

# Sustentabilidade da Dívida Pública e Externa Portuguesas

Abel M Mateus

Senior Fellow

University College of London

Apresentação ao Parlamento em 5.12.2017

# Síntese

- A evolução do Mercado da Dívida Pública desde início de 2016 mostra uma grande fragilidade: apesar da redução recente dos spreads devido à saída dos Defices Excessivos. Foi a intervenção do BP e dos aforradores nacionais, que compraram todo o acréscimo de dívida, enquanto que os não residentes foram vendedores líquidos, que contiveram os preços
- Com o novo regime orçamental desde 2016, resultante do ajustamento, Portugal entrou numa trajetória descendente da dívida pública
- Os cenários de base projetam um rácio da dívida entre 90 (OGE-2018) e 117% do PIB (Comissão) para 2030:
  - Mas o cenário do OGE-2018 tem hipóteses irrealistas: manutenção das taxas de juro do QE do BCE
  - São mais realistas as projeções do FMI (article IV, out 2017) que projetam cerca de 100% em 2030
- Contudo, existem riscos elevados para a sustentabilidade com perda de acesso aos mercados
  - Efeitos do termo do QE do BCE pode adicionar entre 150 a 250 pontos base aos custos da dívida
  - Os NPLs da banca continuam a níveis excessivamente elevados (20%), pelo que podem requerer novas recapitalizações
  - Para evitar os efeitos de choques adversos temos que subir a taxa de crescimento do PIB potencial de 1,5 para pelo menos 2 a 2,5%, mediante melhoria da produtividade, estímulo investimento e inovação
  - De outra forma, o excedente primário teria que subir de 2,5 para 3,5% do PIB

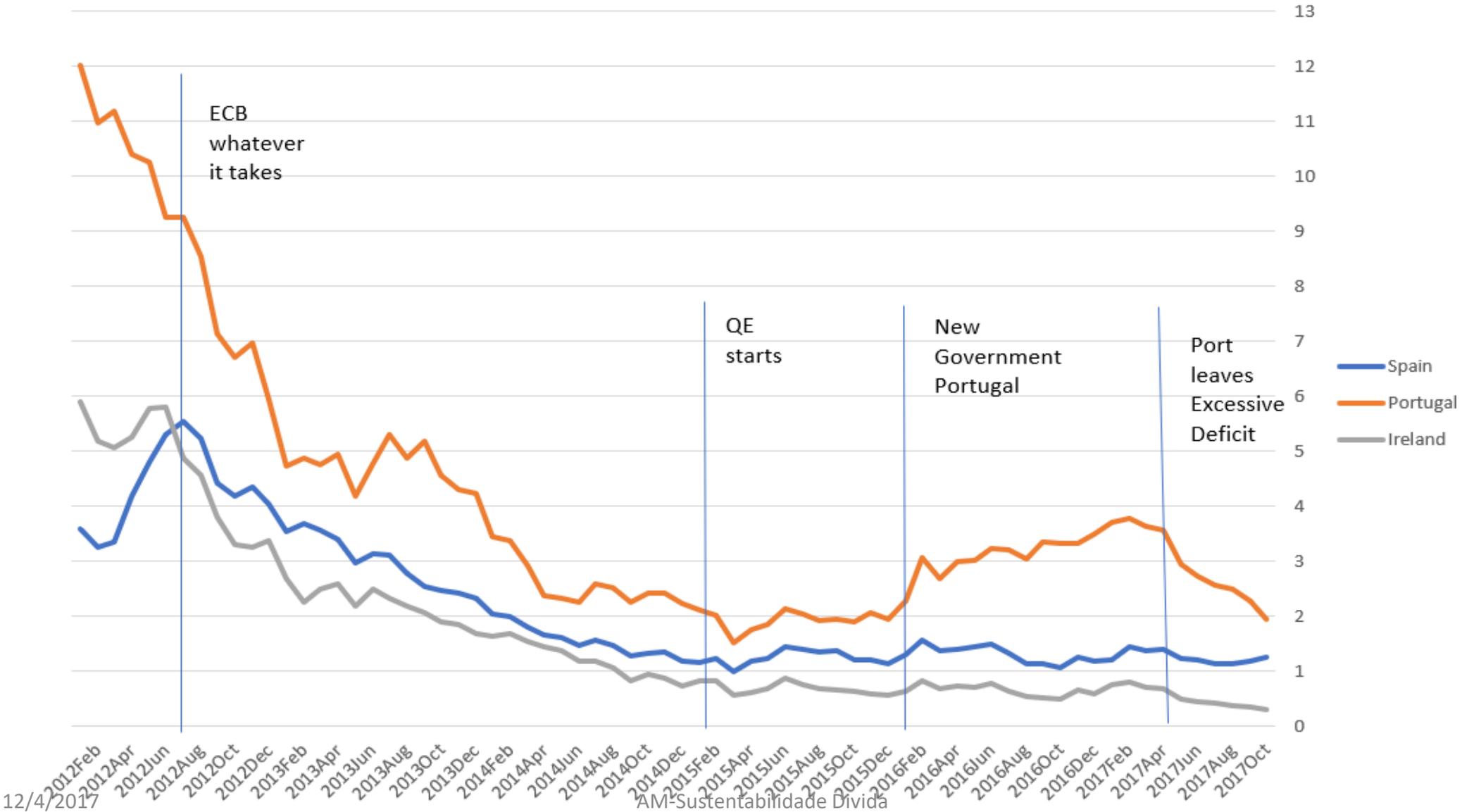
# Síntese (continuação)

- Mas não podemos dissociar do problema da sustentabilidade da dívida externa
- Portugal é depois da Grécia /1 o país com maior endividamento externo (Dívida Externa bruta de 202%, e Posição Líquida de 99% em finais de 2017) da UE
- Ambos os rácios estão em trajetória descendente desde 2014, com a conta corrente equilibrada e de capital excedentária
- Mas para evitar os efeitos de choques adversos, deveríamos ter um excedente corrente de 2 a 3% do PIB
  
- 1/ Irlanda e Chipre são países centros financeiros internacionais

# Situação do Mercado da Dívida Pública

- A evolução do Mercado da Dívida Pública desde início de 2016 mostra uma grande fragilidade:
- Apesar da redução recente dos spreads devido à saída dos Defices Excessivos
- Foi a intervenção do BP e dos aforradores nacionais, que compraram todo o acréscimo de dívida, enquanto que os não residentes foram vendedores líquidos, que contiveram os preços

### Spreads 10YB



<b>Variação dos stocks</b>		
	<b>Set 2017 v. Dez 2014</b>	<b>Set 2017 v. Dez 2015</b>
Não residentes - outros	2,524	-10,317
EFSM/EFSF	28	28
BCE	-3,981	-562
IMF	-17,147	-8,370
<b>Não Residentes</b>	<b>-18,576</b>	<b>-19,221</b>
Banco Portugal	39,525	21,324
Bancos Portugueses	3,231	4,216
Outras inst. Residentes	3,967	12,592
d.q. não negociável	13,074	6,759
d.q. Cert aforro e Cert Tes	9,202	5,671
<b>Residentes</b>	<b>46,723</b>	<b>38,132</b>
<b>Total</b>	<b>28,148</b>	<b>18,911</b>

Desde Dez 2014  
Banco de Portugal comprou  
cerca de 40B de dívida

Desde Dez 2015  
Os não residentes não OFI  
Venderam 10B de dívida

# Sinais de vulnerabilidade da dívida (Comissão)

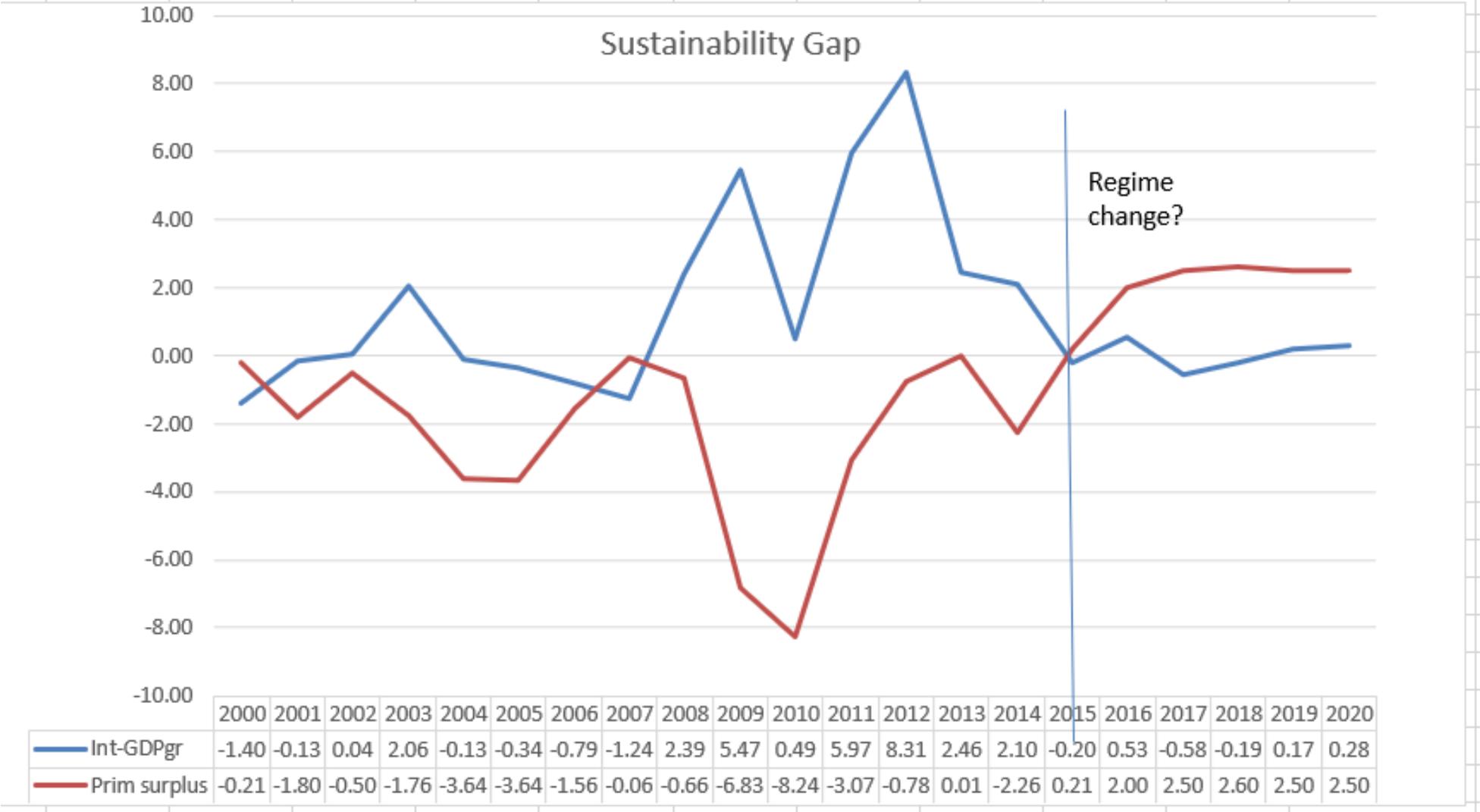
- Necessidades de financiamento bruto superiores a 15% do PIB (25 B), percentage da dívida de curto prazo, dívida total da economia, NPLs, etc.
- O rácio da dívida sobre o PIB cresce mais de 5 pp do PIB
- O rácio da dívida sobre o PIB é superior a 90% do PIB
- Mais:
- As taxas de juro nas obrigações de 10 anos ultrapassam os 5%, em termos nominais

Table 1: Fiscal sustainability assessment by Member State (in bracket classification in the FSR 2015, based on Commission services Autumn 2015 forecasts, whenever the risk category has changed)

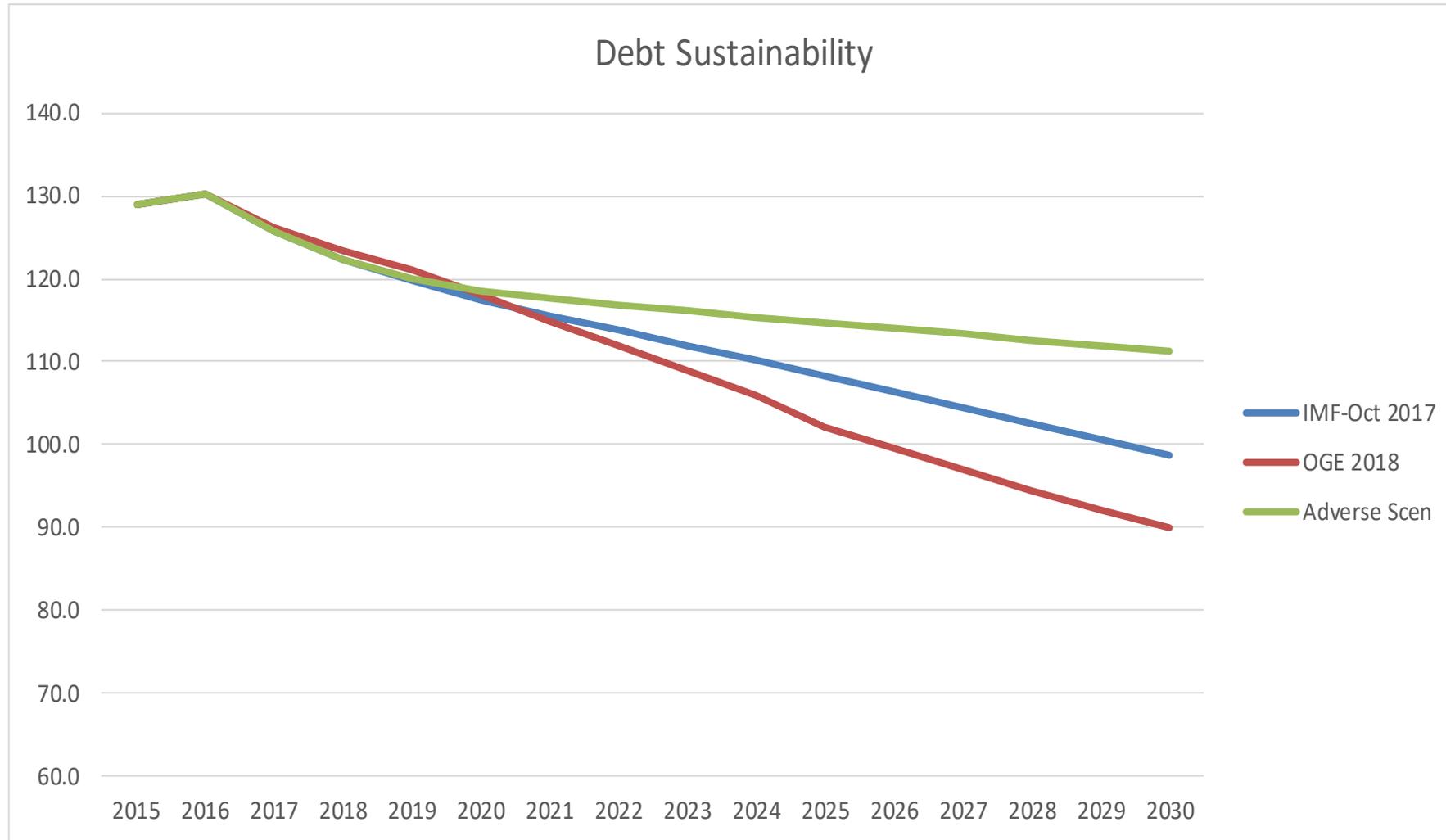
Países de elevado risco:  
PT, CY, ES, IT, BE, FR

	Overall SHORT-TERM risk category	Debt sustainability analysis - overall risk assessment	S1 indicator - overall risk assessment	Overall MEDIUM-TERM risk category	Overall LONG-TERM risk category
BE	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM
BG	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)
CZ	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
DK	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
DE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
EE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
IE	LOW	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	LOW
ES	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
FR	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
HR	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)	HIGH	LOW
IT	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
CY	LOW (n.a.)	HIGH (n.a.)	HIGH (n.a.)	HIGH (n.a.)	LOW (n.a.)
LV	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
LT	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM
LU	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
HU	LOW	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM (LOW)
MT	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
NL	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	MEDIUM
AT	LOW	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM
PL	LOW	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM
PT	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
RO	LOW	LOW (HIGH)	MEDIUM	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM
SI	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)	HIGH	HIGH
SK	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
FI	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM
SE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)
UK	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM

Para que a dívida seja sustentável o Excedente Primário tem que ser superior aos encargos do juro  
 O que só aconteceu desde 2016. Para se reduzir em 1 pp a diferença tem de ser pelo menos 1 pp



# Extrapolações até 2030



# Resumo das projeções da dívida pública (cenários de base)

- As três projeções mais recentes mostram uma trajetória decrescentes da dívida pública, com as do FMI e do OGE-2018 semelhantes, até 2021, mas em 2030 a CE projeta uma dívida de 120%, o FMI de 99% e o MF de 90%.
- Principal diferença: OGE pressupõe que as taxas de juro nominais vão manter-se ao nível recorde baixo de 2,9% indefinidamente. O FMI supõe que se mantém em 3,5%. A Comissão que vão subindo para 4,2% em 2027
- No excedente primário: OGE supõe que este se mantém ao nível da proposta para 2018: 2,6% do PIB (recorde histórico), enquanto a Comissão supõe que passa de 1,8 para 1,4% do PIB

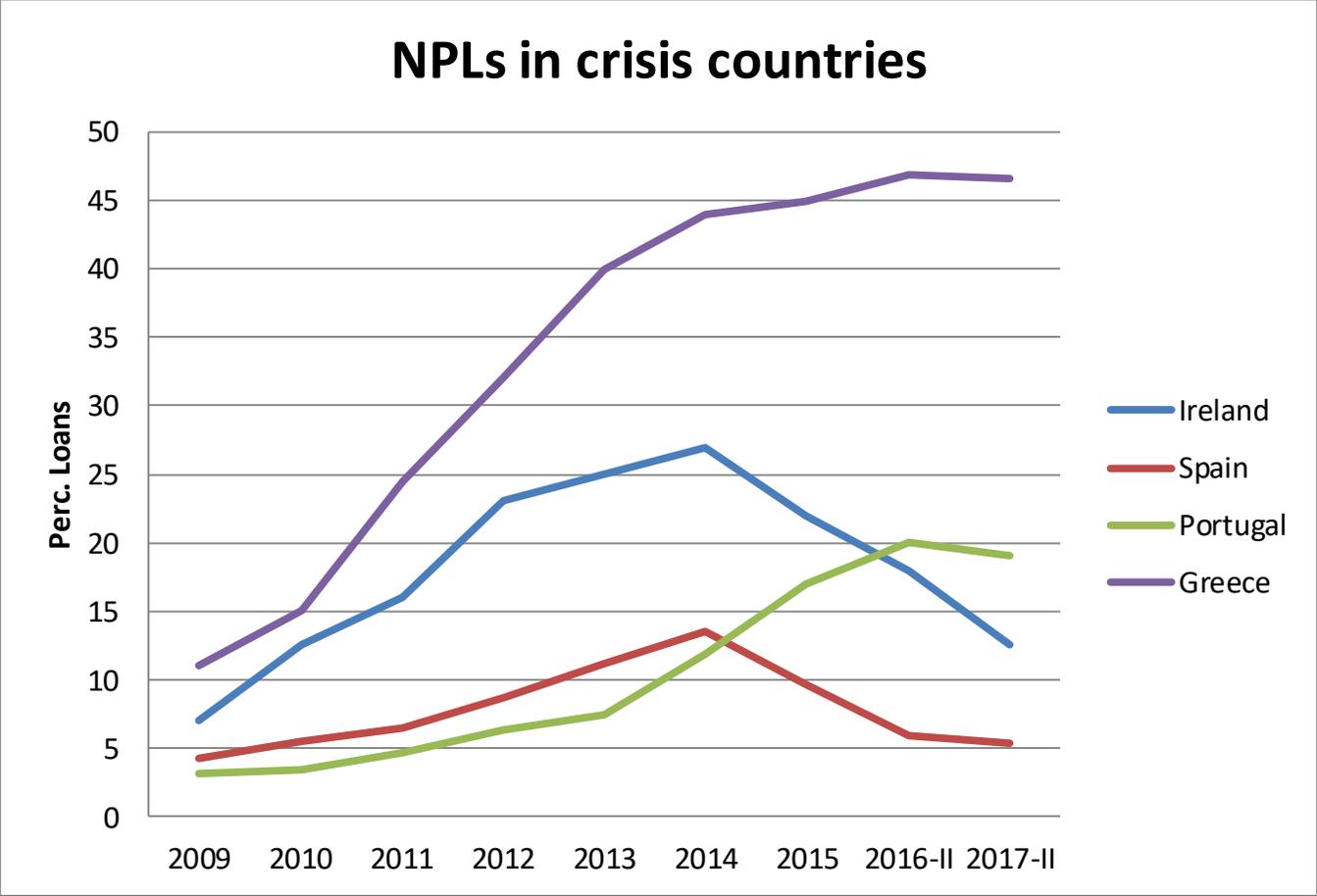
# Realismo das projeções

- Qual o excedente primário sustentável? Portugal nunca manteve um excedente primário entre 1995 e 2015 (a média em 1995-2017 foi de um défice primário de 1,5%)
- No período 1995-2017, os únicos países da UE que tiveram um excedente primário, em media superior a 2% do PIB foram a Bélgica (2,9), Dinamarca (2,6), Itália (2,4), Finlândia (2,3) e Luxemburgo (2,1)
- Será o novo regime orçamental desde 2015 sustentável, e conseguiremos manter o excedente que só se deve atingir em 2018?

# Projeções ??

- Temos dúvidas: reivindicações do funcionalismo público para restaurar condições salariais – sem reforma do Estado?
- Problemas relacionados com envelhecimento da população (tratados pela Comissão, nos cenários da dívida)
- Não sustentabilidade do Sistema de pensões
- Necessidade de reduzir a pressão fiscal para manter a competitividade fiscal, o que será essencial para reduzir o défice externo e manter a sustentabilidade da dívida externa
- Falta de solução para as NPLs do Sistema bancário (que continuam entre as mais elevadas da UE) e fragilidades da sua capitalização, que podem continuar a pesar sobre os contribuintes

Os bancos portugueses têm ainda um elevado grau de NPLs  
Irlanda e Espanha são casos de sucesso



Fonte: BCE

# Irá manter-se o atual nível de baixas taxas de juro no Euro

- O BCE deverá terminar até finais de 2018 o Quantitative Easing, que foi fundamental para manter e reduzir as taxas de juro na zona Euro e reduzir os spreads de Portugal
- Qual será o impacto da eliminação do QE? Dois fatores
  - Primeiro, as taxas de juro de curto e médio prazo na UE subirão de negativas para positivas, e para níveis que sejam compatíveis a nível global. O impacto nas taxas mais longas poderá ser menos pronunciado, mas estimamos que seja de 100 a 150 pontos base entre 1 e 2 anos (aproximando-se do nível histórico de 3-5% da pré-crise)
  - Segundo, o spread de PT em relação à DE também poderá subir de 50 a 100 pontos base
  - Soma dos efeitos: 150 a 250 pontos base dentro de 1 a 2 anos, em linha com Comissão e FMI
  - Parte pode ser compensada por maior crescimento do PIB na UE, com aumento do PIB potencial de 0,2 a 0,4 pp

# Cenário mais adverso (ver slide 21)

- Na hipótese de subida das taxas de juro e aumento do custo da dívida de 2,9 (MF) para 4 em 2020 e 4,3 nos anos seguintes
- E o PIB potencial em 1,2% ao ano
- Teremos de subir o excedente primário para 3,4% do PIB para atingir o rácio da dívida de 100% do PIB em 2030, mesmo assim 10 pontos acima do que o MF projeta
- Este cenário mostra os riscos de um elevado endividamento sem aceleração do crescimento

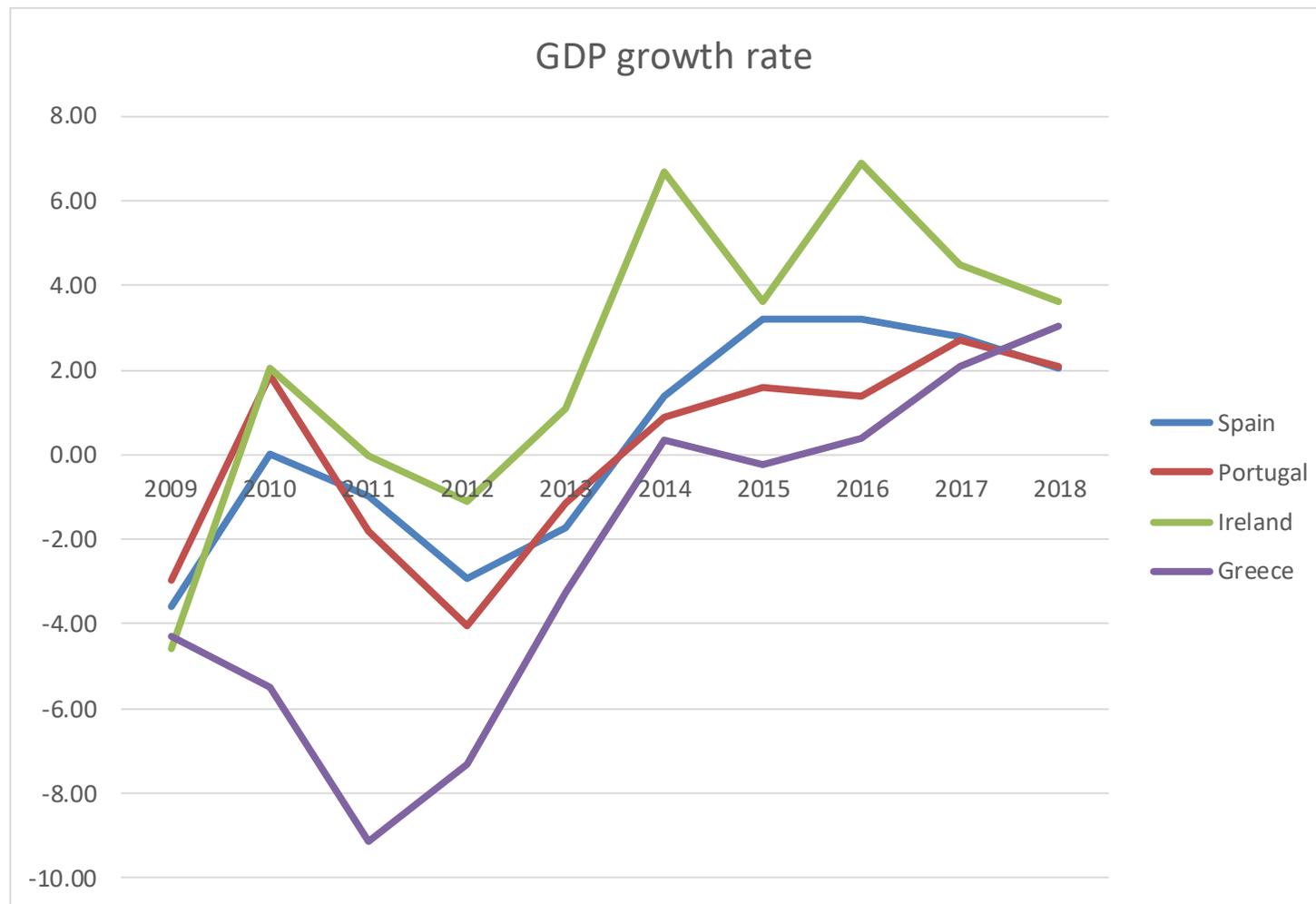
# Resta-nos políticas para subir a taxa de crescimento do PIB potencial... o mais difícil

- Aumentar a capacidade de inovação:
  - apoiar a I&D empresarial
  - reformar o sistema de inovação pública (universidades e laboratórios) virados para apoiar os setores estratégicos
  - Continuar a melhorar a qualidade do Ensino superior, com especial relevância nas ci|encias e tecnologia
- Reforma fiscal para aumentar a competitividade fiscal da economia
  - redução da pressão fiscal sobre o trabalho e empresas
  - Harmonização e redução das taxas marginais de imposto
- Reforma do Estado para melhorar a eficiência dos serviços públicos (educação, saúde, justiça, administração)
- Reforço das infraestruturas estratégicas para apoio da integração europeia
- Dinamizar o investimento privado nos setores transacionáveis de bens e serviços

## Projeções do Aging Report

	GDP potential growth	
	2010-2020	2021-2030
Ireland	3.0	1.5
Spain	1.0	1.8
Portugal	0.7	1.5
Greece	-1.3	0.8
Euro-18	1.3	1.4

PT teve a segunda mais baixa taxa de crescimento média do PIB entre os países da crise entre 2009 e 2018



Fonte: Ameco e atualizações do autor

# Conclusões sobre dívida pública

- Mesmo nas projeções mais otimistas do OGE-2018 a dívida pública só em 2030 atingiria o rácio que é considerado o limite superior prudencial (90%)
- Os choques sobre quaisquer das variáveis exteriores mostram a elevada vulnerabilidade nos próximos 10 anos a uma perda de acesso aos mercados
- Será muito improvável que, neste período, a economia mundial continue com taxas de juro de um regime de QE, e que não seja afetada por qualquer choque externo (queda das bolsas com reflexos sobre preços de ativos, recessão) ou interno (crise política)

# Apenas dívida pública? A importância da sustentabilidade da dívida externa

- A característica que separa os países com elevada dívida pública dos países do Euro que tiveram crise foi que estes também tinham elevada dívida externa
- É esta característica que separa estes países dos outros com elevada dívida pública mas que nunca perderam acesso (BE, IT, FR)

# Relatório do FMI art. IV de outubro 2017

- Gross external debt remains high at 215½ percent of GDP. **Portugal remains exposed to a loss in confidence by external investors**
- The current account registered a surplus of 0.8 percent of GDP in 2016, which is expected to moderate in 2017-19 and shift to a deficit beginning in 2020 as import growth outstrips export growth
- **Staff estimates the need to achieve a current account surplus of 2.5%** (a shortfall of 2-4 pp of GDP) in order to reduce the Net International Investment Position from 105% of GDP at end of 2016 to below 50% in 5-10 years, assuming a positive capital account
- **Low competitiveness**: the overvaluation of wages and prices (relative to productivity) is estimated at about 5-10% (EBA estimates)
- Key to strengthen the external position, including the high level of public debt, is *sustained fiscal adjustment paired with structural reforms to support growth and investment, and continued efforts to address remaining financial sector challenges*
- A current account surplus and ECB policy actions have helped support external financing rollover needs for the immediate future. **Further policy action will be needed over the medium term to maintain investor confidence and rule out negative equilibria.**

O ajustamento da Balança de Pagamentos está estagnado desde 2014 (apesar do boom do Turismo)  
É necessário atingir um excedente da conta corrente de 2,5% para reduzir o endividamento externo para metade em 10 anos

