

Audição Pública

perante o

Grupo de Trabalho para avaliação do Endividamento Público e Externo de Portugal da Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa (COFMA) da Assembleia da República

10 de Outubro de 2017, 14:30h-18:00h

Intervenção escrita preparada por Ricardo Cabral, Professor Auxiliar do Departamento de Gestão e Economia da Faculdade de Ciências Sociais da Universidade da Madeira (rcabral@uma.pt).

Nota prévia

Exmas e Exmos Senhores Deputados.

Muito boa tarde. O meu nome é Ricardo Cabral, sou professor de economia da Universidade da Madeira.

Cumpre-me agradecer o convite de V.Exas, que muito me honra e cumprimentar todos os presentes.

Estou aqui em representação dos autores do Relatório sobre a “Sustentabilidade das Dívidas Externa e Pública”, juntamente com o

Prof. Ricardo Paes Mamede, cuja intervenção se irá concentrar na questão do endividamento externo.

A minha intervenção, embora procurando refletir o consenso do grupo, só a mim me vincula, e está estruturada em duas partes.

Na primeira, apresentarei de forma resumida os elementos determinantes do Relatório.

Na segunda parte, procurarei transmitir a este Grupo de Trabalho de Avaliação do Endividamento Público e Externo do País, o que considero serem os elementos mais relevantes na estratégia de gestão de curto, médio e longo prazo da dívida pública e da dívida externa.

Parte I

O Relatório propõe as seguintes quatro medidas de política económica, que podem ser empreendidas autonomamente pelo Governo para melhorar a sustentabilidade da dívida pública e externa, quantificando os seus efeitos.

- Alteração da política de constituição de provisões do Banco de Portugal;
- Redução da maturidade média residual da dívida direta do Estado, excluindo dívida ao FMI e instituições europeias, de 6,6 para cerca de 4,9 anos;
- Pagamento antecipado de 7,9 mil milhões de euros de dívida ao FMI;

- Optimização da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas, vulgo almofada financeira;

Os objetivos destas medidas propostas seriam:

1º - Reduzir a taxa de juro implícita média da dívida pública entre 0,4 a 0,5 pontos percentuais, contribuindo para melhorar a trajetória e a sustentabilidade da dívida pública, ao reduzir a despesa pública com juros em quase 1200 milhões de euros por ano, a partir de 2023;

2º - Reduzir os débitos brutos da Balança de Rendimento primário em 690 milhões de euros, por ano.

Dessa forma, as medidas propostas contribuiriam para melhorar a sustentabilidade da dívida pública e da dívida externa.

Contudo, dados os níveis elevados de dívida pública e de dívida externa, as quatro medidas pontuais propostas pelo GT são insuficientes para alterar, de forma estrutural, a actual dinâmica da dívida pública e da dívida externa portuguesa, pois continuaria a exigir saldos primários elevados e taxas de crescimento moderadas ao longo de mais de uma década.

Por conseguinte, para além dessas medidas de política, o Grupo de Trabalho analisou um cenário em que, no contexto europeu, se procura encontrar uma solução para o problema das dívidas excessivas, que nos parece crucial para o desenvolvimento do País e da Zona Euro.

A proposta do Grupo de Trabalho, meramente indicativa do que seria possível, baseia-se nos instrumentos que já foram desenvolvidos e utilizados pelas autoridades da zona euro, em particular o programa alargado de compra de ativos do BCE (vertente PSPP) e nos

empréstimos do Mecanismo de Estabilidade Europeu a estados-membros. Estes instrumentos de política económica são, na realidade, um programa de expansão quantitativa, temporário, e uma forma de mutualização de dívida a nível europeu.

Se for possível um consenso, no Conselho do BCE, para prolongar o PSPP de modo que esse nível de dívida pública (28 mil milhões de euros) permaneça no balanço do Banco de Portugal, indefinidamente, e, simultaneamente, reestruturar a dívida às instituições europeias (52 mil milhões de euros) com o acordo destas, mantendo o seu valor facial, alongando as maturidades em mais 45 anos e reduzindo o cupão para 1%, então, estima-se que seria possível reduzir o valor presente da dívida pública para cerca de 92% do PIB, ou seja, o equivalente a uma redução imediata do peso da dívida pública de 39 pontos percentuais do PIB.

A taxa de juro implícita da dívida pública cairia quase 1 ponto percentual, resultando numa redução anual da despesa com juros estimada em cerca de 1900 milhões de euros por ano a partir de 2022.

A reestruturação da dívida permitiria uma substancial redução do esforço de consolidação orçamental e uma redução muito significativa da dívida externa líquida do País, de cerca de 32% do PIB.

Quão realista é o cenário proposto?

As taxas de juro estão a níveis historicamente baixos e é previsível que o conselho do BCE prorogue, durante pelo menos parte de 2018, o PSPP.

A dívida do Mecanismo Europeu de Estabilidade, a 30 anos, transacciona-se actualmente nos mercados a uma taxa de juro implícita de 1,64%. E a Áustria fez uma emissão de dívida a 100 anos a uma taxa de juro de 2,1%. Por conseguinte, não é inconcebível desenhar uma reestruturação voluntária de dívida a nível europeu, através do Mecanismo Europeu de Estabilidade, de forma a obter uma significativa redução do valor presente da dívida pública e da dívida externa, tal como proposto no Relatório sobre a Sustentabilidade das Dívidas Externa e Pública.

Esta redução do esforço de consolidação orçamental e do endividamento externo líquido é crucial para que o Estado disponha de recursos necessários para assegurar o desenvolvimento económico e social do País.

Caberá ao poder político a preparação e negociação de cenários concretos de reestruturação da dívida pública ao sector oficial, para que possa contribuir, com a perspectiva de Portugal, em negociações que venham a realizar-se no contexto europeu.

O importante é que a reestruturação de dívida seja de dimensão suficiente para resolver de vez, o problema de endividamento externo excessivo do país e do Estado.

Parte II

Do trabalho de análise e investigação nesta matéria, no âmbito do Relatório da Dívida e não só, gostaria de chamar a atenção deste Grupo de Trabalho para diversos aspectos que se me afiguram importantes.

1. A reestruturação de dívida irá ocorrer mais tarde ou mais cedo, sobretudo dado o muito elevado nível de dívida externa do País. E até se pode dizer que já está a ocorrer de forma suave, através do programa de mutualização de dívida do Mecanismo de Estabilidade Europeu e do programa de expansão quantitativa do BCE. Mas é fundamental que a reestruturação de dívida que for feita seja de dimensão suficiente, porque caso contrário apenas se adia o problema durante mais alguns anos.
2. A reestruturação do valor facial da dívida não é essencial. Se se reestrutura o valor facial da dívida em, por exemplo, 40%, como no caso de parte da dívida de Porto Rico, mas esta tem de ser imediatamente financiada nos mercados, as poupanças que se conseguem no capital em dívida perdem-se na despesa com juros. Por conseguinte, afigura-se-me preferível manter o valor facial, mas reestruturar maturidades para obter a redução de valor presente necessária e assegurar que o Estado é, ao longo de décadas, capaz de honrar os seus compromissos financeiros. Isto porque da forma acima descrita diminuem de forma drástica as necessidades de refinanciamento do Estado em cada ano.
3. A reestruturação de dívida pode ser oportunística e voluntária. De facto, em alturas de pânico nos mercados, o Estado pode e

deve recomprar a sua dívida a desconto. Mas só o deve fazer se o desconto assim obtido for de facto muito significativo.¹

4. Dado o elevado nível de dívida pública, este Grupo de Trabalho da COFMA e a Assembleia da República deve acompanhar as opções de gestão de dívida pública e as operações de financiamento e de garantias públicas a entidades públicas ou privadas. Por exemplo:

a. Deve ter-se presente, mesmo os que não concordam que é necessária uma reestruturação de dívida, que o risco de entrada em incumprimento continuará muito elevado durante décadas. Por conseguinte, todas as opções de gestão de dívida devem ter em conta que essa é uma eventualidade possível. Devem-se evitar opções com consequências muito negativas em caso de entrada em incumprimento, por exemplo, a emissão de dívida em jurisdições legais que não a portuguesa e minimizar o número de jurisdições legais em que é emitida dívida pública portuguesa. Deve-se igualmente evitar emitir dívida pública em moedas que não a moeda nacional (euro).

b. É necessário ter em consideração o programa de aquisição de activos do sector público do BCE (PSPP), que Portugal não está a saber aproveitar plenamente, ficando cerca de 1/3 abaixo do que teria direito de acordo com a sua quota parte do capital do BCE. É fundamental

¹ Considere-se, por exemplo, o caso do Equador em 2008, que recomprou secretamente dívida no mercado secundário a 20% do seu valor facial, obtendo uma significativa reestruturação da sua dívida (Vide <https://www.brookings.edu/opinions/debt-buybacks-and-backdoor-restructurings-can-greece-pull-an-ecuador/>).

que Portugal emita mais dívida de médio e longo prazo, um terço da qual seria adquirida no âmbito do PSPP pelo BCE e pelo Banco de Portugal, e que utilize os proveitos para amortizar a dívida pública mais dispendiosa, reduzindo a despesa com juros.

- c. As Administrações Públicas devem evitar contrair financiamento a taxas de juro mais elevadas do que os custos médios de financiamento da dívida directa do Estado. No caso de empresas do sector público empresarial sobreendividadas, junto da banca ou nos mercados financeiros, – que o Estado considere que nunca poderá deixar entrar em incumprimento – seria preferível que o Estado emitisse mais dívida para recapitalizar essas empresas, na condição que esse financiamento se destinasse a amortizar a dívida dessas empresas. Reduziria assim a despesa com juros e deveria poder fazê-lo sem impacto no défice e na dívida de Maastricht, no caso de empresas do sector público empresarial que fazem parte do perímetro das administrações públicas.
- d. A Assembleia da República deve, em meu entender, enquadrar de forma mais restritiva, através da revisão da Lei Quadro da Dívida Pública e da Lei do Orçamento do Estado, as operações de gestão da Dívida Pública, nomeadamente em relação a:
 - i. Maturidade residual média da dívida
 - ii. Moeda e jurisdição legal aplicável

- iii. Dimensão e gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas, vulgo “almofada financeira”
- iv. Operações de financiamento de longo prazo que se traduzem numa significativa reestruturação do valor presente desse financiamento, como o caso do financiamento que o Governo provavelmente fará ao Fundo de Resolução, em relação à garantia contingente de 3,9 mil milhões de euros para o Novo Banco
- v. Operações de recompra antecipada de Dívida Directa do Estado

Alterações das variáveis acima identificadas traduzem-se em variações significativas da despesa com juro e é fundamental que a COFMA procure assegurar uma redução mais significativa da taxa de juro implícita média da dívida pública, que muito contribui para tornar a dívida pública mais sustentável.

5. Dada a relevância do programa de expansão quantitativa do BCE nos lucros e dividendos do Banco de Portugal seria importante que a Assembleia da República revisitasse a questão das provisões do Banco de Portugal.

Parece-me que o plano de contas do Banco de Portugal deve ser alterado de forma que a constituição de provisões não seja uma decisão discricionária da Administração do Banco de Portugal e que os recursos assim libertados estejam disponíveis ao Orçamento do Estado.

6. Por último, afigura-se importante incluir uma estimativa do valor presente das obrigações financeiras que resultam dos compromissos futuros com os sistemas de pensões públicos e desenvolver os instrumentos e a metodologia para salvaguardar a satisfação desses compromissos, em caso de entrada em incumprimento.

Muito obrigado pela vossa atenção.

Estou ao vosso dispor para as questões que possam ter.

Anexos para consulta

ANEXO I

Descrição detalhada das medidas propostas no Relatório sobre a sustentabilidade das dívidas externa e pública

- A primeira consiste na alteração da política de provisões para riscos gerais do Banco de Portugal. Essencialmente, a constituição de provisões para riscos gerais resulta no que pode ser explicado de forma simplificada como um aumento de capital do Banco de Portugal (o termo exacto é reforço dos fundos próprios). O Grupo de Trabalho considera que à semelhança de todas as instituições públicas e privadas, é ao acionista do Banco de Portugal que compete recapitalizar o Banco de Portugal e que, por conseguinte, essa constituição de provisões deve passar a ser prerrogativa do Governo na pessoa do Ministro das Finanças. Para mais a constituição de provisões sobre ativos adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos do BCE afeta negativamente a transmissão da política monetária do BCE em Portugal. Com base em dados publicados pelo BCE no seu site, estimamos que se o Banco de Portugal não constituísse provisões para riscos gerais no exercício de 2016, o efeito do PSPP nas contas públicas em 2017 seria de mais cerca de 450 milhões de euros e, em 2018, de mais cerca de 195 milhões de euros, face ao cenário em que o BdP constituísse provisões como no exercício de 2015. Como se sabe, esta é uma das sugestões que foi adoptada pelo Governo tendo este chegado a um entendimento com o Banco de Portugal sobre o nível de provisões a constituir relativamente ao exercício de 2016 (100 milhões de euros).

- A segunda medida nota que o regresso aos mercados foi feito adoptando a estratégia de aumento de maturidades médias residuais de 5,1 anos no final de 2013 para 6,6 anos no final de 2016, dessa forma reduzindo o risco de refinanciamento, mas com custos significativos. Uma vez que uma parte significativa da dívida direta do Estado é detida pelo setor oficial, o Grupo de Trabalho recomenda que se reduza a maturidade média residual da dívida para 4,9 anos.

- A terceira medida proposta, consiste na antecipação dos reembolsos ao FMI acompanhado do encerramento dos swaps cambiais, que permitiria poupanças totais de cerca de 900 milhões de euros.

- A quarta medida recomenda a optimização da gestão das disponibilidades líquidas das Administrações Públicas. O conjunto das Administrações Públicas dispunham, no final de 2016, de 23 mil milhões de euros de disponibilidades líquidas, que geram rendimentos de juros nulos ou muito baixos e resultam em despesa com juros elevada. O GT propõe que se criem instrumentos para incentivar entidades das Administrações Públicas a aplicar voluntariamente esses fundos junto do IGCP que, por sua vez, o depositaria junto do Banco de Portugal.

ANEXO II

FACTORES EXÓGENOS DETERMINAM EM LARGA MEDIDA BOM DESEMPENHO EXTERNO DO PAÍS, QUE NÃO DEVERÁ PERSISTIR AO LONGO DE DÉCADAS

Não obstante o bom desempenho económico do país no presente, a crise que a Zona Euro e Portugal enfrentam, é simplesmente a maior crise de Balança de Pagamentos e de Dívida Externa, em tempos de paz, da História do mundo. Resulta fundamentalmente de graves deficiências na arquitectura da União Económica e Monetária.

Os níveis de dívida externa do País ultrapassaram há muito o limiar do sustentável e a História demonstra – em numerosos episódios - que tais situações acabam inevitavelmente no incumprimento por parte da nação devedora.

A dívida externa do país, muita da qual denominada em euros, não pode ser paga com poupança doméstica. Tem obrigatoriamente de ser paga com poupança externa, nomeadamente com as receitas das exportações líquidas das importações.

Ora Portugal regista desde 2012, pela primeira vez desde 1941-43, saldos positivos e consecutivos da Balança Comercial. Este é um feito sem precedentes na História económica de Portugal.

Esse ajustamento na Balança Comercial entre 2008 e 2016, de quase 12 pontos percentuais do PIB, explica-se em cerca de 5,3 pontos percentuais do PIB pela queda do preço do petróleo e pela evolução favorável da balança do turismo. Certamente, a queda do euro face ao dólar também contribuiu para melhorar a balança

comercial. Ou seja, este ajustamento, em parte, resultou de factores exógenos que não são controlados pelos agentes económicos ou agentes políticos residentes.

Por outro lado, a política monetária acomodatória e não convencional do BCE resultou na redução da taxa de juro na Zona Euro, que por sua vez se traduziu numa melhoria significativa da Balança de Rendimento primário do País (juros e dividendos que o país paga, em termos líquidos, ao resto do mundo/a não residentes).

Mas mesmo assim, o excedente da Balança Comercial é apenas suficiente para aproximadamente cobrir o défice da Balança de Rendimento primário do País.

Ou seja, é pouco plausível que esta envolvente externa favorável e níveis baixos de taxas de juro se mantenham ao longo de décadas, permitindo a redução lenta do nível de endividamento externo.

Por conseguinte, é importante que os decisores nacionais não se deixem iludir pelo bom momento que a economia portuguesa vive, nomeadamente, que partam do pressuposto que é possível ao País tornar-se um exportador líquido recorrente.

No presente, discutem-se, nos órgãos de Governo da União Europeia, alterações significativas à organização, instituições e funcionamento da Zona Euro e da União Europeia, perspectivando-se uma Zona Euro a várias velocidades, como cenário mais provável.

Embora a questão do legado das dívidas excessivas seja referida em algumas dessas propostas e da necessidade de uma resposta para esse problema, o tema é apenas superficialmente abordado, pelo

que é pouco provável que a solução que venha a ser adoptada seja suficiente.

Poderá parecer excessivamente pessimista considerar que as dívidas externa e pública do País são insustentáveis – como argumentado no Relatório sobre a sustentabilidade das dívidas externa e pública – numa altura em que as taxas de juro da República nunca estiveram tão baixas, negativas nos prazos inferiores a 2 anos e a cerca de 2,4% com maturidades de 10 anos, muito abaixo da taxa de juro implícita média da dívida pública que será de cerca de 3,3%.

Mas é importante ter presente que uma parte não negligenciável do bom desempenho depende, como já referi, de factores exógenos, previsivelmente temporários, entre os quais se salienta a política monetária não convencional do BCE.