

Contribuição para o Grupo de Trabalho: Avaliação do Endividamento Público e Externo, da Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa.

Tendo recebido o convite do deputado Duarte Pacheco para contribuir para o grupo de trabalho acima referido penso que o devo fazer respondendo a duas questões centrais:

- 1) Quais as causas do rápido endividamento em Portugal no período 1995 – 2016?
- 2) Quais são as perspectivas de evolução para a dívida?

- 1) Quais as causas do rápido endividamento em Portugal no período 1995 – 2016?

Em meados da década de noventa, a perspectiva de participação portuguesa na área do euro conduziu a uma queda acentuada das taxas de juros nominais e reais. O país passou a ter acesso aos mercados financeiros internacionais em condições substancialmente mais favoráveis. Neste contexto o ajustamento macroeconómico da economia portuguesa à participação na área do euro, incluindo a resposta de agentes privados e públicos, conduziu a uma interação entre desequilíbrios macroeconómicos e estrangulamentos estruturais, fortemente penalizadoras do desempenho económica e das perspectivas futuras.

Ainda antes da crise económica global, Olivier Blanchard escreveu (a tradução é minha): “A economia portuguesa está em situação difícil: o crescimento da produtividade é anémico. O crescimento é muito baixo. O défice orçamental é elevado. O défice da balança de transacções correntes é muito elevado.”

Desenvolvendo um pouco este ponto: a participação na área do euro abriu à economia portuguesa condições de financiamento no exterior sem precedente na sua história. O resultado foi um aumento muito pronunciado da despesa agregada e do endividamento das famílias e das empresas. Este endividamento ocorreu junto do Sistema bancário nacional. O défice da balança de transacções correntes fixou-se, de forma persistente, em valores da ordem dos 10 por cento do PIB. Este processo e sua propagação foi comum com alguns outros participantes na área do euro (por exemplo a Irlanda e a Espanha). Para desenvolvimento e discussão adicional podem consultar-se Fagan e Gaspar (2007 e 2008).

É importante acrescentar que, ao mesmo tempo, a política orçamental foi, em Portugal, pouco prudente, como testemunhado pelo facto dos défices públicos terem estado (quase) constantemente acima do limite de 3%. Este ponto é importante por várias razões. Quero destacar apenas duas: em primeiro lugar, se é verdade que o sector público não foi o factor maior na acumulação destes desequilíbrios, é também verdade que reforçou este processo. Em segundo lugar, um estado com situação fiscal débil limita a sua capacidade de apoio à actividade económica e ao sector financeiro, em caso de crise (este aspecto é discutido no Monitor Fiscal, do Outono de 2016).

É notável que a esta explosão de despesa e acumulação de dívida não esteve associado crescimento económico digno de nota. Pelo contrário, como destaca, Blanchard, mesmo antes da crise financeira global o crescimento económico português foi anémico, entre os mais baixos da área do euro.

Em 2005, escrevi com Gabriel Fagan (a tradução é minha):

“A acumulação de desequilíbrios insustentáveis – se não for contrariada a tempo – pode conduzir a uma severa crise ou a um período prolongado de divergência económica. Perante incertezas desta grandeza é imperativo escolher um caminho prudente. Destacamos a importância de uma avaliação realista das perspectivas económicas; atenção reforçada à estabilidade financeira (quer de um ponto de vista micro quer de um ponto de vista macro-prudencial), a importância da flexibilidade no mercado de trabalho e nos mercados dos produtos e, por último, mas não menos importante, uma gestão prudente das finanças públicas ...”

É evidente do que precede que a política orçamental portuguesa no período anterior a 2007 não se conformou com os princípios de prudência acima referidos. No entanto, na minha opinião, é já em plena crise financeira global que seriam cometidos os erros determinantes. É essa a história que documento na apresentação da tradução portuguesa do livro *Desta Vez é Diferente* de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff (Gaspar, 2013). De forma concisa: no outono de 2008, a comparação com a Grande Depressão é frequente. Existia uma preocupação com a possibilidade de uma espiral de recessão e de deflação. Neste contexto, a Comissão propõe e o Conselho Europeu aprovou medidas orçamentais expansionistas, num montante equivalente a 1.5 por cento do PIB. Este estímulo deveria ser atempado, temporário e conforme com prioridades de longo prazo. Usando os últimos dados disponíveis, a expansão orçamental em Portugal, avaliada pela variação do saldo primário, ajustado do ciclo, foi de mais de 7 por cento do PIB!

Portugal alinhou o risco bancário e o risco soberano no pior momento possível: imediatamente antes do começo da crise das dívidas soberanas na área do euro. De facto, as primeiras manifestações dessa crise começam imediatamente após as eleições legislativas na Grécia, a 4 de outubro de 2009 (Portugal tinha tido eleições a 27 de setembro). Os paralelos entre a Grécia e Portugal têm a sua origem neste período (é útil consultar Lourtie, 2012, para uma cronologia detalhada). Os acontecimentos precipitam-se: na primavera de 2010, Portugal perde acesso a financiamento junto a investidores internacionais; em abril de 2011, pede ajuda internacional à União Europeia e ao Fundo Monetário Internacional.

Em contexto de crise é frequente tornarem-se manifestos riscos anteriormente negligenciados. A avaliação de transparência orçamental (IMF, 2014) fornece alguns detalhes importantes. Entre 2007 e 2014 a dívida pública aumenta 47 pontos percentuais: de 84 para 131 por cento do PIB. Metade deste aumento tem que ver com reclassificações de entidades que anteriormente estavam fora do Sector Público Administrativo, incluindo Parcerias Público-Privadas e intervenções de apoio a instituições financeiras. O restante reflecte o desequilíbrio orçamental e o efeito da evolução macroeconómica.

Finalmente, no período mais recente que quero comentar – 2015-2016 – a dívida estabilizou em valores da ordem dos 130 por cento do PIB. Esta evolução reflecte uma melhoria no saldo orçamental, o aumento do crescimento nominal do produto e ajustamentos défice – dívida (ver IMF, 2017). Antes disso, no período do programa, a correção orçamental permitiu a concretização de excedentes primários estruturais. Ao mesmo tempo, a eliminação do défice externo e o regresso ao financiamento, nos mercados internacionais, foram factores importantes para a, subsquente, recuperação do crescimento e a redução do desemprego.

Usando a Global Debt Database que o FMI publicou recentemente (Mbaye et al. 2018), pode perspectivar-se a dívida portuguesa no contexto global. Em 2016, Portugal era um dos países do mundo com dívida pública mais elevada. Entre as economias avançadas apenas o Japão e a Grécia registavam níveis claramente superiores. Portugal e a Itália registavam valores muito próximos. Destaque-se que em 1995, Portugal encontrava-se em décimo quinto lugar (entre trinta e cinco países) com uma dívida inferior a 60 por cento do PIB. Entre os mesmos trinta e cinco países, o aumento de dívida privada entre 1995 e 2016, em percentagem do PIB, é quase 125 pontos percentuais, (atingindo quase 185 por cento). Os elevados níveis de dívida pública e das empresas não financeiras é um dos elementos de vulnerabilidade da economia portuguesa.

2) Quais são as perspectivas de evolução para a dívida?

De acordo com o último Monitor Fiscal (IMF, 2018), a dívida pública portuguesa estará numa trajectória descendente, caindo de 125.6 por cento do PIB, em 2017, para 104.7, em 2023. Este ritmo de redução de dívida corresponde, aproximadamente, ao ritmo de 1/20 do excesso relativamente a 60 por cento, por ano, prevista nas regras europeias relativas à dívida pública (quando em excesso do limite previsto nas regras orçamentais). Esta tendência decrescente é também consistente com o respeito do objectivo orçamental de médio prazo (correntemente fixado num excedente de 0.25 por cento do PIB). A um tal excedente junta-se o efeito do aumento do PIB nominal.

Para ser mais explícito a redução projectada na dívida pública depende de três hipóteses fundamentais: primeiro, a manutenção de saldos primários significativamente positivos; segundo, a continuação de crescimento económico e, terceiro, a estabilidade (mais precisamente uma ligeira redução) na taxa de juro média efectiva da dívida pública. Sendo assim os custos associados com o pagamento de juros estão projectados para cair de cerca de 4 por cento do PIB, em 2017, para cerca de 3 por cento, em 2023.

Em qualquer caso deve registar-se que a dívida pública portuguesa continua elevada no contexto das economias avançadas – com 100.4 por cento – e, especialmente, no quadro da área do euro – 71.7 por cento.

Em síntese: tomando as hipóteses do cenário de base e as políticas subjacentes, as últimas projecções apontam para reduções importantes no rácio da dívida e nos respectivos custos orçamentais.

Referências

Blanchard, Olivier, 2007, Adjustment with the Euro: The Difficult Case of Portugal, *Portuguese Economic Journal*, vol. 6 (1), pp. 1-21.

Fagan, Gabriel e Vitor Gaspar, 2005, Adjusting to the Euro Area: Some Issues Inspired by the Portuguese Experience, contribuição para a Conferência do BCE “What Effects is EMU having on the euro area and its Member States?”

Fagan, Gabriel e Vitor Gaspar, 2007, Adjusting to the Euro, ECB Working Paper Series, 716, January.

Fagan Gabriel e Vitor Gaspar, 2008, Macroeconomic Adjustment to Monetary Union, ECB Working Paper Series, 946, October.

Gaspar, Vitor, 2013, Apresentação a um Público Português, em *Desta Vez é Diferente*, Actual Editora.

IMF, 2014, Portugal: Fiscal Transparency Evaluation, IMF Country Report, 14 / 306.

IMF, 2016, Fiscal Monitor, Debt: Use It Wisely, Washington.

IMF, 2017, Portugal: 2017 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Portugal. September 15.

IMF, 2018, Fiscal Monitor: Capitalizing on Good Times, Washington.

Lourtie, Pedro, 2012, Understanding Portugal in the Context of the Euro Crises, em William Cline and Guntram Wolff (eds), *Resolving the European Debt Crisis*, Peterson Institute e Bruegel.

Mbaye, Samba, Marialuz Moreno Badia and Kiungla Chae, 2018, Global Debt Database: Methodology and Sources, *IMF Working Paper*.