

Sustentabilidade da Dívida Pública. Que Soluções para Portugal?

João Leão

ISCTE

Lisboa, 16 Dezembro de 2014

Dívida pública e Dívida Externa

- Portugal tem um nível muito elevado de dívida pública:
 - 2014: 127,2% (bruta), 120% (líquida)
- Ainda mais preocupante por estar associado a um elevado nível de endividamento geral do país
 - Posição de investimento internacional de -118%
 - Dívida externa bruta de 230%
 - Dívida bruta das empresas, famílias e Estado de 370% do PIB

Dívida pública: Evidência Histórica

- Vários países foram bem sucedidos na redução do rácio da dívida pública através do crescimento da economia
 - EUA: 1950 a 1960 rácio diminuiu de 80% para 46%
 - UK: 1946 a 1974 de 270% para 50%
 - Bélgica: 137% em 1993 e 84% em 2007
- Contexto de forte **crescimento do PIB** e acesso a **financiamento estável**

Dívida pública: Evidência Histórica

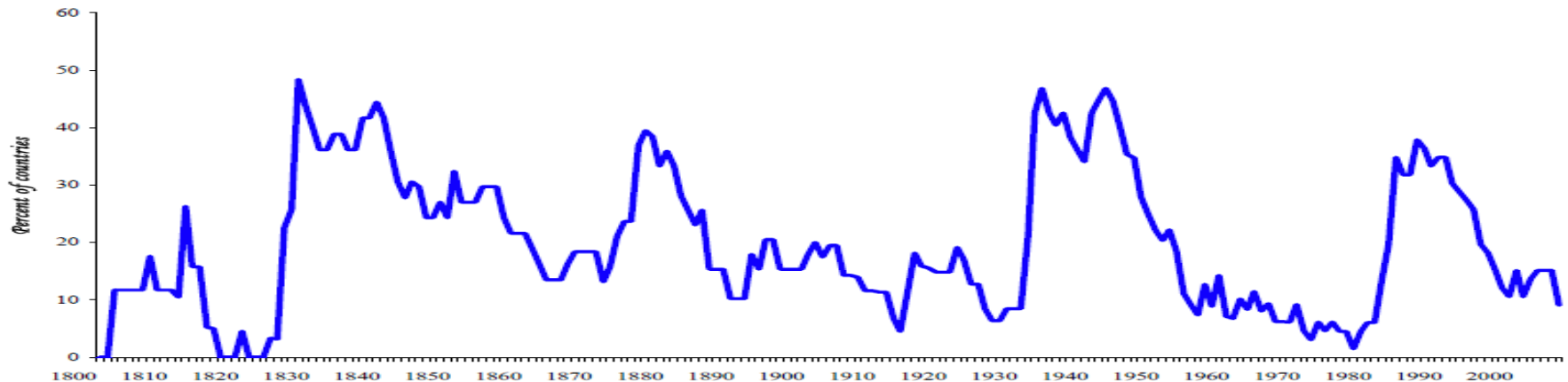
Reestruturação da dívida pública em série é um fenómeno universal na história (Carmen e Rogoff, 2008):

- Em todas as regiões do mundo
- Em quase todos os países: quando passaram de países emergentes para países desenvolvidos
- No entanto, poucos países europeus reestruturaram a dívida desde a 2^o guerra mundial
 - Reduzida mobilidade de capital até aos anos 70
 - Era dourada do crescimento económico
 - FMI

Dívida pública: Evidência Histórica

- Desde o início do sec. 19 ocorreram períodos longos com uma % muito elevada de países em default ou reestruturação
- 5 grandes ciclos de reestruturação

*Sovereign External Debt: 1800-2006
Percent of Countries in Default or Restructuring*



- Ciclos em que 30% a 50% de todos os países (66 países) estavam em processos de reestruturação da dívida
- Grécia passou mais de metade do tempo desde 1800 em default
- Portugal reestruturou a dívida 6 vezes e passou 10,6% do tempo em reestruturação nos últimos 2 séculos

Dívida pública: Evidência Histórica

- As crises têm frequentemente origem nos centros financeiros mundiais
- Transmitem-se através de alterações súbitas nas taxas de juros e nos preços das matéria primas
- Reestruturações são muito sensíveis aos ciclos de movimentos internacionais de capitais
 - São frequentemente precedidos por períodos de grandes entradas de capital (défices externos)
 - Quando os fluxos se reduzem de forma súbita, os países entram em default

Dívida pública: Que soluções

1. Crescimento Económico

- O crescimento económico é a forma mais eficaz e bem sucedida de reduzir o rácio da dívida pública
- Risco da **estagnação** da economia e **deflação** (ou inflação muito baixa) ameaça a Europa e Portugal:
 - Demografia; alto endividamento privado e público; fragilidade do sistema financeiro.
 - Condiciona o crescimento nominal do PIB
- Evolução do rácio da dívida pública é altamente sensível ao crescimento nominal do PIB:
 - Crescimento real + Crescimento dos preços

Dívida pública: Que soluções

1. Crescimento económico

- Cenários de crescimento do PIB nominal de 3,6% versus 2%
- Mantendo constante o excedente primário de 2% (nível de esforço orçamental)
- Diferença no rácio da dívida pública em 2034 de 37 p.p..

	2014 a 2034	
Taxa de Juro	3.5%	3.5%
Taxa Cresc. PIB (nom)	3,6%	2%
Défice Primário (% PIB)	-2%	-2%
Rácio da dívida (%PIB) 2024	112%	127%
Rácio da dívida (%PIB) 2034	89%	126%

Dívida pública: Que soluções

2. Acesso a financiamento barato e estável (BCE)

- Taxas de juro de longo prazo na Europa estão em mínimos históricos
- Taxas a 10 anos: Alem. 0,6%; Fr. 0,9%; Ire. 1,3%
Esp. 1,8%; Port. 2,9%
- **Taxa juro a 30 anos na Alemanha é de apenas 1,4%**
- Em Portugal, a taxa de juro dos novos financiamentos (média das diferentes maturidades) deverá estar pouco acima dos 2% (10 anos 2,9%; 5 anos 1,7% e 2 anos 0,6%)
- Muito inferior à taxa de juro média do stock de dívida (3,7%) e com margem para descida adicional (apesar dos riscos).

Dívida pública: Que soluções

2. Acesso a financiamento barato e estável (BCE)

- Evolução do rácio da dívida em PT é muito sensível à evolução da taxa de juro da dívida (com algum desfasamento no tempo)
- Redução da taxa de juro tem efeito semelhante ao do aumento da taxa de crescimento do PIB (com défice primário constante)
- Simulação 1: redução gradual da taxa juro média do stock até 2% em 2020. Subida a partir de 2025. Volta a atingir 3.5% a partir de 2030.

	2014 a 2034				
Taxa de Juro	3.5%	3.5%	2%	2%	Sim 1
Taxa Cresc. PIB (nom.)	3,6%	2%	3.6	2%	3.6%
Défice Primário (% PIB)	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Rácio da dívida (%PIB) 2024	112%	127%	95%	110%	98%
Rácio da dívida (%PIB) 2034	89%	126%	60%	89%	69%

Dívida pública: Que soluções

2. Acesso a financiamento barato e estável (BCE)

- Operações do BCE: Programa de compra de obrigações soberanas (e covered bond program e ABS)
- Poderá contribuir para que Portugal tenha condições de financiamento mais próximas da dos outros países da Europa
- Importante também o papel da CE e dos países da UE
- Portugal também deve procurar criar condições para que isso aconteça
- **Riscos de mudança do sentimento de mercado** em desfavor dos países periféricos: Papel da Europa, do BCE e de Portugal é fundamental para os evitar.

Dívida pública: Que soluções

3. Renegociação realizada no quadro europeu

- Pagamento antecipado ao FMI: Taxa actual de 3,6% e maturidade média de 7,5 anos.
- Custo superior ao financiamento actual de mercado
- Hipotética redução de 2p.p. gera poupanças na ordem de 500 ME ano
- Renegociação das taxas associadas dos fundos europeus:
 - Igualar a taxa do EFSM (2,9%) à do EFSF (2%)
- Podem ter impacto significativo se realizados em conjunto com a política de estímulos do BCE.

Dívida pública: Que soluções

4. Reestruturação

- Reestruturação deve ser analisada em situações extremas
- Deve ser abordada de uma forma racional e pragmática
- Instrumentos de dívida versus capital
 - Capital sujeito a pequenas variações de resultados
 - Dívida deve sofrer em situações extremas (Mian e Sufi (2014), House of debt)
- Ponderada a sustentabilidade da dívida e as consequências económicas e sociais

Dívida pública: Que soluções

4. Reestruturação

- Apenas 37% da dívida pública é actualmente detida por privados estrangeiros
- Num quadro de cooperação com UE e países da UE
- Contexto: Cenário de estagnação e de falta de acesso a financiamento barato e estável