaeR e contendo 44 indicadores para o período 2001–2015 e para os 7 principais bancos (BES, BCP, CGD, BPI, Santander, Montepio e Crédito Agrícola).

Para a análise qualitativa foram identificados os fatores profundos do crescimento português e as suas relações com o sistema financeiro para depois serem confrontados com os resultados obtidos na análise das características e comportamento do BES antes da resolução.

Recorreu-se, para a análise quantitativa, a um processo recente e inovador, mas com provas dadas, o método contrafactual sintético, complementado com a utilização de uma metodologia tradicional, mas atual e de eficácia comprovada, a “velhinha” análise intersectorial.

Reproduzimos aqui, pela sua relevância, alguns elementos que resultam do estudo realizado e as suas conclusões globais.

### O CRESCIMENTO ECONÓMICO E O SISTEMA FINANCEIRO

Portugal tem uma economia que à escala europeia é uma economia média, fechada, divergente e distante dos principais mercados.

A persistência radical e secular da divergência do PIB *per capita* português face à Europa dos 12 funda-se em factos igualmente radicais e seculares: a distância do país aos principais mercados da Europa.

A relação entre a distância e o PIB *per capita* é clara: é sempre negativa e de valor significativo. As correlações são elevadas e relativamente estáveis, com ligeiras quedas, pouco significativas,

mostrando que a distância é forte determinante do PIB *per capita*.

A análise de 140 anos (1870-2010) que efetuamos mostra que o coeficiente de correlação é sempre negativo e situa-se entre o mínimo de -0,541, em 1946 e o máximo de -0,818, em 1993, com a média de -0,740. Em média, a distância explica 55 % da divergência entre os PIB *per capita* dos países europeus, com o máximo de 67% em 1993 e o mínimo de 29% em 1946.

Portugal tem a 2<sup>a</sup> maior distância média aos principais mercados europeus (2.592 Km). Devido à sua elevada distância ao centro europeu, um crescimento elevado em Portugal está mais dependente que outros países da política económica prosseguida para contrariar e vencer a distância.

Alguns países têm podido contrariar a distância e atingir níveis de PIB *per capita* superiores aos que a simples distância lhes destinou. Outros países, como é o caso de Portugal, agravaram, com políticas económicas erradas, os efeitos negativos do fator distância. Calculamos que, em 2010 a simples ausência destes fatores de agravamento permitiria a Portugal ter um PIB *per capita* representando 80% da Europa em vez dos 66% realmente verificados, uma perda de 14 pontos percentuais.

Entre os fatores não-distância atuando negativamente, não está a quantidade de recursos investidos. Foram identificados e analisados como componentes negativas relacionadas com a produtividade total dos fatores a distorção na alocação sectorial e empresarial dos recursos, a pequena dimensão média das empresas, a baixa poupança, o excesso e má distribuição do crédito. Todos estes factores são, em grau muito relevante, influenciados pelas políticas públicas.

A resolução do BES insere-se nesta tradição de políticas económicas erradas que destruiu duas vezes em 40 anos um grupo cujo comportamento, antes de ambas as destruições, condensava os elementos positivos dos factores que podem ajudar a compensar o peso da distância.

Em Portugal, nos últimos 20 anos, os factores não-distância que mais pesaram negativamente condensam-se no conceito de produtividade total dos factores, ideia que remete para a organização, gestão e combinação entre os recursos de trabalho e capital. O peso negativo deste factor foi responsável por uma quebra de 1/3 (0,6 pontos percentuais negativos) do crescimento anual médio potencial naquele período; o crescimento efectivo foi de 1,3 % contra um potencial de 1,9 %, do qual 0,5 % são devidos ao trabalho e 1,4 % ao capital.

A alocação do capital apresenta distorções importantes. Em 1963 a produtividade do capital era em Portugal 0,379 contra 0,343 na UE 15. Esta é uma diferença esperada tendo em atenção as diferenças na acumulação de capital nos níveis de PIB *per capita*. Mas a quebra portuguesa foi de tal forma forte que a partir de 2005 a produtividade do capital em Portugal passa a registar valores inferiores aos da UE 15.

*Em Portugal, na estrutura distorcida do crédito, ressalta a forte presença dos sectores das famílias, do imobiliário e em geral do crédito hipotecário em detrimento dos sectores industriais e das empresas em geral.*

*Esta distorção autossustenta-se e agrava-se, confortando-se com colaterais e descurando a análise da produtividade dos projectos, contribuindo, assim, de forma decisiva, para a má alocação de recursos conducente à estagnação da produtividade dos recursos investidos.*



Em 2015 a produtividade do capital era 0,325 em Portugal que compara com 0,333 para a UE 15. Na verdade, a produtividade do capital deveria ser actualmente superior em Portugal ao valor da média da UE 15.

Nas últimas décadas, os bancos centrais conduziram e estimularam a expansão da massa monetária e do crédito para níveis excessivos com consequências altamente nocivas para o crescimento económico, conforme os mais robustos e recentes estudos internacionais demonstram, em geral, para um conjunto numeroso e diversificado de países.

Ficou comprovado, para o caso português, a forte relação negativa entre o rácio crédito/PIB e a taxa de crescimento do PIB a qual atinge no período 1999–2015 o coeficiente de correlação negativo de -0.940; por outro lado, o rácio crédito/PIB que era 40% em 1960, situava-se em 120% em 2015, tendo atingido o máximo de 155% em 2010.

Por outro lado, o excesso de oferta de moeda e de crédito incentivou uma estrutura sectorial do crédito também fortemente penalizadora para o crescimento económico. Conforme análises de causalidade recentemente desenvolvidas, entre outras pela OCDE e pelo BIS, o forte peso do crédito às famílias em detrimento do crédito às empresas agrava fortemente o efeito já de si negativo da elevada proporção de crédito em relação ao PIB. No nosso estudo tomamos e desenvolvemos estes resultados para o caso português.

Na estrutura distorcida do crédito, penalizadora para o crescimento económico, ressalta a forte presença dos sectores das famílias, do imobiliário e em geral do crédito hipotecário em detrimento dos sectores industriais e das empresas em geral. Esta distorção na estrutura do crédito autossustenta-se e agrava-se, confortando-se com colaterais e descurando a análise da produtividade dos projectos, contribuindo, assim, de forma decisiva, para a má alocação de recursos conducente à estagnação da produtividade dos recursos investidos.

## A ANÁLISE QUALITATIVA DO IMPACTO DA RESOLUÇÃO

As análises do crescimento e do sistema financeiro revelam que as características e comportamento do BES continham fortes elementos que contrariavam os aspetos mais penalizadores identificados para o crescimento. Destacam-se como características do BES mais relevantes a estrutura do crédito, a capitalização do banco, a eficiência na geração de valor acrescentado e de produto bancário e a qualidade do crédito.

*As análises do crescimento e do sistema financeiro revelam que as características e comportamento do BES continham fortes elementos que contrariavam os aspetos mais penalizadores identificados para o crescimento da economia nacional.*

*Por outro lado, a existência de um conglomerado misto contribuía para contrariar os fatores não distâncias mais negativos encontrados na análise do crescimento português.*



Entre os aspetos qualitativamente superiores do BES em que este assumia uma posição de liderança e que têm grande relevância positiva para o crescimento económico, contam-se o crédito às empresas em geral, e sectorialmente dirigido à indústria e à agricultura. Este aspecto relaciona-se fortemente com o problema da alocação eficiente de recursos, problema que está no centro do baixo crescimento da economia portuguesa e que a orientação do crédito do BES contribuía para minorar.

A existência de um conglomerado misto contribuía para contrariar os factores não distâncias mais negativos encontrados na análise do crescimento português. O conglomerado misto gerando empresas de dimensão superior e produzindo um centro de racionalidade de dimensão nacional e internacional afectava positivamente a produtividade total dos factores.

A existência de um braço não financeiro no grupo explica o forte empenhamento e competência do banco na concessão de crédito ao sector empresarial em proporções sem comparação nos restantes bancos do sistema.

A estrutura do grupo na forma de conglomerado misto contribuiu para contrariar a escassez de poupança através da prática de participar activamente com capital no arranque de novos projectos do sector não financeiro que ajudava a vingar e valorizar, disseminando capacidade de organização e gestão de recursos em unidades de dimensão acima da média.

## A ANÁLISE QUANTITATIVA DO IMPACTO DA RESOLUÇÃO

O resultado central do estudo demonstra que o PIB nacional sofre, devido à resolução, uma perda de 0,36% em 2015 e de 0,65%/ano, em todos os anos no período 2016-2021. A perda do PIB é, em 2015, de €6 milhões, correspondendo a 0,36% do PIB efetivo do ano. Em 2016, a perda sobe para €1.100 milhões, representando 0,65% do PIB.

As perdas evoluem em crescendo, devido ao efeito acumulativo. A

série dos valores do cenário actual evolui a uma taxa de 1,1%, enquanto a série do cenário não resolução cresce à taxa de 1,75 (1,1% +0,65%). No ano 2017, as perdas de PIB são de 1,3% (€2,3 biliões), evoluindo até atingir 3,9% em 2021 (€7,2 biliões).

No conjunto de sete anos do período 2015–2021, as perdas totais acumuladas do PIB atingem €25,2 biliões, representando perdas relativas de 14% do PIB.

A perda de emprego, provocada pela resolução, é de 3.700 pessoas (0,1% do emprego total) em 2015 e 10.100 pessoas (0,2%) em 2016. A permanência dos efeitos negativos da resolução provocará, nos anos seguintes, a acumulação de perdas de emprego, que atingirão 36.200 pessoas (0,8%) em 2020 e 42.800 (0,9%) em 2021.

*A resolução do BES decorre de uma tradição longa da incapacidade de os decisores públicos definirem e implementarem políticas económicas capazes de contrariar o pesado constrangimento da distância do país aos mercados europeus. Comparada com a crise de 2008, a resolução, só por si e por exemplo, tem um impacto sobre o PIB que representa 20% do impacto daquela crise.*



#### CONCLUSÕES GLOBAIS

O estudo revela que o BES sofre a resolução provocada por um erro de política económica. Não se trata de um erro isolado, antes decorre, pelo contrário, de uma tradição longa da incapacidade de os decisores públicos definirem e implementarem políticas económicas capazes de contrariar o pesado constrangimento do crescimento que consiste na distância do país aos mercados europeus.

A análise qualitativa mostra que as características e comportamento do BES pré-resolução correspondem às necessidades do nosso crescimento e a sua eliminação não pode deixar de significar uma forte punção suplementar sobre o crescimento económico. Comparada com a crise de 2008, a resolução, só por si e por exemplo, tem um impacto sobre o PIB que representa 20% do impacto daquela crise.

O potencial de crescimento está basicamente relacionado com os factores que condicionam a produtividade em geral e produtividade total de factores em particular. A acção virtuosa daqueles factores depende em grande parte da capacidade do sistema financeiro canalizar os recursos de crédito prioritariamente para as empresas e projectos produtivos.

O BES orientava, proporcionalmente, mais recursos que qualquer outro banco nesta direcção: a relação especial com as empresas e entre estas com os sectores produtivos da indústria e agricultura. A continuidade deste comportamento não só não está assegurada no futuro como existem riscos e sinais muito fortes de que o processo de resolução está a destruir aquele comportamento virtuoso para o crescimento económico português, transformando o BES, no mínimo, num banco como os outros.

A questão central sobre o futuro do banco é a seguinte: em que medida as características e comportamentos únicos e positivos para o crescimento que atrás evidenciamos serão preservados no futuro?

Vários responsáveis, quer gestores actuais do banco, quer das instituições reguladoras ou decisores políticos se têm pronunciado no sentido de valorizar e preservar algumas das características do BES – em especial a importância do crédito a empresas – que aqui evidenciamos serem de grande relevância para o crescimento económico.

*A questão central sobre o futuro do banco é a seguinte: em que medida as características e comportamentos únicos e positivos para o crescimento que o BES tinha serão preservados no futuro?*

*Vários responsáveis se têm pronunciado no sentido de as valorizar e preservar. No entanto, algumas decisões apontam no sentido contrário.*



No entanto, algumas decisões apontam no sentido contrário, como por exemplo, a retirada dos mercados internacionais com exceção do mercado espanhol. Esta decisão é contraditória com a necessidade de proximidade às empresas e o apoio na internacionalização.

Por outro lado, coloca-se a questão da capacidade de prosseguir aquele comportamento. O forte peso do crédito às empresas, como vimos, constituiu especificidade e diferença marcantes do BES. Esta diferença não ocorreu por acaso e deveu-se a dois factores interligados: por um lado, a persistente e antiga cultura empresarial do banco que moldaram os dirigentes de topo e por outro lado, a integração do banco num conglomerado misto.

Este último aspeto é predominante e estrutura a vontade e competência do banco para o relacionamento com as empresas nos mais diversos aspectos, incluindo no relacionamento creditício. A forte proporção de crédito destinado às empresas ocorreu mas devido à competência dos gestores do banco do sector não financeiro que advinha da pertença do banco a um conglomerado misto. O melhor desempenho do BES neste mercado resultava desse conhecimento superior que lhe conferia vantagem face aos outros bancos que não tinham aquela pertença. A destruição do grupo destrói esta fonte de conhecimento. De pouco valerá a afirmação da estratégica de continuar a preservar esta característica uma vez que desapareceram os instrumentos que a alimentava.

O afastamento dos dirigentes de topo e, sobretudo, a destruição do conglomerado misto, com tudo o que isso significa, efectuaram um corte naquela cultura de difícil reprodução. O que foi posto em marcha é a tendência no sentido de transformar o banco numa instituição igual às outras fazendo-a perder, mais ou menos velozmente, as características que o marcaram.

As decisões internas ao país vão no mesmo sentido das directivas dos decisores externos relevantes e influentes. São de sublinhar: a pressão para a concentração e uniformização bancária e para a retirada dos mercados externos e recentragem no mercado nacional

ou ibérico; em geral o movimento posto em marcha visando a organização e o planeamento financeiro que reforça e amplia a influência do BCE.

A Resolução foi, pois, uma decisão que mudou o paradigma e o modelo da Economia Portuguesa desenvolvidos após a crise de 1983-85 e que duraram até ao momento.

A opção pela Resolução não era a única solução. Se esta análise agora feita tivesse sido feita na altura e o forte impacto avaliado, outra decisão poderia/deveria ter acontecido.

*A Resolução foi uma decisão que mudou o paradigma e o modelo da Economia Portuguesa desenvolvidos após a crise de 1983-85 e que duraram até ao momento.*

*A opção pela Resolução não era a única solução. Se esta análise agora feita tivesse sido feita na altura e o forte impacto avaliado, outra decisão poderia/deveria ter acontecido*

