

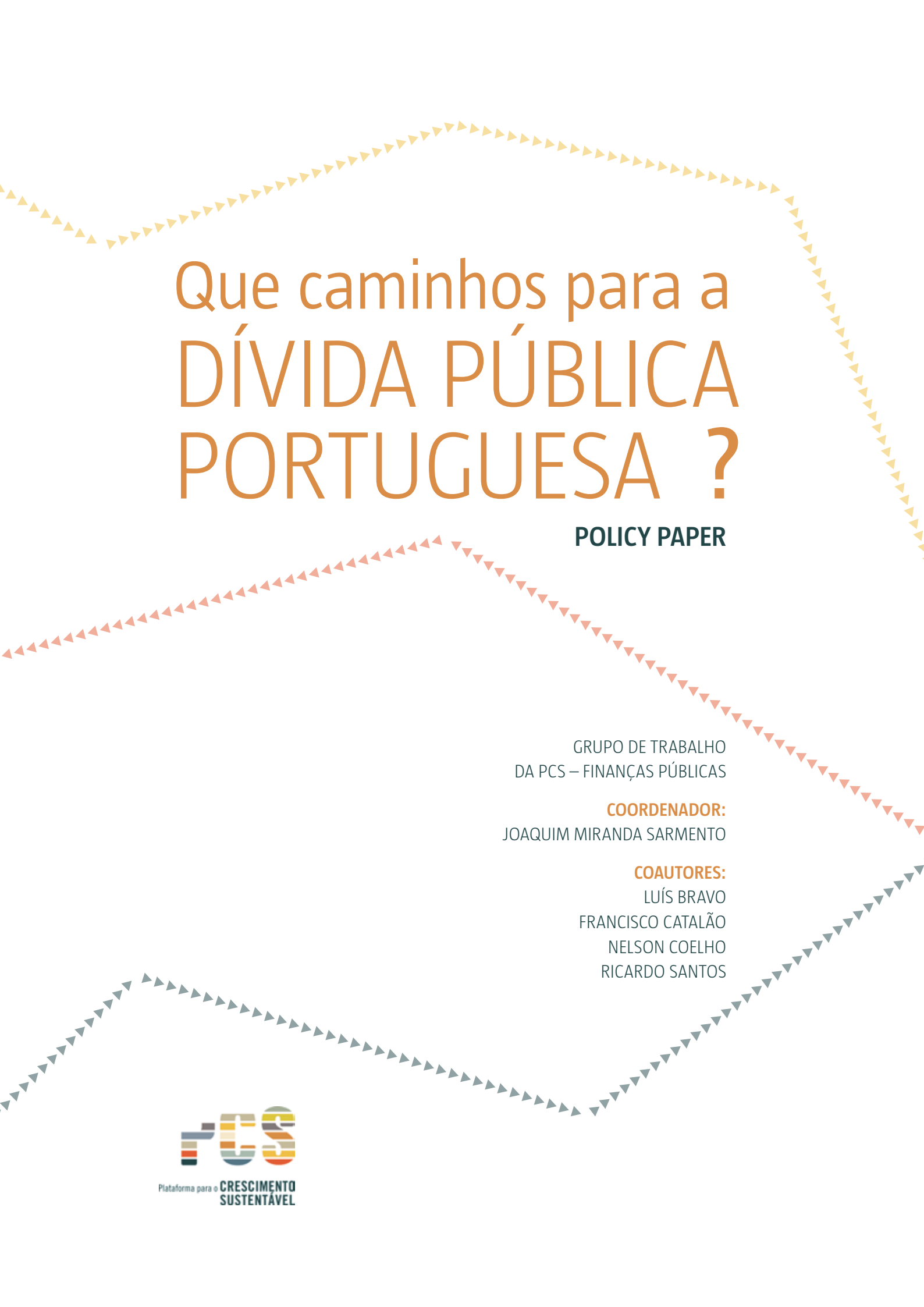


Que caminhos para a DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA ?

POLICY PAPER

rCS

Plataforma para o **CRESCIMENTO
SUSTENTÁVEL**



Que caminhos para a DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA ?

POLICY PAPER

GRUPO DE TRABALHO
DA PCS – FINANÇAS PÚBLICAS

COORDENADOR:
JOAQUIM MIRANDA SARMENTO

COAUTORES:
LUÍS BRAVO
FRANCISCO CATALÃO
NELSON COELHO
RICARDO SANTOS



Constituída em Outubro de 2011, a Plataforma para o Crescimento Sustentável (PCS) é uma associação independente, sem filiação partidária e sem fins lucrativos. Visa, num quadro de ampla participação pública e de articulação com centros de I&D e think tanks nacionais e internacionais, dar um contributo para a afirmação de um modelo de desenvolvimento sustentável.

A PCS estabeleceu uma relação de parceria com os seguintes think-tanks e fundações: BRUEGEL (Bélgica), Centre for European Policy Studies-CEPS (Bélgica), ASTRID (Itália), REFORM (Reino Unido), RESPUBLICA (Reino Unido), the Wilfried Martens Centre for European Studies (Bélgica), ENTORNO (Espanha), Konrad Adenauer Foundation (Alemanha), FLAD (Portugal) e Fundação Millennium (Portugal). Os dirigentes destas instituições integram o Conselho Consultivo da PCS, presidido por Francisco Pinto Balsemão.

A PCS está organizada em 6 grupos de trabalho – Conhecimento, Bem-estar, Sustentabilidade, Competitividade, Desafios Globais e Cidadania, Democracia e Liberdade – e em 31 subáreas, nos quais participam, de um modo muito ativo, cerca de 400 membros.

Para além dos trabalhos relativos à elaboração do Relatório para o Crescimento Sustentável e do Contrato para o Crescimento Sustentável, a PCS abriu um novo ciclo de atividades, numa abordagem transversal e mais específica, dando início a ciclos temáticos, trabalhos de investigação e produção de documentos transversais.

ÍNDICE

NOTA DE APRESENTAÇÃO DA DIREÇÃO DA PCS	5
--	---

1. INTRODUÇÃO	7
---------------	---

2. A ATUAL SITUAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA	14
--	----

2.1 A composição atual da dívida pública	14
--	----

2.2 O perfil de reembolso da dívida pública	17
---	----

2.3 A despesa pública com os juros da dívida pública	19
--	----

2.4 A evolução recente dos juros da dívida pública	19
--	----

3. A INVIABILIDADE DE REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	21
---	----

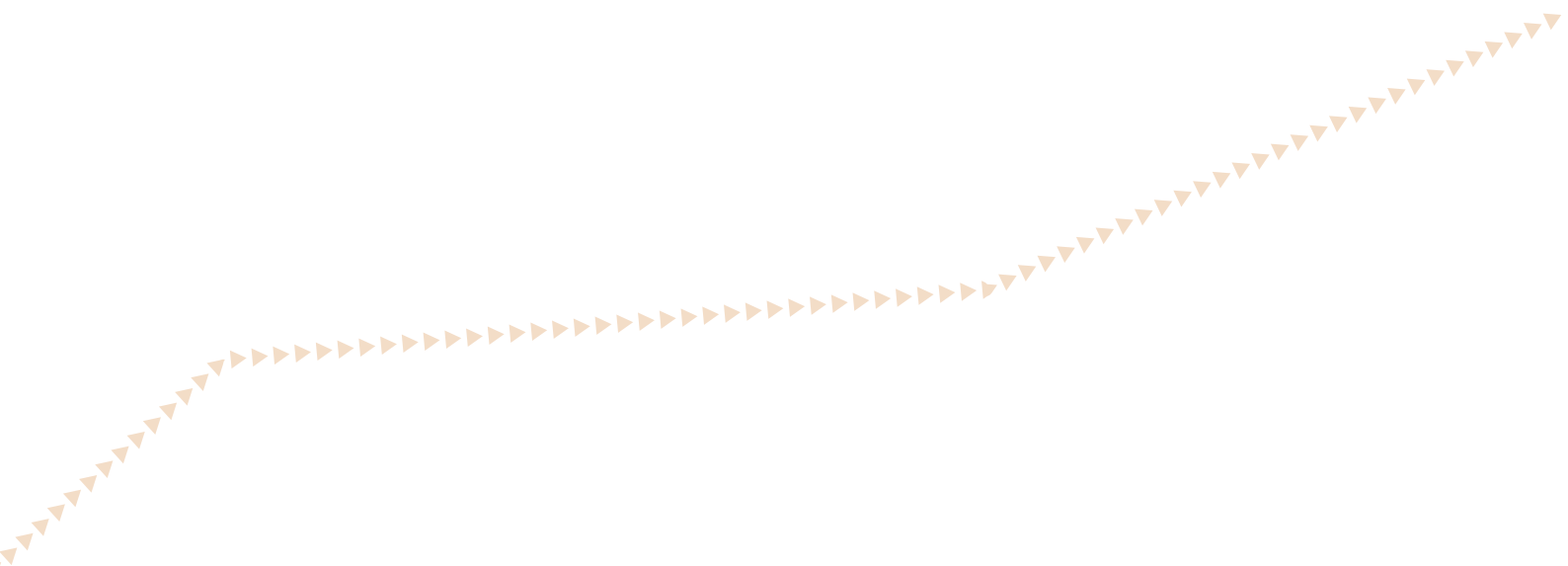
4. NOTAS SOBRE A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA	26
---	----

5. O CAMINHO POSSÍVEL: UMA GESTÃO DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA NO MERCADO	29
--	----

5.1 A gestão da dívida pública	29
--------------------------------	----

5.2 A sustentabilidade e redução da dívida pública	30
--	----

5.3 Possíveis caminhos a nível europeu	32
--	----



Lista de acrónimos:

BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
BRRD	EU Bank Recovery and Resolution Directive
BT	Bilhetes do Tesouro
CE	Comissão Europeia
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo (dívida emitida para compra por entidades públicas com excedente de tesouraria)
CFP	Conselho de Finanças Públicas
ECCL	Enhanced Conditions Credit Line
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism
ESM	European Stability Mechanism
FMI	Fundo Monetário Internacional
IGCP	Instituto de Gestão do Crédito Público (Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E)
MoU	Memorandum of Understanding
NPL	Non Performing Loans
NPV	Net Present Value
OT	Obrigações do Tesouro
OTRV	Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável (dívida pública de retalho)
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PEC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
PSI	Private Sector Involvement
PSPP	Public Sector Purchase Programme
SEC 2010	Sistema Europeu de Contas 2010
SMP	Securities Markets Programme
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental

NOTA DE APRESENTAÇÃO DA DIREÇÃO DA PCS

Não deixa de ser paradoxal que, sendo a sustentabilidade da dívida pública um dos temas que mais condiciona o nosso presente e o nosso futuro, o seu debate se realize, em regra, de forma superficial e sem sentido de compromisso.

A Plataforma para o Crescimento Sustentável (PCS) entendeu, por isso, dar um contributo para um debate mais informado sobre a situação e a gestão da dívida pública e para o reconhecimento da imprescindibilidade de uma solução de compromisso que seja, simultaneamente, realista nas opções de que dispomos no contexto dos mercados internacionais e ambiciosa nos propósitos reformistas que temos de prosseguir no plano nacional e europeu.

Desta forma, a direção da PCS entendeu, no final de 2016, pedir ao seu grupo de Finanças Públicas para elaborar este *Policy Paper*, de forma a lançar uma reflexão sobre os caminhos viáveis para mitigar o custo anual da dívida em juros e garantir o acesso aos mercados em condições razoáveis, por forma a refinar a dívida que se vai vencendo.

O *Policy Paper* produzido pelo grupo de Finanças tem três objetivos:

1. Apresentar o “estado da arte” da dívida pública portuguesa;
2. Analisar os impactos de uma indesejável reestruturação com *haircut* da dívida pública;
3. Estudar uma estratégia de gestão da dívida pública que assegure a sua sustentabilidade.

Este *Policy Paper* demonstra que, sendo verdade que a redução da dívida é imperiosa e deve ser assumida como uma prioridade, não é menos verdade que não existem soluções milagrosas e que medidas radicais de reestruturação comportam custos económicos e sociais muito elevados. Custos que seriam, aliás, muito superiores aos benefícios de redução da dívida e da despesa com juros.

Assegurar uma trajetória sustentável da dívida pública num contexto de grande incerteza internacional é uma tarefa que, sendo muito exigente, está ao nosso alcance: **a combinação de saldos primários com *superavit* em torno de 3% PIB (este ano já atingimos 2%) e taxas de crescimento nominais acima dos 3%/ano (obtido em 2016), permitiriam reduzir a dívida pública a um ritmo razoável e, no espaço de 10-15 anos, trazê-la para valores significativamente abaixo de 100% PIB.**

Logo, a sustentabilidade da trajetória da dívida portuguesa depende da nossa capacidade de atingir, de forma duradoira, **metas exigentes, mas concretizáveis, tanto ao nível do crescimento como da consolidação orçamental**. Mais do que discutir cenários irrealistas, inviáveis e contraproducentes de reestruturação da dívida, **teremos de assumir um amplo compromisso reformista para o crescimento sustentável como, desde 2011, vem defendendo a PCS.**

Este compromisso terá de passar por:

- **Em primeiro lugar**, adotar uma estratégia de gestão da dívida que, ao nível da atuação no mercado, promova a **diversificação dos seus investidores**, bem como a **substituição da dívida de maturidades mais curtas por dívida com maturidades mais longas**; sempre com o objetivo adicional de “alisar” as necessidades de refinanciamento anuais para valores em torno dos 5-6 mil M€, mais prudentes para reduzir o risco de acesso ao mercado em condições menos favoráveis.
- Em segundo lugar, continuar a **gerar saldos primários e acelerar o crescimento económico de forma a reduzir o *stock* de dívida pública em percentagem do PIB [1]**. Quanto mais rapidamente reduzirmos o *stock* de dívida, menos riscos correremos no futuro de voltar a ter de pedir assistência aos nossos parceiros europeus.
- Em terceiro lugar, **promover no contexto europeu, soluções ambiciosas**, como são disso exemplo as referidas neste *Policy Paper*: **i)** a compra das OT's (Obrigações do Tesouro, isto é a dívida de médio e longo prazo de Portugal) que estão no Eurosistema pelo ESM (*European Stability Mechanism*, ou seja, o Mecanismo Europeu de Estabilidade, o mecanismo criado para a assistência financeira aos países da zona Euro); **ii)** a criação de uma linha cautelar do ESM para as emissões dos próximos 4-5 anos; **iii)** a mutualização da dívida através de *Eurobonds* até 60%. De todas estas hipóteses, a adoção de *Eurobonds* – apesar das dificuldades políticas associadas ao inerente aprofundamento do projeto político europeu (desde logo, com a criação de um Tesouro europeu) – seria a solução que maiores vantagens poderia proporcionar a Portugal com poupanças estimadas em 0,5% PIB, por ano.

Em síntese, temos de avançar com espírito reformista para uma estratégia que, em simultâneo, impulse a competitividade, o crescimento e emprego, a coesão social e territorial, a responsabilidade orçamental e a reforma do Estado.

Isto é, temos de **mudar de vida para mudar de dívida**. A pensar nas presentes e nas próximas gerações.

Jorge Moreira da Silva

Presidente da Plataforma para o Crescimento Sustentável

[1] Note-se que a dívida pública é um *stock* enquanto o défice orçamental é um fluxo.

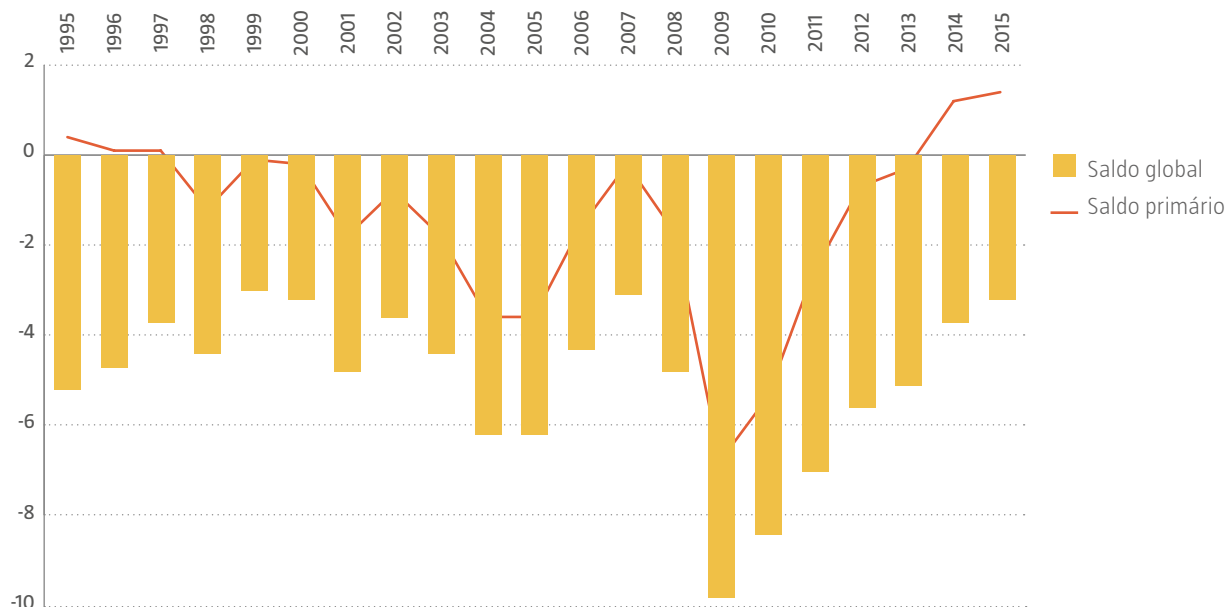
1. INTRODUÇÃO

Até 2008, Portugal tinha a sua dívida pública em torno dos 60% PIB (limite estabelecido pelo Tratado de Maastricht como condição de adesão à moeda única, a par do limite de défice orçamental de 3%). Contudo, o eclodir da crise financeira mundial em 2008, conjugado com uma política nacional pró-cíclica, traduzida numa forte aceleração da despesa pública, resultou numa degradação da situação orçamental nos anos seguintes.

De facto, entre 2001 e 2008, Portugal manteve défices orçamentais sem medidas *one-off* (isto é, “pontuais”, ou seja, com um efeito temporário, por regra naquele ano apenas, sobre o défice orçamental) [2], em torno dos 4%-5% PIB. Recorde-se que o défice de 2008 foi de 2,7%, mais tarde corrigido para 3,8% (em SEC 2010 – Sistema Europeu de Contas 2010). Contudo, este valor apresenta cerca de 1p.p. de receitas das concessões hídricas e rodoviárias desse ano, pelo que o seu valor

[2] Conforme refere a UTAO (2016a): *O designado Código de Conduta na implementação do Pacto de Estabilidade e Crescimento define medidas temporárias e não recorrentes como sendo aquelas cujo efeito orçamental é transitório e não conduz a uma alteração sustentada da posição orçamental intertemporal. Em termos gerais, estas correspondem a medidas sem efeitos permanentes que contribuem para reduzir o défice orçamental. Numa perspetiva histórica, o ajustamento destas medidas surgiu com o objetivo de tornar a evolução do défice orçamental mais informativa do esforço de consolidação orçamental realizado, nomeadamente perante operações que contribuíam para diminuir artificialmente o défice orçamental, tais como receitas de integração de fundos de pensões nas administrações públicas, receitas de titularizações, entre outras. Embora a regra geral seja a de excluir operações pontuais tendentes a reduzir o défice orçamental, o código de conduta também identifica situações excecionais que tenham contribuído para o aumento da despesa, tais como custos urgentes para fazer face a catástrofes naturais. Mais recentemente, tornou-se prática excluir também operações de aumento de despesa que decorram de situações muito excecionais em que existe um elevado grau de certeza da sua transitoriedade e não repetibilidade e de operações muito específicas tais como o apoio ao setor financeiro e as contribuições para o Fundo Europeu para Investimento Estratégico. Em todo o caso, valerá a pena salientar que a regra geral mantém-se válida i.e. salvo as exceções referidas, as medidas a identificar como temporárias devem ser aquelas que contribuíram para reduzir pontualmente o défice orçamental, não conduzindo a uma alteração sustentada da posição orçamental intertemporal. O fator dimensão também poderá ser utilizado no sentido de excluir algumas das medidas, que embora cumpram os critérios para serem consideradas temporárias, têm valores pouco expressivos, por exemplo valores abaixo de 0.1% PIB. A motivação para a existência de uma assimetria, que se traduz na referida regra geral, prende-se com a utilização de um critério de prudência, ou seja, não devem ser excluídas medidas que aumentem o défice orçamental de modo a não prejudicar o cálculo do ajustamento estrutural, o qual é, recorde-se uma medida do esforço orçamental. A utilização do critério da prudência justifica-se para evitar situações em que a identificação de medidas temporárias é utilizada como expediente para cumprir os objetivos orçamentais. Dito de outro modo, quando são identificadas indevidamente medidas temporárias que contribuem para ampliar o défice orçamental, i.e. operações que aumentam despesas ou diminuem receitas, mas estas não se revestem de um carácter verdadeiramente excecional, então melhora-se artificialmente o esforço orçamental, interferindo com a medição da variação do saldo estrutural conforme estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento e refletido na Lei de Enquadramento Orçamental. As estimativas para a evolução do saldo estrutural são feitas pelos serviços da Comissão Europeia, quando avaliam o cumprimento das recomendações no âmbito do Semestre Europeu, e também pelos Conselhos das Finanças Públicas, quando avaliam o respeito pelas regras orçamentais definidas no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, e na legislação nacional de cada Estado-Membro, no caso português, a Lei de Enquadramento Orçamental. Estas entidades aplicam o critério da prudência e têm vindo a identificar apenas as operações temporárias que cumprem o Código de Conduta e as regras de elegibilidade acima referidas.*

Figura1. Saldo global e primário em % PIB sem *one-offs* 1995-2014



Fonte: autores, com base nos dados do INE em contas nacionais

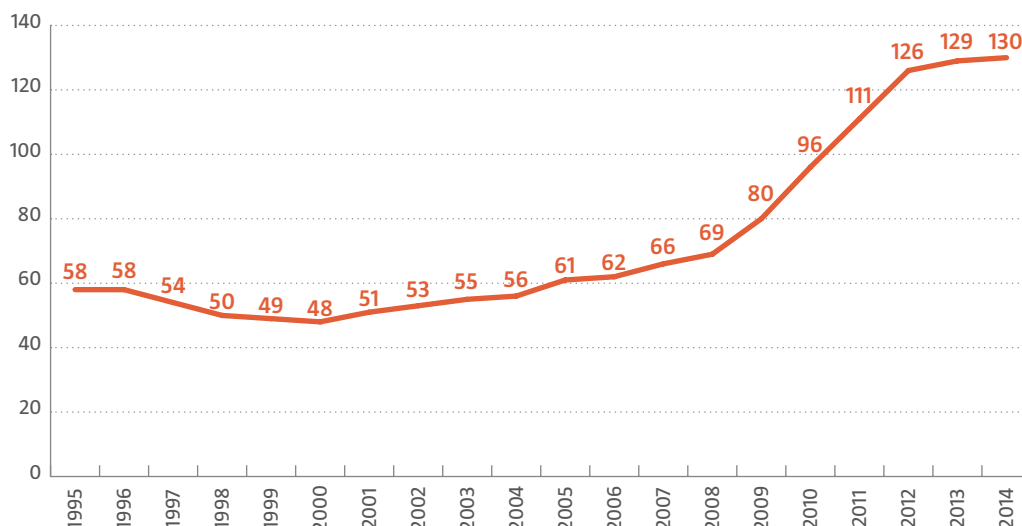
ajustado ronda os 5% PIB. A **Figura 1** apresenta a evolução do saldo global e do saldo primário (saldo global sem juros da dívida pública) sem *one-offs*, entre 1995 e 2014. Após a crise de 2008, o défice orçamental atingiu cerca de 10% PIB no ano de 2009, tendo iniciado um processo de correção a partir de 2011. Esta degradação foi acompanhada naturalmente por uma degradação no saldo primário, que em 2009 atingiu um défice perto de 7% PIB. A melhoria do saldo global permitiu que em 2014 e 2015 o saldo primário atingisse um *superavit*.

A degradação da posição orçamental levou a uma escalada na dívida pública, que, conforme referido anteriormente, se tinha mantido em torno dos 60% PIB até 2008. Com o eclodir da crise das dívidas soberanas, Portugal, seguindo o que já tinha ocorrido na Grécia e na Irlanda, fez um pedido de ajuda externa, em março de 2011, traduzido num Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) negociado e monitorizado pela “troika” (FMI - Fundo Monetário Internacional, BCE - Banco Central Europeu e CE - Comissão Europeia) [3].

[3] A Grécia fez o seu pedido formal de assistência financeira em 23 de abril de 2010, com a sua aprovação formal a 2 de maio, para um total de apoio financeiro de 110 mil M€, ou seja, 50% PIB. A Irlanda fez o seu pedido formal em 21 de novembro de 2010, com a aprovação a ocorrer em 28 de novembro. O montante pedido pelo governo irlandês foi de 85 mil M€, 54% PIB. Apesar de o montante total do programa de assistência financeira irlandês ter ascendido a 85 mil M€, 17,5 mil M€ correspondiam a uma contribuição nacional, através do Treasury and National Pension Reserve Fund. Sem esta componente, o montante da ajuda teria correspondido a 43,1% PIB. Portugal fez o seu pedido formal em 6 de abril de 2011, com a aprovação a ocorrer em 16 desse mês. O montante pedido foi de 78 mil M€, cerca de 45% PIB.

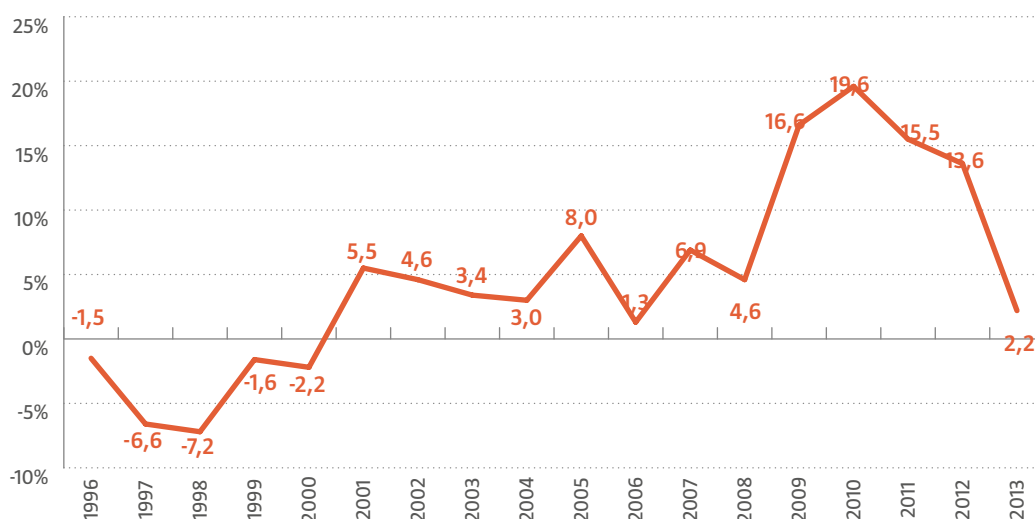
Posteriormente, a Grécia fez um segundo pedido, em 21 de fevereiro de 2012, de 165 mil M€, ou seja, 85% PIB. O montante relativo ao primeiro programa grego foi depois reduzido em 2,7 mil M€, uma vez que a Eslováquia, Portugal e Irlanda não contribuíram para o financiamento. O montante relativo ao segundo programa (164,5 mil M€) corresponde ao montante do primeiro programa ainda por reembolsar à data do acordo, e a um montante adicional de 130 mil M€. Deste total, 144,7 mil M€ são financiados pela zona euro, sendo os restantes 19,8 mil M€ financiados pelo FMI. Já em 2013, seria aprovado um programa para o Chipre, com um apoio financeiro de 10 mil M€, representando 55% PIB e um programa de recapitalização da banca espanhola, de 100 mil M€, cerca de 10% PIB desse país. (Nota: Em todos os casos, o valor do PIB é apresentado com referência ao ano anterior ao do pedido de assistência financeira).

Figura2. Dívida pública em % PIB 1995-2014



Fonte: autores, com base nos dados do INE em contas nacionais

Figura3. Taxa de crescimento da dívida pública 1995-2014



Fonte: autores, com base nos dados do INE em contas nacionais

A dívida pública portuguesa superou os 100% PIB em 2011, atingindo um valor em torno dos 130% no final de 2015. A **Figura 2** apresenta a evolução da dívida pública entre 1995 e 2014.

Neste momento a dívida pública ronda os 130% PIB. Isto significa que: **1)** Entre 2005 e junho de 2011 (início do PAEF) a dívida pública subiu 37 p.p. do PIB (+76 mil M€); **2)** Entre junho de 2011 e o momento presente, a dívida pública subiu 31 p.p. do PIB (+51 mil M€); **3)** No entanto, caso consideremos apenas o intervalo [2012-2014], a dívida pública subiu 19 p.p. do PIB.

A **Figura 3** apresenta a taxa de crescimento da dívida pública (em percentagem e não em pontos percentuais). É visível o forte crescimento, em torno dos 20%/ano, entre 2008 e 2012. De facto, entre 2008 e 2010, a dívida pública subiu 20 p.p., tendo subido 30 p.p. entre 2010 e 2012.

Tabela1. Dinâmica da dívida pública entre 2007 e 2014

	INE					Variação Acum.		
	2010	2011	2012	2013	2014	2007/10	2011/14	2012/14
Variação da dívida (em p.p. do PIB)	12.6	14.9	14.7	3.9	0.5	27.7	34.0	19.1
Défice primário	8.2	3.0	0.7	-0.1	-0.5	15.7	3.1	0.1
Efeito dinâmico (bola de neve)	0.8	6.4	10.0	4.2	2.2	7.0	22.8	16.4
· efeito juros	2.9	4.3	4.9	4.9	5.0	9.0	19.1	14.8
· efeito crescimento	-2.1	2.1	5.1	-0.7	-2.7	-2.0	3.8	1.7
Ajust. défice-dívida (por diferença)	3.5	5.5	3.9	-0.2	-1.2	5.0	8.0	2.5

Fonte: Conselho de Finanças Públicas, relatório OE/2016.

A dívida pública que em fevereiro de 2005 era de 96 mil M€ (cerca de 60% PIB), atingiu, em junho de 2011, 172 mil M€ (cerca de 97% PIB).

Conforme é visível na **Tabela 1**, a variação da dívida entre 2007 e 2010 resultou, na sua maioria, da acumulação de défice primário (sobretudo em 2009 e 2010), que foi responsável por um aumento de 15,7 p.p. da dívida pública. O efeito dinâmico (também designado por efeito bola de neve [4]) resultou num aumento da dívida em 7 p.p. durante este período, sendo que o ajustamento défice-dívida provocou os restantes 5 p.p. de aumento.

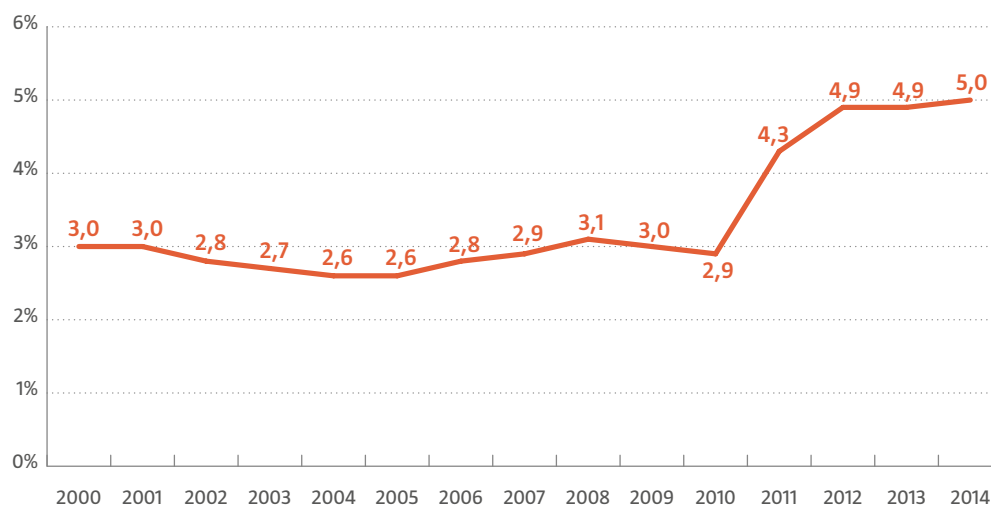
Entre 2012 e 2014, a dívida pública subiu 19 p.p. do PIB. Desse valor, 2,5 p.p. são imputados a reclassificações do perímetro; 14,8 p.p. são efeito dos juros e 1,7 p.p. do efeito “bola de neve”; apenas 0,1 é efeito do saldo primário.

A subida da dívida pública (de 37 p.p.) no período dos XVII e XVIII Governos Constitucionais (2005-2011) deveu-se em grande medida aos défices primários, sendo que o crescimento económico verificado nesse período (entre 2005 e 2008 e em 2010), teve o efeito de contribuir para a redução da dívida pública – efeito “bola de neve” – efeito dinâmico do crescimento económico).

Por outro lado, a subida da dívida pública entre 2011 e 2014 (de 34 p.p.) deveu-se sobretudo ao efeito juros (19 p.p.), que custavam em 2010 cerca de 3% PIB/ano e custam agora quase 5% PIB/ano, e ao efeito de reclassificações de perímetro (8 p.p.). O saldo primário apenas contribuiu com 3 p.p. Ou seja, entre 2011 e 2014 a subida da dívida deve-se quase exclusivamente ao “passado” (integração do que estava fora das contas e pagamento dos juros pela dívida contraída).

[4] O “efeito bola de neve” decorre do facto de a taxa de juro implícita na dívida pública poder ser superior à taxa de crescimento nominal do PIB. Como tal, uma vez que o numerador cresce a uma velocidade maior do que o denominador, para que o rácio da dívida pública não aumente é necessário que exista um excedente orçamental. A situação inversa (taxa de juro inferior ao crescimento nominal do PIB) permite reduzir o rácio, mesmo na ocorrência de um défice primário.

Figura4. Despesa com juros em % PIB



Fonte: autores, com base nos dados do INE em contas nacionais

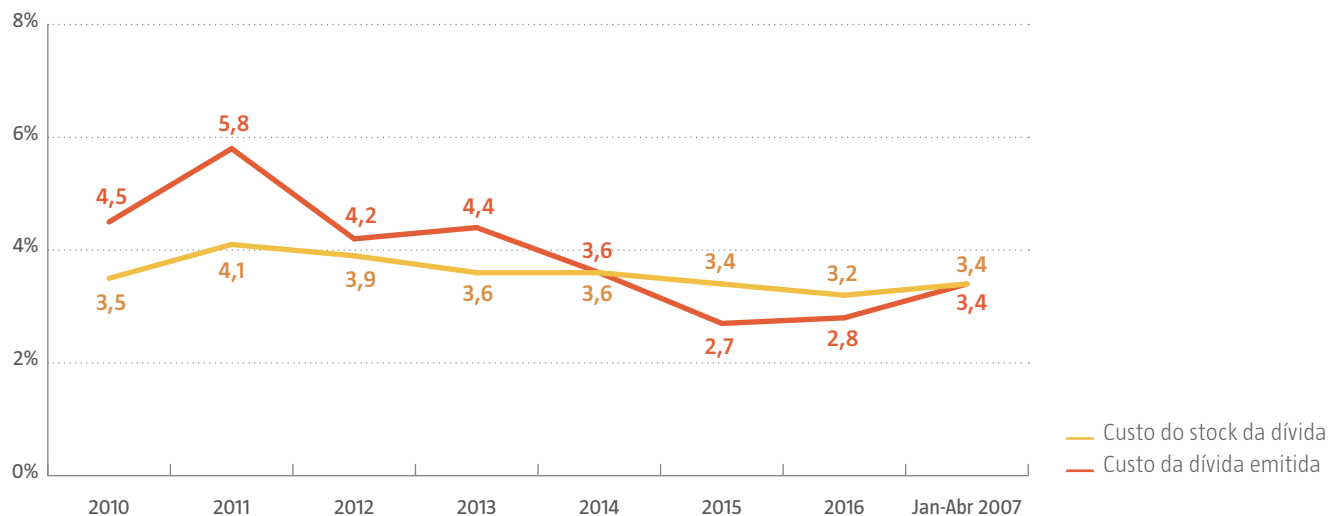
Se reduzirmos o período de análise entre 2012 e 2014, então o efeito do saldo primário é nulo. O aumento da dívida (de 19 p.p.) é quase exclusivamente efeito dos juros (14,8 p.p.) e das reclassificações (2,5 p.p.), ou seja, de novo efeito do “passado”. Dado o período de recessão entre 2011 e 2013, houve naturalmente um “efeito bola de neve” da dívida, que se traduziu num aumento de 1,7 p.p., por via da redução do denominador no rácio dívida em % PIB.

Naturalmente, este aumento da dívida pública a partir de 2008, aliado a um aumento das *yields* (taxa de juro no mercado secundário) no mercado secundário da dívida pública portuguesa, resultou num forte aumento do pagamento de juros. A despesa com juros, que ascendia em 2008 a cerca de 5,5 mil M€ (3% PIB), passou para cerca de 7,6 mil M€ em 2011 (4,3% PIB), 8,2 mil M€ em 2012 e 8,5 mil M€ em 2015 (4,5% PIB), conforme é visível na **Figura 4**.

Contudo, o aumento da despesa com juros não foi proporcional ao aumento da dívida pública, dado que a dívida pública aumentou 85% entre 2008 e 2015 (um aumento de 60 p.p., passando de 69% PIB para cerca de 130%), enquanto que a despesa com juros aumentou 55% (um aumento de 3 mil M€, resultante do aumento da despesa de 5,5 mil M€ para 8,5 mil M€, conforme mencionado).

Ora, a subida dos custos de financiamento da dívida pública nos mercados financeiros internacionais a partir de 2009 deveria ter tido o efeito inverso. Isto é, o financiamento deste aumento da dívida, feito a taxas de juro de mercado superiores às verificadas até 2008 deveria ter tido como consequência um maior encargo com juros. Recorde-se que até 2008, a taxa de juro média das OT a 10 anos rondava os 4-4,5%, sendo que no final de 2010, as *yields* a 10 anos ultrapassaram os 7%.

Figura 5. Custo da dívida direta do Estado



Nota: (6) - Custo da dívida emitida = custo médio dos BT, OT, OTRV e MTN emitidos no ano correspondente, ponderado pelo montante e maturidade. Custo do *stock* da dívida = rácio entre juros do subsector Estado na ótica de Contas Nacionais e saldo médio da dívida direta do Estado no final dos anos t e t-1.

Fonte: IGCP, boletim de abril de 2017

Tal não ocorreu da forma que seria espectável, dado que, conforme é visível na **Figura 5**, a escalada nos custos de emissão registada em 2010 e 2011 foi sendo paulatinamente reduzida a partir de 2012. Para isso contribuíram três fatores:

1. O financiamento via “troika”, com taxas de juro abaixo do financiamento em mercado, mesmo para emissões anteriores a 2008;
2. O gradual regresso aos mercados, a partir de 2012, fruto da recuperação financeira, da extensão de maturidades dos empréstimos europeus, de uma política ativa de contatos com investidores e de reformas estruturais aprovadas e concretizadas pelo XIX Governo Constitucional durante o programa de ajustamento.
3. A política monetária conduzida pelo Banco Central Europeu a partir de 2012 (tendo anteriormente, em 2010, iniciado o SMP - *Securities Market Program*), primeiro com as declarações tranquilizadoras do Presidente do BCE Mario Draghi, de um possível OMT - *Outright Monetary Transactions* [5] e, a partir de 2014, com o *Quantitative Easing* [6];

[5] Com o OMT, o BCE disponibilizou-se, em 2012, a comprar dívida pública no mercado secundário, com maturidade até três anos, sob determinadas condições de países solventes mas sob pressão dos mercados

[6] Mecanismo destinado a reduzir os encargos dos empréstimos bancários às empresas e famílias, através de compra de dívida pública.

Como veremos mais à frente, o financiamento do FMI e sobretudo o financiamento dos Instrumentos Europeus tiveram um papel crucial, não apenas na manutenção do acesso ao crédito por parte do Estado Português (evitando assim uma situação de incumprimento, normalmente designada por *default*), mas também na redução dos encargos com a dívida pública. Isto porque, como detalharemos na próxima secção, as taxas de juro nominais dos Instrumentos Europeus (e do FMI, embora em menor dimensão), são bastante inferiores às taxas de mercado praticadas para Portugal, mesmo para o período anterior a 2008.

Adicionalmente, é fulcral referir a estratégia de gestão da dívida pública levada a cabo pelo IGCP - Instituto de Gestão do Crédito Público desde 2012, com particular ênfase no período entre 2013 e 2015. Detalharemos e aprofundaremos esta estratégia como algo crítico para a redução da dívida e dos encargos de juros no capítulo 5. Aquilo que o IGCP tem feito, nos últimos anos, após o pedido de resgate à “troika”, tem sido usar as operações de mercado para diversificar o seu portfólio de clientes (nomeadamente com as operações em retalho, junto dos particulares), bem como estender maturidades (trocando dívida por maturidades superiores) e reduzir a taxa de juro de financiamento (o que foi possível a partir de 2014, quando as taxas de juro do mercado secundário começaram a reduzir-se).

2. A ATUAL SITUAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

2.1 A composição atual da dívida pública

De acordo com os últimos dados disponíveis, em março de 2017, a dívida pública portuguesa atingiu cerca de 130% PIB. Este valor representa cerca de 240 mil M€. Esta dívida encontra-se estruturada da seguinte forma, à data de 31 de Março de 2017 (Tabela 2): **cerca de 174 mil M€ dizem respeito a títulos de dívida, maioritariamente nas mãos de privados**, sendo que, deste valor, cerca de 140 mil M€ são detidos por investidores institucionais (estrangeiros e nacionais, com destaque, a nível dos nacionais, para o sistema financeiro – banca e seguros – bem como a Segurança Social) e pelo Sistema Europeu de Bancos Centrais (Banco de Portugal e BCE). A dívida de curto prazo, através de BT's - Bilhetes do Tesouro, representa 15 mil M€. A poupança privada de particulares atingiu quase 30 mil M€. Excluindo a dívida detida pelo Banco de Portugal e pelo BCE (cerca de 35 mil M€, 15% do total), os privados representam 57% da dívida pública. Os restantes 28% estão nas mãos dos Instrumentos Europeus e do FMI.

Tabela2. Estrutura da dívida pública

Painel A – Síntese da composição da dívida direta do Estado

Tipo de dívida	Montante (M€)	% do total dívida
Médio e longo prazo, em OT (Obrigações do Tesouro, com maturidades acima dos 2 anos)	114.323	48%
Curto prazo (BT - Bilhetes do Tesouro, com maturidades abaixo dos 18 meses)	15.035	6%
Poupança interna de particulares (Certificados de aforro e de tesouro e OTRV)	28.447	12%
Outros títulos de dívida pública (MTN, CEDIC, <i>cash-collaterals</i> e outros)	15.971	7%
Dívida da “troika”	66.187	28%
Total da dívida pública	239.963	n.a

Painel B - Dívida direta (pelos principais detentores – valores aproximados)

Tipo de detentor	Montante (M€)	% do total dívida
Institucionais sem possibilidade de <i>haircut</i>		
FMI	16.500	
BCE/BdP	34.000	
Investidores domésticos		
Particulares	25.000	
Sistema financeiro nacional	53.500	
Segurança Social	Valor aproximado de 8.000	
Outros investidores		
Instrumentos Europeus	51.600	
Investidores estrangeiros	51.500	

Nota: A informação do Painel A é a atual composição da dívida pública. A informação do Painel B é mais restrita, identificando os principais detentores da dívida pública. A informação do Painel B apresenta-se mais restrita, uma vez que pretende apresentar informação necessária. Tratando-se de valores aproximados, o total não coincide exatamente com o total do Painel A.

Fonte: autores, com base nos dados do boletim mensal de Março do IGCP e boletim estatístico do Banco de Portugal. Os valores da dívida detida pelo BCE e BdP têm por base a última informação conhecida: Dezembro de 2016 e Janeiro de 2017, respetivamente.

No entanto, se excluirmos a dívida de curto prazo, a poupança interna dos particulares (certificados de aforro e de tesouro e OTRV - Obrigações do Tesouro de Rendimento Variável) e os outros títulos de dívida pública (que na sua maioria são detidos por entidades públicas, como é o caso dos CEDIC - Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo), a composição da dívida pública pode ser descrita da seguinte forma (**Figura 6**): a dívida detida por institucionais representa cerca de 62% do total da dívida, sendo que o FMI passa a representar 9% e os Instrumentos Europeus 29% (antes somados representavam 22%). Analisando mais atentamente, a dívida detida por privados (**Figura 7**) através de OT, os 114 mil M€ encontram-se assim distribuídos (valores aproximados, fonte IGCP): os residentes (ou seja, o sistema financeiro e a segurança social) detêm 39% deste valor (cerca de 44 mil M€), o BCE (através do SMP - *Securities Markets Programme* e do PSPP - *Public Sector Purchase Programme*) detêm 9% (cerca de 19 mil M€), o Banco de Portugal (recorde-se que 80% do QE é realizado via bancos centrais nacionais) detêm 17% (cerca de 18 mil M€) e por último, os investidores estrangeiros institucionais detêm os restantes 35% (cerca de 39 mil M€). Isto a 31 de Março de 2017.

Figura6. Composição da dívida pública (sem BT, poupança particular e CEDIC)

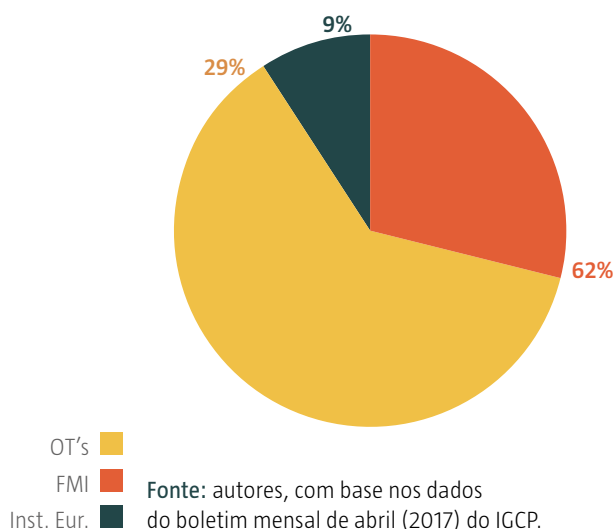
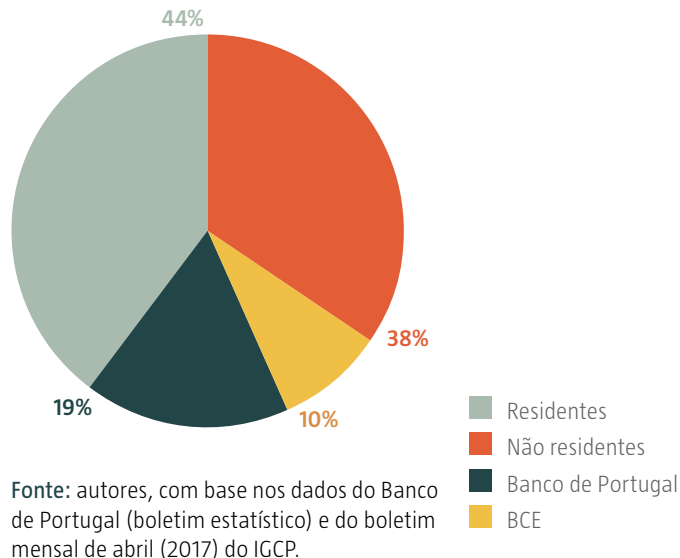


Figura7. Detentores das Obrigações do Tesouro



Por outro lado, a dívida detida pelas instituições oficiais a 31 de Março de 2017 (FMI e Instrumentos Europeus), representando 28% da dívida pública total e quase 40% da dívida pública de médio e longo prazo, se excluirmos os certificados, OTRV e os CEDIC, é composta da seguinte forma (Tabela 3): os Instrumentos Europeus detêm cerca de 51 mil M€, com uma maturidade média em torno dos 20 anos, com uma maturidade residual de 14 a 16 anos. O EFSM - *European Financial Stabilisation Mechanism* tinha um custo da dívida estimado em 2,7% a 31 de Março de 2017, sendo que o EFSF tinha um custo da dívida em torno dos 2,0%. Já a dívida ao FMI representava nesta data cerca de 14 mil M€, com um custo em torno dos 4,6% (recorde-se que os empréstimos do FMI têm uma taxa de juro de 4%, mas calculada por um cabaz de moedas, o SDR - *Special Drawing Rights*, o que se traduziu por um custo maior no último ano, atendendo à valorização do Dólar face ao Euro).

Se considerarmos que, até à crise financeira de 2008, as *yields* a 10 anos da dívida pública portuguesa rondavam os 3,5% a 5%, e que depois da crise e antes do resgate subiram para valores superiores a 7% (a última emissão a 10 anos antes do resgate, em 2010, foi realizada com uma taxa de juro em torno dos 6,4%), o financiamento do FMI está em linha com o financiamento da República pré-crise financeira. Pelo seu lado, o financiamento dos Instrumentos Europeus é realizado com taxas substancialmente inferiores às taxas a que Portugal se financiou nos últimos 15 anos. De facto, os empréstimos europeus (que na versão original do Memorando assinado em maio de 2011 tinham juros em torno dos 5%, mas que posteriormente, no Conselho Europeu de julho de 2011, foram substancialmente reduzidos) permitiram que em 2011-2013 Portugal mantivesse os seus compromissos e implicaram uma forte redução dos juros que teriam sido pagos em condições de mercado "normais". Se considerarmos uma taxa de juro média em torno dos 4% no período pré-2008, **o financiamento Europeu, ao reduzir esse custo em 1,5 p.p., permitiu poupar anualmente um valor em torno dos mil M€.**

Adicionalmente, o custo da dívida dos instrumentos Europeus é calculado através do custo de financiamento dos próprios instrumentos. Ou seja, os valores indicados representam o custo dos instrumentos se financiarem, acrescidos de um *spread* (diferença de taxas de juro de um país face a outro) em torno de 0,1%. Ou seja, a solidariedade Europeia têm-se manifestado desta forma: Portugal, no momento difícil em que não teve acesso aos mercados, beneficiou de liquidez e de uma taxa de juro europeia, bem como de maturidades bastante elevadas, como demonstraremos com maior detalhe no ponto seguinte.

Tabela3. Composição, custo e maturidade dos empréstimos da troika

Custo e maturidade dos empréstimos PAEF (mar 2017)					
Entidade	Montante desembolsado (mil M€)	Custo <i>all-in</i> estimado (%)	Maturidade média final desde data do desembolso (anos)	Saldo vivo (mil M€)	Maturidade média residual final (anos)
EFSM	24,1	2,7	19,5	24,3	14,3
EFSF	26,0	1,9	20,8	27,3	16,1
IMF	26,3	4,6	6,2	14,6	3,9
Total EU-IMF	76,5	2,6	15,4	66,2	12,8

Fonte: autores, com base nos dados do boletim mensal de abril de 2017 do IGCP.

2.2 O perfil de reembolso da dívida pública

O perfil de reembolso da dívida pública de médio e longo prazo é apresentado na **Figura 8**, sendo que a **Figura 9** apresenta o saldo vivo das emissões de OT. Se excluirmos os BT (por um lado, dada a sua maturidade inferior a 18 meses e, por outro lado, considerando que o acesso ao mercado de BT é relativamente estável, mesmo que possa também ter picos de subida das *yields*), verifica-se que até 2026, isto é, **nos próximos 10 anos, Portugal tem de reembolsar (fazer o *roll-over* através da emissão de nova dívida) um valor anual entre os 9 mil M€ e os 16 mil M€** (a que se somam as necessidades líquidas de financiamento – défice orçamental mais as aquisições líquidas de ativos financeiros, como por exemplo os auxílios financeiros à banca, recorrentes nos últimos anos). No entanto, o perfil de reembolso é determinado pelo tipo de detentor da dívida pública. Enquanto que até 2022 os empréstimos ao FMI estarão pagos (dado que o empréstimo do FMI em 2011 tinha uma maturidade média de 7 anos), os empréstimos dos Instrumentos Europeus apenas começam a ser pagos a partir de 2025. De facto, até 2025, a amortização de dívida corresponde apenas à dívida das OT (detidas por instituições estrangeiras ou nacionais e pelo BCE/Banco de Portugal) e por dívida ao FMI. **Os empréstimos do EFSF e do EFSM apenas começam a ser pagos em 2025.**

Figura8. Perfil de reembolso da dívida pública de médio e longo prazo (mil M€)

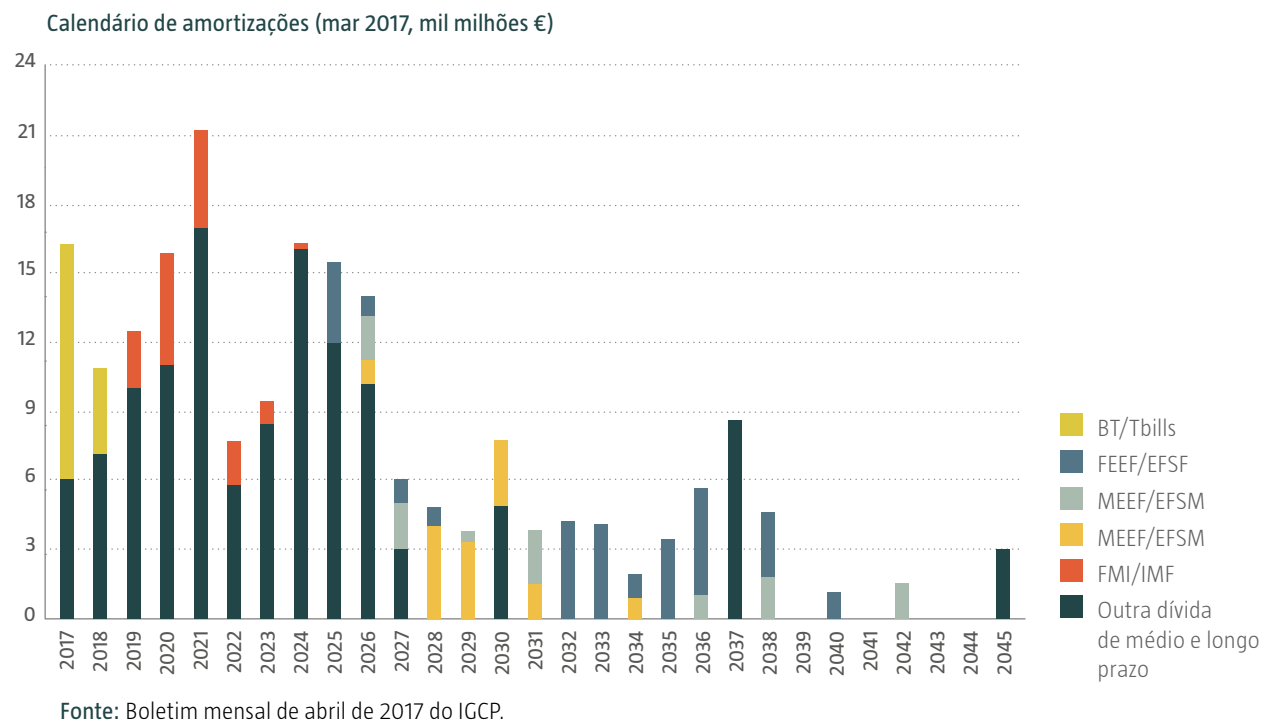
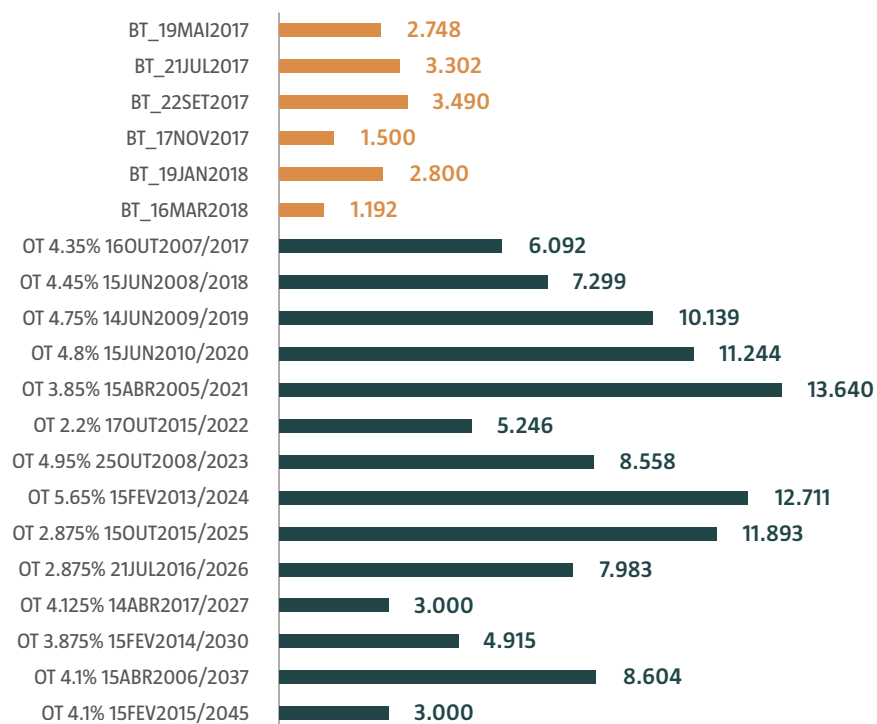


Figura9. Saldo de BT e OT (M€)



Fonte: Boletim mensal de abril de 2017 do IGCP.

2.3 A despesa pública com os juros da dívida pública

Como vimos anteriormente, a despesa com juros subiu significativamente nos últimos anos, essencialmente em resultado do aumento do *stock* da dívida (de 60% para 130% PIB), com o custo de emissão a manter-se relativamente estável (dado que os empréstimos da “troika” têm taxas de juro abaixo do financiamento do mercado, sobretudo no caso dos Instrumentos Europeus). De facto, **a despesa com juros passou de cerca de 5,5 mil M€ (3% PIB) em 2008 para cerca de 8,5 mil M€ (4,5% PIB) em 2015.**

Face à composição da dívida pública descrita anteriormente, coloca-se a seguinte questão: que custo efetivo, em milhões de € e percentagem do PIB, tem cada um dos diferentes componentes da dívida pública? A **Tabela 4** apresenta os nossos cálculos com vista a responder à questão.

Os Instrumentos Europeus, com uma taxa de juro média de 2,4%, implicam uma despesa com juros de cerca de 1.250 M€, ao passo que o FMI, com uma taxa média de 4,3%, custa 800 milhões € em juros por ano. No total, os empréstimos da “troika”, com uma taxa média de 2,9%, custam cerca de 2 mil M€/ano. **A grande fatia de juros vai naturalmente para as OT**, até por representarem grande parte do endividamento. O custo anual desses juros, para uma taxa média ponderada de 4,2%, é de cerca de 4,6 mil M€. A restante dívida representa 1,7 mil M€ de juros anuais.

Tabela 4. Despesa com juro por componente da dívida pública

Detentores	Valor dívida (M€)	Taxa de juro média	Juros (M€)	Juros (%PIB)	Peso no total juros
EFSM	24.300	2,7%	656	0,4%	8%
EFSF	27.300	2,2%	601	0,3%	8%
FMI	16.500	4,2%	700	0,4%	8%
OT	112.300	4,2%	4.600	2,6%	55%
Restante dívida	58.700	3,2%	1.850	1,0%	22%

Nota: Cálculos dos autores, com base na informação disponível e atrás referida. Valores aproximados.

2.4 A evolução recente dos juros da dívida pública

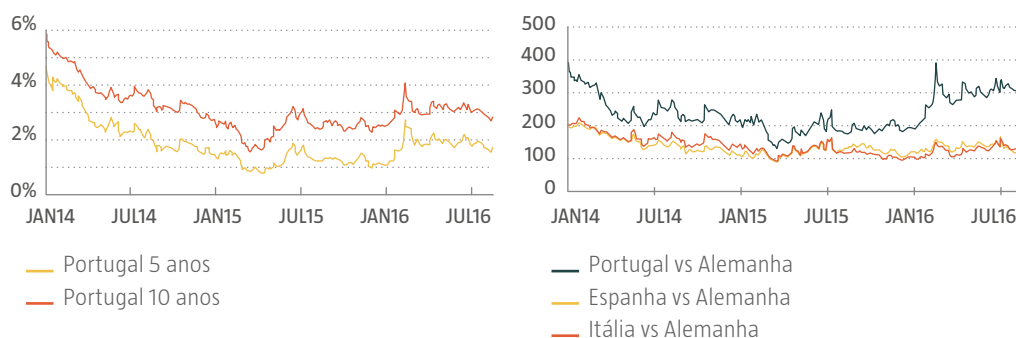
Após a crise das dívidas soberanas, iniciada em 2010 no seguimento do primeiro pedido de assistência financeiro por parte da Grécia, as *yields* da dívida pública portuguesa no mercado secundário dispararam, ultrapassando o valor de 7% em outubro de 2010. Após o pedido de assistência financeira em março de 2011, as *yields* continuaram a subir, tendo chegado, no prazo a 10 anos, a um valor próximo dos 18% (princípio de 2012).

A partir de 2013, as taxas de juro no mercado secundário começaram lentamente a reduzir-se e Portugal conseguiu, com sucesso, regressar ao financiamento nos mercados, antes mesmo do momento previsto no MoU com a “troika”. Naturalmente, as políticas monetárias do BCE tiveram um papel importante nesta descida, mas é importante salientar dois contributos cruciais para este resultado. Por um lado, a significativa consolidação orçamental (com uma redução do défice de 11%, em 2010, para um valor em torno dos 4%, ou mesmo abaixo de 3%, em 2015, descontadas as medidas excecionais no sistema financeiro). Por outro lado, as relevantes reformas estruturais realizadas pelo XIX Governo Constitucional. De outra forma, não teria sido possível, em maio de 2014, uma “saída limpa” do programa, à imagem do que a Irlanda tinha alcançado seis meses antes.

É verdade que as *yields* desceram em todos os países após a intervenção do BCE, à exceção da Grécia, onde aumentaram (fruto da crise política vivida em 2014-2015), mas é importante realçar que os *spreads* da dívida portuguesa face à alemã e face à espanhola e italiana reduziram-se substancialmente no período de 2013 a 2015.

A **Figura 10** apresenta essa tendência de descida das *yields* e de redução dos *spreads* face a Espanha e à Alemanha, ocorrida até finais de 2015. Desde então, as *yields* de Portugal, nas referências a 5 e 10 anos, têm apresentado uma tendência de subida. No prazo a 10 anos, passaram de um mínimo histórico em torno de 1,5% para um valor acima dos 3%. O *spread* face a Espanha, que se tinha reduzido para valores abaixo dos 100bp - *basic points*, está agora, em Abril de 2017, acima dos 200bp. Já o *spread* face a Alemanha ultrapassa, em Abril de 2017, os 300bp. Isso resulta: **i)** da perceção que os mercados têm da solução política de governo, apoiada por dois partidos de extrema-esquerda; **ii)** da reversão de algumas reformas estruturais aprovadas entre 2011 e 2015; **iii)** da situação do setor bancário em Portugal traduzida no nível de NPLs - *Non Performing Loans*, nas necessidades de capital e na fraca rentabilidade, bem como das decisões em torno do NovoBanco (nomeadamente a passagem de dívida obrigacionista detida por institucionais estrangeiros, entre os quais alguns dos grandes fundos de investimento, do NovoBanco para o BES - “*bad bank*”) e da decisão de resolução do BANIF, gerando maior incerteza e preocupação relativamente ao sistema financeiro nacional. Estes fatores contribuíram para que a evolução do *rating* da República portuguesa tenha interrompido a sua tendência de melhoria registada desde 2013.

Figura 10. Evolução das *yields* e dos *spreads* a 5 e 10 anos



Fonte: Boletim mensal de julho (2016) do IGCP.

3. A INVIABILIDADE DE REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Este capítulo analisa os impactos de diversos tipos de reestruturação da dívida pública portuguesa, baseando-se nos seguintes pressupostos:

- A reestruturação não afetaria os BT, a poupança dos particulares em certificados de aforro e do tesouro e instrumentos como os CEDIC (dado serem detidos por entidades públicas).
- A reestruturação não afetaria a dívida ao FMI, uma vez que esta entidade não aceitaria qualquer redução de valor dos seus empréstimos e todos os países que o fizeram no passado ficaram afastados dos mercados durante varias décadas.

A PCS, em momento algum defende qualquer das hipóteses ou cenários aqui elencados. O objetivo deste capítulo é, precisamente, demonstrar o “irrealismo” e o custo brutal decorrente de qualquer decisão de reestruturação unilateral, baseada em *haircuts* de dívida. Na verdade, este capítulo confirma aquilo que há muito tempo se sabe: não há uma *silver bullet* ou uma solução “milagrosa” que resolva e remova, automaticamente, o peso da dívida pública. Contudo, existe uma estratégia que, apesar de exigente, assegura a sustentabilidade da nossa dívida, tendo por base uma gestão eficiente da dívida, a concretização de uma 2ª geração de reformas estruturais pós-troika e a participação ativa no desenho de soluções de carácter europeu.

HIPÓTESE 1 | PSI - *Private Sector Involvement* (haircut de 100%), semelhante ao PSI Grécia em 2012, envolvendo os detentores de OT (estrangeiros e nacionais), excluindo a Segurança Social, o BCE e o Banco de Portugal.

Caso esta hipótese fosse possível, a dívida pública reduzir-se-ia em cerca de 85 mil M€, aproximadamente 47 p.p. do PIB, descendo para cerca de 83% PIB. A poupança de juros poderia atingir um valor em torno dos 3,5 mil M€, ou seja, cerca de 2% PIB e cerca de 42% da despesa com juros.

Esta decisão destruiria a credibilidade e, conseqüentemente, o acesso aos mercados por parte do Estado português durante muitos anos (vide exemplo da Argentina e da Grécia). Criaria problemas graves de financiamento às empresas portuguesas, quer no acesso, quer no seu custo, com os *spreads* a subirem mui-

to significativamente gerando um efeito recessivo e, conseqüentemente, um aumento dramático do desemprego. Teria também um impacto muito negativo na atração de investimento estrangeiro e no acesso a financiamento por parte dos bancos. Por último, embora fora desta análise, refira-se que a maior parte destes contratos assenta na Lei inglesa (*Common Law*), sendo difícil prever as conseqüências jurídicas de uma decisão desta natureza.

Esta decisão traria um outro problema, cuja magnitude é muito difícil de avaliar. Sendo o *haircut* feito também sobre os investidores institucionais nacionais, este impactaria quase exclusivamente no setor financeiro – bancos e seguros – mas sobretudo, nos bancos. Dada a situação extremamente difícil dos bancos portugueses em termos de capital, uma perda adicional, por imparidades, de 25 a 30 mil M€, levaria pura e simplesmente ao seu colapso. A sua necessária recapitalização, após nacionalização (dado que os privados não só não seriam capazes de o fazer como também não teriam qualquer incentivo para tal), também não poderia ser feita pelo Estado. Isto por três ordens de razão: **1)** Não faria sentido cortar 25 a 30 mil M€ de dívida pública para depois emitir dívida nesse montante para recapitalizar os bancos; **2)** o Estado não teria capacidade de emitir essa dívida, dado que estaria fora dos mercados internacionais e **3)** as regras europeias obrigam a um *bail-in* de 8% do passivo, antes da existência de um *bail-out*.

A conseqüência, dado que o capital e dívida existente são insuficientes, seria a recapitalização dos bancos com recurso a um *levy* (corte) sobre os depósitos. Dado que o valor dos depósitos em Portugal ronda os 120 mil M€, e o total de dívida sénior emitida pelos bancos ronda os 30 mil M€, uma recapitalização de 25 a 30 mil M€ obrigaria a um *levy* de 20% sobre todos os depósitos ou, caso se pretendesse proteger os depositantes até 100 mil € (note-se que o BRRD - *EU Bank Recovery and Resolution Directive* diz que os depósitos abaixo dos 100 mil € também são afetados), um *levy* sobre o remanescente seguramente muito acima dos 50%.

Corolário: Portugal estaria fora dos mercados internacionais, os particulares nacionais teriam uma perda nos depósitos de 25 a 30 mil M€ e a dívida pública passaria de 130% para 83%, havendo uma poupança de juros em torno dos 2% PIB. Ou seja, boa parte dessa redução da dívida pública seria feita à custa dos depositantes. Adicionalmente, para se evitar uma fuga generalizada de depósitos de Portugal ter-se-ia de impor barreiras à circulação de capitais como fizeram o Chipre e a Grécia (com maior dificuldade, dado que Chipre é uma ilha e a Grécia, geograficamente, em termos da zona Euro, também é uma “ilha”).

Trata-se de pôr Portugal numa situação muito próxima daquela que a Argentina viveu em 2001, em que só regressou aos mercados financeiros internacionais em 2015.

HIPÓTESE 2 | PSI - *Private Sector Involvement* (haircut de 100%), semelhante ao PSI Grécia em 2012, envolvendo os detentores de OT, incluindo o BCE e o Banco de Portugal.

Com esta decisão, a redução da dívida pública seria em torno dos 111 mil M€, ou seja, uma redução em torno dos 66 p.p. do PIB. A dívida pública passaria assim de 130% para 64% PIB. A poupança com juros poderia atingir os 4,6 mil M€, cerca de 2,6% PIB aproximadamente 55% dos juros pagos por Portugal anualmente.

Além das consequências já referidas no ponto anterior, colocaria um conjunto de problemas adicionais, de magnitude ainda mais difícil de antever, mas que arriscaríamos qualificar como de trágicos. Por um lado, o *default* levaria a perdas avultadas do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, dado que mais de 80% dos ativos do fundo estão aplicados em dívida pública nacional. Por outro lado, o *default* face à dívida do BCE, algo que nem foi testado no caso grego, implicaria uma exclusão do financiamento do Eurosistema e poderia levar o país a sair do Euro. Essa saída, sendo difícil de estimar o seu impacto, teria contudo um efeito arrasador nos rendimentos, poupanças e valores de ativos nacionais. Adicionalmente, o *default* face à dívida detida pelo Banco de Portugal levaria a um problema grave no Banco Central, que poderia ter de recorrer às suas reservas de ouro (praticamente impossíveis de vender no mercado internacional) e cambiais.

Corolário: Além da exclusão dos mercados internacionais e do corte nos depósitos, provavelmente levaria à saída de Portugal da zona Euro. A dívida pública passaria de 130% para 64% e haveria uma redução dos juros em 2,6% PIB.

Tabela5. Síntese da reestruturação da dívida pública

Cenário	Redução Dívida	Redução juros	Consequências
<i>Haircut</i> de 100% dívida privados	130% para 83% PIB	2% PIB	Saída de Portugal dos mercados financeiros (Estado e privados) Necessidade de recapitalização do setor financeiro <i>Levy</i> (corte) nos depósitos de 20%-30%
<i>Haircut</i> de 100% dívida em OT, incluindo BCE e BdP	130% para 64%	2,5% PIB	Saída de Portugal dos mercados financeiros (Estado e privados) Necessidade de recapitalização do setor financeiro Falência do Fundo de Capitalização da Segurança Social <i>Levy</i> nos depósitos de 20%-30% Provável saída da zona Euro

HIPÓTESE 3 | Reestruturação da dívida dos Instrumentos Europeus.

Esta reestruturação poderia passar por 3 hipóteses:

1. **Extensão das maturidades:** Como vimos anteriormente, os empréstimos europeus apenas começam a ser pagos em 2025. Uma extensão da sua maturidade, por mais longa que seja, não cria margem nem folga nas necessidades de refinanciamento dos próximos anos (acima de 10 mil M€ ano se, ao *roll-over* da dívida, somarmos o financiamento dos défices orçamentais). Também não gera margem orçamental, dado que o pagamento dos juros se mantém. Como aspeto positivo, uma extensão das maturidades reduziria o NPV - *Net Present Value* da dívida pública portuguesa [7]. Contudo, as incontornáveis dificuldades políticas, assim como o facto de faltarem quase 10 anos para o início dos pagamentos, aconselham que se deixe esta hipótese para discussão futura.
2. **Diferimento dos juros até 2025:** Geraria uma ligeira folga nas necessidades brutas de financiamento, em cerca de 1,2 mil M€ (0,7% PIB). No entanto, dado que em contas nacionais continuaria a ser contabilizada como despesa em cada ano, não gera, do ponto de vista do cumprimento das regras europeias decorrentes do Pacto de Estabilidade e Crescimento e do Tratado Orçamental, qualquer folga orçamental. Naturalmente, um diferimento dos juros – desde que seja, de facto, um diferimento (isto é, não se altere a taxa de juro para compensar o diferimento – resulta num NPV inferior da dívida pública, o que tem impacto na sua sustentabilidade.

[7] A Comissão avalia periodicamente a sustentabilidade orçamental de cada estado membro, no contexto do PEC. Os indicadores sintéticos de sustentabilidade são:

Projeções da dívida pública com análise de sensibilidade.

S1: Alteração permanente nas receitas e/ou despesa primária em % PIB para alcançar um rácio de dívida de 60% num determinado momento (prazo de médio/longo prazo). O S1 indica a diferença ou hiato de sustentabilidade entre o montante constante de receitas (ou o saldo primário, pressupondo que este só será afetado no futuro por despesa relacionada com o envelhecimento populacional) (em % PIB) que seria necessário a cada país para em 2050 atingir o objetivo de uma dívida pública de 60% PIB e o montante atual de receitas. Ou seja, indica a dimensão do ajustamento orçamental permanente que permite alcançar o objetivo da dívida pública. Este ajustamento pode passar por uma de duas alternativas (ou a conjugação das duas): redução de despesas não relacionadas com o envelhecimento populacional ou um aumento de receitas.

S2: Alteração permanente nas receitas e/ou despesa primária em % PIB que garanta que o valor atual dos saldos primários futuros é igual ao “*stock*” atual da dívida bruta. O S2 indica a diferença ou hiato de sustentabilidade entre o montante constante de receitas (em % PIB) necessário para respeitar a restrição orçamental intemporal, isto é, o montante de receitas que iguala o fluxo atualizado de receitas e despesas num horizonte temporal infinito. Também pode ser calculado pelo valor do saldo primário necessário para igualar o valor presente de todos os saldos primários futuros (assumindo novamente que o saldo primário só será afetado por incrementos de despesa relacionado com o envelhecimento populacional). Este indicador pode ser decomposto em duas partes: a posição orçamental inicial e o custo de longo prazo do envelhecimento. O S2 pode assim ser decomposto em duas partes: a posição orçamental inicial, que traduza a variação do saldo primário que é necessária para que o rácio da dívida permaneça estável, e o custo a longo prazo do envelhecimento, que mede a variação do saldo primário necessária para fazer face aos custos de envelhecimento populacional (Catarino, 2012).

Saldo primário exigido nos primeiros cinco anos das projeções para garantir o cumprimento da restrição orçamental intemporal.

Refira-se que o S1 e o S2 são calculados para o final do ano anterior à análise e para o final do Programa de Estabilidade.

Note-se contudo, que tendo sido esta uma opção proporcionada à Grécia (e que está em vigor), isso não significa uma redução das taxas de juro praticadas pelos Instrumentos Europeus. Essa redução é praticamente impossível, dado que, como referido anteriormente, a taxa de juro cobrada pelo EFSF e pelo EFSM é a taxa de juro de financiamento destes mecanismos, a que se soma um *spread* de 0,1%. Esse *spread* destina-se a cobrir os custos das operações de financiamento e da própria estrutura do ESM. Assim, uma **redução da taxa de juro implicaria uma perda por parte do EFSF, o que, nos termos da lei luxemburguesa (onde está a sua sede), obrigaria a uma recapitalização do fundo e seria na prática uma transferência orçamental. Algo que teria de ser aprovado nos 19 Estados membros da zona Euro.**

3. **Haircut da dívida dos Instrumentos Europeus:** implicaria uma redução da dívida em cerca de 51 mil M€, ou seja, uma redução de 28 p.p. do PIB. A dívida pública passaria para um valor em torno dos 100% PIB. Relativamente aos juros, implicaria uma poupança anual de cerca de 1,2 mil M€, ou seja, cerca de 0,7% PIB. Contudo, **dado que o reembolso desta dívida apenas ocorre a partir de 2025, não traria nenhuma margem do ponto de vista das necessidades brutas de financiamento dos próximos anos.**

Uma opção destas não está prevista nos Instrumentos Europeus. Como tal, **ou teria o apoio de todos os Estados membros (algo altamente improvável) ou implicaria a saída de Portugal da zona Euro, com consequências calamitosas.**

4. NOTAS SOBRE A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

A sustentabilidade da dívida pública depende essencialmente de dois fatores: o crescimento económico (nominal) e o saldo primário (isto é, o saldo global excluindo os juros). Desta forma, é possível estabelecer, para um determinado objetivo de dívida pública, qual o saldo primário necessário face a um determinado crescimento económico, e vice-versa, qual o crescimento económico necessário face a um determinado saldo primário.

Assim, analisámos os possíveis cenários para, em primeiro lugar, a dívida pública se estabilizar em torno dos 130% PIB e, em segundo lugar, cumprir o critério do Tratado Orçamental (reduzir em 5%/ano o diferencial da dívida pública para os 60% limite), assumindo uma taxa de juro média da dívida pública em 3%, 4% e 5%.

Recorde-se que para 2016, se prevê um saldo primário (excluindo medidas *one-off*) em torno dos 2% PIB. Olhando para a **Tabela 6**, verifica-se que a manutenção deste saldo primário só permite cumprir a regra do Tratado Orçamental com taxas de crescimento nominal acima dos 3%.

Tabela 6. Cenários para a dívida pública

Crescimento	Taxa de juro a 3%		Taxa de juro a 4%		Taxa de juro a 5%	
	Manter 130%	Cumprir T.O.	Manter 130%	Cumprir T.O.	Manter 130%	Cumprir T.O.
1,0%	2,6%	4,8%	3,9%	6,1%	5,1%	7,4%
1,5%	1,9%	4,2%	3,2%	5,4%	4,5%	6,7%
2,0%	1,3%	3,5%	2,5%	4,8%	3,8%	6,1%
2,5%	0,6%	2,9%	1,9%	4,1%	3,2%	5,4%
3,0%	0,0%	2,2%	1,3%	3,5%	2,5%	4,8%
3,50%	-0,6%	1,6%	0,6%	2,9%	1,9%	4,1%
4,0%	-1,3%	1,0%	0,0%	2,2%	1,3%	3,5%
4,5%	-1,9%	0,4%	-0,6%	1,6%	0,6%	2,9%
5,0%	-2,5%	-0,2%	-1,2%	1,0%	0,0%	2,2%

Tendo em conta a necessidade de cumprir o Tratado Orçamental, **com um crescimento nominal de 2%/ano, Portugal precisaria, para uma taxa de juro de 4%, de um *superavit* primário em torno dos 5% PIB.** Caso a taxa de juro se agravasse para os 5%, o *superavit* primário teria de ser de 6%. Naturalmente, um maior crescimento económico traduz-se numa redução da dívida com valores de *superavit* primário inferiores. **Um crescimento nominal de 4%/ano necessitaria, para cumprir o Tratado Orçamental, com uma taxa de juro de 4%, de um *superavit* em torno dos atuais 2%.**

Note-se que **um crescimento nominal de 3%, sendo exigente, não é, contudo, inatingível,** tendo sido alcançado em 2015 e 2016. De facto, se assumirmos que no médio-longo prazo o deflator do produto ronda os 2%, então um crescimento real de 1% será suficiente para, com as atuais condições orçamentais, reduzir de forma sustentável a dívida pública. Com um saldo primário um pouco maior, em torno dos 3% PIB, será possível cumprir o requisito do Tratado Orçamental (redução da dívida pública em 5% da diferença entre o valor hoje e o limite dos 60%).

Aliás, em 2016, na ausência das medidas *one-off* na banca, com um crescimento nominal de 3%, um saldo primário de 2,2%, a dívida pública ter-se-ia reduzido em torno de 1,5p.p.

Portugal deve cumprir os objetivos de finanças públicas definidos do Tratado Orçamental e prosseguir uma política orçamental sustentável, que garanta condições de financiamento favoráveis ao crescimento equilibrado da economia portuguesa e a uma menor dependência face ao exterior. **A política orçamental deve ser definida em função dos interesses de médio e longo prazo, sobrepondo-se a interesses ideológicos e a ciclos eleitorais.** A política orçamental deve ser independente dos ciclos económicos, exceto na dimensão contracíclica que lhe é dada pelos estabilizadores automáticos, cujo funcionamento regular deve ser assegurado.

As políticas públicas devem contribuir para um **reforço da competitividade da economia portuguesa.** O reforço da competitividade deve ser medido não apenas pelo crescimento económico e pelo aumento das exportações, mas também pela menor dependência financeira e económica face ao exterior, pela diminuição do peso dos setores de bens não transacionáveis e pela recuperação sustentável dos saldos externos. Os objetivos de natureza orçamental são instrumentais neste processo, mas constituem apenas uma parcela do papel do Estado. Ou seja, é essencial que **a prudência da política orçamental seja acompanhada de um impulso reformista que promova a inovação e o empreendedorismo, a qualificação e conhecimento científico, a concorrência e regulação, a sustentabilidade ambiental e o uso eficiente de recursos, a simplificação administrativa e o combate às desigualdades sociais e territoriais.**

O Estado e os agentes económicos devem reconhecer as condicionantes a que Portugal está sujeito pela sua participação na zona euro e os enormes custos de médio e longo prazo que decorrem de políticas e opções que visem apenas o mui-

to curto-prazo ou a satisfação e defesa de interesses circunstanciais ou eleitorais. Por isso, o reforço da competitividade e a garantia de sustentabilidade económica, social e ambiental do país não dependem, no contexto do atual nível de endividamento, apenas de visão estratégica e de espírito reformista. **Dependem também de um amplo compromisso que assegure estabilidade e previsibilidade nas políticas públicas.**

Corolário: a redução da dívida é imperiosa. Mas medidas radicais de reestruturação trazem custos muito elevados, muito superiores aos benefícios de redução da dívida e da despesa com juros. A forma de reduzir a dívida pública passa por maior crescimento económico em combinação com maiores saldos primários.

Em suma, a sustentabilidade da trajetória da dívida portuguesa depende da nossa capacidade para atingir, de forma duradoira, **metas exigentes, mas concretizáveis, tanto ao nível do crescimento como da consolidação orçamental.** Logo, mais do que discutir cenários irrealistas, inviáveis e nefastos de reestruturação da dívida, **teremos de assumir um amplo compromisso reformista para o crescimento sustentável como, desde 2011, vem defendendo a PCS.**

Desta forma, é imperioso que Portugal assuma um compromisso assente em três vetores:

- **Sustentabilidade e redução da dependência financeira e económica, quer do Estado, quer das empresas e das famílias;**
- **Compromisso pleno com o projeto europeu;**
- **Reforço da competitividade e do crescimento económico.**

5. O CAMINHO POSSÍVEL: UMA GESTÃO DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA NO MERCADO

Como vimos anteriormente, não existem “soluções milagrosas”, nem para o valor da dívida, nem para o que Portugal paga de juros. Contudo, existe um caminho que, no médio prazo, trará benefícios e mitigará o problema da dívida pública.

Como atrás foi descrito, a evolução da dívida pública em % PIB depende da taxa de juro média, do crescimento nominal e do *superavit* primário.

Desta forma, a resolução do problema da dívida pública, num contexto de médio e longo prazo, deverá fazer-se seguindo três abordagens. Estas abordagens são distintas, mas são também complementares e devem ser prosseguidas em paralelo e de forma simultânea.

5.1 A gestão da dívida pública

Neste ponto, importa manter a linha seguida pelo IGCP desde 2012, nomeadamente a procurar **diversificar as suas opções de financiamento**. Mas também manter a aposta de financiamento através do retalho, **proporcionando novos produtos para o investimento de particulares** e tornando os atuais produtos (Certificados de aforro, Certificados do Tesouro e OTRV) cada vez mais atrativos em termos de rentabilidades, maturidades e risco.

É fundamental “alisar” os montantes de reembolso de dívida de médio e longo prazo (OT + FMI + Instrumentos Europeus) para um valor abaixo dos 10 mil M€/ano, preferencialmente em torno dos 5-6 mil M€/ano. Um montante desta ordem de grandeza seria perfeitamente gerível, quer em termos de acesso aos mercados para refinanciamento (mesmo em momentos de crise), quer de gestão dos depósitos, com um *buffer* que permitisse estar algum tempo sem necessitar de aceder aos mercados (para prevenir situações de turbulência nos mercados ou de dificuldade de acesso).

Outra iniciativa importante passa por **reforçar os reembolsos antecipados ao FMI**, na medida em que as taxas de juro do mercado apresentem uma diferença significativa face aos cerca de 4% que o país paga neste momento ao FMI. No entanto, este reembolso antecipado tem como limite a quota mínima que o FMI terá

de manter para continuar a proceder à vigilância do país (algo de que os países europeus não abdicarão).

É também importante que o **IGCP mantenha uma almofada de liquidez, em torno dos 6-8 mil M€**, por motivos de precaução e como forma de evitar o recurso aos mercados durante algum período, em caso de maior turbulência financeira.

As atuais condições de mercado já não permitem que esses reembolsos antecipados tenham um grande impacto na redução do custo dos juros. Mas uma melhoria nas condições de mercado (como veremos no ponto seguinte) poderia ainda permitir que aproveitássemos uma janela de oportunidade. No entanto, os reembolsos regulares ao FMI terminam em 2023, pelo que o tempo para aproveitar uma eventual janela de oportunidade é apesar de tudo curto.

5.2 A sustentabilidade e redução da dívida pública

Apesar de a taxa de juro da dívida portuguesa ter uma componente exógena muito forte (isto é, decorre sobretudo de fatores de mercado não controláveis), não deixa de ser verdade que as condições macroeconómicas do país facilitam a redução dos *spreads*.

Assim, no médio prazo, é possível um caminho diferente, que passa por uma consolidação orçamental e um maior crescimento económico.

A combinação de saldos primários com *superavit* em torno dos 3% PIB – ou mesmo em torno dos 2% já obtidos este ano, se as taxas de juro se mantiverem numa média em torno dos 3% (o que permitiria cumprir a regra orçamental Europeia de um saldo estrutural em torno de -0,25%) – e taxas de crescimento nominais acima dos 3%/ano (obtido este ano), permitiria reduzir a dívida pública a um ritmo razoável, e no espaço de 10-15 anos, trazê-la para valores significativamente abaixo dos 100% PIB (Tabela 7 e Figura 11).

Figura11. Cenários para a dívida pública

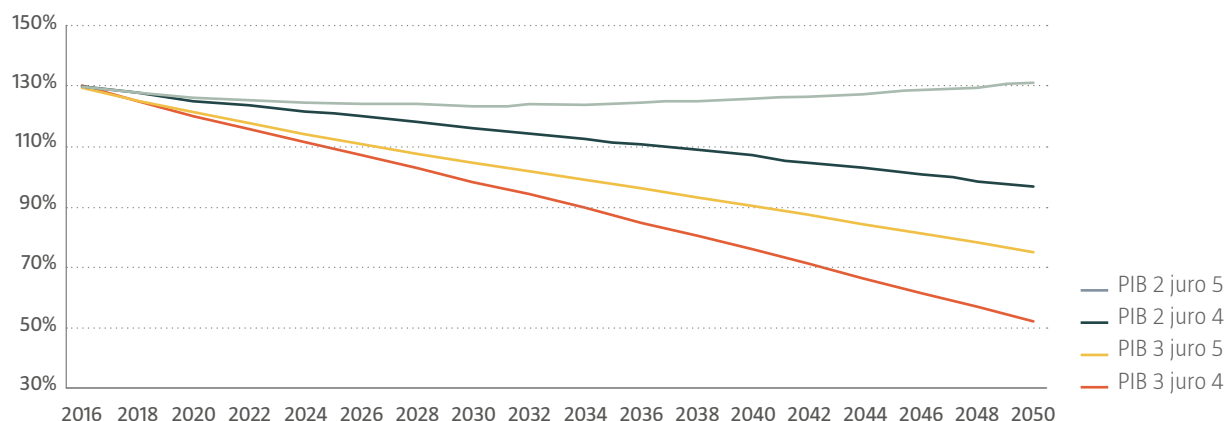


Tabela 7. Cenários para a dívida pública

Taxa de juro	4,0%		5,0%	
Crescimento	3,0%	2,0%	3,0%	2,0%
2016	129,7%	129,7%	129,7%	129,7%
2017	127,4%	128,7%	127,5%	128,7%
2018	125,1%	127,6%	125,3%	127,9%
2019	122,8%	126,6%	123,3%	127,1%
2020	120,6%	125,7%	121,4%	126,5%
2021	118,3%	124,7%	119,5%	125,9%
2022	116,1%	123,7%	117,7%	125,4%
2023	113,9%	122,8%	115,9%	125,0%
2024	111,7%	121,9%	114,2%	124,6%
2025	109,5%	121,0%	112,6%	124,4%
2026	107,3%	120,0%	111,0%	124,1%
2027	105,1%	119,1%	109,4%	124,0%
2028	102,9%	118,2%	107,9%	123,8%
2029	100,7%	117,3%	106,4%	123,8%
2030	98,5%	116,4%	104,9%	123,8%
2031	96,3%	115,5%	103,4%	123,8%
2032	94,1%	114,6%	101,9%	123,9%
2033	91,9%	113,7%	100,5%	124,0%
2034	89,6%	112,7%	99,0%	124,1%
2035	87,4%	111,8%	97,6%	124,3%
2036	85,2%	110,9%	96,1%	124,5%
2037	82,9%	109,9%	94,7%	124,8%
2038	80,6%	109,0%	93,3%	125,1%
2039	78,3%	108,0%	91,8%	125,4%
2040	76,0%	107,0%	90,4%	125,8%
2041	73,7%	106,1%	88,9%	126,2%
2042	71,4%	105,1%	87,4%	126,6%
2043	69,0%	104,0%	85,9%	127,1%
2044	66,6%	103,0%	84,5%	127,6%
2045	64,2%	102,0%	82,9%	128,1%
2046	61,8%	100,9%	81,4%	128,7%
2047	59,4%	99,8%	79,9%	129,2%
2048	56,9%	98,7%	78,3%	129,9%
2049	54,5%	97,6%	76,7%	130,5%
2050	52,0%	96,5%	75,1%	131,2%

5.3 Possíveis caminhos a nível europeu

A nível europeu só é possível procurar soluções que não passem por reestruturação com *haircut* ou outro tipo de perdas para os Instrumentos Europeus. Isto porque qualquer perda dos instrumentos terá de ser suportada pelos contribuintes dos países da zona Euro. Tal afigura-se impraticável do ponto de vista político.

Essas soluções, num quadro institucional europeu, passariam, antes de mais, por aquilo que é descrito no ponto anterior (5.2): Portugal teria de se comprometer com uma estratégia de longo-prazo de sustentabilidade das Finanças Públicas. Apenas desta forma os nossos parceiros europeus teriam a confiança necessária na capacidade do país em honrar os seus compromissos financeiros.

Qualquer abordagem europeia, partindo sempre do pressuposto da sua aplicação a todos os países da zona Euro, poderia passar por 3 hipóteses:

1. ESM compraria as OT que estão no Eurosistema;

Esta hipótese implicaria que o ESM se iria substituir ao BCE/Bancos Centrais Nacionais, adquirindo a dívida detida por estes. Esta alteração teria a vantagem de o ESM poder refinarçar estes títulos na maturidade. No entanto, exigiria muito certamente um aumento de capital do ESM para este poder manter o seu *rating* atual. Para além disso, esta hipótese implicaria uma alteração dos instrumentos do ESM, que teria de ser aprovada pelos Estados membros e teria provavelmente fortes objeções da maioria, já que para além de implicar maior risco para o ESM, implicava também admitir que este mecanismo não será apenas usado em caso de crise.

2. ESM passaria a ter uma linha cautelar para as emissões dos próximos 4-5 anos;

Neste caso, Portugal ficaria sempre protegido de qualquer choque (interno ou externo), podendo recorrer imediatamente a financiamento assim que necessitasse. No entanto, para Portugal se poder qualificar para a modalidade menos exigente das linhas cautelares do ESM terá de estar fora da vigilância reforçada da Comissão Europeia – tanto ao nível do procedimento por défice excessivo, como dos desequilíbrios excessivos. Caso contrário, dependendo da avaliação da Comissão Europeia e do Eurogrupo, Portugal apenas se poderia qualificar para a linha cautelar de condições reforçadas (ECCL). Esta linha apesar de ter a vantagem de qualificar automaticamente o país para as compras de dívida do BCE ao abrigo do OMT, implica um maior acompanhamento por parte da Comissão Europeia, podendo até implicar missões de avaliação trimestrais.

Um argumento contra esta solução é o facto de, como até agora nenhum país recorreu ainda a qualquer linha cautelar do ESM, o primeiro a fazê-lo poderá ser penalizado por um custo reputacional, passado o mercado a assumir que faltará pouco tempo até que o país precise de um resgate. Sem cuidado com a comunicação e sem o cumprimento dos compromissos europeus, facilmente esta profecia tornar-se-ia auto-realizável e, na prática, esta solução poderia ser um preâmbulo para um resgate.

Finalmente, para esta hipótese ser possível, seria ainda assim necessário alterar os instrumentos do ESM, já que atualmente estes programas têm a duração máxima de um ano – são apenas semestrais com a opção de uma extensão automática de outro semestre.

3. *Eurobonds* até aos 60% PIB

Ao nível das soluções europeias, esta parece ser não só a melhor opção, mas também a mais justa para Portugal e para todos os países da área do euro.

Estando concluída a construção do *fiscal compact* e a definição de um maior controlo, por parte da Comissão Europeia, não só sobre a política orçamental, mas também sobre os desequilíbrios externos, está agora em falta a outra parte do “acordo”: a partilha da responsabilidade da dívida pública.

No entanto, essa mutualização só é “justa” e aceitável pelos Estados-membros do norte da Europa se os países forem cumprindo os seus compromissos do Pacto Orçamental, ou seja, não apenas os objetivos para o défice, mas também para a redução da dívida. Por outro lado, seria sempre imposta a condição da mutualização corresponder à parte da dívida que cumpre o objetivo de médio prazo de Maastricht: os 60% PIB. A dívida acima dos 60% PIB continuaria a ser da responsabilidade individual de cada um dos países. Desta forma, o risco moral para os incumpridores seria bastante inferior e em linha com as regras europeias.

Para esta solução avançar, **teria de ser criado um novo mecanismo/instituição: uma espécie de tesouro europeu.** Alternativamente, o ESM poderia ser transformado, tendo em conta que de certa forma já cumpre parte deste papel.

Fazendo um exercício simples, partindo das condições atuais (*stock* de dívida e custo de financiamento e maturidades da dívida emitida por Portugal e pelo ESM) e assumindo que: **i)** as condições de financiamento da república portuguesa se mantêm; **ii)** que o financiamento do futuro tesouro europeu será feito em condições semelhantes às suportadas atualmente pelo ESM; é possível estimar aproximadamente quanto é que Portugal beneficiaria desta solução.

	Taxa de juro	Maturidade
Atual	3.5%	8
<i>Eurobonds</i>	3.1%	12

Ou seja, apesar da redução da taxa de juro implícita não parecer ser muito significativa (0.4p.p.), uma vez que atualmente Portugal já beneficia de taxas de juro mais baixas através dos empréstimos europeus, **esta poupança equivale ainda assim a 0,5% PIB, por ano**. E para além desta poupança em juros, Portugal **poderia ainda beneficiar de um aumento da maturidade média**, passando dos atuais 8 anos para 12. Assim, **esta solução contribuiria para melhorar a sustentabilidade da dívida sem implicar qualquer tipo de problemas ao financiamento em mercado nem perdas para investidores (nacionais ou internacionais)**.

Finalmente, importa repetir que a melhor forma de garantir esta (ou qualquer) solução passa sempre por cumprir os compromissos orçamentais.

TÍTULO

Que caminhos para a dívida pública portuguesa?

COORDENAÇÃO

Joaquim Miranda Sarmento

COAUTORES

Luís Bravo

Francisco Catalão

Nelson Coelho

Ricardo Santos

2017

© PCS, Plataforma para o Crescimento Sustentável



