

# Um contributo para o Debate Público em torno da Dívida Pública

Cabral, R.; Mamede, R. P.; Pereira, P. T. e Santos, E.

## Índice

Introdução.....	3
O contexto europeu do endividamento excessivo e o caso português.....	4
Regras de enquadramento da política orçamental: quem as tem satisfeito? .....	9
Uma perspectiva retrospectiva .....	11
Que implicações das restrições orçamentais sem renegociação da dívida.....	12
O médio prazo: 2014-2018.....	13
Programação plurianual de receitas e despesas.....	15
O longo prazo: 2014-2021 e 2021-2037.....	16
O que têm dito reputados economistas sobre a renegociação da dívida?.....	18
As possibilidades de renegociação da dívida.....	21
A proposta PADRE .....	21
A reestruturação de dívida proposta por David Salenic (Tortus Capital).....	23
Modalidades de uma reestruturação de dívida.....	25
Objetivos fundamentais para uma reestruturação da dívida de Portugal bem-sucedida.....	26
Referências Bibliográficas.....	27

## Introdução<sup>1</sup>

O tema da reestruturação, renegociação ou mutualização da dívida pública tem sido um tema algo tabu em Portugal. Porém, tal não é o caso no contexto internacional em que quer vários economistas consagrados (alguns prémios Nobel), quer várias instâncias internacionais (FMI, Comissão Europeia e BCE), têm alertado para a gravidade do problema. Dezenas de milhares de portugueses, que assinaram a petição “Preparar a reestruturação da Dívida para Crescer Sustentadamente”<sup>2</sup> percebem a importância do problema da dívida pública para o futuro colectivo do país e a necessidade de uma solução à escala europeia, não só para o problema da dívida portuguesa, mas também de outros países com dívida excessiva.

Importa relembrar aqui um parágrafo inicial dessa petição:

*“Nenhuma estratégia de combate à crise pode ter êxito se não conciliar a resposta à questão da dívida com a efectivação de um robusto processo de crescimento económico e de emprego num quadro de coesão e de solidariedade nacional. A reestruturação honrada e responsável da dívida no âmbito da União Económica e Monetária a que pertencemos é condição sine qua non para o alcance desses objectivos, tendo igualmente em atenção a necessidade de prosseguir as melhores práticas de rigorosa gestão orçamental no respeito das normas constitucionais. Sem crescimento económico sustentável, a dívida actual é insustentável.”*

Há aqui várias ideias simples, mas essenciais. Que sem crescimento a dívida é insustentável; que a reestruturação que se pretende deve ser “honrada e responsável” feita no quadro da UEM, que os subscritores advogam uma “rigorosa gestão orçamental” e que esta deve respeitar as “normas constitucionais”.

O presente texto, entregue na Assembleia da República a 5 de Junho por subscritores da petição, tem o objetivo modesto de contribuir para o debate público sobre esta temática, em torno de quatro pontos essenciais. Primeiro, esclarecer que se trata de um problema

---

<sup>1</sup> Este contributo para o debate público em torno da petição apresentada à Assembleia da República intitulada “Preparar a reestruturação da Dívida para crescer sustentadamente”, não vincula ninguém, a não ser os seus autores: Ricardo Cabral ([ricardojoacabral@gmail.com](mailto:ricardojoacabral@gmail.com)), Ricardo Paes Mamede ([ricardo.mamede@iscte.pt](mailto:ricardo.mamede@iscte.pt)), Paulo Trigo Pereira ([ppereira@iseg.utl.pt](mailto:ppereira@iseg.utl.pt)), Emanuel Santos ([emanuelagsa@sapo.pt](mailto:emanuelagsa@sapo.pt)). Não deve ser pois analisado como uma interpretação especial da petição, mas antes uma reflexão para alimentar o debate que urge fazer em torno da dívida pública. Agradece-se a assistência de Marlene Teixeira para a versão final do documento (05/06/2014).

<sup>2</sup> A petição, foi formalmente fechada e entregue na Assembleia da República, mas mantendo-se e aberta online no sítio da petição pública (<http://peticaopublica.com/psign.aspx?pi=manifesto74>) tem em 3 de Junho 35.056 subscritores.

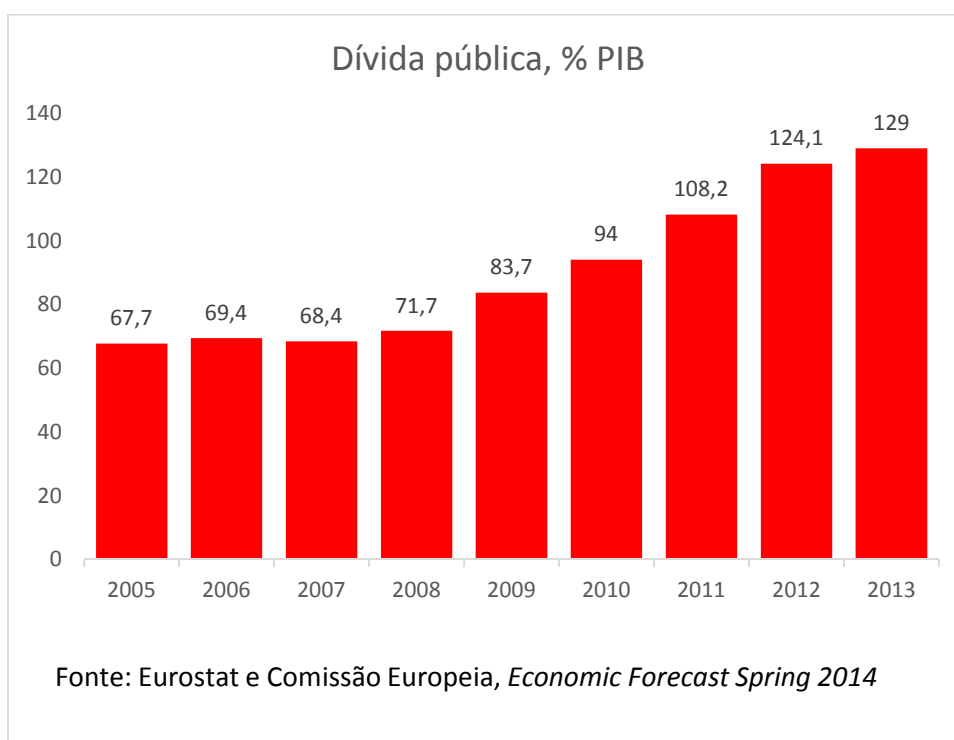
português, que é grave, mas que se coloca também na área do Euro como um todo e em certos países em particular de forma acutilante (ver secção 2). Segundo, que as condições para que a nossa dívida pública seja sustentável, não sendo matematicamente impossíveis, são altamente improváveis, pela história não apenas portuguesa, mas dos países da União Europeia. Para além disso, a efetivar-se, essa redução do peso da dívida teria custos económicos e sociais dramáticos (ver secção 3). Em terceiro lugar, analisam-se as perspetivas das finanças públicas num quadro de moderado crescimento económico nas próximas décadas e na hipótese de não renegociação da dívida. Lembra-se que de 2014 a 2021, em sete anos apenas, Portugal terá de obter um financiamento de 100 mil milhões de euros, acrescidos dos défices orçamentais que se verificarem, menos os excedentes que consiga obter, mais as restantes necessidades de financiamento para recapitalização de empresas ou assunção de passivos. (ver secção 4). Finalmente nas últimas secções (5 e 6), abordam-se diferentes autores e diferentes perspetivas com que tem sido encarada a reestruturação ou renegociação da dívida. Não temos a imodéstia de pretender aqui apresentar soluções, mas o realismo de esclarecer que reputados economistas têm defendido a necessidade dessa reestruturação e há várias soluções que estão presentes no debate público internacional. O documento finaliza com referências bibliográficas que poderão ser úteis.

## O contexto europeu do endividamento excessivo e o caso português.

O primeiro passo para se compreender a situação das nossas finanças públicas, e em particular o problema da insustentabilidade da dívida pública, é conhecer a evolução recente das variáveis relevantes em análise. Em primeiro lugar, da própria dívida soberana, que é, principalmente, o resultado da acumulação de défices orçamentais do passado. Estes, por seu turno, constituem uma preocupação de política económica quando, na terminologia do Tratado de Maastricht, são, de forma persistente, excessivos, isto é, situam-se acima de 3 por cento do PIB. Diretamente decorrente da magnitude do *stock* da dívida e da taxa de juro implícita na mesma, a despesa com juros, quando atinge montantes muito elevados, é uma forte condicionante da política orçamental, porque retira recursos financeiros às políticas públicas necessárias à promoção do desenvolvimento económico e social dos países. Esta questão é particularmente importante num país como Portugal, cuja economia revela algumas fragilidades estruturais e, por isso, precisa de ser impulsionada para entrar na rota de

convergência real para o nível de desenvolvimento que, em média, se verifica na União Económica e Monetária de que fazemos parte integrante desde a sua criação.

Em 2008, ano em que eclodiu a última grande crise financeira internacional, a dívida pública portuguesa situava-se em 71,7 por cento do PIB, ou seja mais 1,5 pontos percentuais que a média verificada na Área do Euro. O impacto da grande recessão económica de 2009 que se seguiu à crise financeira é bem visível nos aumentos muito significativos de todas as dívidas soberanas da Área do Euro: a média sobe de 70,2 por cento do PIB, em 2008, para 85,4 por cento em 2010. A própria Alemanha acompanhou este movimento, tendo a sua dívida passado de 66,8 para 82,5 por cento do PIB no mesmo período. A dívida pública portuguesa atingiu 94 por cento do PIB em 2010 ou seja um valor superior em 22,3 pp ao verificado em 2008. Vale a pena observar que nos três anos que precederam a crise, a dívida se encontrava numa trajectória de estabilidade (ver gráfico), tendo mesmo registado uma descida em 2007. Recorde-se que nesse ano o PIB cresceu 2,4 por cento em termos reais e Portugal saiu da situação de défice excessivo em que se encontrava desde 2005. De acordo com todos os dados e análises oficiais, a evolução da economia e das finanças públicas nos Estados Membros da União Europeia nos anos imediatamente anteriores à crise, era francamente positiva.

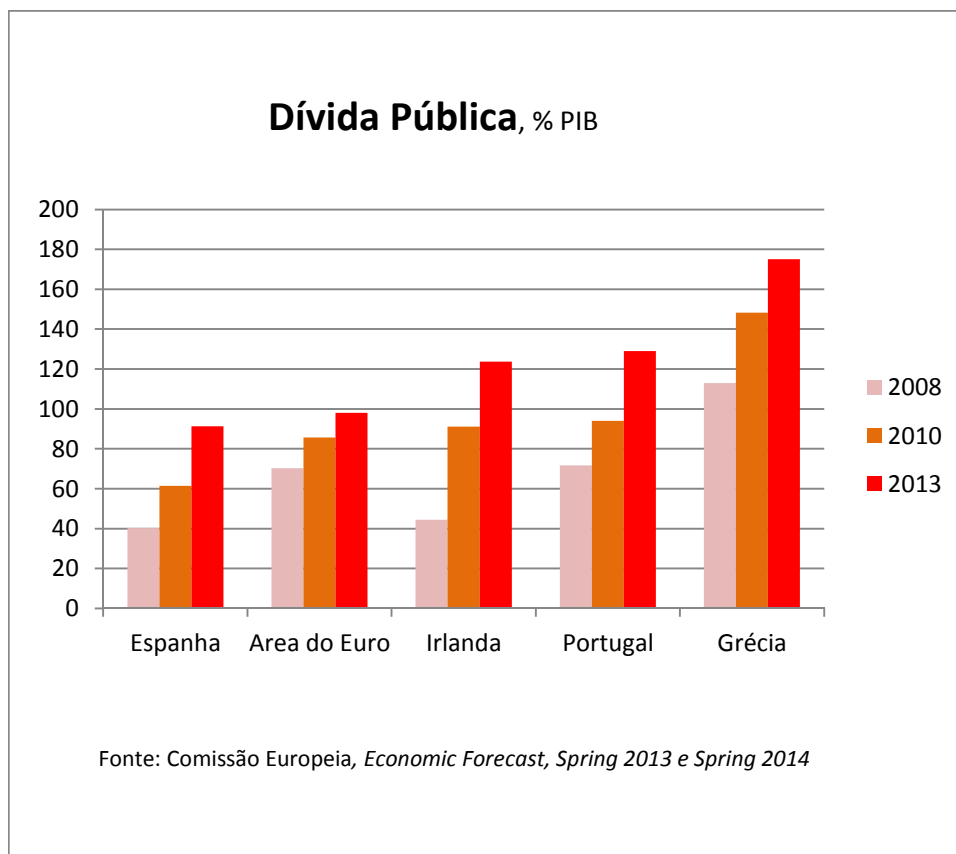


O efeito da crise foi particularmente forte nos chamados países periféricos da União. Considerando apenas Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha, o aumento médio das respetivas dívidas soberanas entre 2008 e 2010, foi de 31,6 pontos percentuais do PIB. Neste pequeno

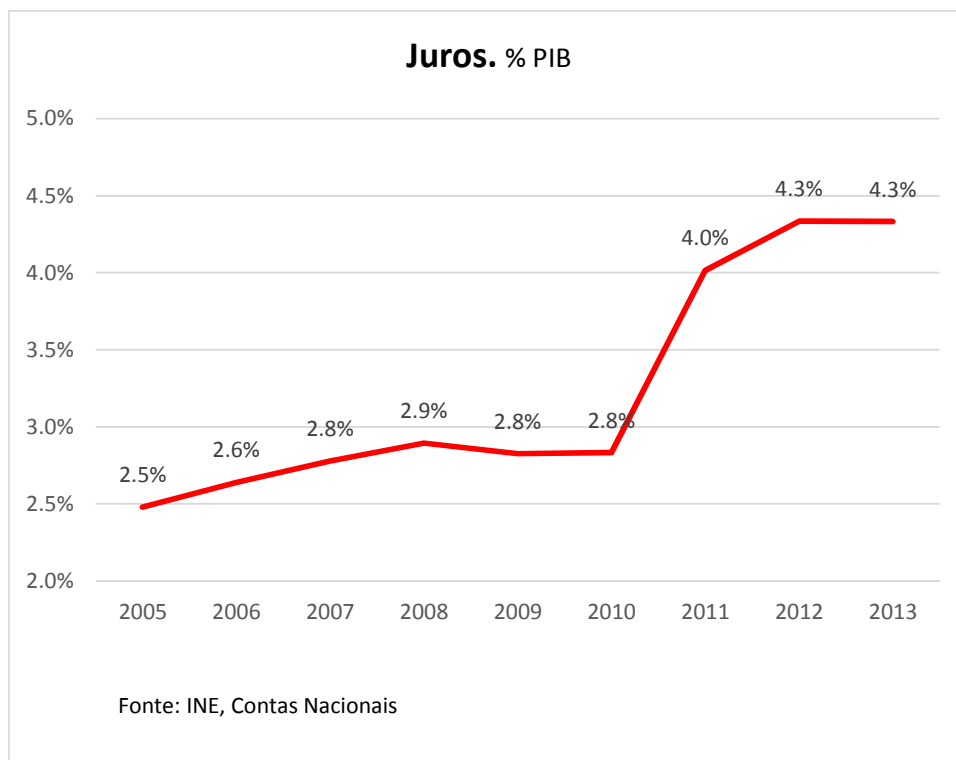
grupo, o acréscimo da dívida pública portuguesa ficou muito abaixo da média, o que, de algum modo, mostra que sujeito aos mesmos choques externos, o país não teve um desempenho pior que o verificado nestes seus *peers* em matéria de endividamento público. Porém, se comparado com a média da União Europeia o desempenho de Portugal foi significativamente pior.

Outro aspeto que importa destacar é a evolução das dívidas soberanas dos países periféricos nos últimos três anos (ver gráfico). Os dados posteriores a 2010 evidenciam que não obstante os cortes severos nas despesas orçamentais e o aumento de impostos, a dívida pública em percentagem do PIB não parou de subir em todos os quatro países considerados. Destaca-se, nestes aumentos da dívida, o verificado em Portugal – o mais elevado dos quatro – que atingiu os 35 pontos percentuais do PIB entre o final de 2010 e o final de 2013. Isto pode explicar-se na medida em que à maior severidade da austeridade corresponde, em regra, um impacto mais negativo sobre o crescimento económico e daí decorre que, quando medidos em percentagem do PIB, todos os contributos para o aumento da dívida são majorados. Para se ter uma ideia deste efeito, admita-se que a dívida nominal era exatamente a mesma em milhões de euros; bastaria que o PIB nos últimos três anos tivesse crescido em média à mesma taxa de 2010 para que em vez de uma dívida de 129 por cento se tivesse 114,3 por cento ou seja menos 14,7 pontos percentuais.

Os fatores que fizeram subir a dívida no último triénio foram, principalmente, os seguintes: em primeiro lugar, a acumulação de défices, que explica cerca de metade. A injeção de capital nos bancos, a assunção pelo Estado de várias responsabilidades financeiras, como as decorrentes da nacionalização do BPN, a dívida escondida pelo Governo Regional da Madeira e os passivos de empresas públicas, perfazem uma boa parte da outra metade.



Quanto maior é a dívida mais elevados serão os encargos com juros, para uma determinada taxa de juro. Portugal beneficiou de uma diminuição substancial da taxa de juro quando aderiu à União Económica e Monetária e, por essa via, os encargos com juros sofreram uma redução significativa em percentagem do PIB. Posteriormente à adesão ao euro, o primeiro grande aumento da despesa com juros verificou-se em 2011 (ver gráfico). O efeito da subida do *stock* de dívida foi ampliado pelo acréscimo da taxa de juro, que, por seu turno, refletiu as condições adversas do mercado que o País teve de enfrentar ao longo de todo aquele ano. Porém, nos dois anos seguintes, a forte subida dos encargos com juros ficou a dever-se exclusivamente ao comportamento, marcadamente ascendente, da dívida pública. Em 2013, Portugal pagou 7 183 milhões de euros de encargos com juros, o que representou 4,3 por cento do PIB (a Alemanha pagou 2,2 por cento). Comparado com o valor pago em 2008, verifica-se um acréscimo de 2 206 milhões de euros, o equivalente a 1,4 por cento do PIB. A compensação deste aumento dos juros na despesa pública tem custos sociais e económicos muito elevados, como tem sido evidenciado nos últimos orçamentos do Estado, quer através de cortes de salários dos funcionários públicos e das pensões, quer através do aumento de impostos.



Na globalidade da Área do Euro, as dívidas soberanas excedem largamente o limite de 60 por cento do PIB. Em 2013, apenas cinco dos atuais 18 Estados Membros que partilham o euro como moeda nacional tinham uma dívida pública inferior àquele limite. No critério dos défices excessivos (3 por cento do PIB), sete países excediam o valor de referência em 2013. Aos quatro países periféricos que foram destacados atrás para mostrar a evolução da dívida em tempos de austeridade, juntam-se a Eslovénia, Chipre e França. A Itália encontrava-se precisamente sobre o limiar dos 3 por cento. Na ausência de mecanismos que compensem os choques externos, as economias periféricas do euro sofrem mais os efeitos negativos de uma taxa de câmbio única e, conseqüentemente, o impacto nas suas finanças públicas também é mais desfavorável.

O fraco crescimento económico da Área do Euro nos últimos três anos – apenas 0,5% - é um dos problemas que dificulta a sustentabilidade da dívida, sobretudo nos Estados Membros periféricos onde o problema do crescimento é muito mais grave. O facto de o Euro impor um “regime de câmbios fixos” prejudica sobretudo estes países. Sem a rigidez do regime da moeda única, as economias da União Europeia têm evidenciado taxas de crescimento mais elevadas, como por exemplo a do Reino Unido com 5,6% naquele mesmo triénio, em termos acumulados. Por outro lado, com outra combinação de políticas económicas – política



monetária mais acomodatória e política orçamental menos restritiva – os Estados Unidos conseguiram um crescimento 6,6% no mesmo período.

## Regras de enquadramento da política orçamental: quem as tem satisfeito?

Desde o início da década de 1990, no âmbito da preparação da União Económica e Monetária, que os Estados Membros da UE estão sujeitos a um conjunto de regras orçamentais comuns. Tais regras encontram-se reflectidas, nomeadamente, no Pacto de Estabilidade e Crescimento (inicialmente aprovado em 1997<sup>3</sup>, tendo sido sujeito a revisões substanciais em 2005<sup>4</sup> e 2011<sup>5</sup>), bem como no Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governança na UEM (vulgo ‘Tratado Orçamental’, em vigor desde 2013).

De entre as regras orçamentais estabelecidas ao nível da UE para cada Estado Membro destacam-se as seguintes:

- O défice orçamental das Administrações Públicas não deve exceder os 3% do PIB e a dívida pública não deve exceder os 60% do PIB;
- O défice estrutural (i.e., o défice orçamental corrigido das variações cíclicas e líquido de medidas extraordinárias e temporárias) não deve exceder os 0,5% do PIB (1% no caso de países com dívida pública significativamente abaixo dos 60%);
- Quando a dívida pública for superior a 60% do PIB o Estado Membro fica obrigado a reduzir a diferença face a esse valor de referência a uma taxa média de um vigésimo por ano.
- Para países que se encontrem em situação de défice excessivo, considera-se cumprido o requisito do critério da dívida se as previsões orçamentais indicarem que a necessária redução do diferencial da dívida pública face à meta de 60% do PIB irá ocorrer nos 3 anos sucessivos.

---

<sup>3</sup> Resolução do Conselho Europeu de 17 de Junho de 1997 (97/C236/01), Regulamento do Conselho (CE) nº 1466/97 de 7 de Julho e Regulamento do Conselho (CE) nº 1467/97 de 7 de Julho.

<sup>4</sup> Regulamento do Conselho (CE) nº 1055/05 e Regulamento do Conselho (CE) nº 1056/05, ambos de 27 de Junho.

<sup>5</sup> Revisão consubstanciada em cinco Regulamentos do Conselho e uma Directiva (conhecidos no seu conjunto como ‘six-pack’). Sobre as metas orçamentais ver, em particular, Regulamento nº1177/2011.

O Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018 (DEO), recentemente apresentado pelo governo, apresenta projecções para a evolução macroeconómica e compromissos relativos ao saldo orçamental primário que asseguram o cumprimento das regras orçamentais acima referidas. Na tabela seguinte reproduzem-se os valores para algumas variáveis-chave, conforme constam do DEO.

#### Previsões do DEO para o enquadramento macroeconómico e as finanças públicas

	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo orçamental primário	0,4%	1,8%	2,7%	3,4%	4,2%
Crescimento real do PIB	1,2%	1,5%	1,7%	1,8%	1,8%
Deflator do PIB	0,7%	0,9%	1,7%	1,8%	1,8%
Crescimento nominal do PIB	1,9%	2,4%	3,4%	3,6%	3,6%
Crescimento do consumo privado	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Fonte: Ministério das Finanças: Documento de Estratégia orçamental

O governo prevê que o saldo orçamental primário (ou seja, receitas menos despesas, excepto juros) seja não apenas positivo, mas igual ou superior a 1,8% a partir de 2015, atingindo 4,2% do PIB em 2018. Isto num contexto em que se espera que o crescimento anual do PIB não ultrapasse os 3,6% em termos nominais (resultando de um crescimento real anual não superior a 1,8% e de um efeito de preços de igual valor) e que o consumo privado cresça a uma taxa não superior a 0,8% (em resultado da continuação das políticas de austeridade e do actual nível de endividamento das famílias).

Os valores apresentados no quadro acima<sup>6</sup> asseguram que a partir de 2018 o Estado português estará em condições de cumprir o estipulado no Tratado Orçamental, no que respeita ao ritmo de diminuição da dívida pública (1/20 por ano, em média, no triénio anterior). Por outras palavras, as projecções do governo são compatíveis com o cumprimento do Tratado Orçamental, sem necessidade de qualquer reestruturação da dívida pública portuguesa.

As questões que se devem colocar são as seguintes: **serão as projecções do governo realistas? Quais as implicações do cenário governamental?** Responderemos já à primeira questão e deixaremos a segunda para o próximo capítulo.

<sup>6</sup> Assumindo a manutenção das taxas de juro sobre a dívida portuguesa aos níveis médios actuais e partindo do nível previsto pelo governo para a dívida pública em percentagem do PIB no final de 2014 (130,2%).

## Uma perspectiva retrospectiva

Para responder à primeira questão analisou-se a experiência dos 28 Estados Membros da UE entre 1996 e 2013, com o intuito de perceber com que frequência se verificaram os pressupostos referidos. Os resultados desta análise são apresentados na tabela seguinte.

### Frequência de verificação das condições assumidas no DEO que permitiriam o cumprimento do Tratado Orçamental

País	Nº de vezes que o país verificou as condições em algum ano entre 1996 e 2013, assumindo:	
	Crescimento nominal $\leq 3,6\%$ , Deflator do PIB $\leq 1,8\%$ e Saldo orçamental primário $\geq 1,8\%$	As condições anteriores + crescimento do consumo privado $\leq 0,8\%$ (ano em que se verificou)
Alemanha	3	2 (2008, 2012)
Hungria	3	3 (2011, 2012, 2013)
Itália	2	2 (2012, 2013)
Luxemburgo	3	1 (2008)
Suécia	5	2 (2001, 2008)
Outros	14	0
<b>Soma</b>	<b>30</b>	<b>10</b>
<b>% do total (491 observações)</b>	<b>6%</b>	<b>2%</b>

Fonte: Cálculos próprios a partir de base de dados AMECO (05/06/2014), Comissão Europeia

A tabela mostra que as condições previstas pelo governo que permitem o cumprimento do Tratado Orçamental sem reestruturação da dívida se verificaram em apenas dez das 491 observações efectuadas desde 1996 para o conjunto dos 28 Estados que compõem a UE<sup>7</sup> – ou seja, em apenas 2% dos casos. Note-se ainda que:

- Aquele valor corresponde à probabilidade de se verificarem as condições previstas no DEO *num único ano*. No entanto, o cumprimento do Tratado Orçamental na ausência de uma reestruturação da dívida pública pressupõe que tais condições se verifiquem não apenas num ano, mas ao longo de um período *superior a uma década*.
- Em nenhum dos casos apresentados na tabela acima o país em causa apresentava uma dívida externa líquida superior a 100% do PIB (como é o caso actual da economia portuguesa).

<sup>7</sup> No caso da Croácia os dados sobre saldos orçamentais primários só estão disponíveis a partir de 2009.

Em resumo, nas condições actuais e previsíveis da economia portuguesa, e sem nenhuma alteração de natureza estrutural no enquadramento da política orçamental no quadro do euro, o pagamento da dívida pública nos termos vigentes não é compatível com o cumprimento do Tratado Orçamental. Na ausência de uma reestruturação significativa da dívida pública, a tentativa de cumprimento das metas orçamentais significará um prolongamento da austeridade sobretudo até 2018, com custos elevados ao nível da sustentabilidade dos sistemas públicos de saúde, educação e protecção social, da coesão social, da função reguladora do Estado, do desenvolvimento económico e da criação de emprego. As simulações que se apresentarão no próximo capítulo clarificarão melhor este ponto.

## Que implicações das restrições orçamentais sem renegociação da dívida.

Para fundamentar a importância da renegociação da dívida interessa compreender claramente as implicações de uma estratégia orçamental, incorporada no Documento de Estratégia Orçamental (DEO), assente quer nas regras orçamentais do Pacto de Estabilidade e Crescimento e do “Tratado Orçamental”, quer na manutenção da versão actual dos acordos com os credores<sup>8</sup>.

Vamos nesta secção assumir, à semelhança do DEO, um conjunto de hipóteses que enunciaremos de seguida e analisar as respetivas implicações<sup>9</sup>:

- O cenário macroeconómico apresentado pelo governo para os próximos quatro anos se verifica.
- Não há possibilidade de renegociação da dívida.
- As normas constantes do OE2014 não são declaradas inconstitucionais pelo Tribunal Constitucional.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Como é sabido as metas para o défice orçamental, quer em Portugal quer noutros países, têm vindo a ser renegociadas ao longo dos últimos anos.

<sup>9</sup> Claro que se a realidade se verificar pior que as hipóteses assumidas o cenário será ainda mais difícil do que o que apresentaremos a seguir.

<sup>10</sup> O DEO foi feito neste pressuposto. Na altura em que se completa este texto (4 de junho) é já conhecido o Acórdão do Tribunal Constitucional que considera inconstitucionais 3 das 4 normas

- A restrição orçamental do Estado não é afectada negativamente por necessidades de financiamento derivadas do sector empresarial (hipótese claramente irrealista e optimista).
- O enquadramento da política orçamental continua a fazer-se pelas Regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento e do “Tratado Orçamental”;
- As atuais metas estabelecidas com a *troika* relativamente ao ajustamento orçamental para os próximos anos se mantêm;
- O Orçamento da EU continua nos 1% do PIB, isto é, não existe um orçamento significativo da União Europeia exercendo simultaneamente uma função estabilização e redistribuição entre diferentes territórios da U. E.

Sob estas hipóteses, a margem de manobra da política orçamental é bastante limitada em relação aos seus agregados fundamentais de receitas e despesas. Na realidade o DEO fornece uma ilustração do que poderia ser a aplicação destes critérios, para um período de médio prazo.

Na realidade, aquilo que está implícito na estratégia de longo prazo do governo são dois períodos distintos:

- O período de 2014 a 2018, de continuação da austeridade até ao quase equilíbrio orçamental
- O período de 2018 a cerca de 2038, até se atingir um rácio da dívida no produto inferior a 60%.

Analisemos brevemente cada um destes períodos sob as hipóteses referidas acima.

## O médio prazo: 2014-2018

A partir do documento de estratégia orçamental, e tendo em conta o projetado crescimento do PIB nominal e os coeficientes da receita e despesa pública em relação ao PIB, é possível calcular aquilo que se projeta para este período e que está ilustrado na Tabela seguinte. No essencial, o Governo pretende que as receitas fiscais cresçam em linha com o crescimento da economia, o que implica que não haja desagravamento do nível global de fiscalidade. Isto significa que algum alívio na carga fiscal, nomeadamente eventuais baixas nas taxas de tributação (IRS, ou IVA, dado que em relação ao IRC está previsto elas existirem), só poderiam acontecer se houvesse um concomitante aumento de receita pelo combate à evasão fiscal. Na

---

apreciadas com significativo impacto orçamental. Conforme referido na nota anterior, daqui deriva que o cenário que apresentaremos de seguida, é optimista em relação á realidade.

realidade, e como se pode observar pela tabela seguinte, a melhoria do défice faz-se pelo aumento da receita fiscal que compensa o agravamento da segurança social (aumento das prestações muito superior ao aumento das contribuições), e pela redução das despesas com pessoal logo no ano de 2015. Com os juros da dívida a manterem-se a níveis elevados e crescentes seria então necessário continuar o significativo processo de redução de efetivos nas administrações públicas o que, para além de não se perceber bem como se poderá processar<sup>11</sup>, significaria uma contínua degradação da qualidade de prestação de vários serviços públicos.

---

<sup>11</sup> Na realidade não se percebe como se compagina uma redução da massa salarial de cerca de 650 milhões com a reabertura das promoções e progressões nas carreiras e a redução dos cortes salariais na função pública, sabendo-se que as rescisões amigáveis são em pequeno montante.

## Programação plurianual de receitas e despesas

<i>Unidade: milhões de euros</i>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Var. '18-'14	Var. '15-'14
1. Receitas Fiscais	42091	42203	43735	45222	47035	48920	6717	1531
Impostos s/Produção e Importação	22568	23128	24028	24845	25925	26858	3731	901
Impostos s/Rendimento e Patrimônio	19522	19076	19707	20377	21110	21870	2794	631
2. Contribuições Sociais	20140	19920	20225	20377	20555	20527	607	305
Das quais: Cont. Soc. Efectivas	15331	15531	16076	16444	16851	17266	1735	546
3. Outras Receitas Correntes	8677	8947	9335	9831	10000	10360	1412	388
4. Total Receitas Correntes (1+2+3)	70907	71071	73122	75430	77404	79807	8736	2051
5. Consumo Intermédio	7308	7765	7433	7686	7592	7674	-92	-332
6. Despesas com Pessoal	17789	16375	15731	15729	15740	15731	-644	-644
7. Prestações Sociais	38834	38658	38722	39323	39998	40671	2013	63
Das quais: Prestações que não em Espécie	31229	31062	31289	31995	32591	33189	2127	227
8. Juros (PDE)	7064	7259	7433	7507	7592	8057	798	174
9. Subsídios	1117	1182	1210	1251	1296	1343	161	28
10. Outras Despesas Correntes	4397	4727	4840	4647	4815	4988	261	113
11. Total Despesa Corrente (5+6+7+8+9+10)	76508	76135	75369	74357	77034	78272	2137	-766
Da qual: Desp. Corr. Primária (11-8)	69444	68707	67936	68816	69442	70215	1508	-771
12. Poupança Bruta (4-11)	-5601	-5064	-2420	-1072	370	1535	6599	2644
13. Receitas de Capital	1503	1857	1729	1787	1852	1918	61	-128
14. Formação Bruta de Capital Fixo	2376	3039	2939	3039	2963	3070	31	-100
15. Outras Despesas de Capital	1648	506	691	536	556	576	69	185
16. Total Desp. de Capital (14+15)	4024	3545	3803	3575	3704	3645	100	258
17. Total Receitas (4+13)	72410	72928	74851	77217	79256	81726	8798	1923
18. Total Despesa (11+16)	80531	79511	79172	80077	80737	81917	2406	-339
Da qual: Total Despesa Primária	73468	72252	71739	72391	73145	73860	1608	-513
19. Cap. (+)/ Nec. (-) Financiamento Líquido (17-18)	-8122	-6753	-4322	-2860	-1481	-192	6561	2431

Fonte: Pereira, Cabral e Morais (2014), Tabela 6, com base em dados do DEO.

## O longo prazo: 2014-2021 e 2021-2037

O longo prazo é sempre muito incerto. De qualquer modo, é possível saber que apenas no que respeita à dívida de médio e longo prazo no período de oito anos que vai de 2014 a 2021 será necessário amortizar 100,9 mil milhões de euros. Para se saber as necessidades brutas de financiamento do Estado neste período há que adicionar os défices orçamentais do período 2014-2017 (assumindo o equilíbrio orçamental a partir desse ano) e outras necessidades de financiamento para recapitalização de empresas públicas, ou assunção de passivos. A taxa de juro das obrigações do Tesouro a 10 anos está neste momento a 3,7%<sup>12</sup>, mas é difícil imaginar que num período de oito anos ela se mantenha a este nível. Qualquer subida do custo de financiamento de médio e longo prazo do Estado nesta fase elevará sobremaneira os juros da dívida.

Mesmo assumindo, de forma demasiadamente optimista, que as *yields* das obrigações do Tesouro a 10 anos se manteriam a níveis baixos (rondando os 3,7%) o período 2014-2018 seria, como referimos anteriormente, um período extremamente difícil, com encargos significativos das parcerias público-privadas, e a necessidade de reduzir a despesa pública em cerca de 2400 milhões de euros.

Para se perceber como os objectivos orçamentais, com os actuais encargos da dívida (isto é sem renegociação), são de uma dimensão nunca vista na nossa história democrática de finanças públicas - que, relembre-se, nunca registou um equilíbrio ou excedente orçamental - apresenta-se apenas uma simulação para a dinâmica da dívida. Assume-se como objectivo de médio prazo do saldo global, o equilíbrio,<sup>13</sup> uma taxa de juro implícita na dívida de 3,5% (ou seja não se assume nenhum agravamento no mercado de capitais), uma taxa de crescimento nominal do PIBpm de 3,6% (1,8% de crescimento real e 1,8% de deflator do PIB) a partir de 2017. Com estas hipóteses, o saldo primário teria que crescer sempre até 2018 atingindo os 4% do PIB nesse ano, para só a partir desse ano poder decrescer (ver Figura 5). Esta política orçamental fortemente restritiva, agravaria os problemas com que se defronta a economia e a sociedade portuguesas.

Nesta simulação, os excedentes primários teriam que, em média, se manter em níveis elevados durante mais 23 anos até que o rácio da dívida no produto alcançasse o valor de referência dos 60%. Esta simulação dá uma ideia da necessidade que, à escala europeia, o

---

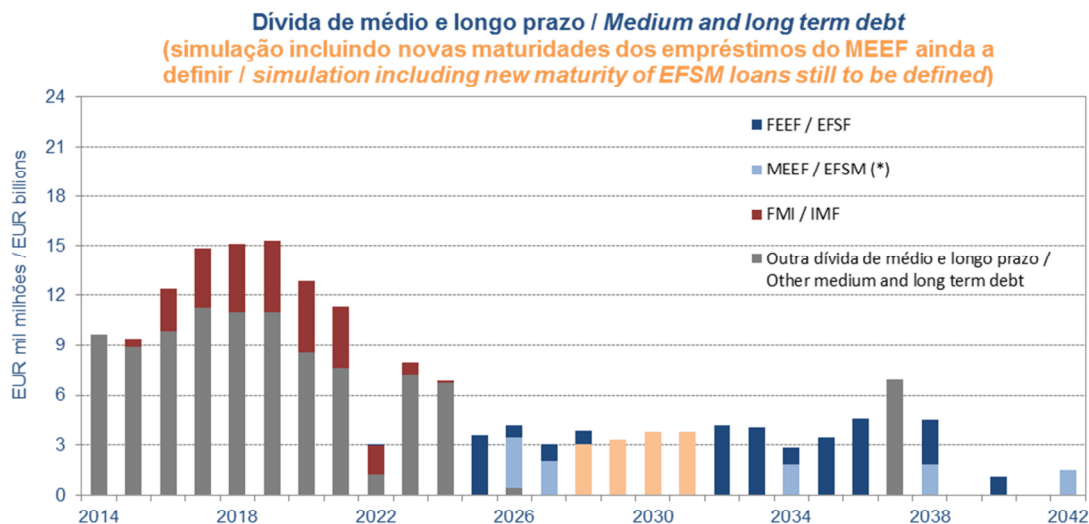
<sup>12</sup> Consulta realizada a 29 de Maio.

<sup>13</sup> Parece ser este o objectivo do governo com a apresentação do DEO.



problema da dívida excessiva seja analisado com determinação e se encontre uma solução global para o problema.

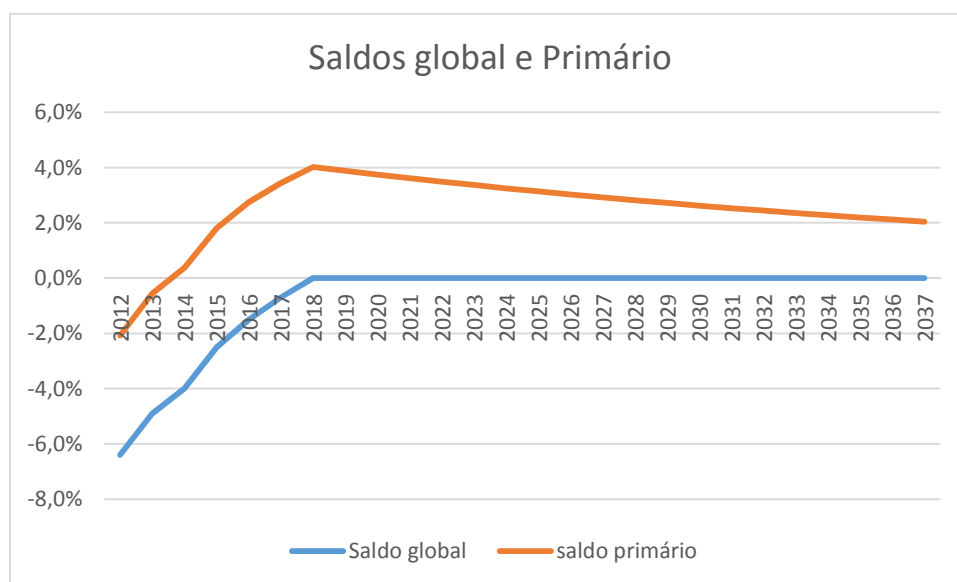
### Amortização de Dívida de Médio e Longo Prazo



(\*)A maturidade final dos empréstimos do MEEF assinalados não está ainda definida (extensão de maturidade será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização original), **mas não se espera que Portugal venha a ter de refinanciar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.** / The final maturity date of the EFSM loans in orange is still not defined (maturity extension will be defined when approaching original maturity of the loans), **but it is not expected that Portugal will have to refinance any of its EFSM loans before 2026.**

Fonte: IGCP (actualizado a 20 de Maio de 2014)

### Saldos global e primário consistentes com redução do rácio da dívida no produto em 2037 abaixo dos 60% do PIB



Fonte: cálculos próprios a partir de hipóteses referidas no texto.

## O que têm dito reputados economistas sobre a renegociação da dívida?

A reestruturação da dívida pública portuguesa tem sido defendida por conceituados economistas internacionais, como é o caso de Kenneth Rogoff (antigo economista chefe do FMI), Paul Krugman (“Prémio Nobel” da Economia), Joseph Stiglitz (“Prémio Nobel” da Economia), Carmen Reinhart (professora em Harvard), entre muitos outros.

De uma forma geral, todos estes economistas afirmam que uma reestruturação da dívida pública portuguesa é inevitável e, apesar de acarretar riscos elevados para a economia como, “risco moral”, falta de credibilidade nos mercados financeiros internacionais, etc.), é a solução que se apresenta como mais sustentável no longo prazo.

Incluem-se, de seguida, algumas citações desses conceituados economistas.

### **Kenneth Rogoff, citado pelo Jornal de Negócios e pelo Público**

- “Penso que uma eventual reestruturação em dois ou três países – Grécia, Irlanda e Portugal – é inevitável [sendo que] o risco de se esperar tempo demais é que a operação se torna maior e envolve maiores custos”
- “[Defendo] desde há muito tempo o perdão parcial das dívidas soberanas, assim como da dívida sénior da banca, de países da periferia da Europa (Grécia, Portugal, Irlanda; Espanha) para libertar o crescimento”. “A austeridade raramente funciona sem reformas estruturais – por exemplo, mudanças nos impostos, regulação e reformas do mercado de trabalho – que, se mal desenhadas, podem atingir de forma desproporcionada os mais desfavorecidos e a classe média”

### **Paul Krugman, citado pelo Jornal de Negócios**

- “Está agora claro que a Grécia, a Irlanda e Portugal não poderão – e não irão – reembolsar as suas dívidas na totalidade, se bem que Espanha talvez possa consegui-lo [Aquilo que a Europa precisa,] realisticamente, [é de se preparar para] “alguma espécie de redução da dívida, que envolva uma combinação de ajuda por parte de economias mais fortes e ‘haircuts’ [redução do valor da

dívida a pagar aos detentores de obrigações] impostos aos credores privados”.  
“No entanto, o realismo é algo que parece estar em défice”.

#### **Joseph Stiglitz, citado pelo Expresso e pelo Diário de Notícias**

- Mais recentemente, “É preciso fazer uma reestruturação e quando a fizerem devem fazer uma reestruturação profunda. Se não for suficiente, vão voltar a ter problemas daqui a três anos, tal como a Grécia”
- Temo que se centrem na austeridade, que é uma receita para um crescimento menor, para uma recessão e para mais desemprego. A austeridade é uma receita para o suicídio”, afirmou.

#### **Carmen Reinhart, citada pelo Jornal de Negócios**

- “Quando as dívidas chegam a este nível, historicamente necessitaram de algum tipo de negociação com os credores”, “Nas economias avançadas [as resoluções das crises] têm envolvido algum tipo de reestruturação, e nos casos mais extremos, incumprimentos”, afirmou.

#### **Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, citados pelo Expresso**

- "Reestruturações de dívida significativas e assunção de perdas sempre estiveram no centro das nossas propostas para os países da periferia da União Europeia, onde é pouco provável que funcione a mistura de reformas estruturais e austeridade"; "Há de facto várias ferramentas para lidar com o sobreendividamento, como eu e Carmen Reinhart temos apontado, e que não servem apenas para os mercados emergentes. Uma delas é mais inflação. Outra é o que chamamos de repressão financeira. Outra é a assunção de perdas pelos credores de dívida, que pode ter várias modalidades. Esta última parece-me a melhor solução. A deflação interna e a desalavancagem são socialmente altamente stressantes".
- "Em alguns casos, defendemos propostas mais radicais, incluindo reestruturações de dívida (uma expressão polida para um incumprimento parcial), quer pública ou privada. (...) Desde há muito somos a favor de assunção de perdas na dívida soberana e na dívida bancária sénior na periferia

da Europa (Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha) para desbloquear o crescimento"

#### Paul de Grauwe, citado pelo Público

- “O governo português fez o grande erro de tentar ser o melhor da turma no concurso de beleza da austeridade. Não havia razão para Portugal fazer isso, podia não ser o melhor da turma, podia ser mesmo o pior e isso seria melhor para economia”,
- “Portugal tem tanta austeridade que a dívida se tornou insustentável, algo tem de ser feito. Não acho que consiga sair do problema hoje sem uma reestruturação da dívida”,
- “Portugal e outros países do Sul da Europa deviam unir-se e dizer que a maneira como os tratam não é aceitável. Quando Portugal, Grécia, Irlanda e Espanha levam a cabo medidas de austeridade, os outros países do Norte da Europa deviam fazer o inverso e estimular a economia. Vocês têm influência na Comissão Europeia, mas não a usam”

#### Fontes originais de citações

Autor	Fonte
Kenneth Rogoff	<a href="http://www.jornaldenegocios.pt/economia/europa/detalhe/rogoff_repete_que_eacute_difacutecil_portugal_escapar_agrave_reestruturaccedilatildeo_da_diacutevida.html">http://www.jornaldenegocios.pt/economia/europa/detalhe/rogoff_repete_que_eacute_difacutecil_portugal_escapar_agrave_reestruturaccedilatildeo_da_diacutevida.html</a> <a href="http://www.publico.pt/economia/noticia/kenneth-rogoff-defende-perdao-parcial-das-dividas-soberanas-da-periferia-europeia-1592596">http://www.publico.pt/economia/noticia/kenneth-rogoff-defende-perdao-parcial-das-dividas-soberanas-da-periferia-europeia-1592596</a>
Paul Krugman	<a href="http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/krugman_europa_agrave_espera_de_um_mundo_imaginaacuterio_da_confianccedila.html">http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/krugman_europa_agrave_espera_de_um_mundo_imaginaacuterio_da_confianccedila.html</a>
Joseph Stiglitz	<a href="http://expresso.sapo.pt/joseph-stiglitz-defende-reestruturacao-profunda-da-divida-portuguesa=f862806#ixzz33fRNW7Zf">http://expresso.sapo.pt/joseph-stiglitz-defende-reestruturacao-profunda-da-divida-portuguesa=f862806#ixzz33fRNW7Zf</a> <a href="http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=2147958&amp;page=-1">http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=2147958&amp;page=-1</a>
Carmen Reinhart	<a href="http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/portugal_e_a_europa_devem_avanccedilar_com_reestruturaccedilolildees_de_diacutevida.html">http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/portugal_e_a_europa_devem_avanccedilar_com_reestruturaccedilolildees_de_diacutevida.html</a>
Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff	<a href="http://expresso.sapo.pt/rogoff-e-reinhart-rejeitam-colagem-a-austeridade=f803054?skin=ex:s">http://expresso.sapo.pt/rogoff-e-reinhart-rejeitam-colagem-a-austeridade=f803054?skin=ex:s</a>
Paul de Grauwe	<a href="http://www.publico.pt/economia/noticia/portugal-errou-ao-querer-ganhar-o-concurso-de-beleza-da-austeridade-diz-economista-paul-de-grauwe-1612009">http://www.publico.pt/economia/noticia/portugal-errou-ao-querer-ganhar-o-concurso-de-beleza-da-austeridade-diz-economista-paul-de-grauwe-1612009</a>

## As possibilidades de renegociação da dívida.<sup>14</sup>

Existem já várias propostas de renegociação (e reestruturação) de dívida preparadas, sobretudo, por grupos de académicos mas também, por exemplo, por um gestor de um “Hedge Fund” (David Salenic, Tortus Capital).

Contudo, nem todas as propostas de reestruturação de dívida servem ao país e, pelo contrário, podem ser prejudiciais ao interesse nacional.

Para ilustrar esses dilemas, são analisadas nesta secção duas propostas: (i) a proposta PADRE; (ii) a proposta de reestruturação de dívida de David Salenic, Tortus Capital.

De seguida são descritas, de forma simplificada, as modalidades da reestruturação de dívida e conclui-se analisando os critérios chave para uma reestruturação bem-sucedida da dívida de Portugal.

### A proposta PADRE

A proposta, com a designação “PADRE” de Pierre Pâris e Charles Wyplosz segue na linha de propostas anteriores, como a do grupo de sábios alemães, de Varoufakis, Holland, and Galbraith, de Soros, de Brunnermeier e outros (em que se incluem o português Ricardo Reis) e a de João Ferreira do Amaral (de saída do euro).

PADRE é uma proposta engenhosa. É uma estratégia de uma dimensão muito elevada, ao contrário da maior parte propostas anteriores, que eram demasiado pequenas face à dimensão da crise. Essencialmente, PADRE propõe uma solução “milagrosa”: fazer desaparecer metade do conjunto da dívida soberana dos países membros da zona euro. Isso significaria, no caso português, assim como no dos restantes países periféricos, reduções enormes da dívida pública que, contudo, por força do mecanismo desenhado por Pâris and Wyplosz, não seriam idênticas para todos os países membros. No caso de Portugal, a dívida pública cairia de 127,8% para 57,7% do PIB.

A proposta de Pâris and Wyplosz respeita quatro princípios básicos que os autores consideram imprescindíveis ao bom funcionamento da zona euro:

---

<sup>14</sup> Capítulo em parte baseado em entrevista de Ricardo Cabral ao Expresso.

1. Todos os países são igualmente tratados e beneficiam de forma idêntica (“princípio da igualdade”);
2. Não devem existir transferências fiscais unilaterais entre os países membros da zona euro;
3. A independência do BCE continua a ser salvaguardada;
4. Não haveria risco moral: seria criado um novo instrumento disciplinador e punitivo que automaticamente penalizaria os países que voltassem a registar défices elevados e a aumentar a sua dívida pública – “um espartilho orçamental reforçado”.

O mecanismo de reestruturação proposto por Pâris and Wyplosz é elaborado e complexo. Essencialmente, o BCE pediria emprestado nos mercados financeiros internacionais o montante suficiente para comprar metade da dívida pública da zona euro; compraria essa dívida e comprometia-se a mantê-la “enterrada” nos cofres do BCE enquanto os países membros cumprissem com a sua parte do acordo, através da assinatura de um “pacto orçamental reforçado”, proposto igualmente por Pâris and Wyplosz. Essa dívida seria transformada em títulos de dívida perpétua sem juros. Para todos os efeitos, a dívida pública deixava de existir. Permanecia apenas a obrigação do BCE de pagar os juros do empréstimo contraído para comprar essa dívida pública.

Contudo, como se espera que o BCE seja capaz de se financiar a taxas de juro baixas e de se refinar sem problemas sempre que o quiser fazer, ser-lhe-ia possível implementar tal política com custos “relativamente baixos”: 1,7% do PIB da zona euro por ano, equivalente a cerca de €161 mil milhões de euros por ano, que seriam suportados pelo BCE. O BCE passaria a ter prejuízos, mas isso não seria um problema porque um banco central nunca vai à falência. Pode sempre imprimir mais papel-moeda. O que ocorreria é que o BCE e os bancos centrais nacionais deixariam de transferir lucros para os respectivos governos ao longo das próximas décadas.

Esta solução permitiria à Europa sair de uma estratégia de austeridade que se prevê dure décadas e resulte em declínio económico e enormes custos sociais e humanos.

Pâris and Wyplosz estão corretos em defender uma proposta que trate de forma igual todos os países membros: o princípio da igualdade perante a lei deve ser basilar a toda e qualquer política europeia. A solução de Pâris and Wyplosz, a este respeito, é exemplar em comparação

com a actual política europeia, em que os países resgatados são tratados de forma diferenciada. Obviamente que há críticas que poderão ser feitas a esta proposta.<sup>15</sup>

De qualquer modo, a proposta “PADRE” é suficientemente abrangente para ter um impacto significativo na sustentabilidade das contas públicas e na performance económica do país.

### A reestruturação de dívida proposta por David Salanic (Tortus Capital)

Ao contrário da proposta “PADRE”, a reestruturação de dívida sugerida por David Salanic da Tortus Capital é um exemplo de uma má proposta de reestruturação de dívida – e é, por essa razão, brevemente descrita neste contributo – porque não resolve o problema de sobreendividamento do país nem assegura a sustentabilidade da dívida.

David Salanic propôs, em janeiro de 2014, uma reestruturação de dívida baseada em PSI (“Private Sector Involvement”), ou seja, o objectivo é que o sector privado contribua para a reestruturação de dívida apoiando o esforço do setor oficial.

A reestruturação de dívida proposta por David Salanic reduziria a dívida em 63,5 mil milhões de euros de forma a reduzir o nível de dívida pública para próximo de 90% do PIB. Tal montante de redução de dívida não seria suficiente, como se demonstra abaixo.

Tal reestruturação de dívida deveria ocorrer antes de junho de 2014 e, só abrangeria Obrigações do Tesouro, Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, i.e., 93,5 mil milhões de euros de um total de cerca de 210 mil milhões de euros da dívida direta do Estado. Ou seja,

---

<sup>15</sup> Os principais problemas da proposta PADRE parecem ser os seguintes: Por um lado, a proposta ignora que a crise é uma crise de balança de pagamentos e de dívida externa entre países membros da zona euro, que resulta de *uma deficiente arquitectura da zona euro*. Nada impede que os desequilíbrios externos voltem a ocorrer, ou seja, que a zona euro não seja confrontada com crise similar passados alguns anos. Ao não colocarem em causa a independência do Banco Central Europeu e a estratégia de gestão do risco moral utilizada desde a criação do euro, estão implicitamente a assumir que esses dois elementos da arquitetura da zona euro estavam e continuam a estar corretos. Mas tal implica não reconhecer as falhas na arquitetura da política monetária do BCE e as deficiências do mecanismo de coordenação macroeconómica entre países da zona euro (“disciplina e austeridade”) que conduziram a zona euro até à crise presente. A proposta “PADRE” constitui um valioso contributo no processo de definição de uma nova estratégia para a zona euro, ao demonstrar que existem alternativas possíveis e plausíveis. Todavia, a proposta de Pâris e Wyplosz não seria porventura suficiente porque, como está, não responde de forma cabal à crise de balança de pagamentos e à crise de dívida de externa.

Bilhetes do Tesouro e dívida ao setor oficial (BCE, MEE, EFSM e FMI) não seria afetada pela reestruturação.

Desses 93,5 mil milhões de euros dívida, cerca de 12 mil milhões de euros são detidos por investidores a retalho (residentes) e cerca de 4,7 mil milhões são detidos por instituições públicas. Os fundos da segurança social, da Caixa Geral de Aposentações e outros fundos públicos detêm igualmente 14,4 mil milhões de euros desse tipo de dívida pública. A banca nacional e companhias de seguros nacionais detêm igualmente algumas dezenas de milhares de milhões de euros de Obrigações do Tesouro.

Nessas condições, a reestruturação de dívida PSI seria contrária ao interesse nacional porque:

1. Não reduziria a dívida externa do país de forma significativa, dado que a maior parte dos custos da reestruturação seriam suportados por residentes. Assim sendo, a reestruturação de dívida não contribuiria para reduzir os desequilíbrios macroeconómicos do país;
2. Imediatamente após a reestruturação de dívida, o governo português ver-se-ia obrigado a recapitalizar o sistema bancário português, os fundos de estabilização da segurança social e da Caixa Geral de Aposentações, outros fundos públicos e instituições públicas que detinham dívida pública (CEDICs). Assim sendo, é provável que tal recapitalização custasse entre 15 e 20 pontos percentuais do PIB. Ou seja, imediatamente a seguir à reestruturação de dívida, a dívida pública subiria para cerca de 105%-110% do PIB. A reestruturação de dívida teria um efeito líquido de talvez apenas 20% do PIB;
3. A reestruturação de dívida não tornaria a dívida sustentável. A dívida continuaria numa trajectória insustentável, acima de 100% do PIB, com despesa com juros acima de 3,5% do PIB e dívida externa líquida próxima de 100% do PIB;
4. O país continuaria dependente da boa vontade e do financiamento dos seus credores estrangeiros;
5. Poucos anos mais tarde, Portugal estaria novamente na mesa de negociação à procura de uma segunda reestruturação de dívida.

Em resumo, a dívida pública e externa do país é de tal ordem que é necessário uma reestruturação de dívida mais ampla, envolvendo também o setor oficial. Uma reestruturação de dívida ampla minimiza o montante das perdas sofridas por cada tipo de credor. Por essa



razão, propostas de reestruturação do tipo da de David Salanic, não servem o país e são, na realidade, contrárias ao interesse nacional.

### Modalidades de uma reestruturação de dívida

Quando o assunto é reestruturação de dívida, “o diabo está nos detalhes”. Ou seja, há várias nuances que podem tornar a análise de uma reestruturação de dívida num processo complexo.

Considere-se um contrato de dívida com diversas condições legais. Destas condições legais destacam-se o capital em dívida (valor facial da dívida), taxa de juro (cupão) e data de maturidade. Tipicamente, a reestruturação afeta um ou mais destes três parâmetros do título dívida.

A ideia a reter é que alterações em cada um destes parâmetros têm efeitos que, do ponto de vista financeiro, assumida uma dada taxa de desconto, são equivalentes a alterações nos restantes parâmetros.

Para se calcular o efeito de variações desses três parâmetros na reestruturação de dívida utiliza-se uma metodologia designada por cálculo do valor presente de uma obrigação de dívida.

Suponha-se que se pretende reduzir o valor presente da dívida em 50%. É possível obter pelo menos parte da redução do valor presente da dívida, dada uma taxa de desconto, quer através da alteração do valor facial da dívida, quer através de extensão das maturidades, quer através da redução das taxas de juro.

Para dívida de longo prazo (com maturidades extensas), a maior parte do valor presente da dívida reside no pagamento dos juros. Portanto, a redução da taxa de juro tem um efeito mais significativo na redução do montante em dívida.

Para dívida de curto prazo, a maior parte do valor presente reside no pagamento do capital em dívida. Portanto, neste caso, a redução da taxa de juro não tem um efeito relevante na redução do valor presente da dívida, se não se alterarem ao mesmo tempo outros parâmetros.

Note-se que podem ser introduzidas alterações ao contrato de dívida que aumentam a complexidade da reestruturação de dívida. Por exemplo, redenominar a dívida noutra moeda.

Ou oferecer um outro activo de garantia para os novos títulos de dívida. Ou indexar a taxa de juro à taxa de crescimento do PIB.

### Objetivos fundamentais para uma reestruturação da dívida de Portugal bem-sucedida

Os objectivos fundamentais de uma reestruturação de dívida de Portugal, que assegure que esta seja bem-sucedida, são os seguintes:

- Reduzir os desequilíbrios macroeconómicos do país (balança de pagamentos e dívida externa), nomeadamente através da redução do défice da balança de rendimentos;
- Assegurar o auto-financiamento da economia portuguesa, ao alongar significativamente as maturidades de uma parte significativa da dívida portuguesa, minimizando dessa forma as necessidades de refinanciamento da dívida pública e da dívida privada portuguesa;
- Tornar a dinâmica de crescimento da dívida pública e da dívida externa do país sustentável, realizando uma reestruturação de dívida de dimensão suficientemente grande, de modo a evitar sucessivas reestruturações de dívida.

## Referências Bibliográficas.

- Das, U., Papaioannou, M., Trebesch, C. (2012), *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, IMF Working Paper 12/203, [http://www.un.org/esa/ffd/ecosoc/debt/2013/IMF\\_wp12\\_203.pdf](http://www.un.org/esa/ffd/ecosoc/debt/2013/IMF_wp12_203.pdf).
- Doluca, H, M Hubner, D Rumpf e B Weigert (2012) *The European Redemption Pact:an Illustrative Guide*
- French Council of Economic Analysis (2013), *A Three Stage Plan to Reunify the Euro Area*, March 2013
- European Commission (2011), *Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*, November 2011
- European Commission (2014), *Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills*, Final Report, March 2014
- Galbraith,James K, Stuart Holland e Yanis Varoufakis (2014) *Modeste Proposition pour Résoudre la Crise de Zone Euro Les Petits Matins/Institut Veblen pour les Réformes Économiques*
- German Council of Economic Experts (2011), *Annual Economic Report 2011*
- German Council of Economic Experts (2013), *Annual Economic Report 2013*
- Gianviti,François,Anne Krueger,Jean Pisany-Ferry, André Sapir, Jurgen von Hagen (2010), *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, Bruegel Blue Paper Series vol 10*
- Manasse, P., Roubini, N. (2009), “‘Rules of Thumb’ for Sovereign Debt Crises”, *Journal of International Economics*, 78:192-205.
- Pâris,Pierre e Charles Wyplosz (2013) *PADRE Politically Acceptable Debt Reestructuring in the Euro Zone Geneva Reports on the World Economy Special Report 3 International Center for Monetary and Banking Studies*
- Pâris, P., Wyplosz, C. (2014), *PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*, ICMB International Center For Monetary and Banking Studies.
- Pereira, P.T., Cabral, R., Morais, L.T. (2014). “Estratégias orçamentais 2014-18”, *IPP Policy Paper*, 1/2014.
- Pierpaolo Parello,C e V. Viso(2012) *The European Redemption Fund: A Comparison of Two Proposals MPRA 42874*
- Reinhart, C., Rogoff, K., Savastano, M. (2003), “Debt Intolerance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1-74.
- Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2008), “Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005”, *Journal of International Money and Finance*, 27:780-805