

CONFERÊNCIA

A DÍVIDA PÚBLICA

16 de dezembro de 2014 | Sala do Senado | Assembleia da República

Colóquios e Conferências Parlamentares

ÍNDICE

ABREVIATURAS E SIGLAS	3
ABERTURA	
Eduardo Cabrita (Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)	4
I PAINEL EXPERIÊNCIAS DE REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	
Jeffrey Anderson (Diretor-geral para os Assuntos Europeus no Instituto de Finanças Internacionais)	8
Jorge Argüello (Embaixador da Argentina em Portugal)	10
Stuart Holland (Professor na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra)	28
Yannis Manuelides (Advogado na Sociedade de Advogados Allen & Overy)	32
II PAINEL DIMENSÕES ECONÓMICO-JURÍDICAS DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	
Eduardo Paz Ferreira (Presidente do Instituto de Direito Económico-Financeiro e Fiscal da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa)	44
Jacob Kirkegaard (Investigador no Instituto Peterson para a Economia Internacional)	49
Paola Pabón (Deputada da Assembleia Nacional do Equador)	54
Stephen Miller (Advogado na Sociedade de Advogados Allen & Overy)	57
III PAINEL A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA	
João Cravinho (Antigo presidente da Comissão de Economia e Finanças)	66
João Duque (Professor no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa)	89
José Castro Caldas (Investigador do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra)	94
Paulo Trigo Pereira (Professor no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa)	104
IV PAINEL QUE SOLUÇÕES PARA PORTUGAL?	
Agostinho Lopes (Antigo deputado)	112
Francisco Louçã (Professor no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa)	121
João Costa Pinto (Presidente do Conselho de Auditoria do Banco de Portugal)	139
Norberto Rosa (Antigo secretário de Estado do Orçamento)	143
ENCERRAMENTO	
António Filipe (Vice-presidente da Assembleia da República)	
Eduardo Cabrita (Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)	218
PROGRAMA DA CONFERÊNCIA	220
NOTAS BIOGRÁFICAS DOS ORADORES	221

ABREVIATURAS E SIGLAS

Ac.	Acórdão
AMECO	Annual Macro-Economic Database of the European Commission
BANIF	Banco Internacional do Funchal, SA
BCE	Banco Central Europeu
BCP	Banco Comercial Português, Millenium BCP
BEI	Banco Europeu de Investimento
BES	Banco Espírito Santo
BIRD	Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (Grupo Banco Mundial)
BPI	Banco Português de Investimento
BPN	Banco Português de Negócios
BPP	Banco Privado Português
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CDS	Credit Default Swap
CE	Comissão Europeia
CEE	Comunidade Económica Europeia
CES	Conselho Económico e Social
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CGD	Caixa Geral de Depósitos
CIC	China Investment Corporation
EFIGE	European Firms in a Global Economy
ERSE	Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos
EUA	Estados Unidos da América
FEEF	Fundo Europeu de Estabilidade Financeira
FEI	Fundo Europeu de Investimento
FMI	Fundo Monetário Internacional
GES	Grupo Espírito Santo
IAC	Iniciativa para uma Auditoria Cidadã à Dívida Pública
IFI	Instituições Financeiras Internacionais
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPSS	Instituições Particulares de Solidariedade Social
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
MADRE	Mutual Agreed Debt Restructuring in the Eurozone
MEE	<i>ver</i> MEEF
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira
MES	<i>ver</i> MEEF
OCDE	Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico
PADRE	Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone
PIB	Produto Interno Bruto
PIMCO	Pacific Investment Management Company, LLC
PJR	Projeto de Resolução
PME	Pequena e Média Empresa
P.P.	Ponto percentual
PPP	Parceria Público-Privada
PTF	Produtividade Total dos Fatores
SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
SEE	Setor Empresarial do Estado
SFI	Sociedade Financeira Internacional (Grupo Banco Mundial)
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária
UNASUL	União de Nações Sul-Americanas
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental – Assembleia da República



Eduardo Cabrita

ABERTURA

EDUARDO CABRITA

Senhoras e senhores deputados, caros oradores desta Conferência Parlamentar sobre o tema "A Dívida Pública": Antes de mais, a todos os interessados neste tema, a todos os convidados, da Universidade, do Corpo Diplomático, da sociedade civil em geral, que quiseram associar-se a esta nossa iniciativa, em nome da senhora presidente da Assembleia da República, queria dar-vos as boas-vindas ao Parlamento e a esta Sala do Senado, para um dia intenso de reflexão sobre um tema de atualidade particularmente complexo, que marca hoje o debate económico e o debate político na Europa, na economia global, e que tem reflexos muito significativos em Portugal.

Ao longo do dia, abordaremos uma dimensão mais ampla do problema, focada quer em experiências concretas de reestruturação ou de renegociação da dívida, quer numa visão das questões económicas e jurídicas que o problema da reestruturação da dívida suscita. Da parte da tarde, teremos painéis centrados na realidade portuguesa, não só como a conhecemos hoje, mas também tendo em conta a projeção que pode ser feita, em visões plurais, para o futuro.

Em nome da Assembleia da República, queria dizer-vos que estamos a dar cumprimento a uma resolução aprovada no dia 23 de outubro de 2015, pelo Parlamento, que decidiu abrir um amplo debate sobre a questão da dívida pública. Mas, se essa resolução resultou da vontade expressa pela Assembleia da República, ela brota da iniciativa dos cidadãos.

Assim, no início deste debate, gostaria de saudar, em primeiro lugar, os mais de 40 000 cidadãos, que, em duas petições, dirigindo-se à Assembleia da República, colocaram esta questão no centro da agenda parlamentar.

Estamos a falar, por ordem de entrada na Assembleia, em primeiro lugar, da petição n.º 330/XII (3.ª), apresentada por iniciativa para uma Auditoria Cidadã à Dívida, e outros, solicitando à Assembleia da República que promova a renegociação da dívida com participação dos cidadãos, que recolheu cerca de 6500 subscrições, tendo como primeiro subscritor o senhor professor Castro Caldas, que saúdo e que vai, aliás, participar connosco nestes trabalhos.

Em segundo lugar, refiro a petição n.º 377/XII (3.ª), apresentada por Alfredo José de Sousa, e outros, solicitando à Assembleia da República que recomende ao governo o desenvolvimento de um processo preparatório de reestruturação da dívida para crescer sustentadamente, que emergiu do chamado Manifesto dos 74 e que foi subscrita por mais de 36 000 cidadãos.

A essas duas petições se deve, em larga medida, quer o seu agendamento em Plenário, quer as iniciativas apresentadas pelos vários grupos parlamentares, que conduziram à resolução que nos traz hoje a este debate.

Nesta semana, teremos dois momentos de reflexão parlamentar sobre o tema da dívida pública.

Hoje, fundamentalmente, o Parlamento quer ouvir. Queremos ouvir a posição de especialistas nacionais e estrangeiros, que nos trazem visões muito diferenciadas sobre as causas da situação presente e a forma de abordar esta questão.

Num segundo momento, teremos o agendamento deste tema em Plenário, no próximo dia 19 de dezembro, onde procederemos a um debate com a presença do governo e com a participação, nos termos habituais, de todas as bancadas parlamentares.

Discutiu-se muito sobre se este debate não deveria ter um formato distinto. Este é o formato que a Conferência de Líderes entendeu como adequado e é a forma de darmos continuidade a um tema que vem de trás e que não se esgotará, certamente, nesta semana.

Nesta Conferência, teremos quatro painéis: um primeiro sobre experiências de reestruturação da dívida pública; um segundo painel sobre as dimensões económico-jurídicas da reestruturação da dívida pública; um terceiro painel sobre a sustentabilidade da dívida pública portuguesa, e, finalmente, um painel sobre quais as soluções para Portugal, garantindo-se, em todos eles, uma pluralidade de pontos de vista na abordagem do tema.

O tema da dívida pública, e, numa visão mais ampla, da dívida, tem marcado a realidade económica e o debate dos últimos 25 anos, pelo menos.

No quadro do processo de desregulação financeira que marcou as últimas duas décadas até à crise global de 2008, o endividamento privado e o endividamento público são um dos aspetos centrais da abordagem destas duas décadas e meia até à maior crise global das economias desenvolvidas.

No âmbito da União Europeia, nomeadamente na zona euro, sendo a dívida privada e a dívida pública inferiores, em dimensão, ao que estes fenómenos assumem quer nos Estados Unidos da América quer no Japão – para referirmos apenas os três grandes blocos das economias mais desenvolvidas –, o problema da dívida colocou o projeto europeu na sua mais profunda crise desde a criação da Comunidade Económica Europeia, bem como o projeto do euro, suscitando mesmo dúvidas em muitos sobre a sua viabilidade futura.

Não vou antecipar o debate, porque hoje cabe à Assembleia da República e à Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública, sobretudo, ouvir. Contudo, para marcar a atualidade do tema, queria apenas referir os dados que resultam do recentíssimo mecanismo de alerta, no âmbito da coordenação económica europeia, que a Comissão Europeia divulgou no passado dia 28 de novembro, juntamente com a Análise Anual do Crescimento para 2015, isto é, os dois documentos essenciais que dão início ao Semestre Europeu de 2015.

No âmbito dos dados sobre os mecanismos de alerta rápido, verifica-se que a questão da dívida é uma questão central, quer da dívida pública, quer da dívida privada, que se traduz na circunstância de 14 dos 18 Estados que integram a zona euro ultrapassarem o nível de endividamento de 60%, estabelecido, designadamente, no Tratado Orçamental e nos critérios do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Nove desses 18 Estados ultrapassam inclusivamente o nível de 90% de dívida pública, que tem sido referido normalmente pelo conjunto de estudos internacionais sobre a matéria como o limiar a partir do qual deveria existir uma intervenção conjugada a nível europeu, sendo que quatro dos 18 países da zona euro ultrapassam os 120% de dívida pública relativamente ao respetivo PIB.

Se olharmos para a dívida privada, normalmente menos referida mas que, nos termos dos mecanismos de alerta rápido e de coordenação económica à escala europeia previstos no *six-pack* e no *two-pack*, é também um dos indicadores referenciados, considerando que há lugar a um alerta quando a dívida privada ultrapassa 133% do PIB, aquilo que verificamos é que 11 dos 18 Estados da zona euro têm níveis de dívida privada acima de 133% do PIB.

No caso de Portugal, é de 202% do PIB – a dimensão da dívida privada é largamente superior à da dívida pública –, mas poderemos citar outros países, como a Irlanda, com 266%, ou a Holanda, com 229%, para não referir a circunstância muito específica do Luxemburgo, em que a dívida privada corresponde a 356% do seu PIB.

É este quadro que está na ordem do dia, como no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Quando a Europa se encontra numa situação próxima da estagnação, correndo um risco gravíssimo de deflação, como evitar uma nova espiral de deflação e de endividamento, com conseqüências, designadamente, no aprofundamento dos efeitos recessivos que têm marcado os últimos anos da vida económica europeia?

As intervenções sobre esta matéria têm sido múltiplas: sobre juros, sobre prazos de amortização, sobre garantias da dívida, com a discussão sobre modelos de mutualização parcial ou específica de segmentos da dívida, sobre a distinção entre tipos de dívida, entre tratamentos específicos para a dívida pública ou para a dívida privada, a distinção entre a dívida de investimento e a dívida destinada ao consumo, a distinção entre a dívida de investimento, correspondente a projetos prioritários que promovem a criação de emprego e a dinamização da economia e a investimentos que não reúnam essas características.

O debate é amplo. Decorre em Portugal e em toda a Europa e está no centro do que é o futuro do euro e do que é o projeto europeu. É isso que iremos, hoje, aqui acompanhar, tentando, dessa forma, contribuir um pouco mais quer para o aprofundamento de uma reflexão plural e qualificada sobre o tema, quer, para aqueles que, como os deputados desta Comissão e os deputados à Assembleia da República em geral, são decisores políticos, para refletir o que os nossos convidados aqui, hoje, trazem naquilo que é a nossa intervenção política, no quadro nacional e no quadro europeu.

Agradeço a presença de todos, sobretudo daqueles que foram contactados num prazo muito curto, nomeadamente os nossos convidados estrangeiros, que, num prazo relativamente limitado, manifestaram a disponibilidade para estar aqui, hoje, connosco.

I PAINEL
EXPERIÊNCIAS DE REESTRUTURAÇÃO
DA DÍVIDA PÚBLICA



Da esquerda para a direita: Stuart Holland, Jeffrey Anderson, Virgílio Macedo, Eduardo Cabrita, Jorge Argüello e Yannis Manuelides

JEFFREY ANDERSON

Agradeço o convite para intervir nesta importante Conferência.

Começarei por assinalar que Portugal realizou progressos impressionantes na recuperação do acesso ao mercado obrigacionista, perdido no início de 2011. Esta conquista reflete os esforços de Portugal, mas também um outro facto, igualmente importante, designadamente o apoio dos seus credores oficiais. Estes progressos de Portugal tiveram um custo considerável, mas também lhe proporcionaram a vantagem considerável de reduzir os juros que o Estado paga para se financiar no mercado, não muito superiores aos dos Estados Unidos, que beneficiaram de um apoio sem precedentes do Sistema da Reserva Federal.

Existem numerosas justificações para esta redução dos custos dos empréstimos, incluindo uma abundância global de liquidez gerada por uma forte política monetária acomodatória dos bancos centrais mais importantes do mundo. A reduzida inflação a nível mundial e a fragilidade da economia global também contribuíram para essa situação. Contudo, estes fatores também explicam os baixos custos de crédito pagos pelos governos dos Estados Unidos, do Japão, do Reino Unido e da Alemanha.

Os custos dos empréstimos de Portugal desceram mais do que os daqueles países porque o prémio de risco exigido pelos investidores para comprar obrigações portuguesas diminuiu. Em parte, isso deve-se ao facto de ter baixado significativamente o receio de colapso do euro. Deve-se igualmente ao reforço da confiança dos investidores na capacidade de Portugal para reembolsar a dívida nos prazos previstos e na sua totalidade.

Em parte, essa confiança, que foi decisiva para a recuperação do acesso ao mercado obrigacionista, revela a expectativa de que o BCE (Banco Central Europeu) e o MEE (Mecanismo Europeu de Estabilidade) comprem obrigações portuguesas em caso de necessidade. Isso não era possível quando, além das dificuldades da Grécia para refinarçar um número elevado de obrigações prestes a vencer-se e de um aumento acentuado do seu défice orçamental, existia uma relutância compreensível dos credores oficiais em suprir as necessidades de financiamento dos gregos. Sem apoio à compra de obrigações ao nível da União Europeia (UE) e do BCE, o receio de que os montantes devidos pela Grécia aos credores privados tivessem de ser reduzidos afastou totalmente, no início de 2011, o mercado das obrigações portuguesas, forçando o governo de então a pedir apoio financeiro à UE e ao Fundo Monetário Internacional (FMI). A Irlanda passara por uma experiência semelhante em 2010, depois de uma decisão de assumir as perdas significativas do setor bancário que fez disparar a sua dívida.

Creio que, se estas soluções condicionais de financiamento do MEE e do BCE tivessem sido disponibilizadas para aquisições nos mercados primário e secundário no final de 2010 e no início de 2011, seria improvável que Portugal tivesse perdido da mesma forma o acesso aos mercados e a capacidade de refinarçar obrigações prestes a vencer-se. Poderia ter ocorrido uma breve interrupção

desse acesso e, porventura, até um aumento acentuado das taxas de juro das obrigações no mercado secundário, com consequências negativas para os bancos e empresas dependentes dos mercados de capitais estrangeiros para se financiarem. Teria sido necessário pôr em prática políticas económicas de adaptação às recomendações de Bruxelas para Portugal poder ter acesso aos mercados. Tais políticas poderiam não ter sido muito diferentes das que lhe foram impostas ao abrigo do programa de assistência de 2011-2014. Talvez tivessem produzido o mesmo efeito, tendo em conta a necessidade do ajustamento e sobretudo a necessidade de reforçar a competitividade externa do país. O ajustamento e o reforço da competitividade são, a meu ver, duas verdadeiras conquistas realizadas por Portugal no âmbito do programa. Todavia, creio que o acesso ao mercado obrigacionista teria, com estas medidas, sido recuperado mais cedo. As políticas económicas que Bruxelas teria exigido para permitir o acesso ao apoio do MEE no mercado primário e, conseqüentemente, ao apoio da transação monetária definitiva no mercado secundário teriam sido, provavelmente, semelhantes às políticas que os próprios intervenientes no mercado teriam pretendido ver aplicadas para acreditarem que podiam investir com segurança em dívida portuguesa. Contudo, teria sido possível tranquilizar esses intervenientes no mercado com instrumentos de proteção do MEE e do BCE que garantissem de facto uma base para os preços das obrigações passível de transmitir um nível significativo de confiança.

Devo dizer claramente que não foram apenas estes novos instrumentos que conduziram Portugal ao impressionante regresso ao mercado obrigacionista com taxas de juro baixas e prémios de risco reduzidos. A capacidade de prosseguir a execução do programa foi determinante, apesar de um ambiente económico externo desfavorável e de sérios desafios como, por exemplo, o aumento do desemprego e as decisões legítimas do Tribunal Constitucional. Apesar de tudo, o crescimento regressou, o emprego aumentou e o investimento privado cresceu. Os desafios continuam a ser consideráveis, atendendo à dimensão da queda anterior, à fragilidade do país em mercados fundamentais da Europa e de outras regiões e ao trabalho que ainda é necessário desenvolver para construir uma união económica e financeira mais resistente na Europa. As pressões desinflationistas globais também não facilitam essa tarefa.

Neste contexto, os resultados obtidos por Portugal foram impressionantes, nomeadamente no que respeita à recuperação da confiança necessária para alcançar os atuais preços, muito reduzidos, dos empréstimos. Em suma, haveria muito a perder e pouco a ganhar se os mercados financeiros tivessem bons motivos para concluir que a reestruturação poderia ser necessária, independentemente da sua forma e dos credores envolvidos, mas sobretudo se estivessem em causa o MEE e o BCE. Tal situação aumentaria o risco de as obrigações portuguesas não serem reembolsadas nos prazos previstos e na sua totalidade.

A convicção de que esse risco permanecerá devidamente contido deverá significar que as atuais soluções de apoio financeiro da Europa são mais do que suficientes, presumindo que as políticas económicas seguirão as recomendações de Bruxelas, para permitir que os governos da área do euro façam uma gestão ativa dos seus passivos através da emissão atempada de obrigações e da contração de empréstimos com alguma antecedência para assegurar o reembolso de maturidades coincidentes no tempo. Uma repetição da situação vivida em 2010 e 2011 é, na minha opinião, muito pouco provável se as políticas continuarem em linha com as recomendadas por Bruxelas.

Permitam-me que faça uma última reflexão. A reestruturação da dívida não é necessária, em Portugal, para aliviar um peso da dívida soberana que possa estar a impedir a retoma. O PIB está de novo a crescer, tal como o emprego. A fragilidade da situação internacional é agora, na minha opinião, o grande obstáculo. A dívida começou a diminuir, independentemente até de o governo ter constituído uma reserva de tesouraria, tirando partido de circunstâncias favoráveis dos mercados, para prevenir qualquer nova interrupção do acesso a esses mesmos mercados. Trata-se de uma estratégia prudente, tendo em conta as incertezas da atual conjuntura.



O desendividamento argentino e o caso contra os abutres

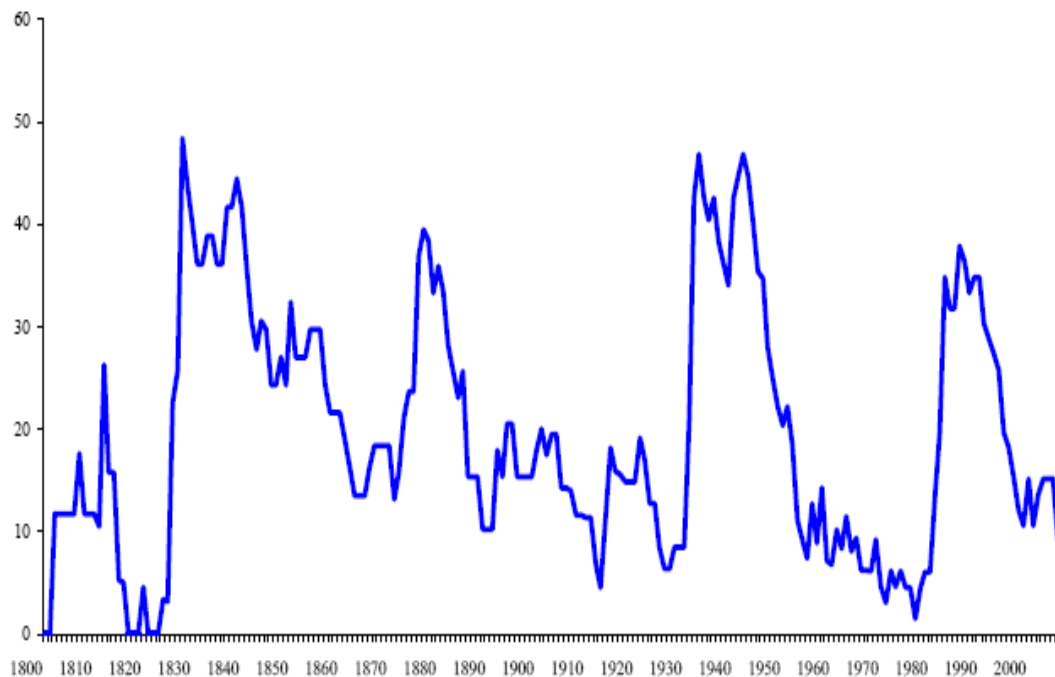
Jorge Argüello

Embaixador da República Argentina em Portugal

















Reestruturas em perspectiva

- Os *defaults* têm sido comuns na história, inclusive nos países relativamente mais ricos.

Defaults soberanos e processos de reestruturação da dívida Em % dos países



Alguns defaults e processos de reestruturação soberanos nos últimos 200 anos

	1802, 1868, 1914, 1932, 1938, 1940		1935
	1828, 1898, 1914, 1931, 1937, 1961, 1964, 1983, 1990		1921, 1939
	1850, 1932, 1948		1958, 1969, 1972
	1940		1828, 1833, 1844, 1854, 1867, 1914, 1928, 1982
	1942-1952		1841, 1873, 1933
	1876, 1915, 1931, 1940, 1959, 1965, 1978, 1982, 2001		1932
	1809, 1820, 1824, 1837, 1877, 1936,		1839, 1885, 1917, 1947, 1957, 1991, 1998
	1828, 1837, 1841, 1845, 1852, 1890		1827, 1890, 1951, 1956, 1982, 1989, 2001

Base de dados de Reinhart e Gogoff

Risco sistêmico: qual é o futuro das reestruturações?



“Os abutres têm minado o império da lei e têm tornado praticamente impossíveis as reestruturações da dívida.”

J. Stiglitz - 1 de agosto de 2014



“Se os credores se apercebem agora que manter uma posição inflexível aumenta as suas possibilidades de receber a totalidade do valor nominal posteriormente, reestruturar a dívida soberana e recuperar o funcionamento normal de uma economia endividada será mais difícil.”

A. Krueger - 9 de julho de 2014

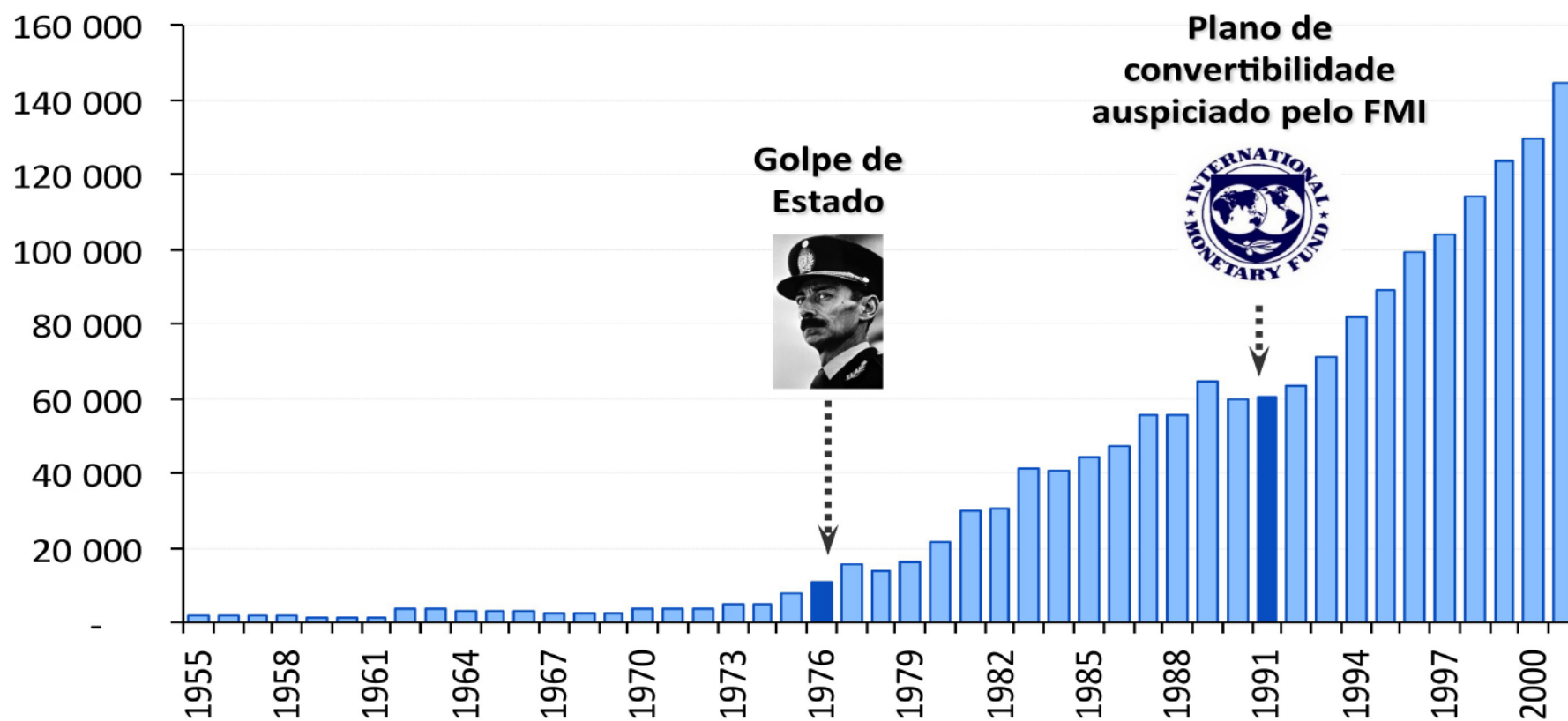


“A sentença contra a Argentina torna mais difícil as reestruturações. Por que motivo os credores aceitariam no futuro uma troca? Esta é uma extorsão apoiada pelo poder judicial norte-americano”.

M. Wolf - 24 de junho de 2014

A dívida da Argentina

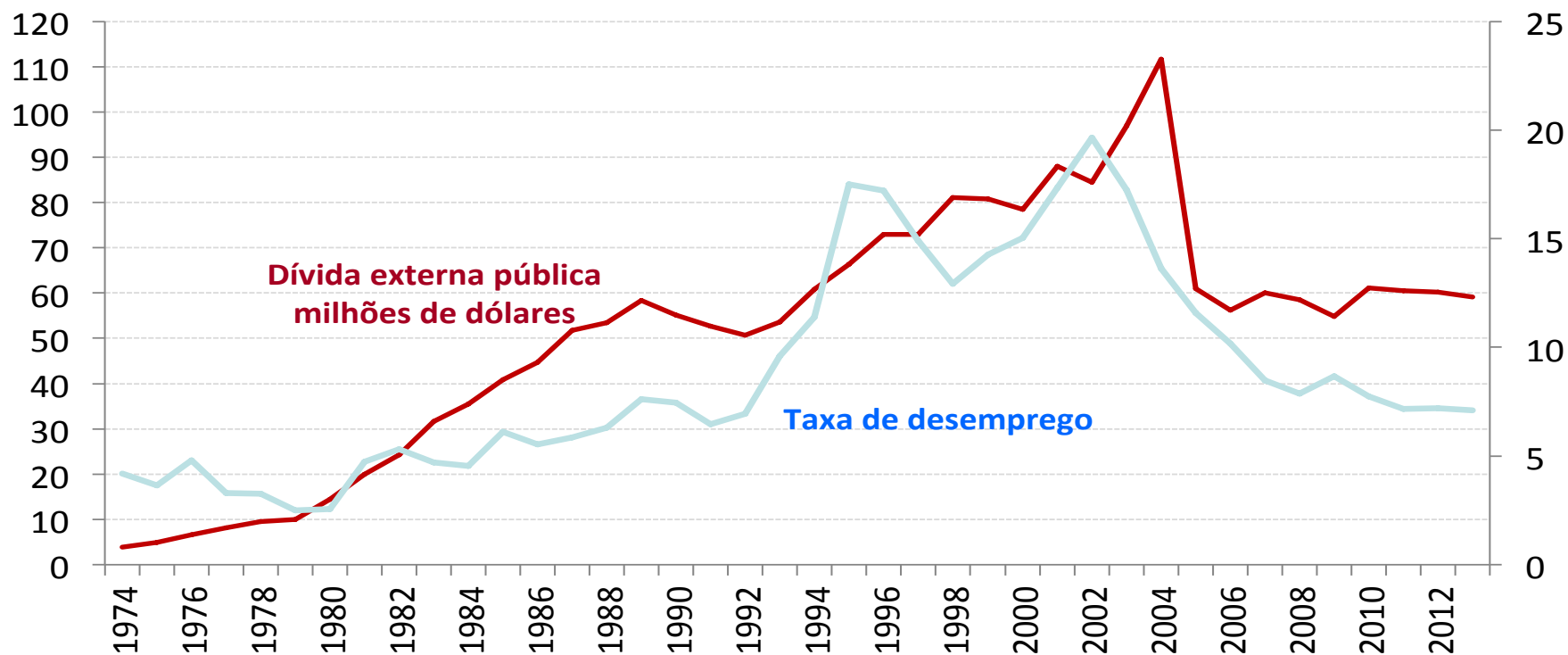
Dívida pública total da Argentina, 1955-2001 *em milhões de dólares*



Base de dados de estatística O. Ferreres

Uma crise de dívida

Dívida externa e desemprego 1974-2013*



* 2013: Dívida pública até III.13

A crise de 2001

- O modelo económico baseado no financiamento externo submeteu o país a uma grande crise económica, financeira e política.



A mudança de modelo

1

Desvalorização, acumulação de reservas e soberania monetária

2

Renegociação da dívida e recuperação da soberania económica

3

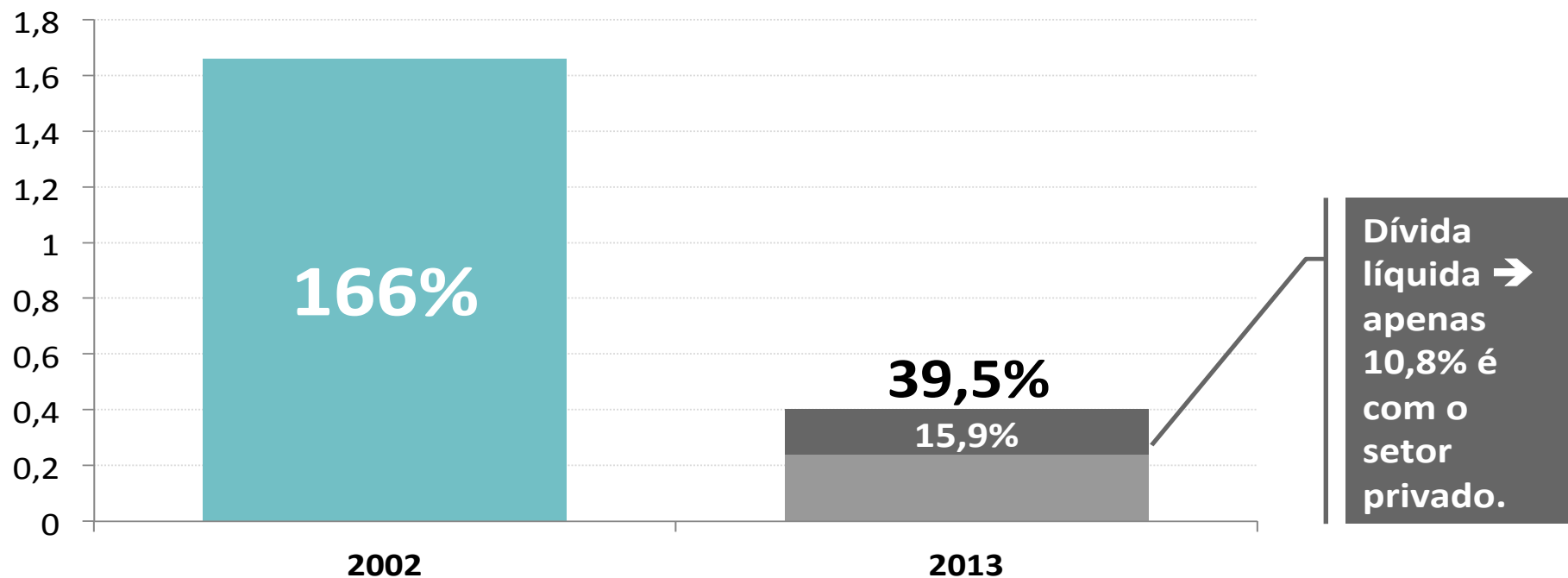
Redistribuição da renda e dinamismo do mercado interno

Regularização da dívida pública

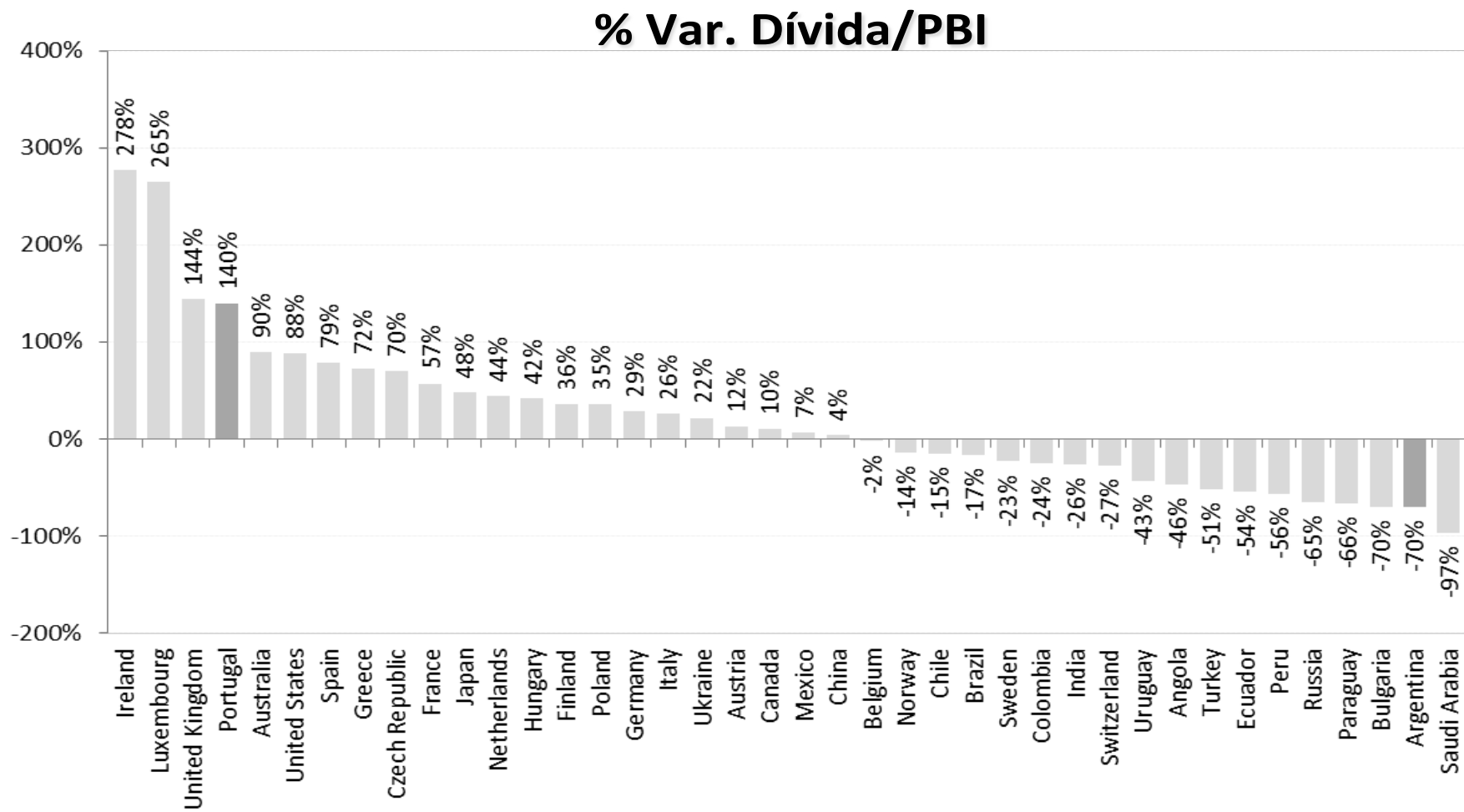


Regularização da dívida pública

Dívida bruta do setor público *% do PIB*



Endividamento e desendividamento





O litígio abutre



AURELIUS CAPITAL
MANAGEMENT, LP

Modus operandi abutre

THE VULTURE FUNDS WANT TO FORCE ARGENTINA TO PAY

→ 2008

FOR EACH MILLION
THAT A VULTURE
FUND SPENT

U\$S 1.000.000



→ 2014

INTENDS TO FORCE
ARGENTINA TO PAY

U\$S 17.080.000



Risco sistémico: qual é o futuro das reestruturações?



“The recent litigation involving Argentina has generated significant concerns regarding the impact that the New York court decisions may have on the overall restructuring process.”

FMI - 2 de setembro de 2014



“Voluntary sovereign debt restructuring will become substantially more difficult, if not impossible, if holdout creditors are allowed to use novel interpretations of boilerplate bond provisions to interfere with the performance of a restructuring plan accepted by most creditors and to dramatically tilt the incentives away from consensual, negotiated restructuring in the first place.”

Governo dos EUA - 4 de abril de 2012

Outros antecedentes dos fundos abutre



Peru



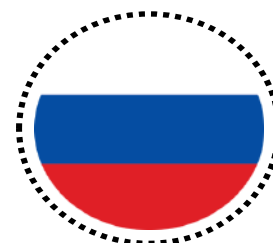
Equador



Turquia



Ucrânia



Rússia

Consenso antiabutre



No passado dia 9 de setembro a Assembleia Geral das Nações Unidas aprovou a Resolução 68/304 que marca o início de um processo de construção de um novo marco jurídico multilateral que regula as reestruturações de dívida soberana.



O Conselho Executivo do Fundo Monetário Internacional (FMI) apoiou as reformas propostas num recente relatório com o objetivo de evitar interrupções de reestruturação da dívida - como aquela em curso entre o governo argentino e fundos abutre.



Na sua declaração final, após a cimeira realizada na Austrália, o G20 destacou a necessidade de incluir esta problemática na sua agenda de reformas para o sistema financeiro global.

As diferentes posturas



NACIONES UNIDAS



O silêncio dos endividados

Voting Started 12/5/2014 4:04:00 PM

A/C.2/69/L.4/Rev.1 - Modalities for the implementation of resolution 68/304, entitled "Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes" [item 17 (c)]

<input checked="" type="checkbox"/> AFGHANISTAN	<input checked="" type="checkbox"/> CAMEROON	<input checked="" type="checkbox"/> FRANCE	<input checked="" type="checkbox"/> KYRGYZSTAN	<input checked="" type="checkbox"/> NETHERLANDS	<input checked="" type="checkbox"/> SERBIA	<input checked="" type="checkbox"/> UKRAINE
<input checked="" type="checkbox"/> ALBANIA	<input checked="" type="checkbox"/> CANADA	<input checked="" type="checkbox"/> GABON	<input checked="" type="checkbox"/> LAO PDR	<input checked="" type="checkbox"/> NEW ZEALAND	<input checked="" type="checkbox"/> SEYCHELLES	<input checked="" type="checkbox"/> UNITED ARAB EMIR...
<input checked="" type="checkbox"/> ALGERIA	<input checked="" type="checkbox"/> CENTRAL AFR REP...	<input checked="" type="checkbox"/> GAMBIA	<input checked="" type="checkbox"/> LATVIA	<input checked="" type="checkbox"/> NICARAGUA	<input checked="" type="checkbox"/> SIERRA LEONE	<input checked="" type="checkbox"/> UNITED KINGDOM
<input checked="" type="checkbox"/> ANDORRA	<input checked="" type="checkbox"/> CHAD	<input checked="" type="checkbox"/> GEORGIA	<input checked="" type="checkbox"/> LEBANON	<input checked="" type="checkbox"/> NIGER	<input checked="" type="checkbox"/> SINGAPORE	<input checked="" type="checkbox"/> UNITED REP TANZA...
<input checked="" type="checkbox"/> ANGOLA	<input checked="" type="checkbox"/> CHILE	<input checked="" type="checkbox"/> GERMANY	<input checked="" type="checkbox"/> LESOTHO	<input checked="" type="checkbox"/> NIGERIA	<input checked="" type="checkbox"/> SLOVAKIA	<input checked="" type="checkbox"/> UNITED STATES
<input checked="" type="checkbox"/> ANTIGUA-BARBUDA	<input checked="" type="checkbox"/> CHINA	<input checked="" type="checkbox"/> GHANA	<input checked="" type="checkbox"/> LIBERIA	<input checked="" type="checkbox"/> NORWAY	<input checked="" type="checkbox"/> SLOVENIA	<input checked="" type="checkbox"/> URUGUAY
<input checked="" type="checkbox"/> ARGENTINA	<input checked="" type="checkbox"/> COLOMBIA	<input checked="" type="checkbox"/> GREECE	<input checked="" type="checkbox"/> LIECHTENSTEIN	<input checked="" type="checkbox"/> OMAN	<input checked="" type="checkbox"/> SOLOMON ISLANDS	<input checked="" type="checkbox"/> UZBEKISTAN
<input checked="" type="checkbox"/> ARMENIA	<input checked="" type="checkbox"/> COMOROS	<input checked="" type="checkbox"/> GUATEMALA	<input checked="" type="checkbox"/> LITHUANIA	<input checked="" type="checkbox"/> PAKISTAN	<input checked="" type="checkbox"/> SOMALIA	<input checked="" type="checkbox"/> VANUATU
<input checked="" type="checkbox"/> AUSTRALIA	<input checked="" type="checkbox"/> CONGO	<input checked="" type="checkbox"/> GUINEA	<input checked="" type="checkbox"/> LUXEMBOURG	<input checked="" type="checkbox"/> PALAU	<input checked="" type="checkbox"/> SOUTH AFRICA	<input checked="" type="checkbox"/> VENEZUELA
<input checked="" type="checkbox"/> AUSTRIA	<input checked="" type="checkbox"/> COSTA RICA	<input checked="" type="checkbox"/> GUINEA-BISSAU	<input checked="" type="checkbox"/> MADAGASCAR	<input checked="" type="checkbox"/> PANAMA	<input checked="" type="checkbox"/> SOUTH SUDAN	<input checked="" type="checkbox"/> VIET NAM
<input checked="" type="checkbox"/> AZERBAIJAN	<input checked="" type="checkbox"/> COTE D'IVOIRE	<input checked="" type="checkbox"/> GUYANA	<input checked="" type="checkbox"/> MALAWI	<input checked="" type="checkbox"/> PAPERUA NEW GUINEA	<input checked="" type="checkbox"/> SPAIN	<input checked="" type="checkbox"/> YEMEN
<input checked="" type="checkbox"/> BAHAMAS	<input checked="" type="checkbox"/> CROATIA	<input checked="" type="checkbox"/> HAITI	<input checked="" type="checkbox"/> MALAYSIA	<input checked="" type="checkbox"/> PARAGUAY	<input checked="" type="checkbox"/> SRI LANKA	<input checked="" type="checkbox"/> ZAMBIA
<input checked="" type="checkbox"/> BAHRAIN	<input checked="" type="checkbox"/> CUBA	<input checked="" type="checkbox"/> HONDURAS	<input checked="" type="checkbox"/> MALDIVES	<input checked="" type="checkbox"/> PERU	<input checked="" type="checkbox"/> SUDAN	<input checked="" type="checkbox"/> ZIMBABWE
<input checked="" type="checkbox"/> BANGLADESH	<input checked="" type="checkbox"/> CYPRUS	<input checked="" type="checkbox"/> HUNGARY	<input checked="" type="checkbox"/> MALI	<input checked="" type="checkbox"/> PHILIPPINES	<input checked="" type="checkbox"/> SURINAME	
<input checked="" type="checkbox"/> BARBADOS	<input checked="" type="checkbox"/> CZECH REPUBLIC	<input checked="" type="checkbox"/> ICELAND	<input checked="" type="checkbox"/> MALTA	<input checked="" type="checkbox"/> PORTUGAL	<input checked="" type="checkbox"/> SWAZILAND	
<input checked="" type="checkbox"/> BELARUS	<input checked="" type="checkbox"/> DEM REP OF KOREA	<input checked="" type="checkbox"/> INDIA	<input checked="" type="checkbox"/> MARSHALL ISLANDS	<input checked="" type="checkbox"/> REP OF KOREA	<input checked="" type="checkbox"/> SWITZERLAND	
<input checked="" type="checkbox"/> BELGIUM	<input checked="" type="checkbox"/> DENMARK	<input checked="" type="checkbox"/> INDONESIA	<input checked="" type="checkbox"/> MAURITANIA	<input checked="" type="checkbox"/> REP OF MOLDOVA	<input checked="" type="checkbox"/> SYRIAN ARAB REP...	
<input checked="" type="checkbox"/> BELIZE	<input checked="" type="checkbox"/> DJIBOUTI	<input checked="" type="checkbox"/> IRAQ	<input checked="" type="checkbox"/> MAURITIUS	<input checked="" type="checkbox"/> ROMANIA	<input checked="" type="checkbox"/> TAJIKISTAN	
<input checked="" type="checkbox"/> BENIN	<input checked="" type="checkbox"/> DOMINICA	<input checked="" type="checkbox"/> IRELAND	<input checked="" type="checkbox"/> MEXICO	<input checked="" type="checkbox"/> RUSSIAN FED...	<input checked="" type="checkbox"/> THAILAND	
<input checked="" type="checkbox"/> BHUTAN	<input checked="" type="checkbox"/> DOMINICAN REP...	<input checked="" type="checkbox"/> ISRAEL	<input checked="" type="checkbox"/> MICRONESIA (FS)	<input checked="" type="checkbox"/> RWANDA	<input checked="" type="checkbox"/> THE FYR MACEDONIA	
<input checked="" type="checkbox"/> BOLIVIA (PLURINATL...)	<input checked="" type="checkbox"/> ECUADOR	<input checked="" type="checkbox"/> ITALY	<input checked="" type="checkbox"/> MONGOLIA	<input checked="" type="checkbox"/> SAINT KITTS-NEVIS	<input checked="" type="checkbox"/> TIMOR-LESTE	
<input checked="" type="checkbox"/> BOSNIA-HERZEGOVINA	<input checked="" type="checkbox"/> EGYPT	<input checked="" type="checkbox"/> JAMAICA	<input checked="" type="checkbox"/> MONACO	<input checked="" type="checkbox"/> SAINT LUCIA	<input checked="" type="checkbox"/> TONGA	
<input checked="" type="checkbox"/> BOTSWANA	<input checked="" type="checkbox"/> EL SALVADOR	<input checked="" type="checkbox"/> JAPAN	<input checked="" type="checkbox"/> MONTENEGRO	<input checked="" type="checkbox"/> SAINT VINCENT-GRE...	<input checked="" type="checkbox"/> TRINIDAD-TOBAGO	
<input checked="" type="checkbox"/> BRAZIL	<input checked="" type="checkbox"/> EQUATORIAL GUINEA	<input checked="" type="checkbox"/> JORDAN	<input checked="" type="checkbox"/> MOROCCO	<input checked="" type="checkbox"/> SAO TOME-PRINCIPE	<input checked="" type="checkbox"/> TUNISIA	
<input checked="" type="checkbox"/> BRUNEI DARUSSALAM	<input checked="" type="checkbox"/> ERITREA	<input checked="" type="checkbox"/> KAZAKHSTAN	<input checked="" type="checkbox"/> MOZAMBIQUE	<input checked="" type="checkbox"/> SAUDI ARABIA	<input checked="" type="checkbox"/> TURKEY	
<input checked="" type="checkbox"/> BULGARIA	<input checked="" type="checkbox"/> ESTONIA	<input checked="" type="checkbox"/> KENYA	<input checked="" type="checkbox"/> MYANMAR	<input checked="" type="checkbox"/> SAUDI ARABIA	<input checked="" type="checkbox"/> TURKMENISTAN	
<input checked="" type="checkbox"/> BURKINA FASO	<input checked="" type="checkbox"/> ETHIOPIA	<input checked="" type="checkbox"/> KIRIBATI	<input checked="" type="checkbox"/> NAMIBIA	<input checked="" type="checkbox"/> SAUDI ARABIA	<input checked="" type="checkbox"/> TUVALU	
<input checked="" type="checkbox"/> BURUNDI	<input checked="" type="checkbox"/> FIJI	<input checked="" type="checkbox"/> KUWAIT	<input checked="" type="checkbox"/> NAURU	<input checked="" type="checkbox"/> SENEGAL	<input checked="" type="checkbox"/> UGANDA	
<input checked="" type="checkbox"/> CABO VERDE	<input checked="" type="checkbox"/> FINLAND					
<input checked="" type="checkbox"/> CAMBODIA						

YES: 124 NO: 16 ABSTAIN: 34



Mais informação:

<http://www.mecon.gob.ar/DESENDEUDAR>

ESCAPAR DA DÍVIDA – E UM *NEW DEAL* PARA A EUROPA

Resumo

Uma preocupação central da presente Conferência Parlamentar é a reestruturação da dívida nacional. Contudo, a UE dispõe de instituições e instrumentos financeiros cujos empréstimos não são inscritos na dívida, tal como os títulos do Tesouro dos Estados Unidos da América (EUA) não são inscritos na dívida de Estados norte-americanos como a Califórnia ou o Delaware. O mesmo sucede na contratação e concessão de empréstimos do Banco Europeu de Investimento (BEI). Obrigações emitidas pelo Fundo Europeu de Investimento, que integra agora o Grupo BEI, também não seriam inscritas nessa dívida e poderiam reciclar excedentes globais.

Os países BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) estão dispostos a investir em euro-obrigações para promover a recuperação europeia, pois esta beneficiaria ambas as regiões ao contribuir para a sustentabilidade das suas relações comerciais. As agências de notação e os mercados obrigacionistas desejam a recuperação. Os critérios de investimento do BEI foram já exaustivamente definidos no Programa de Ação Especial de Amesterdão, de 1997. Existe um vasto conjunto de projetos de investimento, com planos aprovados, que podem ser financiados conjuntamente pelo BEI e pelo Fundo Europeu de Investimento sem pôr em causa o critério dos 60% de dívida nacional e concretizar um *New Deal* europeu, comparável ao que permitiu a recuperação dos EUA após a crise financeira de 1929.

Financiamento independente da dívida nacional

Num debate sobre uma recuperação europeia assente no investimento, Wolfgang Schäuble salientou que não deve haver um aumento da dívida. Contudo, as obrigações do BEI e os empréstimos destinados ao financiamento de projetos não são inscritos na dívida nacional. A autoridade nesta matéria é o próprio BEI. No relatório sobre coesão que apresentei a Jacques Delors em 1993, recomendei que as obrigações da UE fossem emitidas por um Fundo de Investimento Europeu, de modo a compensar as condições deflacionárias previstas no Tratado de Maastricht, em matéria de dívida e de déficit, e promover um *New Deal* europeu.

Um diretor do Banco, Tom Barrett, telefonou-me para me dizer que havia tomado nota do argumento que eu apresentara a Delors, designadamente o de que as obrigações do Fundo Europeu de Investimento não tinham de ser inscritas na dívida nacional da mesma forma que os títulos do Tesouro dos Estados Unidos não eram inscritos na dívida da Califórnia ou do Delaware. Assinalou, porém, que talvez eu próprio e Delors não tivéssemos consciência de que, dos então 12 Estados-membros, apenas dois (o Reino Unido e os Países Baixos) tencionavam contrair empréstimos junto do BEI.

Intercedi, então, junto de Gordon Brown, o qual, uma vez chegado ao governo, alterou as regras. Ao que parece, os Países Baixos fizeram o mesmo. Ainda que alguns Estados-membros inscrevam os empréstimos do BEI na dívida nacional, a tendência é claramente contrária, sobretudo porque a Alemanha não o faz. Por outro lado, é a recuperação que pode reduzir a dívida nacional. Isso mesmo ficou demonstrado no segundo mandato da Administração Clinton, também com o auxílio das novas tecnologias, que podem ser essenciais para uma recuperação assente no investimento público.

Equívocos

A intenção de criar um Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos é coerente com a proposta de Mateusz Szczurek, apresentada na sua recente intervenção no Instituto Bruegel, de criação de um Fundo Europeu para o Investimento, assente no pressuposto de que o seu papel não pode ser desempenhado pelo Fundo Europeu de Investimento. Passo a citá-lo:

«A dimensão do Fundo Europeu para o Investimento, o seu investimento direto em infraestruturas e o seu longo horizonte de investimento seriam as principais diferenças relativamente ao atual Fundo Europeu de Investimento, que dispõe de um capital de apenas 4,5 mil milhões de euros e tem por missão facilitar o acesso das PME ao financiamento através de instituições intermediárias com um horizonte de investimento mais curto.»

Contudo, esta é apenas uma interpretação geral dos estatutos do Fundo Europeu de Investimento.

O artigo 2.º, n.º 1, dos estatutos do Fundo Europeu de Investimento determina o seguinte: «A missão do Fundo consistirá em contribuir para a realização dos objetivos Comunitários.»

Intencionalmente, na minha recomendação a Delors, esta definição de competências era tão ampla como a definição de competências original do BEI. Os estatutos do Fundo Europeu de Investimento não faziam referência às Pequenas e Médias Empresas (PME) como únicas destinatárias do seu apoio financeiro.

O artigo 2.º, n.º 2, é mais específico: «As atividades do Fundo poderão incluir a captação de fundos.» Neste contexto, os estatutos permitem-lhe emitir obrigações próprias, que poderiam ter sido as obrigações da UE que Delors incluiu no seu Livro Branco de dezembro de 1993.

O BEI e o Fundo Europeu de Investimento confirmaram, nas informações prestadas ao Comité Económico e Social Europeu para a elaboração do seu parecer de iniciativa, de 2012, intitulado *Crescimento e dívida soberana na UE*, que o Fundo Europeu de Investimento poderia emitir obrigações para financiar uma recuperação assente no investimento – e num fundo europeu de capitais de risco, em vez de meras garantias financeiras para as PME – sem uma revisão dos seus estatutos ou uma nova proposta da Comissão.

As expectativas de uma recuperação baseada num Fundo Europeu de Investimento foram exageradas. Não é necessária, pois, uma nova instituição no quadro do Grupo BEI. Isso mesmo foi, aliás, referido num artigo da Fundação Robert Schuman publicado em setembro último.

Financiar a recuperação reciclando excedentes globais

O debate público sobre «as possíveis fontes de financiamento» tem ignorado a reciclagem de excedentes globais, que é perfeitamente viável.

Note-se que o Ministro das Finanças sul-africano declarou, na reunião dos países BRICS, realizada em Washington em 25 de setembro de 2014, que o seu país compraria euro-obrigações se estas se destinassem a financiar a recuperação europeia. Caso o Fundo Europeu de Investimento emitisse obrigações – ou euro-obrigações, já que os mercados as conseguiriam duplicar com facilidade – poderia fazê-lo de forma faseada. Por exemplo, uma primeira emissão de 10 mil milhões de euros originaria certamente uma procura superior à oferta, abrindo assim caminho a mais emissões.

Esta solução também não implicaria necessariamente um grande aumento inicial do seu capital subscrito. O BEI teria de o fazer por se encontrar bastante dependente dos fundos de pensões, que exigem uma notação AAA. Contudo, o mesmo não acontece com os BRICS. Eles precisam que a Europa recupere para assegurar a sustentabilidade das relações comerciais entre as duas regiões.

Apoio à recuperação proveniente de agências de notação e mercados obrigacionistas

Quando a Standard & Poor's baixou a notação da dívida dos Estados-membros em janeiro de 2012, sublinhou que os principais motivos para essa decisão eram a redução simultânea das dívidas e das despesas dos governos e das famílias, a consequente fragilização do crescimento económico e a incapacidade dos decisores políticos europeus para assegurar uma recuperação económica.

Em 2013, Bill Gross, então líder do fundo PIMCO, com ativos da ordem dos biliões de dólares, apelou também a uma recuperação europeia, salientando que os fundos necessitavam de crescimento para garantir pensões, o que não seria possível com taxas de juro próximas de zero na Europa. O seu apoio ao investimento assente em obrigações foi o culminar de um ano de resultados negativos do PIMCO, apesar de, nos 15 anos anteriores, o fundo ter estado sempre presente na lista de maiores gestores de obrigações.

De igual modo, o fundo soberano da Noruega reduziu os seus investimentos em participações privadas devido ao baixo crescimento. O fundo chinês CIC também sofreu perdas no âmbito dos seus investimentos no setor privado após o início da crise financeira, tendo declarado que pretendia projetos de investimento público com uma maturidade de pelo menos 10 anos.

A redundância de novos critérios

Existem dúvidas quando aos critérios a aplicar a uma recuperação assente no investimento. Parece evidente que poderiam ser propostos quaisquer novos critérios, tais como redes de fibra ótica e energias renováveis. E há igualmente critérios aplicáveis a redes transeuropeias por concluir.

Todavia, não se afigura particularmente necessário criar painéis de especialistas europeus para definir critérios para projetos. No âmbito do Programa de Ação Especial de Amesterdão, de 1997, o BEI comprometeu-se a investir em:

- ▶ saúde,
- ▶ educação,
- ▶ recuperação urbana,
- ▶ tecnologias “verdes”,
- ▶ financiamento para pequenas e médias empresas.

Estes critérios abrangem um vasto conjunto de potenciais investimentos. A recuperação urbana, por si só, pode implicar a renovação de edifícios existentes, a construção de novos edifícios, a renovação ou criação de redes de transportes públicos, incluindo sistemas de elétricos ou metropolitanos, sistemas de abastecimento de eletricidade, gás e água, etc. O investimento na saúde pode consistir na renovação, ampliação ou construção de hospitais e centros de saúde. O mesmo se aplica, na educação, a escolas, institutos politécnicos ou universidades.

Cofinanciamento BEI-FEI para a recuperação

Entre 1997 e 2007, apoiado pelos critérios do Programa de Ação Especial de Amesterdão, o BEI quadruplicou o financiamento destinado ao investimento. Face à ausência de cofinanciamento dos Estados-membros após o início da crise da área do euro, o montante em causa desceu, colocando em risco a notação AAA. Era necessária, portanto, uma recapitalização do BEI.

O BEI também se mostrou pouco disponível para emitir euro-obrigações no quadro de um programa de recuperação macroeconómica para não pôr em causa a notação AAA, essencial para os fundos de pensões. Contudo, este foi um dos motivos pelos quais aconselhei Delors, em 1993, a criar o Fundo Europeu de Investimento e a encarregá-lo de emitir, em lugar do BEI, as referidas obrigações para financiar um programa de recuperação.

O Fundo Europeu de Investimento praticamente não tem experiência na avaliação de projetos, enquanto o BEI o faz com êxito há mais de meio século.

Neste sentido, importa fazer uma distinção clara. Com o seu aumento de capital, o BEI pode continuar a obter financiamento de fundos de pensões e a tirar partido da sua sólida reputação em matéria de avaliação de projetos. O Fundo Europeu de Investimento, no quadro dos seus atuais estatutos, pode emitir euro-obrigações que atraiam excedentes globais não investidos dos países BRICS e fundos soberanos, bem como cofinanciar investimentos no âmbito do conjunto de critérios já definidos para o BEI no Programa de Ação Especial de Amesterdão.

O precedente do *New Deal*

Roosevelt financiou o *New Deal* através de obrigações que convertiam as poupanças – elevadas em situações de depressão ou recessão – em investimentos. É frequentemente omitido que, entre 1933 e o início da economia de guerra nos Estados Unidos, o défice do orçamento federal se situava apenas, em média, nos 3%, ou seja, o limite de défice inicialmente previsto no Tratado de Maastricht.

Em março de 2014, a Initiative citoyenne européenne iniciou um projeto intitulado *NewDeal4Europe*. O projeto preconiza obrigações para infraestruturas até 50 mil milhões de euros por ano, com um efeito multiplicador equivalente a três, que resultariam num investimento total de quase 130 mil milhões de euros por ano durante três anos.

Contudo, a ideia, defendida no projeto, de que este investimento deve «assentar unicamente em recursos próprios da União» é politicamente inverosímil. O mesmo se poderá dizer do imposto sobre as transações financeiras e do «imposto sobre o carbono», embora se trate de duas excelentes propostas. É igualmente improvável a criação de um novo Imposto Europeu sobre o Valor Acrescentado, que poderia gerar recursos para o investimento mas, em simultâneo, conduziria a uma forte redução da procura e seria socialmente regressivo.

Além disso, seriam necessários mais de três anos para que todas estas medidas, admitindo-se a sua viabilidade, fossem aplicadas. Por outro lado, no *New Deal* dos Estados Unidos, Roosevelt não aumentou impostos, antes converteu poupanças disponíveis em investimentos sociais e ambientais, conseguindo lançar os programas necessários para o efeito nos seus primeiros Cem Dias.

A Europa poderia alcançar os mesmos resultados se reconhecesse que não necessita de novas instituições, de novos critérios de investimento nem de novas decisões do Conselho Europeu, tendo em conta que este aceitou a criação do Fundo Europeu de Investimento em 1994 e a ampliação dos critérios de investimento do BEI 1997, através do Programa de Ação Especial de Amesterdão.

Dependência excessiva de fundos do setor privado

Em julho de 2014, na intervenção anterior à sua eleição no Parlamento Europeu, Jean-Claude Juncker apelou a uma recuperação económica financiada por obrigações do BEI. Meses depois, reduziu a proposta a uma parceira público-privada assente num Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos. Contudo, as expectativas em torno desta proposta são muito pouco realistas.

Na Europa, o nível de investimento do setor privado corresponde a um sexto do nível anterior à crise. As empresas irão muito simplesmente esperar para ver se ocorre uma recuperação a médio prazo e se a sua capacidade disponível aumenta antes de realizar novos investimentos líquidos. As garantias em caso de perdas não vão alterar este cenário.

Além disso, os investimentos em larga escala estão a ser realizados na Ásia, não na Europa. Metade das exportações da China corresponde a investimento estrangeiro direto de empresas multinacionais da Europa, dos Estados Unidos, do Japão e de Taiwan na própria China.

Para concretizar um "New Deal para a Europa", é necessário realizar os investimentos sociais e ambientais do *New Deal* de Roosevelt, que recuperaram a confiança do setor público e do setor privado e que podem ser replicados com recurso aos critérios de investimento do Programa de Ação Especial de Amesterdão.

Projetos prontos a avançar

Receava-se, de algum modo, que uma recuperação assente no investimento do Grupo BEI demorasse mais do que os três anos definidos como objetivo. Isso mesmo foi referido em 1994 pela Direção-Geral de Economia e Finanças em contraponto à proposta de Delors relativa às obrigações do Fundo Europeu de Investimento.

No entanto, antes de Delors se ter retirado, uma análise dos projetos de investimento nacionais com plano aprovado mas adiados desde o acordo sobre os critérios de Maastricht revelou que tais projetos representavam já um total de 750 mil milhões de ecus.

Num livro que publiquei recentemente, *Europe in question – and what to do about it* [A Europa em questão – e o que fazer a esse respeito], previ que o valor desses projetos fosse agora muito superior a um bilião de euros, tendo esta ideia sido confirmada por Estados-membros, logo após a proposta de criação de um Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos, que se apressaram a confirmar a existência de projetos de investimento «prontos a avançar» no valor de 1,3 mil milhões de euros.

É mesmo «tempo de avançar» mas, num primeiro momento, será necessário um «incentivo» a investimentos do BEI para financiar alguns, ou a maior parte, desses projetos em vez de os «indexar» à procura de um setor privado que, como se compreende, se mostra cético em relação a uma recuperação europeia.

Bibliografia

BLANCHARD, O. e LEIGH, D. (2012), FMI: "World Economic Outlook".

BLANCHARD, O. e LEIGH, D. (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", Documento de Trabalho/13/1 do FMI.

COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU (2012), *Crescimento e dívida soberana na UE: Duas propostas inovadoras*, ces474-2012_ac_pt e em mais dez línguas da UE.

FABRE, F., CAZANAVE, F. e BILLION, J-F. (2014), "Les limites du Plan Juncker d'investissements de l'Union européenne et les supériorités de l'ICE 'NewDeal4Europe' en matière de ressources propres de l'Union européenne", Le Taurillon, 15 de setembro.

FUNDAÇÃO ROBERT SCHUMAN (2014), "Pour une relance de l'investissement en Europe", 22 de setembro.

HOLLAND, S. (1993), *The European Imperative*. Spokesman Books. Prefácio de Jacques Delors.

HOLLAND, S. (2015), *Europe in question – and what to do about it*. Nottingham: e-book e livro com capa mole, Spokesman Books.

ROCARD, M. (2014). Prefácio de *Modeste proposition pour résoudre la crise euro*. Paris: Veblen Institute.

SZCZUREK, M. (2014). "Investing for Europe's Future", intervenção no Instituto Bruegel, Bruxelas, 4 de setembro. <http://www.bruegel.org>.

VAROUFAKIS, Y., HOLLAND, S. e GALBRAITH, J. K. (2013). "A Modest Proposal for Resolving the Euro Crisis". yanisvaroufakis.eu/euro-crisis/.

Experiências de reestruturação de dívida soberana

*Yannis Manuelides
Allen & Overy LLP
16 de dezembro de 2014*



Enquadramento

- **Saudações e agradecimentos**
 - Questões jurídicas, mas também questões de política económica
 - Advogado, não economista (nem profeta hebraico)
- **Experiências de reestruturação de dívida soberana**
 - O que distingue a reestruturação da dívida soberana?
 - Que dívida soberana deve ser reestruturada e de que forma?
 - Quais são as principais questões associadas a uma reestruturação?
 - Quem a paga?
 - Como é o dia seguinte do Estado soberano?
 - O que devemos procurar fazer se entendermos que a reestruturação é necessária?
- **Antecedentes e contexto. Princípios gerais, Grécia e Argentina**
- **Perguntas e discussão**

O que distingue a reestruturação da dívida soberana?

- Insolvência do Estado: vazio jurídico, sem leis sobre falência
- O Soberano é a fonte do Direito e está acima do Direito:
Dieu et Mon Droit
- As insolvências de empresas estão muito bem regulamentadas.
- A lei determina:
 - reescalonamento de (toda) a dívida, hierarquização dos credores, realização de ativos, divulgação de informações, anulação de preferências, responsabilização de administradores, liberação (e liquidação) do devedor
- A dívida soberana sujeita à legislação nacional/interna pode ser saldada pelo Estado soberano como este entender
- A dívida soberana sujeita à legislação externa tem de ser reestruturada por acordo e consenso

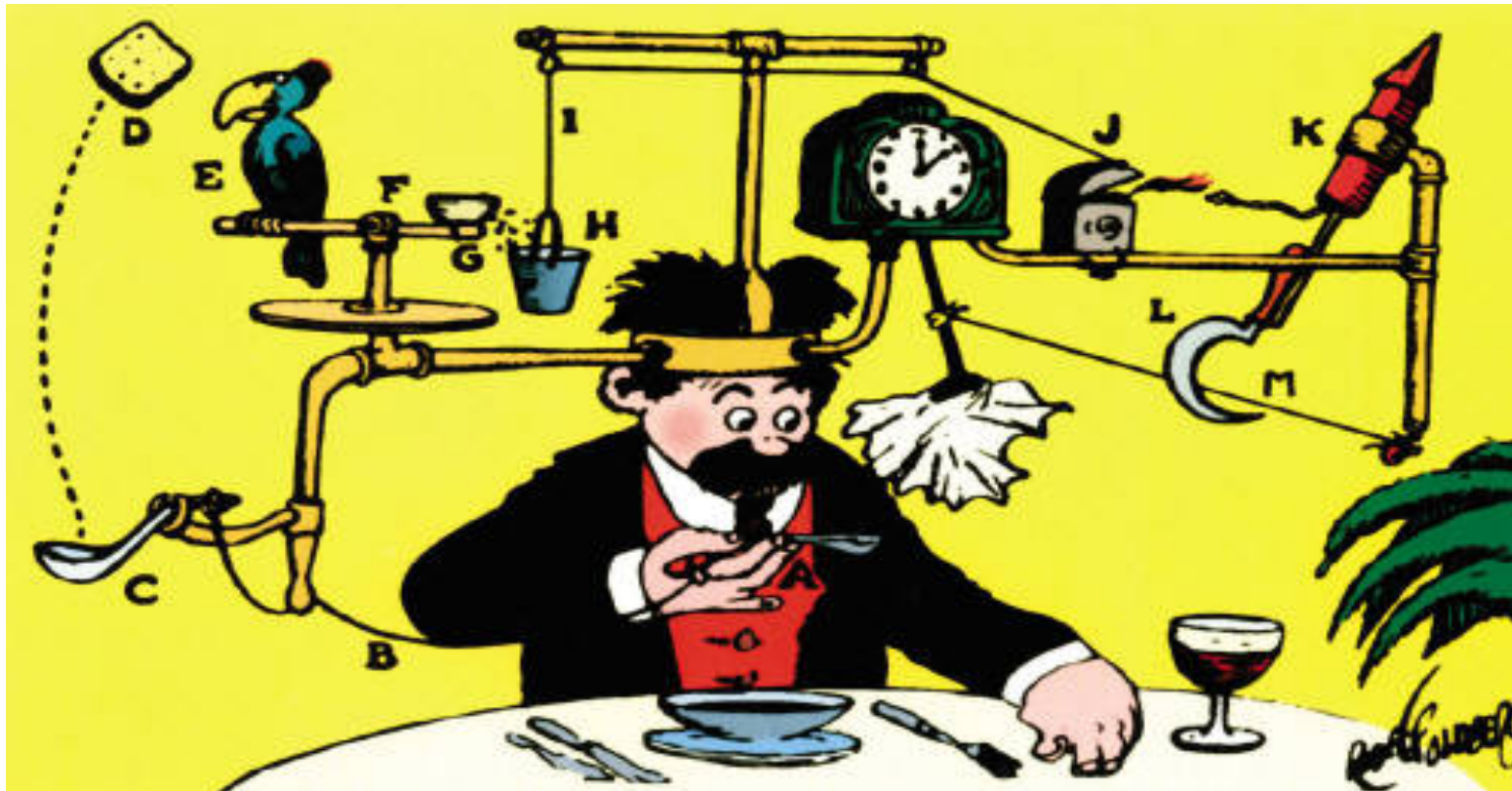
Que dívida soberana deve ser reestruturada?

- Quem são os credores?
 - Setor privado – bancos, fundos de pensões, aforradores individuais, investidores de longo prazo (“dinheiro real”) ou curto prazo (“fundos de cobertura”)
 - Setor público – outros Estados soberanos (pertencentes ou não ao Clube de Paris), fontes multilaterais (FMI, MEE, BCE), bancos de desenvolvimento (SFI, BERD)
- Tipo de dívida
 - Obrigações, empréstimos
 - Dívida garantida? *Swaps*?
- O Estado devedor propõe-se trocar obrigações e empréstimos antigos por obrigações ou empréstimos reescaloados [podendo também declarar uma moratória]
- Parte da dívida entre Estados reescaloadada através do Clube de Paris
- Nem toda a dívida é reescaloadada: títulos do tesouro, dívidas comerciais e dívidas pequenas, “dívida anterior do setor público” (FMI, MEE? BCE?)
- Lei aplicável e principais condições

Como deve a dívida soberana ser reestruturada?

- “Reestruturação” ou “Reescalonamento” abrangem numerosas opções:
 - uma troca de instrumentos de dívida soberana em circulação, como empréstimos ou obrigações, por novos instrumentos de dívida ou dinheiro, através de um processo jurídico [em condições menos favoráveis do que o empréstimo ou obrigação original]
- Reescalonamento da dívida – os prazos de reembolso são ampliados
- Redução da dívida – o montante nominal é reduzido
- Incentivos – “Promoções”:
 - Dinheiro oferecido por uma pequena percentagem
 - Oferta de garantias de crescimento do PIB
- Cálculos de redução da dívida – valor facial vs. valor atual da nova dívida (taxa de desconto?)
- Que oferta apresentar?
 - Irá a maioria aceitar? Posso vincular a minoria? Questões de ação coletiva.
 - Como posso definir os pagamentos de forma a evitar ataques de “irredutíveis”?

A reestruturação tem sempre uma conceção delicada



Quais são as principais questões associadas a uma reestruturação?

- Reescalonar ou reduzir a dívida?
- Optar pelo incumprimento ou negociar antes de o fazer?
- É uma crise de liquidez? A dívida é sustentável? O país é solvente?
- Que solução é aceitável para os eleitores? E para os parceiros da UE?
- Que solução corresponde às políticas do BCE e do FMI?
- Que solução cumpre os Tratados da UE?
- Quais serão as implicações em matéria de notação financeira?
- Quem são os credores? Quais são as suas expectativas?
- O que acontecerá às obrigações nas mãos dos bancos e seguradoras?
 - Os títulos de dívida pública serão garantias válidas?
 - Qual será o tratamento contabilístico adotado?
 - Qual será o efeito da descida da notação e do “incumprimento seletivo”?
- Implicações sistémicas internas e externas para bancos e seguradoras?
- Consequências colaterais: o que sucederá aos CDS e à dívida das empresas?

Principais riscos para a dívida – qual é o nível de endividamento?

- Dívida / PIB: um indicador ou um facto pouco importante
- Montante – risco cambial
- Maturidade – risco de refinanciamento
- Custo – risco de taxa de juro
- Outras condições que podem desestabilizar a dívida
- Identidade dos credores

Quem paga? Critérios adequados para distribuição das perdas.

– Critérios

- Incentivos (antes e depois da reestruturação)
- Equidade (entre países e nos países – entre gerações?)
- Capacidade de pagamento, impacto na estabilidade financeira, impacto no crescimento

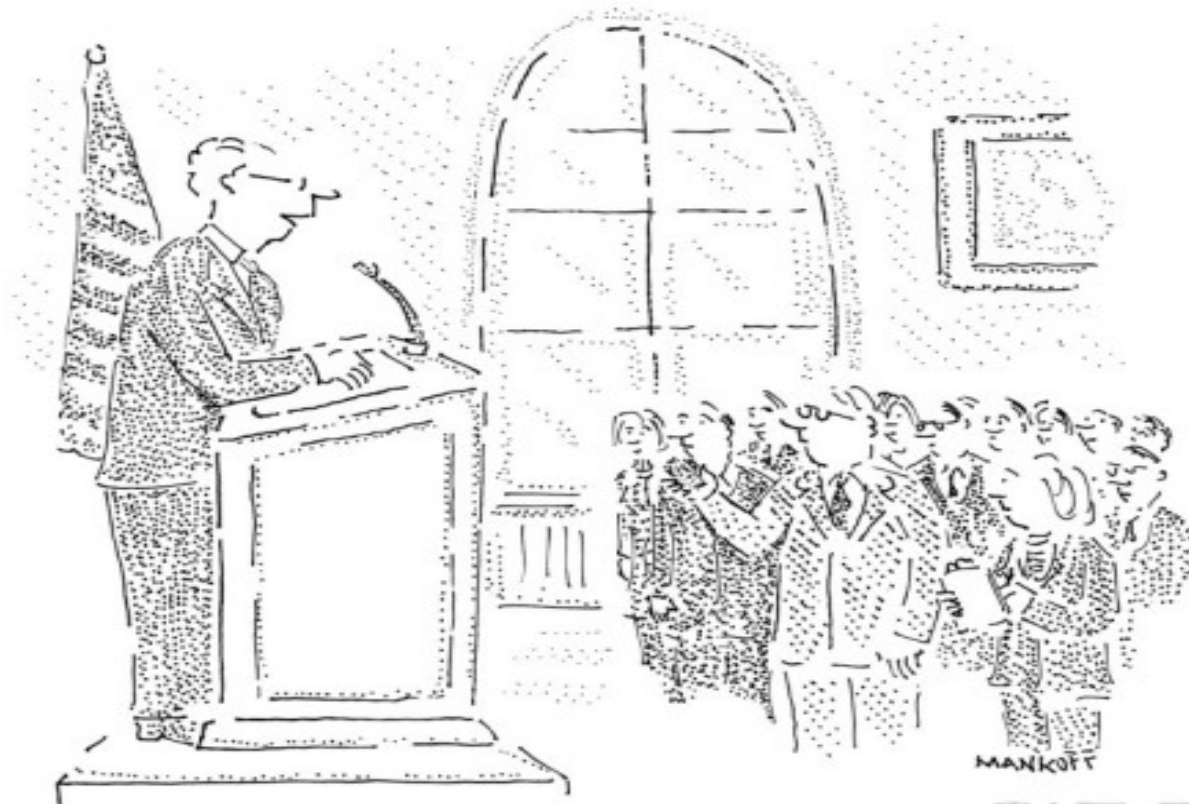
– Quem paga?

- Credores (nacionais, estrangeiros)
 - Contribuintes nacionais
 - Beneficiários de despesas públicas, funcionários públicos, pensionistas, utentes de serviços públicos
 - Depositantes dos bancos?
 - Contribuintes de outros países
- É tudo isto sustentável no dia seguinte?

Como é o dia seguinte do Estado soberano?

- A dívida é agora sustentável?
- A economia, o setor público e os bancos mudaram o suficiente para não voltar a provocar o mesmo problema?
- As empresas, os bancos e o Estado soberano têm acesso aos mercados?
- Os bancos podem continuar a financiar a economia?
- O tecido social do país resistiu às tensões da crise?
- O Estado soberano empreendeu um novo começo?
- O Estado soberano voltou a unir-se à comunidade das nações ou tornou-se um pária isolado?

Perguntas?



"That's a very good question, which is why we're going to move on to the next question."

CN
COLLECTION

II PAINEL
DIMENSÕES ECONÓMICO-JURÍDICAS
DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA



Da esquerda para a direita: Jacob Kirkegaard, Paola Pabón, Eduardo Cabrita, Eduardo Paz Ferreira e Stephen Miller

EDUARDO PAZ FERREIRA

DEZ PONTOS PRÉVIOS AO DEBATE SOBRE A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

É para mim, naturalmente, uma honra estar hoje na Assembleia da República, símbolo por excelência da democracia representativa e do Estado de Direito por que sempre me bati. Agradeço ao partido que propôs o meu nome e, também, a todos os outros que o aceitaram.

Entendo esta sessão que se realiza hoje como o primeiro passo para um debate aprofundado sobre a questão da reestruturação da dívida previsto na Resolução n.º 94/2014, de 23 de outubro.

As questões éticas, constitucionais, económicas, políticas e técnicas que envolvem a dívida pública e as operações de reestruturação são de tal forma complexas que exigem, de facto, um trabalho intenso e profundamente envolvente da sociedade no seu conjunto que, pese embora todo o mérito dos restantes participantes nesta sessão, não pode esgotar-se num dia.

Existem, também, relatórios e propostas nacionais e internacionais que merecem a análise da Assembleia da República, que se deve munir dos seus próprios estudos e pôr em debate estas propostas com os técnicos encarregados da gestão da dívida pública para uma análise exaustiva dos méritos relativos de cada um deles.

A minha intervenção integra-se, portanto, naquilo que considero ser um levantamento preliminar do tema, através da apresentação de um conjunto de princípios que considero fundamentais e de pistas que penso merecerem ser exploradas.

Por clareza de exposição, optei por organizá-la por pontos:

1. A dívida pública sempre levantou um vivo debate, travado muitas vezes no domínio económico, mas não menos vezes no domínio ético e moral. Por outro lado, houve já quem afirmasse que este é um debate de representantes, na medida em que realmente se trata de um confronto entre aqueles que defendem uma maior intervenção do Estado e aqueles que o pretendem confinar a um papel mínimo.

A afirmação da dívida pública como um instrumento financeiro normal apenas se consolidou nos Estados modernos e depois de ultrapassada a proibição moral do pagamento de juros afirmada pelos canonistas e comum a outras religiões, tal como a islâmica. O protestantismo e a nova ética capitalista foram decisivos neste processo.

Apesar de todas as reticências quanto ao recurso à dívida pública, é hoje claro que ela foi decisiva para a realização de grandes empreendimentos como os descobrimentos, para a vitória em importantes conflitos militares europeus e para a emergência da revolução industrial, antecedida de uma revolução financeira assente no mercado de dívida pública que ultrapassava os 200% do PIB na Inglaterra.

A dívida pública não é, em si mesma, nem uma bênção nem uma maldição. Tudo depende das condições históricas concretas e das finalidades a que a dívida é afetada. O próprio argumento de justiça intergeracional que pretende ver na dívida um instrumento destinado a transferir encargos da geração atual para a geração futura, está longe de ser exato.

Ironicamente, um financeiro alemão dizia no início do século passado que os Estados que não recorrem à dívida exigem demais dos seus cidadãos ou desinteressam-se das gerações futuras. Keynes – numa frase tantas vezes intencionalmente deturpada – formalizou este ponto de forma mais clara: no longo prazo estamos todos mortos, querendo significar que, se os problemas dos nossos dias não forem resolvidos, não haverá qualquer futuro para as gerações vindouras ou que elas serão mais pobres, menos preparadas e mais sofredoras do que nós.

Não se pode, ainda assim, ignorar que o serviço de dívida representa um ónus que dificulta uma gestão financeira saudável e implica saídas líquidas de disponibilidades para o estrangeiro ou uma redistribuição perversa de rendimento, com a generalidade dos contribuintes a pagarem para um número restrito de credores do Estado.

2. A atual dívida pública portuguesa não é uma novidade na história das nossas finanças. Muito pelo contrário, já em 2020, Armindo Monteiro afirmava: "A história do défice é a história das finanças portuguesas. Tem na atormentada vida nacional o papel de Cérbero – o cão das três cabeças que guarda as portas do Inferno. Nasceu cedo o défice. Chamavam-lhe alcance na linguagem velha, mas quer com um termo quer com o outro quis-se sempre indicar miséria igual. Corram-se os documentos, examinem-se as contas, consultem-se relatórios, ande-se para trás no tempo, penetre-se no segredo dos arquivos, peçam-se informações às memórias, às cartas. Aos escritos de qualquer época – e de todos eles subirá até nós a mesma lástima, a mesma queixa, a mesma angustia."

Não admira, pois, que o país vivesse múltiplas bancarrotas, ou se encontrasse com frequência na eminência de outras. A história deste tipo de episódios de *default* externo, de incumprimento das obrigações da dívida soberana do país, começou oficialmente em 1560, durante a regência da viúva de D. João III, segundo o estudo de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff *Oitocentos anos de loucuras financeiras no mundo*.

Na realidade, oficialmente, poderemos contabilizar pelo menos oito: 1560, 1605, 1834, 1837, 1840, 1846, 1852 e 1892.

A grande operação de conversão da dívida de 1902, negociada durante dez anos, constituiu uma operação em muito aspetos dolorosa, mas pôs termo a dificuldades e convulsões políticas profundas.

A crítica dessa reestruturação da dívida assentou largamente na sujeição às exigências dos credores externos, exigências essas que, comparadas com as que foram impostas com o último programa de assistência financeira, não podem deixar de ser consideradas benignas.

3. A crescente complexidade de funcionamento dos mercados financeiros, aliada à proibição de recurso ao crédito junto do Banco Central levou a que as questões da dívida fossem sendo progressivamente consideradas questões puramente técnicas, o que envolveu uma secundarização do papel do Parlamento.

Não há qualquer razão para questionar o papel dos técnicos neste processo e deve considerar-se que o Instituto de Gestão do Crédito Público tem feito um trabalho de qualidade, aproveitando as oportunidades que se lhe foram colocadas.

Contudo, este trabalho não pode decorrer à margem do Parlamento que se deve empenhar num acompanhamento mais efetivo das operações do Instituto.

Essa exigência resulta das consequências que a gestão da dívida tem na margem de manobra orçamental, nos efeitos que ela pode provocar na distribuição do rendimento e, de um modo geral, do facto de só os nossos representantes livremente eleitos poderem decidir em matéria financeira – herança que nos ficou das revoluções liberais e cujo questionamento nos levaria a uma verdadeira subversão do regime democrático.

De resto, o artigo 13.º da Lei Quadro da Emissão e Gestão da Dívida Pública – Lei 7/98, de 3 de fevereiro – expressamente o prevê, ao determinar:

1. Visando uma eficiente gestão da dívida pública direta e a melhoria das condições finais dos financiamentos, poderá o governo, através do ministro das Finanças, ser autorizado pela Assembleia da República a realizar as seguintes operações de gestão da dívida pública:

- a) Substituição entre a emissão das várias modalidades de empréstimo;
- b) Reforço das dotações para amortização de capital;
- c) Pagamento antecipado, total ou parcial, de empréstimos já contratados;

d) Conversão de empréstimos existentes, nos termos e condições da emissão ou do contrato, ou por acordo com os respetivos titulares, quando as condições correntes dos mercados financeiros assim o aconselharem;

Será que a Assembleia da República tem exercido adequadamente estes poderes?

4. A disposição legal citada, sob a aparente tecnicidade, envolve outro aspeto que importa sublinhar que é o da consideração da reestruturação da dívida, quando resultante dos termos dos contratos celebrados ou acordada com os credores, como uma operação totalmente legítima e – se me permitem a expressão – desdramatizada.

A problemática transfere-se, assim, para saber se é possível – e, por agora, não se discute se é aconselhável – uma reestruturação que não receba o acordo dos credores.

Trata-se de uma hipótese que pessoalmente não apoiaria por razões de justiça relativa – e mais uma vez há que assinalar que se trata em larga medida de uma decisão de redistribuição de rendimento – e da possibilidade de efeitos negativos nos mercados de capitais.

A ela se oporiam, em princípio, normas constitucionais como as que tutelam a propriedade privada e a garantia dos direitos e expectativas, mas a jurisprudência constitucional, que, é preciso lembrar, legitimou a maior parte das medidas de austeridade, tem-se orientado no sentido da existência de motivos de interesse público que podem levar à compressão dos direitos individuais, pelo que não parece que se encontrassem aqui obstáculos intransponíveis.

Aquilo que esteve em causa perante o Tribunal Constitucional foram medidas que abrangiam a generalidade dos contribuintes, nalguns casos, mas noutros, os trabalhadores públicos ou os pensionistas, envolvendo sacrifícios patrimoniais resultantes da redução unilateral pelo Estado de pagamentos a que estava obrigado por lei e contrato.

No caso das decisões sobre pensionistas trata-se, aliás, de uma situação que muito se aproxima da dos credores do Estado, na medida em que foram feitas entregas ao Estado que se comprometeu a pagar reformas em troca.

Num contexto jurídico diverso, é certo, não se pode esquecer, que as insolvências de cidades nos Estados Unidos e, ainda recentemente, a de Detroit, passam pela imposição de sacrifícios aos trabalhadores, pensionistas e credores financeiros. Todos eles credores de prestações do Estado a diferentes títulos.

5. Uma eventual reestruturação da dívida, na medida em que irá atingir credores externos oficiais e privados implica, no entanto, que se tenha plena consciência de que a questão se não irá cingir à jurisdição interna e envolverá mesmo, no caso de acordo com os credores, único que estamos a considerar, um quadro de indefinição jurídica significativo, uma vez que não existe uma instância jurisdicional ou outra com poderes para organizar este tipo de discussão e ordená-la.

Episódios recentes como o da sentença de um tribunal norte-americano que, instado por fundos especulativos, inviabilizou a operação de conversão da dívida argentina acordada com os credores é, a este respeito, paradigmática. Trata-se de uma decisão inesperada, mas com profundas e negativas consequências no mercado de capitais.

Não irei, porém, entrar na problemática e na casuística jurídica que outros participantes com mais conhecimentos e experiência prática irão certamente explorar.

Impõe-se, ainda assim, dar conta de alguns movimentos que vêm sendo realizados no sentido de facilitar as operações de reestruturação da dívida.

Recorde-se, por exemplo, a resolução aprovada pela Assembleia Geral das Nações Unidas em setembro passado, que apelou ao estabelecimento de mecanismos preventivos das crises e decidiu criar durante a presente sessão um quadro multilateral para facilitar as reestruturações de dívida soberana, aumentando a sua eficiência, estabilidade e previsibilidade.

Também é de reter a atuação da International Capital Market Association ao propor em junho passado o novo *Standard Aggregated Collective Action Clauses*, no sentido de dificultar a ação das minorias de bloqueio, como ocorreu no caso da dívida argentina.

6. Mas mais importante do que os esforços de construção de um quadro jurídico mais eficaz parecem ser as novas reflexões que vão surgindo em torno das vantagens e dos inconvenientes da reestruturação da dívida.

Naturalmente que aqui o destaque vai para o Fundo Monetário Internacional que, apesar de toda a dureza demonstrada pelos seus agentes no terreno, designadamente na tróica portuguesa, tem lançado a nível dos seus *staff papers*, pistas de reflexão que se afastam da tradicional ortodoxia da instituição e que vêm sendo genericamente apoiadas pelo conselho de direção.

Em maio de 2013, o conselho de diretores tinha já retido a avaliação do *staff paper* "Sovereign debt restructuring – Recent developments and implications for the fund's legal and policy framework" de que as reestruturações da dívida tinham sido frequentemente demasiado pequenas e demasiado tardias.

Dezoito meses depois, e após intenso contacto, foi produzido um novo *staff paper* intitulado "*Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*", cuja função central é assegurar e garantir a regularidade dos processos de reestruturação.

As conclusões do estudo foram sufragadas pelo conselho de diretores que sublinhou a sua importância e necessidade.

Esta é uma das peças de uma evolução que nos permite afirmar com clareza que a questão da reestruturação da dívida está na ordem do dia e é considerada quer pelos Estados quer pelos credores como um tema fundamental.

Todavia, têm sido também os universitários mais qualificados a acentuar o papel central desta questão. Joseph Stiglitz e Daniel Heymann, ecoaram uma afirmação de Jorge Sampaio – há vida para além do défice –, publicando recentemente o livro *Life after debt. The origins and resolutions of debt crisis*, que inclui alguns estudos fundamentais de especialistas que utilmente poderiam contribuir para o debate sobre a situação portuguesa.

Na imprensa especializada, com relevo para o *Financial Times*, é também crescente o apoio a uma operação de reestruturação da dívida, bandeira assumida por Martin Wolf e Wolfgang Munchau a cujas propostas voltaremos.

Hans Werner Sinn, o ultra falcão da austeridade na Alemanha, em entrevista ao *Expresso* apontou a necessidade de realização de uma conferência internacional para conceder uma moratória na dívida dos países do Sul.

7. A questão que se coloca não é, como ficou sublinhado, meramente jurídica, antes envolve a apreciação de toda uma série de aspetos económicos, éticos e políticos.

É sabido que a situação de endividamento em que Portugal se encontra tem uma envolvente mais ampla, normalmente designada por crise das dívidas soberanas, uma designação que tende a esquecer a origem da crise nos mercados financeiros privados e o grande esforço financeiro pedido aos Estados e acordado no G-20, no sentido de impedir o agravamento da crise e proteger o sistema financeiro.

A crise traduziu-se, em qualquer caso, num forte aumento da dívida pública (no caso português a dívida subiu dos 70% para os 130%) e numa escalada dos juros resultante da perda de confiança dos mercados, do trabalho das agências de *rating*, espantosamente poupadas depois de se ter tornado clara a sua contribuição para a crise financeira, da inexistência de um prestamista de última instância, por força das regras da União Económica e Monetária e da forma como a Alemanha e as instituições europeias lidaram com o problema grego.

É, pois, uma dívida largamente devida à participação no euro e às deficiências do desenho da moeda única e da união económica e monetária desenhada em Maastricht e, depois, reforçada por uma série de outros mecanismos.

E é, também, por isso que o problema da dívida pública portuguesa deve ser resolvido num quadro europeu, envolvendo as instituições europeias, e não através de uma iniciativa isolada.

8. A subida abrupta da dívida poderia ter sido combatida por três vias fundamentais que envolveriam, exceto num caso, um horizonte mais amplo do que o nacional: a da inflação, a do lançamento de um imposto extraordinário sobre o capital ou a introdução de políticas de austeridade.

A primeira destas soluções, que era favorecida por economistas como Roubini – o primeiro a prever a crise e que recentemente nos alertou, aparentemente sem grande impacto, para a possibilidade de uma nova crise em 2016 – foi inviabilizada pelas regras impostas no Tratado de Maastricht, com a fixação de uma meta de inflação em 2%, atribuída como mandato ao Banco Central Europeu e pela ortodoxia monetária alemã erradamente apontada como justificada pelo processo que levou o nazismo ao poder.

A segunda solução chegou a ser defendida entre nós com especial vigor por Miguel Cadilhe que propôs o pagamento de um imposto com uma taxa entre os 3% e os 4% a cobrar de uma só, o que nas suas contas, permitiria uma redução de 10% da dívida.

Mas foi a terceira solução – a das políticas de austeridade – que veio a vingar.

Os resultados sociais e humanos destas políticas foram desastrosos e fortemente regressivos – o que seria sempre uma razão para as recusar – mas os seus efeitos sobre a dívida pública estiveram longe de se fazer sentir. Recorde-se o total falhanço quanto à evolução do rácio dívida pública/PIB que se deveria agora situar bem abaixo dos números reais.

A baixa nas taxas de juro da dívida e a maior facilidade de acesso, largamente determinada pela ação do BCE liderado por Mario Draghi, não permitiram que a dívida descresse porque temos um problema de não crescimento que inviabiliza a geração dos saldos

primários necessários e continuará a fazê-lo, enquanto se esgotam as possibilidades de prosseguir com agravamentos fiscais ou cortes na despesa.

E, como lapidadamente afirmou Emanuel Santos, sem crescimento não há consolidação.

9. É tempo, pois, de dizer basta à austeridade. O consenso que esta ideia reúne é hoje enorme e praticamente só não se estende à Alemanha e aos seus aliados mais próximos e à Comissão Europeia, enquanto o Fundo Monetário Internacional repensa e dá sinais de mudança de orientação.

As últimas movimentações no seio da União Europeia são extremamente preocupantes porque podem prenunciar uma quebra das condições mínimas de continuidade do euro e, porventura, da própria União.

Permita-se-me que recorde as descomposturas públicas da Alemanha à França, quebrando o eixo tradicional em que assentava, e à Itália e a recusa do termo do programa de assistência à Grécia, ainda que acompanhada de toda uma série de declarações, inclusivamente do próprio presidente da Comissão, que podem ser interpretadas, uma vez mais, como grosseiras intervenções na política interna grega, visando impedir a vitória de um partido que quer a renegociação da dívida.

Ao mesmo tempo, podem apontar-se fatores positivos: em muito reduzida escala, o Plano Juncker, muito aquém do esperado, e a expectativa de um projeto de *quantitative easing* da parte do Banco Central Europeu, apesar da tenaz oposição dos alemães e dos seus mais próximos aliados.

Uma coisa é certa, a palavra de ordem hoje na União Europeia é crescimento e travagem da deflação. A situação, como sustenta Martin Wolf, abre caminho para políticas heterodoxas para uma situação económica incomum.

Naturalmente que a afirmação da prioridade dada ao crescimento está longe de corresponder a projetos idênticos por aqueles que a usam e que a prudência e descrição com que atua a generalidade dos governos, viciados em jogos opacos de lentos acordos e de indiferença perante os problemas reais da economia, não pode deixar de causar irritação.

Wolfgang Munchau expressou com especial violência essa irritação, num artigo desafiante intitulado "A esquerda radical tem razão sobre a dívida europeia", no qual escreve, designadamente: "A tragédia da eurozona hoje é o sentido de resignação com que os partidos do centro-direita e do centro-esquerda do *establishment* estão a permitir que a economia europeia mergulhe no equivalente a um inverno nuclear. É uma tragédia que que os partidos da extrema esquerda sejam os únicos a defender políticas sensatas como a reestruturação da dívida. O crescimento do Podemos (cujo programa económico Munchau considera exemplar) mostra que existe procura de políticas alternativas."

Se é verdade que a nível político organizado essas posições só se encontram expressas por partidos fora daquilo que se costuma referir como os partidos do arco da governação – situação que eleições na Grécia e na Itália podem alterar – não se deve ignorar que a nível académico, dos próprios meios económicos e, sobretudo, da cidadania há um forte desejo de ver atuar nesta matéria, como demonstra o sucesso conseguido pelas duas petições apresentadas a esta Assembleia que estão na origem do debate de hoje.

O constrangimento que o pagamento dos juros da dívida pública impõe à escolha orçamental, a crescente sensação dos cidadãos que os seus impostos vão para pagar a dívida e não para assegurar os serviços essenciais criarão um ambiente insustentável com inevitáveis reflexos políticos.

10. A reestruturação da dívida é uma decisão que se impõe para Portugal e que poderá auxiliar a União Europeia a sair daquilo que parece ser o inevitável destino de declínio e estagnação. A solução técnica que vier a ser encontrada terá sempre de passar pelo quadro europeu.

A possibilidade de a reestruturação da dívida ser acompanhada de outras medidas tendentes a favorecer o crescimento poderá diminuir a extensão da reestruturação, mas não deverá nem poderá servir de desculpa para uma solução que não estabeleça bases sólidas para o futuro da economia.

Como nota um número crescente de autores e Stiglitz com especial vigor, a hipótese de o euro desaparecer é muito forte se continuarem a seguir-se as mesmas políticas. Poderá vir a ser uma solução – assim como poderá ser a saída da Alemanha, mas até lá convém lutarmos por uma solução no quadro institucional em que nos movemos e que poderá existir se pararmos de pensar em termos rígidos que conduzem sempre ao desastre, e aceitar tentar o novo.

A prova que as reestruturações de dívida compensam é, em larga medida, o ocorrido com a Alemanha e o enorme perdão de dívida que lhe permitiu o desenvolvimento económico que, de outro modo, não teria sido possível.

OS ASPETOS ECONÓMICOS DAS REESTRUTURAÇÕES DE DÍVIDA SOBERANA

Gostaria de começar por agradecer à Comissão e ao senhor presidente Eduardo Cabrita por me ter convidado a participar nesta importante audição dedicada à dívida pública. Centrarei as minhas observações nos aspetos económicos da reestruturação da dívida soberana.

Quando discutimos uma reestruturação da dívida soberana, é importante reconhecer que a sua execução constitui unicamente um meio para alcançar um fim e que uma reestruturação da dívida não pode realmente ser encarada como um objetivo em si mesma. Ela destina-se apenas a contribuir para reduzir o peso global da dívida pública nas economias avançadas, nas quais, geralmente, a entidade soberana não pode declarar-se insolvente¹. Uma reestruturação da dívida soberana é, contudo, apenas uma das várias formas de reduzir os encargos do setor público de um determinado país, pelo que uma análise significativa de custos-benefícios de tal reestruturação deve também tomar em consideração soluções alternativas e complementares para alcançar esse objetivo. Este fator é particularmente determinante à luz do facto, recorrente na história das crises, de as reestruturações de dívida soberana não ocorrerem no vazio, mas com muitas outras alterações económicas nos países em causa.

Existem pelo menos seis métodos gerais, e um outro específico da área do euro, que permitem aos países ambicionar reduzir os encargos da dívida do seu setor público. Ao longo da história, os países viram-se forçados a pôr em prática vários destes métodos em simultâneo, pois qualquer um deles, isoladamente, raras vezes é suficiente para reduzir de forma sustentável os encargos da dívida pública. Abordarei agora em mais pormenor estes sete métodos.

1. Rápido crescimento económico: A promoção do crescimento para resolver problemas de dívida é geralmente a opção politicamente mais atrativa e socialmente menos dolorosa para as sociedades sujeitas a pesados encargos da dívida pública. Foi utilizada com êxito na Europa após a II Guerra Mundial. Contudo, as economias avançadas enfrentam hoje alterações demográficas e operam quase na "fronteira da produção", o que impede uma rápida recuperação assente na adoção da tecnologia das economias mais avançadas. De igual modo, seria um erro esperar que as taxas reais de crescimento potencial ultrapassassem nas economias mais avançadas, incluindo Portugal, os 2%. Torna-se, pois, irrealista, acreditar na promoção do crescimento como solução simples para qualquer problema de dívida deste conjunto de países, muito embora, conseguir um crescimento reduzido, mas pelo menos estável, seja imperativo para alcançar algum nível de sustentabilidade a longo prazo da dívida pública.

Portugal, um país com níveis elevados de consumo que, mesmo antes da crise, crescia muito lentamente (menos de 1%, em média, desde a introdução do euro, em 2008) e não aproveitou a diminuição drástica da taxa de juro real após 1999 para impulsionar os níveis de investimento, deve atribuir particular importância a esta questão. As históricas dificuldades de crescimento de Portugal sugerem que o país, optando ou não por reestruturar a sua dívida pública, não escapará à necessidade de aplicar um amplo programa de reformas estruturais coerentes com as incluídas no programa pós-2011 da troica para aumentar a sua taxa de crescimento potencial.

2. Consolidação orçamental sustentada: Este método é parte integrante da abordagem habitual adotada pelo FMI para fazer face aos encargos excessivos da dívida do setor público e inclui normalmente reduções substanciais dos níveis de despesa do Estado, aumentos das receitas fiscais e privatização de ativos públicos. Embora, por um lado, a consolidação orçamental seja prejudicial às perspetivas de crescimento a curto prazo devido ao multiplicador orçamental negativo (existem várias estimativas sobre o valor deste multiplicador, mas quase todos os estudos sugerem que, no futuro imediato, ele seja superior a zero), é muitas vezes necessário recuperar a confiança dos mercados num determinado país, evitar uma espiral descendente e estabilizar uma situação de crise. Além disso, se as finanças públicas não seguirem um caminho mais sustentável, será de um modo geral difícil, após a crise, conseguir uma recuperação dos investimentos no setor privado e a criação de emprego.

Para um país como Portugal, que desde 1999 apresenta em média um défice primário superior a 2% do PIB (em 2010, no período que antecedeu a crise, o défice primário correspondia a aproximadamente 7% do PIB), torna-se também evidente que uma consolidação orçamental substancial tem sido e continuará a ser inevitável. Mesmo hoje, no final de 2014, Portugal está apenas próximo do equilíbrio do saldo orçamental primário, o que sugere que qualquer flexibilização orçamental material no futuro poderá pôr em risco

¹ Contudo, as insolvências são possíveis ao nível subnacional, entre entidades governamentais federais e locais.

o caminho do país no sentido da sustentabilidade orçamental. Sem um considerável excedente primário *ex ante*, nem uma hipotética rejeição completa da dívida criaria a folga orçamental necessária para adotar estímulos orçamentais em larga escala.

3. Criação de uma variável surpresa de inflação: Trata-se de uma estratégia frequentemente utilizada pelos governos ao longo da história para reduzir o valor real da dívida denominada em moeda nacional estimulando um aumento repentino e substancial do nível da inflação. Este método permite reduzir o valor real de dívidas com prazos mais longos, embora talvez não seja possível aos governos obter grandes poupanças em maturidades mais curtas, já que os investidores exigiriam taxas de juro mais elevadas como contrapartida da extensão dos prazos de vencimento das dívidas. Consequentemente, gerar inflação apenas permitirá reduzir o valor da parte da dívida pública com maturidades mais longas. Por outro lado, qualquer dívida denominada em moeda estrangeira não seria afetada (a não ser que o choque inflacionário repentino se desse à escala global).

Não é fácil a Portugal, enquanto membro da área do euro, aumentar repentinamente o nível de inflação nacional, sobretudo num período como o que vivemos, em que toda a economia global é assolada por pressões deflacionárias e baixa procura. Por conseguinte, de um modo geral, criar uma variável surpresa de inflação não é uma política viável para diminuir os encargos da dívida pública no seio de uma união monetária com um banco central totalmente independente. Por fim, importa recordar que a geração de inflação seria uma política extremamente regressiva, que afetaria de forma desproporcional os grupos sociais com menores rendimentos, que necessitam da maior parte dos seus recursos para garantir a sua subsistência.

4. Monetização da dívida: A monetização da dívida ocorre quando o banco central compra a totalidade ou partes das dívidas públicas, paga-as aos seus detentores (ou diretamente ao Estado) em dinheiro e, posteriormente, converte a dívida pública em dívida perpétua ou de outro tipo (anulando a exigência de reembolso, por exemplo) isenta de juros. Este procedimento pode iniciarse através de medidas de política monetária não convencionais como, por exemplo, aquisições de obrigações soberanas no quadro de uma expansão monetária por parte dos bancos centrais, como aconteceu recentemente nos Estados Unidos e no Reino Unido e ainda acontece no Japão. Assim que a dívida estiver no balanço do banco central e, consequentemente, no setor público em geral, poderá ser revendida a investidores privados (por exemplo, através de uma expansão monetária invertida), ser retirada (por exemplo, sendo simplesmente anulada pelo Estado) ou, como no exemplo acima descrito, ser convertida num novo tipo de dívida que o Estado nunca terá de reembolsar. A monetização da dívida implica dois grandes riscos: o primeiro é o facto de o correspondente aumento da massa monetária provocar uma subida da inflação (como referido no n.º 3), ainda que os reguladores bancários, definindo requisitos de capital e reservas, possam limitar, ao mesmo tempo, a multiplicação do dinheiro no setor privado; o segundo prende-se com a circunstância de, depois de utilizada uma vez, a monetização da dívida se tornar irresistível para os políticos, os quais, ao repetila, gerariam uma inflação ainda maior.

Para Portugal, enquanto membro da área do euro, a monetização da dívida não é uma opção que se encontre imediatamente disponível, embora o país tenha uma palavra a dizer na decisão sobre as medidas a tomar no futuro a respeito dos títulos soberanos que o Sistema Europeu de Bancos Centrais começará em breve a adquirir no quadro da sua política monetária.

5. Repressão financeira: Este termo refere-se a um conjunto de políticas públicas que visa direcionar os empréstimos ou créditos de atores privados nacionais cativos para o Estado a taxas de juro mais baixas do que as ditadas pela definição de preços baseada no risco do mercado livre e, consequentemente, reduzir o custo da dívida para o Estado. Pode materializar-se em medidas mais ou menos coercivas que vão desde a nacionalização de fundos de pensões privados e controlos dos capitais (medida mais coerciva) até à imposição de limites às taxas de juro dos depósitos bancários e a benefícios fiscais para subscritores de títulos de dívida pública (medidas menos coercivas).

Para Portugal, que integra a UE e a área do euro, alguns tipos de repressão financeira entrariam em conflito com o mercado interno e com outros regulamentos da UE, e a recente criação do Mecanismo Único de Supervisão reduziu ainda mais a capacidade de qualquer governo nacional para aplicar políticas dessa natureza.

6. Incumprimento da dívida/Reestruturação da dívida/Redefinição do perfil da dívida pública detida por privados: Esta opção é a forma mais direta de reduzir os encargos da dívida pública, podendo o Estado declarar unilateralmente o incumprimento da totalidade ou de partes da dívida, acordar com os credores uma reestruturação voluntária da dívida (reduzindo, por exemplo, o capital da dívida) ou acordar com os credores uma redefinição voluntária do perfil da dívida (através, por exemplo, da extensão das maturidades e/ou

da diminuição das taxas de juro). No início de 2012, o Estado grego reestruturou dívida pública detida por privados, numa transação complexa que resultou numa redução de aproximadamente cem mil milhões de euros no valor atual líquido da dívida em causa. Os pormenores do exemplo grego, que constitui atualmente² a única reestruturação de dívida soberana com alguma relevância para Portugal, são demasiado numerosos para poderem ser explicados nesta comunicação, mas considero importante reter quatro elementos importantes:

- ▶ A Grécia, nos anos que se seguiram ao início da crise, perdeu aproximadamente 25% do seu PIB e, como tal, não é possível de todo afirmar que evitou uma gravíssima depressão económica através da reestruturação da sua dívida soberana.
- ▶ A reestruturação da dívida grega apenas foi possível devido ao apoio financeiro contínuo e em larga escala dos seus parceiros da área do euro e do FMI.
- ▶ O governo grego (e muitas empresas gregas, senão a maioria) perdeu, e ainda não recuperou, o acesso pleno ao mercado obrigacionista desde a reestruturação.
- ▶ Numerosos detentores privados estrangeiros de dívida grega conseguiram vender a posição detida em dívida antes da reestruturação, deixando uma percentagem desproporcionada da dívida detida por privados em mãos gregas no início de 2012.

Estes quatro pontos tornam evidente que a reestruturação da dívida grega, empreendida em 2012, pode muito bem ter sido inevitável, mas constituiu uma experiência económica de tal forma traumática para a Grécia que desaconselha os outros países a tentar imitá-la, exceto em circunstâncias desesperadas e apenas como último recurso.

Existem várias outras questões gerais importantes associadas invariavelmente a qualquer reestruturação moderna da dívida pública. Em primeiro lugar, devido à teoria tradicional de que a dívida pública é um “ativo sem risco” (e com uma ponderação de risco zero na estrutura de capitais dos bancos), qualquer reestruturação irá impor uma perda ou redução do valor dos ativos de outras partes, já que ninguém constitui provisões *ex ante* para perdas de crédito na dívida soberana. Esta questão assume particular relevância para países – como Portugal – cuja percentagem de dívida em mãos nacionais é relativamente elevada, já que uma reestruturação da dívida soberana criaria inevitavelmente “buracos” noutros segmentos da economia portuguesa. Este facto poderia, em particular, comprometer a capacidade do sistema bancário português para suportar perdas de crédito no âmbito dos empréstimos ao setor privado, o que, atendendo ao elevado endividamento atual do setor não financeiro português, constituiria uma séria ameaça às perspetivas de crescimento a médio prazo (e, por conseguinte, às receitas futuras do Estado).

Em segundo lugar, qualquer reestruturação da dívida soberana é altamente redistributiva em qualquer sociedade, devido às diferenças entre a base da dívida detida por atores nacionais e os beneficiários dos serviços públicos por ela financiados. Isto implicaria, em condições normais, uma transferência de recursos de grupos sociais mais velhos e com bens próprios para grupos sociais mais jovens e menos favorecidos.

Em terceiro lugar, qualquer reestruturação da dívida soberana – sobretudo se iniciada unilateralmente – resultará numa perda prolongada do acesso ao mercado obrigacionista, não apenas para o Estado soberano em causa, mas também para a esmagadora maioria dos agentes do setor privado do país que reestrutura a dívida. Consequentemente, a não ser que o Estado soberano tenha acesso a assistência financeira externa após a reestruturação ou possua e consiga manter um excedente primário, será imediatamente forçado a operar numa “base de fluxos de caixa”, ou seja, a manter continuamente as receitas e as despesas em equilíbrio. Na maioria dos casos, isto implicaria a imposição automática de cortes substanciais nos serviços públicos. Num país como Portugal, cujo setor privado apresenta um nível substancial de endividamento externo (e com um saldo líquido negativo de investimento internacional de aproximadamente 115% do PIB), a incapacidade da maior parte dos agentes do setor privado para aceder aos mercados obrigacionistas após uma reestruturação da dívida soberana iria gerar mais um risco económico crítico.

7. Mutualização da dívida soberana (opção aplicável apenas à área do euro): A UE, e a área do euro em particular, constituem uma experiência única de partilha de soberania, na qual a Europa criou a entidade regional política, económica e financeiramente mais integrada do mundo. Como ficou recentemente demonstrado pelo lançamento da união bancária, a integração europeia é um

² O debate sobre as reestruturações de dívida soberana é, com demasiada frequência, perturbado pelos exemplos históricos irrelevantes dos séculos XVIII e XIX e do início do século XX. As reestruturações de dívida soberana realizadas nesses períodos ocorreram em circunstâncias políticas totalmente diferentes e, geralmente, não democráticas, envolvendo governos soberanos cujo orçamento representava uma parte muito pequena do PIB nacional. Retirar conclusões do impacto económico de uma reestruturação de dívida promovida por um governo soberano responsável por um Estado social moderno, que muitas vezes representa até 50% do PIB, com base em semelhanças históricas tão distantes é totalmente absurdo e deve ser evitado.

processo contínuo, que pode assumir rapidamente novas formas, tão surpreendentes quanto alargadas. Até ao momento, não houve qualquer movimento político explícito na Europa ou na área do euro no sentido da mutualização total ou parcial da dívida soberana nacional sob a forma de euro-obrigações, embora esta medida pudesse em princípio – devido aos níveis agregados relativamente baixos da dívida soberana na Europa – aliviar significativamente os encargos da dívida dos países mais endividados da Europa, incluindo Portugal. As justificações políticas para este facto são claras e bem conhecidas, pelo que não terei de as repetir aqui. Contudo, nos últimos anos, houve um conjunto de acontecimentos que pode, mesmo num futuro próximo (por exemplo, durante as maturidades de dívida soberana nacional atualmente em circulação na área do euro) conduzir a uma mutualização efetiva da dívida de várias formas possíveis. Trata-se, pois, de um tema pertinente para o debate em curso em Portugal.

Ao contrário da dívida detida por privados, abordada no n.º 6, falamos neste caso de dívida pública nacional que é ou pode vir a ser detida pelas instituições oficiais da área do euro no âmbito do FEEF/MEE (MEEF) e pelo BCE. Podem divisar-se três tipos distintos de mutualização desta dívida e, num desses casos, parece evidente que a mutualização já está em curso.

- ▶ **Mutualização da dívida total através do FEEF/MEE (MEEF):** Implica que as referidas entidades de âmbito orçamental, que abrangem toda a área do euro, concedam inicialmente empréstimos, sujeitos a várias condições políticas, aos Estados em crise. Contudo, numa fase posterior, os empréstimos ou obrigações são reestruturados de uma forma que os torna semelhantes a "dívida perpétua a taxas de juro bonificadas", reduzindo significativamente o valor atual líquido da dívida do Estado que contraiu o empréstimo. Trata-se de um processo que já foi iniciado com a extensão de maturidades de empréstimos gregos, portugueses e irlandeses em 2012-13, sendo provável que se repita no futuro, de modo a sustentar a situação financeira dos Estados-membros beneficiários em conformidade, de um modo geral, com as políticas económicas da área do euro. Porém, a mutualização da dívida total está necessariamente circunscrita ao âmbito financeiro do FEEF/MEE (MEEF).
- ▶ **Mutualização monetária da dívida através do BCE/SEBC:** Basicamente semelhante ao processo discutido no n.º 4, a mutualização monetária da dívida na área do euro implicaria a compra por parte do BCE/SEBC de uma determinada quantidade de dívida soberana detida por privados na área do euro no âmbito da gestão da política monetária. Posteriormente, depois de a dívida ter sido comprada pelo BCE para fins de política monetária, ela poderá ser tratada da forma que as autoridades monetárias e os líderes políticos da área do euro considerem mais adequada. Em princípio, o balanço do BCE poderá funcionar como o equivalente funcional a uma euro-obrigação. Consequentemente, é a forma de saída da expansão monetária que pode adquirir certa relevância a longo prazo. As opções variam entre um efeito estritamente temporário, bastando para tal aguardar a maturação das obrigações adquiridas e depois reduzir gradualmente o nível de dívida soberana do BCE (como sucede atualmente com as participações do programa dos mercados de títulos de dívida) e uma promoção da monetização plena da dívida por meio de uma conversão da dívida comprada em dívida perpétua com taxas de juro de valor zero.
- ▶ **Mutualização da dívida ao nível parlamentar e dos Tratados:** Esta solução implicaria a constituição legal de novos instrumentos de mutualização da dívida sob a forma de euro-obrigações, implicando uma revisão significativa dos Tratados da UE atualmente em vigor.

Como referi inicialmente, qualquer país que pondere reestruturar a sua dívida soberana ver-se-á na realidade confrontado, num período de crise, com a necessidade de adotar a maior parte, senão a totalidade, dos sete tipos de política anteriormente enumerados. A questão política operacional transforma-se, portanto, numa questão de equilíbrio adequado entre as diferentes políticas em causa, sendo necessário perceber se existe alguma garantia quando são ultrapassados os limites legais para empreender uma reestruturação da dívida.

Como sugere a análise anterior, Portugal não pode, a meu ver – independentemente de optar ou não pela reestruturação da sua dívida pública –, evitar a necessidade de prosseguir as amplas reformas económicas estruturais e a consolidação orçamental sustentada iniciadas com o programa da tróica em 2011. Além disso, Portugal, no contexto atual da área do euro, não dispõe de opções realistas para reduzir significativamente os seus encargos da dívida através da criação de uma variável surpresa de inflação ou da repressão financeira.

Uma reestruturação da dívida soberana portuguesa detida por privados – como sucedeu na Grécia – seria, na minha opinião, uma iniciativa altamente nefasta, do ponto de vista económico, para Portugal, que, em última análise, não permitiria manter os níveis de riqueza e bem-estar social do país anteriores à reestruturação. Em particular, uma reestruturação da dívida pública iniciada de forma repentina e unilateral, sem o pleno consentimento e cooperação da restante área do euro equivaleria a um suicídio económico e político por parte de Portugal que, muito provavelmente, inverteria muitas das conquistas sociais realizadas desde 1974.

Em termos políticos, Portugal estaria a renegar os seus compromissos em matéria de soberania solenemente assumidos perante os seus parceiros da área do euro, com consequências que se fariam sentir de forma mais acentuada em países que também enfrentam dificuldades, como a Espanha ou a Itália (cujo peso combinado no MEE/FEUF e SEBC ultrapassa o da Alemanha), e não em países mais ricos e atualmente mais estáveis da área do euro, como a Alemanha, que estariam mais preparados para fazer face às perdas financeiras colaterais que lhes seriam impostas pela decisão portuguesa. O isolamento político em relação aos seus vizinhos e à Europa seriam inevitavelmente o resultado de uma tal reestruturação de dívida iniciada unilateralmente.

Por outro lado, as suas repercussões económicas seriam sem dúvida catastróficas, já que o sistema bancário português perderia de imediato o acesso à liquidez proporcionada pelo BCE e, por conseguinte, enfrentaria imediatamente uma crise de financiamento. Sem a assistência do BCE e da área do euro, Portugal ver-se-ia incapaz de reagir ao que seria, provavelmente, uma rápida corrida aos bancos, pois os depositantes particulares e as pequenas e médias empresas procurariam ter acesso imediato, numa atitude aliás racional, às suas poupanças em capital circulante. Após o colapso do sistema bancário português, a economia nacional colapsaria também rapidamente, sendo inevitáveis uma profunda recessão e um desemprego maciço.

Contudo, os decisores políticos nacionais que ponderam uma reestruturação da dívida devem estar também cientes de que a sua posição negociadora é hoje muito diferente da de 2010-11, no início da crise grega. Ao contrário do que então sucedia, o risco de contágio entre Estados-membros é atualmente muito reduzido, já que foram criados nos últimos anos mecanismos credíveis de gestão da crise, como o MES e a transação monetária definitiva do BCE. Como tal, os decisores políticos nacionais já não podem recorrer a uma ameaça credível de desestabilização de toda a área do euro assente no lançamento unilateral de uma reestruturação de dívida. Ao contrário do que acontecia em 2010-11, a área do euro tem hoje os mecanismos de que necessita para proteger a sua estabilidade financeira. Por outras palavras, a restante área do euro não pode ser manipulada a ponto de autorizar os termos favoráveis de reestruturação da dívida que os seus decisores políticos nacionais poderiam desejar. Quaisquer tentativas dos decisores políticos nacionais no sentido de assumir posições negociais tão inflexíveis estão condenadas ao insucesso.

Diria, em resumo, que acredito que o melhor caminho para Portugal é, em geral, o da continuação das políticas seguidas desde o início de 2011, embora adaptando a sua política orçamental e monetária às atuais circunstâncias regionais. Prosseguir, ao invés, uma estratégia de reestruturação da dívida em Portugal, sobretudo se iniciada unilateralmente, seria um erro político nacional que lhe sairia muito caro.

Por fim, gostaria de assinalar que Portugal e o seu Parlamento merecem os maiores elogios por terem iniciado este debate nacional crítico sobre a questão da dívida pública em Portugal. Isso diz muito sobre o caráter aberto e democrático da sociedade portuguesa, na qual todas as opiniões são acolhidas e escutadas a propósito deste tema tão abrangente e tão importante para a sociedade. Contudo, ao mesmo tempo, deve ficar claro que um debate nacional permanente sobre uma questão com tão amplas implicações como a reestruturação da dívida soberana não deixa de ter consequências e pode levar sobretudo os observadores menos atentos dos mercados internacionais a deixar de acreditar no real empenho de Portugal em honrar os seus compromissos nacionais.

Insto, pois, o povo português e os seus representantes a realizarem um debate aberto, honesto mas não demasiado prolongado sobre o futuro da sua dívida pública – um debate que, uma vez avaliados os custos e os benefícios de todas as posições, produzirá certamente resultados em linhas com as ideias que defendi hoje na minha comunicação – e a alcançarem uma decisão democrática informada e definitiva, abstendo-se de debater repetidamente este conjunto de questões no futuro. Portugal beneficiará bastante dessa clarificação.

RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA: A EXPERIÊNCIA DO EQUADOR

"Recuperámos a soberania da Pátria. Hoje, estamos concentrados no Sul, o nosso Sul histórico. Acabaram-se as bases militares estrangeiras. No Equador, já não mandam as burocracias internacionais. Não assinamos cartas de intenção vergonhosas. Somos líderes na integração latinoamericana. Quito é a sede da UNASUL. O Equador é um exemplo mundial no acolhimento de refugiados internacionais. Agora, os nossos migrantes sonham com o regresso. Não está distante o dia em que todos nos poderemos abraçar novamente."

(FANDER FALCONÌ, Plano Nacional do Bem-Estar)

1. Contextualização

Começo por assinalar que a situação equatoriana mudou desde 2007, após o triunfo eleitoral do povo equatoriano, o triunfo do processo da Revolução dos Cidadãos, em resultado das lutas libertárias, independentistas, sociais, etc., destinadas fundamentalmente a RECUPERAR A NOSSA DIGNIDADE E A TRANSFORMAR A ECONOMIA E A ORIENTAÇÃO POLÍTICA DO NOSSO PAÍS, sob a liderança do nosso camarada presidente.

O Equador foi capaz de se constituir, com a sua evolução e experiência democráticas, como uma força que contribui para **a construção da identidade e da unidade da América Latina**, alterando a forma de gerir o Estado.

Até 2006, prevaleciam expressões claras de passividade e de cedência aos interesses estrangeiros. Fundos do petróleo, gestão da dívida externa, vontade política do governo em funções para negociar acordos de comércio livre, subordinação ao Fundo Monetário Internacional e ao Banco Mundial, Base Militar de Manta – estas ações são apenas exemplos de uma lista muito mais ampla de atos e condutas gerados pela partidocracia. Por exemplo, antes de 2007, os recursos destinados ao serviço da dívida representavam o dobro do investimento social. Hoje, sucede o contrário.

A diferença histórica relativamente a esse período, e aos governantes então em funções, assenta, como não poderia deixar de ser, em mudanças revolucionárias e radicais:

- ▶ A obsessão pelo lucro sobrepunha-se à distribuição dos recursos.
- ▶ A obediência cega ao mercado livre tinha prioridade sobre a instituição de um mercado regulado que nos ajudasse sem nos oprimir.
- ▶ O crescimento económico (o crescimento numérico) era uma ideia fixa, em contraste com o Bem-Estar (*Buen Vivir*) que é a nossa filosofia de vida e o nosso objetivo.
- ▶ Os neoliberais acreditavam no comércio livre, nós acreditamos numa integração inteligente nos mercados globais.
- ▶ O poder público estava concentrado em poucas pessoas; nós impusemos o interesse do povo como norma suprema.

2. Discutamos o endividamento público do Equador (dívida externa)

No contexto acima referido, o endividamento público do Equador constituía um problema histórico, não apenas pelas suas dimensões financeiras e pelo seu peso orçamental, **mas também pela sua importância enquanto fenómeno geopolítico e económico para a vida do país**. Este problema agudizou-se e tornou-se mais complexo nas três últimas décadas, transformando-se num instrumento de domínio, quer pelas exigentes condicionalidades impostas, **quer pelo compromisso irredutível de entregar recursos públicos para garantir o serviço da dívida, existissem ou não disponibilidades financeiras**.

Contudo, este problema não é exclusivo do Equador, dado que, a meu ver, não existirá uma solução abrangente para o problema da dívida enquanto **não forem realizadas reformas na arquitetura financeira internacional**, que exigem uma ação concertada dos países devedores de modo a **redefinir o critério de sustentabilidade do serviço da dívida, determinar a dívida externa ilegítima**, bem como **promover a criação de um Tribunal Internacional de Dívida Soberana que seja imparcial**.

Isto implica realizar progressos conjuntos na consolidação de uma **estrutura financeira regional que se sobreponha aos atos de corrupção, à subordinação económica e à submissão aos interesses do sistema financeiro internacional capitalista**, que reavalie a dívida externa das nações e determine que montantes devem ser pagos e que montantes já foram reembolsados. Por outro

lado, podemos afirmar que existe dívida externa ilegítima, adquirida em situações duvidosas, que não foi utilizada para os fins previstos ou que já foi paga várias vezes.

É necessário assinalar que os países latino-americanos devem e entregam enormes quantidades de recursos aos países do primeiro mundo, comprometendo o seu próprio desenvolvimento, e que ao mesmo tempo, paradoxalmente, os países da bacia amazónica constituem o pulmão do planeta, sem o qual a vida na Terra se extinguiria. **Contudo, sendo o ar puro um bem de acesso livre, os nossos países não recebem a compensação devida pelo serviço que prestam.**

O presidente Rafael Correa afirmou em 2007 que "um dos principais desafios do Equador é vencer a cultura de endividamento" adquirida ao longo dos anos e que conduziu o país "a uma situação de sobreendividamento extremamente onerosa".

O Equador realizou uma das renegociações de dívida mais bem sucedidas do mundo: alcançámos poupanças de 8 000 milhões de dólares americanos, sendo importante assinalar que o Equador é o único país que ousou realizar uma auditoria da dívida externa, patrocinada pelo Estado. Em 2007, por portaria, é criada a Comissão para a Auditoria Integral do Crédito Público (CAIC), constituída por peritos, cidadãos e representantes de organizações nacionais e internacionais. A CAIC auditou diversas modalidades de aquisição e de obtenção de crédito a nível comercial, multilateral e bilateral entre 1976 e 2006.

Após o início da auditoria integral da dívida externa e a declaração de ilegitimidade de algumas formas de endividamento (sobretudo no âmbito da dívida comercial), o governo nacional intentou ações judiciais contra presumíveis implicados na obtenção fraudulenta de crédito, declarou uma moratória técnica e, posteriormente, entrou em *default* (incumprimento) numa parte significativa da dívida dos títulos de 2012 e 2013. Neste contexto, o Equador conseguiu retirar da equação 93% da dívida representada por esses títulos. A transformação radical da gestão pública da dívida contraída pelo país até 2006 implicou a redução substancial do peso da dívida externa na economia nacional e a diminuição do poder da especulação financeira em torno dessa mesma dívida.

3. Resultado das ações da Revolução dos Cidadãos

Neste momento, temos uma das economias mais prósperas da América Latina, facto reconhecido em todo mundo. O nosso crescimento favorece os mais pobres. Traduz-se em obras, no incentivo à produção, ao emprego e a melhores rendimentos.

Conseguimo-lo quase triplicando a receita fiscal, sem aumentar impostos e tributando os que mais têm. Um dos pilares da nossa soberania é a defesa dos recursos naturais do Equador.

Importa referir que a relação entre a dívida pública e o PIB, que atingia os 48% no período 2000-2006, se situou nos 21% no período 2007-2012.

Quanto à despesa pública, enquanto em 2006 destinávamos 32% do orçamento ao pagamento da dívida externa, no final de 2011 este valor desceu para 8% (Banco Central do Equador, 2013a).

No passado, as empresas transnacionais que operavam no país arrecadavam quase todos os lucros, porque havia governos manietados pelos interesses estrangeiros que o permitiam. **Agora, o petróleo é nosso!** Conseguimos, nomeadamente:

- ▶ Uma das renegociações de dívida mais bem-sucedidas de todo o mundo: conseguimos poupanças de 8 000 milhões de dólares americanos.
- » A renegociação de contratos petrolíferos gerou 2 500 milhões de dólares americanos adicionais para investimento.
- » As poupanças de todos nós enchem os cofres da banca estrangeira. Repatriámos mais de 2 000 milhões de dólares americanos para aplicar na produção.
- » Pela primeira vez no país, distribuímos parte dos lucros da banca, e não as suas perdas, como tinha sucedido no "feriado bancário".
- » Sendo o nosso princípio a primazia do ser humano sobre o capital, a nossa prioridade atual é pagar a dívida social e não a dívida externa.
- » Canalizámos os recursos libertados para o pacote de investimento público mais importante da história: mais escolas, mais hospitais, mais estradas. Com efeito, em 2011, o peso das receitas não petrolíferas nas receitas fiscais permanentes atingiu os 53% (Ministério Coordenador da Política Económica do Equador, 2012:4)
- » O investimento público é uma variável fundamental para alcançar crescimento económico, por quatro motivos de carácter conjuntural e estrutural. Em primeiro lugar, o investimento público aumenta a procura agregada da economia e, através dos multiplicadores orçamentais keynesianos, impulsiona o crescimento a curto prazo. Em segundo lugar, o mesmo investimento público aumenta a dotação de capital de uma economia, permitindo ampliar a fronteira das possibilidades de produção e

alcançar maior crescimento económico. Em terceiro lugar, o investimento público gera bens públicos que incrementam a produtividade sistémica da economia, gera mais investimento e, por conseguinte, aumenta o crescimento. Além disso, o investimento público procura garantir direitos através da geração e do reforço de capacidades humanas, cujo corolário é o aperfeiçoamento do talento humano.

Durante o primeiro período da Revolução dos Cidadãos, foram redistribuídos os rendimentos e reduziu-se a pobreza (um milhão e cinquenta mil equatorianos deixaram de ser pobres, em termos de rendimentos, entre dezembro de 2006 e dezembro de 2012).

Segundo o documento informativo "Panorama social da América Latina 2012", publicado pela Comissão Económica para a América Latina e as Caraíbas (CEPAL, 2012), o Equador é o país que mais reduziu as desigualdades na América Latina entre 2007 e 2011 (oito pontos percentuais). A redução da discrepância entre rendimentos é uma conquista significativa numa região onde estão concentradas as maiores desigualdades sociais do planeta (Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento, 2013).

4. O Equador aposta no planeamento para consolidar a nova arquitetura financeira regional

Para concluir a minha intervenção, creio ser necessário assinalar para onde caminhamos: o nosso país tem um guião, o Plano Nacional do Bem-Estar 2013-2017, no qual se concretiza o caminho a seguir para alcançar uma mudança ainda mais radical:

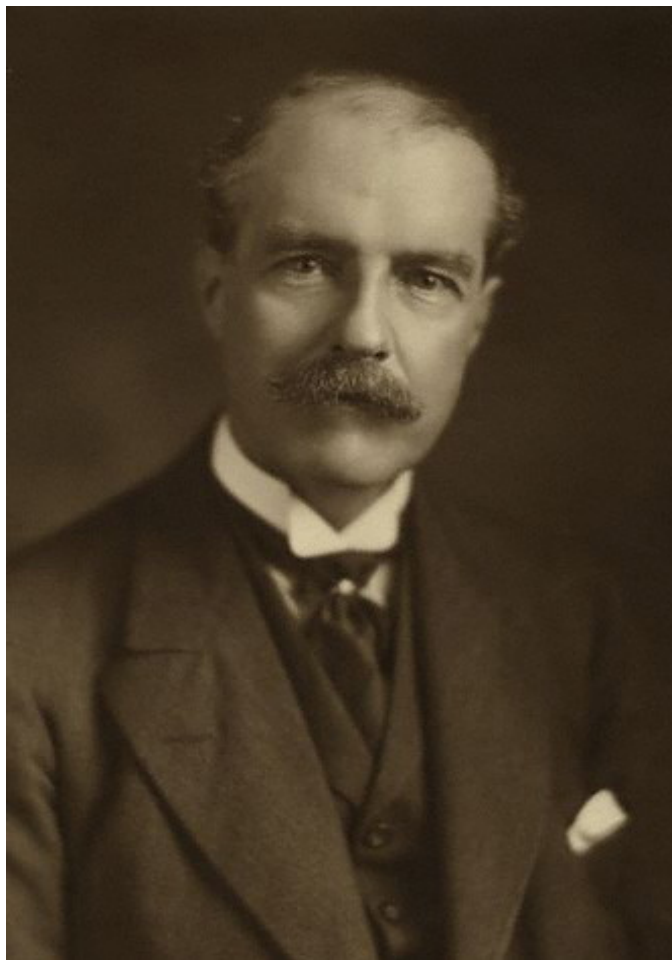
- a. Diminuir o risco sistémico regional, geopolítico e geomonetário e incrementar a soberania e a segurança nas transações internacionais.
- b. Consolidar e promover o Banco do Sul como um novo tipo de banco de desenvolvimento regional que alavanque o financiamento sindicado.
- c. Reforçar e promover a utilização do SUCRE – Sistema Único de Compensação Regional de Pagamentos – na região como uma forma de pagamento dos intercâmbios comerciais que diminui a dependência em relação a divisas estrangeiras.
- d. Conseguir concretizar o Fundo do Sul através de uma reavaliação crítica da arquitetura em vigor e a constituição de um fundo com ativos e passivos alternativos, que proteja o ouro afetado regional e emita uma unidade de conta regional.
- e. Impulsionar, no quadro da UNASUL, a criação de mecanismos alternativos ao Centro Internacional para a Resolução de Diferendos relativos a Investimentos.
- f. Aderir ao Banco de Pagamentos Internacionais.
- g. Estimular a compensação de títulos na região.
- h. Impulsionar a criação e a utilização de instrumentos financeiros complementares para fomentar a integração comercial regional.

Não posso deixar de referir que um mundo multipolar exige a participação ativa de blocos económicos e políticos regionais, a integração dos povos do sul do globo e das nações latino-americanas, o fortalecimento das relações horizontais e a democratização das instituições de governação global. Por isso, promovemos a integração política, cultural e económica da região dos Andes, da América do Sul e da América Latina.

Reestruturação de dívida soberana: dimensões jurídicas

Stephen Miller
Allen & Overy LLP
16 de dezembro de 2014





Introdução

- **Reestruturação de dívida soberana: dimensões jurídicas**
 - Reestruturar a dívida soberana: lei ou contrato?
 - O *puzzle* fundamental da dívida soberana
 - Consenso entre FMI e setor privado
 - Alteração da cláusula *pari passu*
 - Introdução de Cláusulas de Ação Coletiva – CAC
 - Cláusulas relativas à informação e à participação dos credores
 - Dívida legada
 - São relevantes para a área do euro?
- **Perguntas e discussão**

Reestruturar a dívida soberana: lei ou contrato?

- Insolvência do Estado: vazio jurídico, sem lei sobre falências
- O Soberano é a fonte do Direito e está acima do Direito
- Duas formas de proceder para reestruturar a dívida soberana sujeita a legislação externa:
 - Introduzir uma lei que vincule os Estados soberanos e os seus credores
 - MRDS (Mecanismo de Reestruturação da Dívida Soberana – 2003) do FMI
 - Iniciativas em fóruns das Nações Unidas
 - Introduzir um mecanismo contratual reforçado para promover o acordo e o consenso
- Esta questão era, até recentemente, sobretudo académica

O *puzzle* fundamental da dívida soberana

- Os credores conseguirão sempre uma decisão desfavorável ao Estado soberano no que respeita a atrasos de pagamento (ou outras violações)
- Os credores nunca conseguirão uma execução coerciva dos bens de um Estado soberano
- O processo relativo à Argentina, decidido em Nova Iorque, pôs em causa estas premissas
- A decisão do tribunal de Nova Iorque foi aplicada não à Argentina, mas a outros credores da Argentina e ao “sistema de pagamentos”
- O resultado foi uma aliança entre credores dispostos a aceitar a reestruturação, Estados soberanos que necessitavam de uma reestruturação e entidades como o FMI e o IFI

Consenso entre setor privado e FMI

- Alteração da cláusula *pari passu*
 - Cláusula mais clara que não signifique “pagamento proporcional”
- Introdução de Cláusulas de Ação Coletiva (CAC)
 - Democracia entre credores
 - Minoria vinculada
 - Evita o problema dos “irredutíveis” que atormentaram a reestruturação argentina
- Obrigações de informação
 - Uma informação adequada permite um consentimento mais fundamentado e a aceitação da reestruturação
- Comissões de credores
 - Apoiadas sobretudo pelo setor privado como forma de assegurar uma discussão leal da proposta de reestruturação

O novo mecanismo da cláusula de ação coletiva

- Por opção do emissor soberano
 - Votações por séries de obrigações
 - Votações relativas a séries totalmente agregadas (simples)
 - Votações relativas a séries totalmente agregadas, mas com votações por cada série (duplas)
 - Apenas obrigações sujeitas a legislações estrangeiras
- Disposições de destituição
- Abuso da minoria – condição “aplicabilidade uniforme”
- CAC duplas na área do euro
 - Disposição do Tratado MEE
 - Obrigações sujeitas a todas as legislações

É tudo isto relevante?

- A dívida legada pode não conter estas disposições
- Relevante para países da área do euro como Portugal?
 - Elevado nível de dívida do setor público
 - Diferentes características (baseada em empréstimos, não transacionada, detida por outros membros da área do euro, estável)
- Menos suscetível à reestruturação
 - Financiamento monetário
 - Regra da não responsabilização financeira (“*no bailout*”)

III PAINEL
A SUSTENTABILIDADE
DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA



Da esquerda para a direita: João Duque, João Cravinho, Virgílio Macedo, José Castro Caldas e Paulo Trigo Pereira

JOÃO CRAVINHO

A DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA É SUSTENTÁVEL?

CRESCIMENTO, PRODUTIVIDADE E EFICIÊNCIA ECONÓMICA, COMPETITIVIDADE EXTERNA E QUALIDADE RELATIVA DAS EXPORTAÇÕES, ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS E IRREALISMO ORÇAMENTAL

1. Introdução

Na sequência da apreciação da petição sobre a Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa, baseada no Manifesto dos 74 e assinada por 35 000 cidadãos, a Assembleia da República resolveu promover a Conferência "A Dívida Pública Portuguesa é Sustentável?" A presente comunicação documenta a minha intervenção na Assembleia da República, a convite da Comissão de Finanças e Administração Pública, no dia 16 de dezembro de 2014.

Ela parte de duas afirmações consensuais. A primeira é que sem crescimento significativo a dívida não é sustentável. A segunda é que uma austeridade prolongada por vinte anos torna implausível a materialização de um tal crescimento.

Nestes termos, a comunicação procura contribuir para o debate público do tema da Conferência analisando as perspetivas de crescimento e competitividade à luz das realidades económicas estruturais que condicionam o desenvolvimento de Portugal. Privilegia para o efeito a ponderação dos fundamentos microeconómicos, ao nível das empresas, do crescimento e da competitividade, ao contrário da ortodoxia oficial que vê a causa essencial dos nossos défices de crescimento e competitividade nas políticas públicas. As políticas públicas têm significativa quota-parte de responsabilidade em matéria de crescimento, como as políticas de austeridade nos recordam todos os dias e se compreende refletindo sobre as dificuldades das empresas. Mas no que toca à falta generalizada de competitividade, a responsabilidade está essencialmente nos empresários e nas empresas, questão praticamente escamoteada no debate público.

Teoricamente, em certas condições, o crescimento poderia basear-se na explosão de exportações de alto valor acrescentado. A comunicação mostra que a viabilidade imediata de um modelo de crescimento puxado desse modo pelas exportações é ilusória. É infinita a propensão das pseudo elites para semearem ilusões. O país precisa de crescer pela adequada conjugação do aumento da procura interna e das exportações.

O problema principal que temos pela frente é conseguir ganhar competitividade através do aumento acelerado da produtividade e da eficiência económica nas empresas. A competitividade é um atributo que se constrói, ou não, a nível empresarial e é necessariamente da responsabilidade de cada empresa. Seria uma grande revolução conseguir instalar no país essas verdades elementares. Nas análises oficiais e no debate público a questão da capacidade empresarial para enfrentar competitivamente o mercado global

raramente é analisada sistemática e profundamente, tudo se concentrando na responsabilidade que o Estado supostamente tem nos nossos défices de competitividade. É fundamental que empresários, empresas, parceiros sociais, Administração Pública, e quem de direito e de dever, discutam os problemas da competitividade em torno das bases microeconómicas do crescimento pela produtividade e eficiência económica.

A comunicação analisa, nesta perspetiva, as relações entre crescimento e produtividade, por um lado, e entre competitividade e produtividade, por outro. É a produtividade que está no centro da competitividade empresarial. A presente ênfase oficial nos custos unitários do trabalho e na competitividade-preço é de um simplismo aterrador. A grave desadequação desta abordagem tendo em vista o futuro é reforçada pelo facto de as nossas exportações estarem em significativa queda de qualidade relativa. Não merece a menor credibilidade a ideia de que a solução para o problema de falta de qualidade competitiva estará em reformas estruturais como o corte de salários e a desregulamentação sem piedade do mercado de trabalho. Desse modo, transformar-se – á em realidade o sério risco de baixa de Portugal à III divisão da exportação europeia.

As bases microeconómicas de um crescimento impulsionado essencialmente pelas exportações estão ainda por construir, pesem embora as exceções que se verificam em importantes setores bem identificados.

O baixo nível de produtividade da grande maioria das nossas empresas é um pesado entrave à sua competitividade pela inovação e pela qualidade. Também o excessivo endividamento das empresas privadas cerceará inúmeras renovações empresariais na base do investimento e crescimento da produtividade. A tudo isto acresce o irrealismo dos saldos orçamentais necessários para assegurar a redução da dívida segundo o Tratado Orçamental. A menos que se mude a normalidade da sua aplicação a coberto de excecionalidades permanentes ditadas à beira do abismo por sucessivos impasses políticos e económicos

A sustentabilidade da redução da dívida pública nos termos previstos na estratégia oficial é implausível.

Nada se diz sobre o *quantitative easing* anunciado pelo Banco Central Europeu. Também não se fala da Grécia. Ver-se-á a seu tempo.

2. A condição de sustentabilidade da dívida pública: um crescimento significativo

A sustentabilidade da dívida pública vem sendo discutida por referência à plausibilidade da sua redução a 60% do PIB no prazo e demais condições previstos no Tratado Orçamental¹. Se tal for irrazoável, segue-se um juízo de insustentabilidade nesse preciso contexto técnico-político.

Os fatores determinantes da trajetória futura de redução da dívida em % do PIB são, como é sabido, a taxa média de juro da dívida, a taxa real de crescimento, a taxa de inflação e a corrente de saldos primários futuros.

Alguns esperam considerável ajuda da eventual descida da taxa média de juro de futuros financiamentos. De facto, as taxas de juro formadas nos mercados de financiamento da dívida soberana situam-se agora a níveis historicamente baixos. Mas é consensual que essa situação é anormal, resultando da conjugação de fatores económicos, políticos e comportamentais de ordem conjuntural. O que é de esperar é a elevação das taxas de juro num horizonte de médio-longo prazo. Essa evolução penalizará de forma incremental os encargos com a dívida pública à medida que for necessário refinar a dívida.

Por outro lado, a zona euro está ameaçada por sério risco de deflação. Se ele se concretizar, e na medida em que se concretizar, a redução da dívida pública de vários países do euro, e em primeiro lugar os da Europa do Sul, ficará fortemente comprometida. Com as atuais taxas de inflação, já pesa contrariar a armadilha do reduzido crescimento do PIB em termos nominais. De facto, é sabido que, se a taxa de crescimento nominal do PIB (taxa real + taxa de inflação) for menor do que a taxa média de juro, corre-se o risco de crescimento explosivo da dívida.

Segundo o Banco de Portugal, a taxa de inflação em Portugal foi 0,3% em 2013 e -0,1% em 2014. De acordo com as suas projeções, ela será 0,7% em 2015 e 1% em 2016. Ora, tendendo a taxa média de juro no futuro para 4%, pelo menos, com uma inflação de 1% ou menos, só taxas de crescimento historicamente elevadas poderiam levar ao controle desse risco, tudo o resto igual. Não podemos esquecer o papel que a inflação sempre teve na redução da dívida pública, em anteriores crises internacionais. Nessa ótica, mesmo uma inflação igual à taxa de referência do Banco Central Europeu – 2% – seria já problemática. Contudo, a incapacidade do BCE para cumprir esse aspeto essencial do seu mandato torna a questão dramática.

As previsíveis evoluções das taxas de juro e da inflação tornam, assim, mais exigentes os contributos do crescimento real do PIB e dos saldos primários orçamentais para o abatimento da dívida.

¹ Sem eventual invocação das cláusulas de exceção.

O problema é que o reforço acentuado dos saldos primários orçamentais, a obter ao longo dos próximos 20 anos, mergulhará Portugal numa prolongada austeridade que tornará extremamente difícil crescer significativamente. Provado está que da austeridade prolongada só poderão resultar novas e reforçadas dinâmicas destrutivas tanto nos planos económico e orçamental como nos planos social e político. A ideia da redenção nacional através de um regime de elevado crescimento num clima de intensa e prolongada austeridade é mais do que uma miragem. É um empurrão para um futuro de desesperança e de retrocesso que ninguém sabe como poderá acabar.

Por vezes, insinua-se que a austeridade não só resolverá a questão da dívida como criará uma série de círculos virtuosos garantidos do sucesso de um modelo de crescimento puxado pelas exportações, com a vantagem acrescida de assim se conseguir vencer o desequilíbrio das contas externas, justamente reconhecido como uma ameaça estrutural cerceadora das nossas possibilidades de crescimento. Boa parte da pretensa lógica da austeridade assenta na viabilidade imediata do crescimento pelas exportações ao mesmo tempo que se reprime a procura interna. Há aqui uma grande ilusão no que toca às possibilidades concretas de sucesso a curto prazo de um modelo de crescimento baseado nas exportações. É evidente que deveremos caminhar nesse sentido, mas a grande maioria das empresas portuguesas não tem suficiente capacidade competitiva global para sustentar de imediato o êxito de um tal modelo. Como veremos adiante, precisaremos de uma boa dezena de anos para assentar esse modelo em sólidas bases competitivas micro-económicas. Entretanto, o crescimento adequado da procura interna é imprescindível para que Portugal possa crescer, criar emprego, pagar honradamente a dívida e sair da crise.

Na situação em que se encontra, Portugal precisa de crescer pelas exportações e pelo aumento do investimento e do consumo privado.

O problema central do país é crescer ganhando competitividade através do aumento acelerado da produtividade e da inerente eficiência económica na utilização dos recursos. Nunca será demais recordar que o crescimento da produtividade é a chave insubstituível do nosso bem-estar individual e coletivo a médio e longo prazos. Importa também sublinhar que o nível e o ritmo de crescimento da produtividade são os mais decisivos fatores determinantes da competitividade nas empresas.

A competitividade é um atributo que se constrói, ou não, em termos empresariais. O crescimento das economias nacionais, setoriais ou regionais resulta de competitividade assente na produtividade das empresas que nelas se compreendem. Não são os países que se impõem no acesso aos mercados mas, sim, as empresas. Em última instância não são os países que vendem, compram ou transformam o conhecimento em produtos ou serviços desejáveis (Krugman, 1994). Os países podem ajudar ou complicar a vida das empresas face ao mercado e às suas idiossincrasias. Mas o essencial da competitividade está intrinsecamente no sistema empresarial propriamente dito e é da responsabilidade de cada empresa.

Seria uma revolução instalar esta verdade elementar num país onde a questão da capacidade empresarial para enfrentar competitivamente o mercado global é sistematicamente escamoteada, tudo se concentrando nas responsabilidades que o Estado supostamente tem nos nossos óbvios défices. Há inúmeros fora de competitividade em que quase não se fala do que as empresas precisam de fazer para serem competitivas no mercado global. Seria mesmo uma grande revolução conseguir que empresários e empresas, em primeiro lugar, mas também o Estado, recentrassem os problemas do crescimento e da competitividade em torno da produtividade e eficiência de utilização dos recursos a nível empresarial, assumindo cada um sem ambiguidades as responsabilidades que lhes são próprias.

Sem transformar radicalmente as bases microeconómicas dos processos de crescimento e competitividade não teremos soluções para os nossos problemas. Para o conseguir, importa começar por ponderar as circunstâncias concretas em que se encontra o nosso tecido empresarial e os graves problemas estruturais que se manifestam nesse âmbito. A primeira e decisiva observação é que não faz sentido raciocinar em termos de receitas ditadas em função de alegadas empresas representativas de setor, região ou país. Na generalidade dos casos, tais empresas não existem. O que existe na realidade económica é uma enorme heterogeneidade de situações empresariais, sujeitas a distribuições fortemente enviesadas que tornam necessários contextos resolutivos específicos em função de alvos e objetivos também específicos.

Em segundo lugar, à partida as nossas empresas estão condicionadas, em grau variável, por dois tipos de limitações estruturais que impedem a sua rápida ascensão a níveis significativos de competitividade externa e interna.

A primeira dessas limitações é o seu excessivo grau de endividamento, na generalidade dos casos. Negociações de refinanciamentos para evitar ruturas de tesouraria, pedidos angustiantes de reestruturação de dívida, montagens de arditosas engenharias financeiras acabam por absorver de tal modo as energias e o tempo dos responsáveis, que pouco lhes resta para planear e executar grandes estratégias de reforço da competitividade da sua empresa. E ainda que tenham disponibilidade para tal, na maioria dos casos, só a grande custo, e de modo bastante limitado, é que poderão aceder aos volumosos financiamentos em causa.

A segunda limitação é o generalizado baixo nível de produtividade e eficiência económica característico das nossas empresas. Neste campo, o desafio a vencer é verdadeiramente ciclópico. Boa parte desta comunicação é-lhe dedicado.

A tudo isto acrescem as bem conhecidas penalizações múltiplas que a austeridade prolongada necessariamente projeta sobre toda e qualquer atividade. É neste contexto que se põe a questão de saber se a dívida pública portuguesa é sustentável. Já vimos que as perspetivas de dois fatores determinantes da dinâmica de abatimento da dívida – as taxas médias de juro e a inflação – não são animadoras, agravando os ritmos de crescimento e os níveis de saldos primários orçamentais que teoricamente seriam necessários para tornar sustentável a trajetória da dívida pública no âmbito do Tratado Orçamental.

Essas exigências teóricas não são realistas. O país precisa indubitavelmente de finanças públicas rigorosas, mas precisa também de estratégias de consolidação orçamental e de abatimento da dívida compatíveis com a promoção de níveis suficientemente robustos de crescimento na base de grandes aumentos da produtividade e eficiência económica a nível empresarial. Sem bons resultados nesse plano não haverá ganhos muito significativos de competitividade face à concorrência global.

Não menos importante, o país precisa de compaginar todos esses processos de refundação do crescimento e da competitividade com a criação de centenas de milhares de postos de trabalho. Serão necessários mais de 400 000 novos empregos para compensar os postos de trabalho destruídos desde 2011 e evitar um êxodo migratório de proporções inéditas na nossa história.

A estratégia oficial de abatimento da dívida é gravemente atentatória do alcance dos objetivos de crescimento, competitividade e criação de postos de trabalho acima enunciados. Portugal precisa de uma outra estratégia bem mais realista e adequada à defesa dos interesses nacionais.

3. Crescimento e produtividade: uma visão agregada

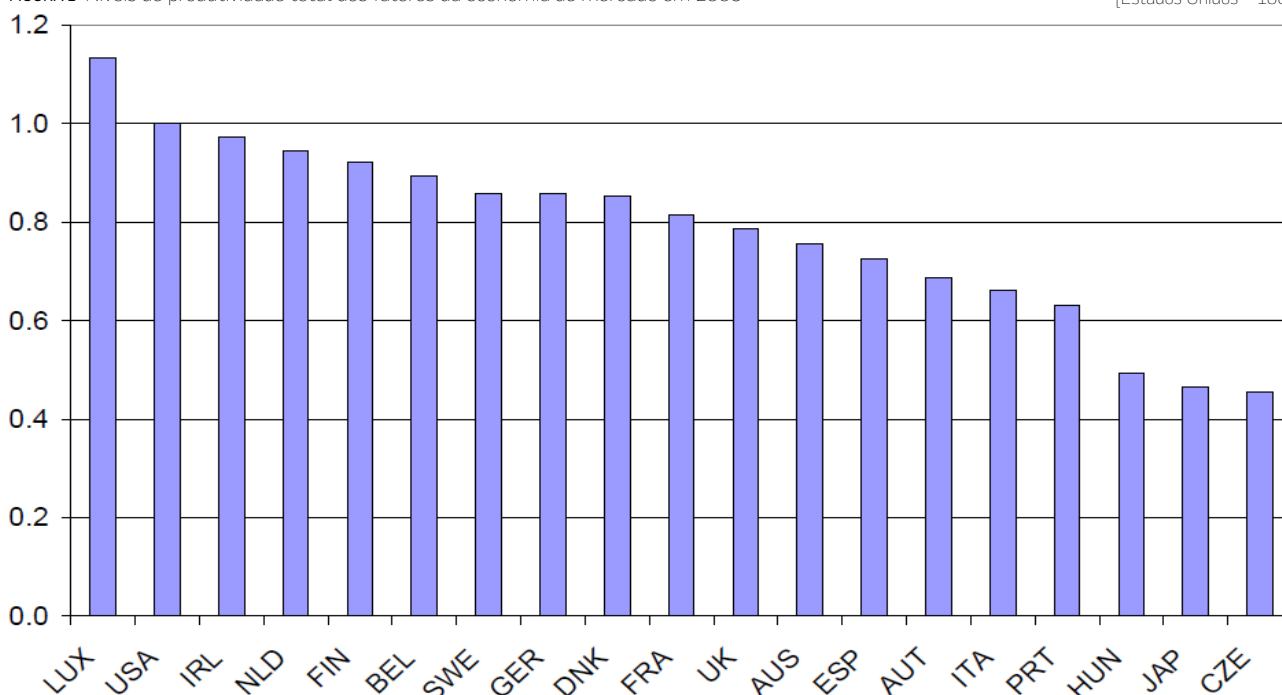
Um estudo do FMI apresentou, recentemente, cenários de crescimento da economia portuguesa que têm o grande mérito de se apoiarem na evolução potencial da produtividade total dos fatores (PTF) que mede a eficiência económica da utilização das diversas formas de capital e trabalho. O ritmo de crescimento não depende apenas da mobilização de mais e melhor capital e trabalho. Depende também muito significativamente da eficiência da sua utilização.

Antes de analisar os cenários de crescimento do estudo do FMI, convirá ter a noção do nível da PTF em Portugal numa perspetiva comparativa internacional. A **Figura 1** reproduz o nível da PTF da economia de mercado, aqui definida com exclusão da Administração Pública, saúde, educação e imobiliário, em vários países em 2005, relativizada pelo nível da PTF nos Estados Unidos.

A PTF em Portugal em 2005 era das mais baixas da Europa. Teria de crescer 64% para estar ao nível observado nos Estados Unidos e entre 50% e 40% para alcançar bons níveis europeus.

FIGURA 1 Níveis de produtividade total dos fatores da economia de mercado em 2005

[Estados Unidos = 100]



FONTE: Inklaar, Robert e Marcel Timmer (2008), Fig. 7-11.

Em princípio, haveria lógica económica e oportunidade para um forte processo de convergência (*catching-up*). Na realidade, passou-se o inverso, tanto na comparação com os Estados Unidos como com os restantes países da União Europeia. Fomos ultrapassados pela quase totalidade dos novos Estados-membros da Europa Central e do Leste ao mesmo tempo que se alargou consideravelmente o fosso que nos separa dos outros Membros da União Europeia, com exceção da Espanha, Itália e Grécia.

Vejamos agora os cenários analisados no estudo do FMI.

QUADRO 1 Cenários de crescimento segundo o estudo do FMI

[em %]

CENÁRIO	TAXA DE CRESCIMENTO	
	Produtividade total dos fatores	Economia
Pessimista	0	0,6
Moderadamente pessimista	0,5	1,2
Base	1,0	1,9
Otimista	1,5	2,7

FONTE: Lin e Roudet em IMF (2013).

Inicialmente, nos diversos cenários a taxa média de investimento a médio prazo é de 16%, passando para 20% a partir de 2032². A taxa de crescimento do capital humano subiria de acordo com a tendência pré-crise, admitindo-se que contribua 0.4 pontos percentuais para a taxa de crescimento anual da economia. Na cenarização do FMI o fator diferencial da taxa de crescimento da economia é a PTF, ou a eficiência económica na utilização do capital e do trabalho, variando entre 0 % e 1.5% ao ano. Em resposta, a taxa de crescimento anual da economia situar-se-ia entre 0,8% e 2.7%.

Segundo o estudo do FMI, o crescimento da PTF estaria dependente do grau de execução das reformas estruturais inscritas no programa de ajustamento. O cenário pessimista representaria uma trajetória similar à do passado. O cenário moderadamente pessimista também não contaria com o benefício das reformas estruturais, mas melhoraria pelo facto de ser baseado no rebalanceamento da economia para um modelo de crescimento puxado pelas exportações, compreendendo igualmente o desenvolvimento de setores com maior crescimento da produtividade. O cenário base beneficiaria já do impacto das reformas estruturais que elevariam o crescimento da PTF para 1%, cujo contributo seria responsável por metade do crescimento da economia. O estudo vai mesmo mais longe, chamando a atenção para o facto de haver leituras mais otimistas do impacto potencial das reformas estruturais que levariam a PTF a crescer a 1.5% ao ano, traduzido num crescimento da economia de 2.7%.

Para o FMI, e para a tróica, a solução está essencialmente nas chamadas reformas estruturais cuja boa execução garantiria *quasi* que mecanicamente uma explosão da PTF e, por essa via, a emergência de um ritmo de crescimento de pelo menos 2%.

O estudo do FMI assume que a "ambiciosa agenda de reformas estruturais das autoridades (portuguesas) produziu resultados de acordo com a promessa de enfrentamento dos *gaps* institucionais e de políticas (verificados no passado) e aumentou significativamente a produtividade dos fatores. Nesta base parece ser um objetivo realista uma taxa de crescimento de 2% a longo prazo – consistente com a retoma moderada da convergência". Sintomático é que acrescente logo de seguida: "O desafio é que o alcance do crescimento de 2% no médio prazo implique um rápido *volte-face* no crescimento da PTF e uma recuperação do investimento."

Face à anunciada austeridade prolongada por 20 anos e conhecidas as potencialidades, mas também as debilidades das reformas estruturais, a verdade é que a recuperação do investimento e o *volte-face* do crescimento da produtividade não se materializarão rapidamente. Reprimidos pela austeridade, tenderão a arrastar-se no tempo.

O **Quadro 2** regista o crescimento da PTF nos últimos 20 anos em Portugal e em países selecionados da União Europeia. O histórico desse crescimento em Portugal é desolador. Com a Itália e a Espanha, temos os piores registos em toda a União Europeia. A análise especializada produzida por organizações como a OCDE, o FMI, a Comissão Europeia, e por autores de referência, é unanimemente enfática quanto à nossa extrema debilidade nesse campo. Desde o início deste século, o crescimento da PTF é negativa ou próximo de zero. A Comissão Europeia radica a nossa divergência crescente em relação a produtividade média da União Europeia no comportamento da PTF: "A Produtividade Total dos Fatores, *i.e.* a eficiência de utilização dos *inputs* no processo de produção, parece

² O que arrasta, por razões de equilíbrio externo, a subida da taxa de poupança para 20%, em vez da média de 16% oficialmente projetada para o médio prazo.

ser o principal fator explicativo da divergência de produtividade nos anos anteriores à crise. A fraca convergência observada no valor acrescentado bruto por hora trabalhada foi acompanhada por um padrão de divergência da PTF" (Balta, 2012).

QUADRO 2 Taxas de crescimento médio anual de produtividade-total dos fatores em Portugal e países seleccionados, 1995-2012, 2001-2007 e 2007-2012 [em %]

	1995-2012	2001-2007	2007-2012
Áustria	0,9	1,4	0,1
Bélgica	0,2	0,8	-0,6
Finlândia	1,4	2,3	-1,0
França	0,6	0,9	-0,3
Alemanha	0,8	1,1	0,1
Irlanda	2,2	1,3	0,4
Itália	-0,2	-0,3	-0,8
Espanha	0,1	0,2	0,4
Portugal	0,2 ^(a)	-0,1	-0,3

FONTE: OECD. STAT Extracts.
(a) 1995-2011.

Os nossos problemas têm razões profundas que ultrapassam em muito as questões centradas no nosso padrão de especialização. Essas questões existem, mas não constituem o principal fator de divergência relativamente aos países avançados europeus. As principais causas da nossa inferioridade estão nas empresas, independentemente do setor, como veremos adiante. Por agora, atentemos no que se escreve a esse respeito.

"Decompondo a diferença entre médias de produtividade segundo uma componente que mede a diferença que teria existido mesmo sem diferenças de especializações industrial e outra que mede o efeito de especialização, em Portugal o diferencial negativo observado... deve-se em 70% ao primeiro efeito e apenas em 30% ao segundo." Claro está que o efeito de especialização reforça a divergência, mas não é o principal fator determinante da nossa diferença em relação à média europeia. A Comissão Europeia fez ainda questão de sublinhar que a nossa crescente debilidade não se concentra em algumas indústrias. Pelo contrário, a nossa debilidade aprofundou-se na maioria dos setores.

Partindo-se de uma tal situação, necessariamente caracterizada por uma imensa teia de pequenos e grandes bloqueios técnicos, organizacionais e financeiros no interior da grande maioria das empresas, não será no atual clima de austeridade prolongada que os agentes económicos poderão encontrar os melhores incentivos e os mais eficazes meios para conseguir o rápido *volte-face* da produtividade das suas empresas.

Em situações estruturalmente condicionadas por políticas austeritárias ou deflacionistas, os crescimentos da PTF aproximando-se de 1% são pouco prováveis. E não só em Portugal. Voltando ao Quadro 2, a última coluna, note-se que todos os países que dele constam, mesmo os que têm muito bons registos históricos de crescimento da PTF até ao início da crise, como a Finlândia, a Irlanda e a Áustria, não conseguiram melhor em 2007-2012 do que médias negativas ou quase nulas.

A base de dados do Conference Board confirma a incompatibilidade entre crescimento significativo da PTF e a existência de um ambiente económico estagnacionista ou negativo. De facto, segundo essa base de dados, na União Europeia a 27 a média de crescimento da PTF em 2008-2013 foi negativa (-0.7%). Negativas foram também as médias de crescimento verificadas em todos os países da UE15 (-0.7%), com exceção do Luxemburgo que ficou a zero. Na Europa Central e do Leste (-0.7%), oito Estados-membros também observaram variações abaixo de zero.

Por maioria de razões, um rápido *volte-face* do crescimento da PTF em Portugal é uma eventualidade improvável enquanto a austeridade bater forte na economia real e, sobretudo, nas expectativas dos empresários. Tanto mais que esse *volte-face* exigirá sempre, sejam quais forem as circunstâncias, uma recuperação do investimento igualmente rápida e maciça.

4. A complementaridade entre o crescimento da produtividade e o investimento em capital tangível e intangível

Em Portugal, com não menor relevância do que se passa nas economias mais avançadas, é muito importante ter em atenção a complementaridade entre o crescimento da PTF e a concretização de um enorme esforço relativamente às empresas de investimento

e bom uso de capital tangível, onde cumpre destacar o especial contributo das tecnologias de informação e comunicação, bem como de capital intangível.

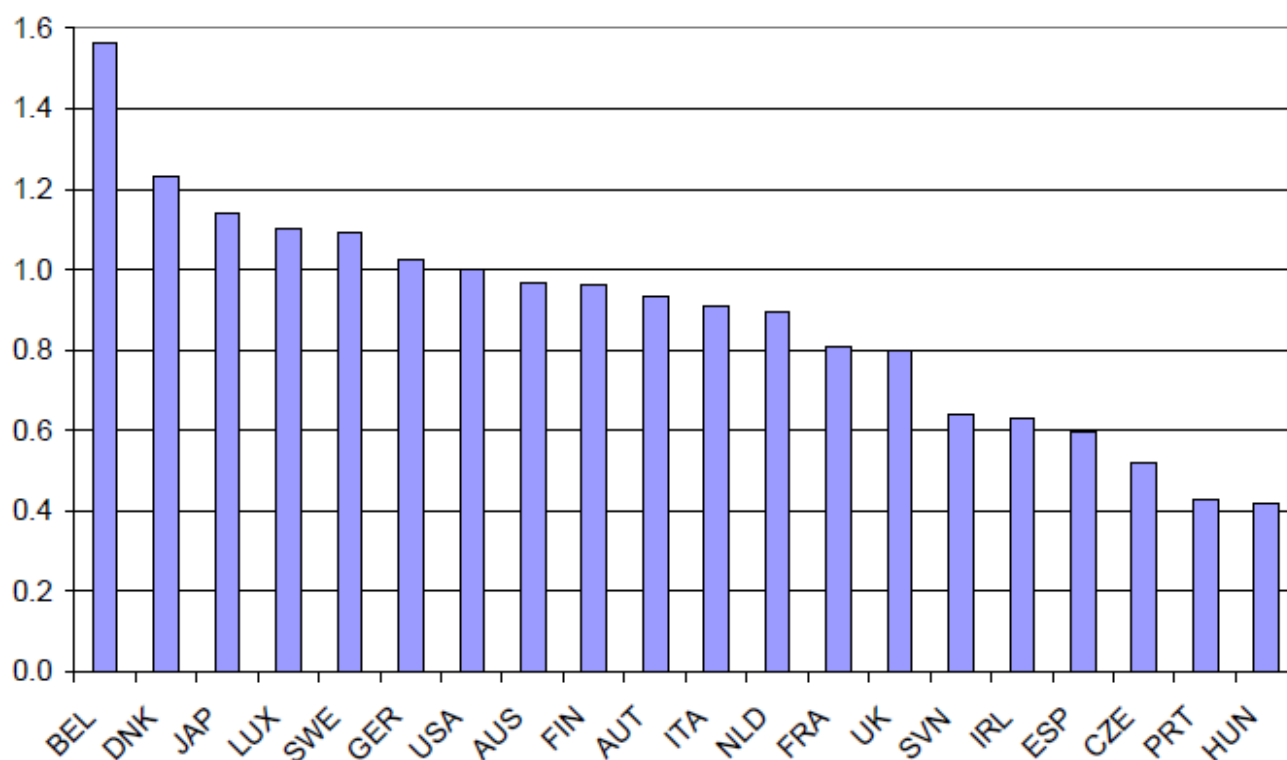
O crescimento da PTF não cai do céu nem se colhe nos bosques como os frutos silvestres. A PTF cresce em estreita associação e à custa de significativos investimentos em capital humano, em capital produtivo de qualidade – seja ele baseado em tecnologias de informação e comunicação ou equipamentos de transformação material direta – em capital intangível organizacional, comercial ou de aquisição de conhecimento. Na maior parte dos casos, são necessárias intervenções maciças de intensificação capitalística nesses diversos planos antes de se poder confiar o crescimento da produtividade a ações incrementais contínuas de menor porte.

É neste contexto que se tem de entender a penalização imposta pelas recentes quedas do investimento, bem como o formidável obstáculo que as dificuldades de financiamento do investimento colocam ao crescimento da nossa economia. O nosso *stock* de capital produtivo tende a passos largos para a obsolescência num quadro empresarial muitas vezes demasiado falho no plano organizacional e na aplicação de boas práticas de gestão. Para mudar este estado de coisas, é preciso investir maciçamente em capital tangível e intangível. E é preciso investir em tempo de aprendizagem e de maturação de novos desenvolvimentos nas mais diversas dimensões da empresa.

Numa perspetiva comparativa internacional, o nível de utilização dos serviços de capital por trabalhador na nossa economia é muito baixo. E as consequências deste tipo de défices repercutem-se muito negativamente sobre a produtividade, em geral, e a PTF, em especial.

FIGURA 2 Serviços de capital por hora trabalhada na economia de mercado em 2005

[Estados Unidos = 100]



FONTE: Inklaar, Robert e Timmer, Marcel (2008), Fig. 7.3.

Os serviços de capital utilizados em Portugal estão a 43% do que se verifica nos Estados Unidos e a 50% do nível correspondente à média da União Europeia a 15.

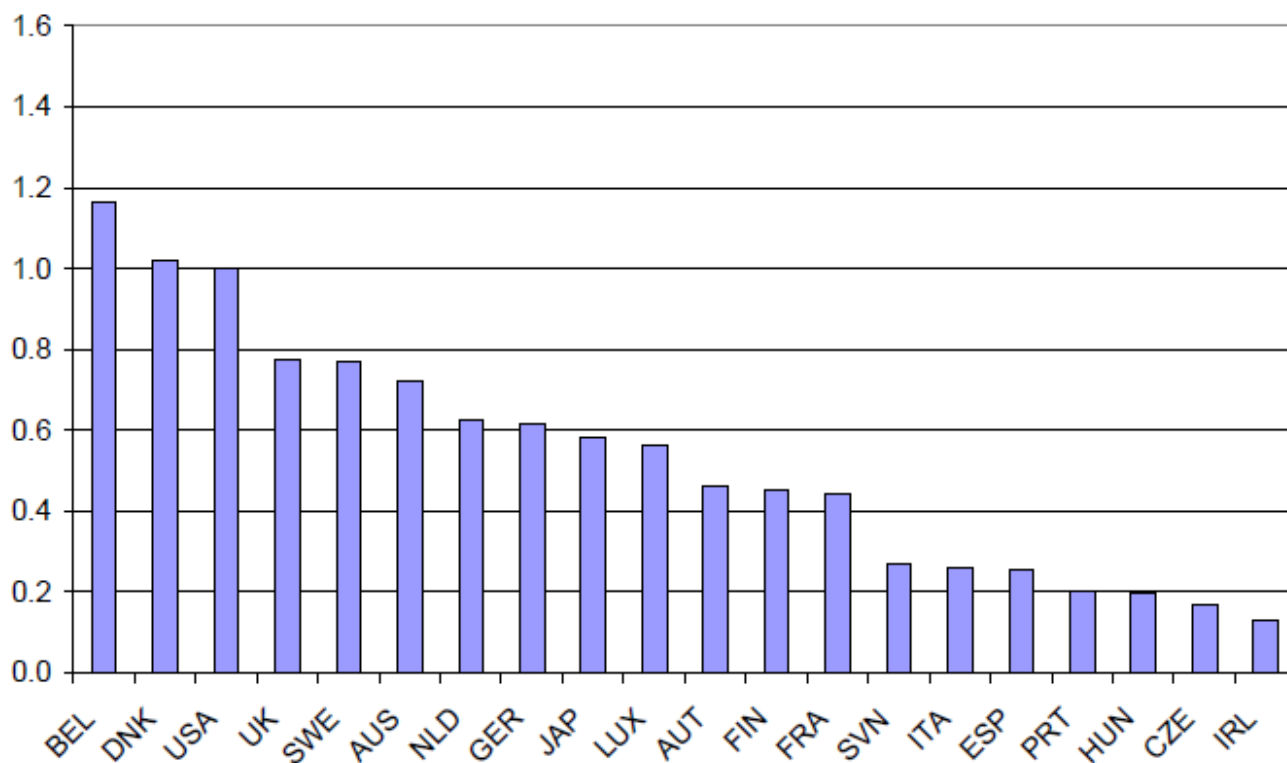
Acresce que o nosso défice é bastante mais significativo no que toca à utilização de serviços de capital centrados em tecnologias da informação e comunicação. De facto, segundo Inklaar e Timmer (2008), os serviços de capital originados nesse tipo de tecnologia estão a 20% do valor verificado nos Estados Unidos, ou seja, a metade do que sucede com os serviços de capital em geral. Os países

avançados da União Europeia têm uma posição três vezes, pelo menos, mais forte do que a nossa. Só quem conhece pela rama o nosso tecido empresarial poderá subestimar os formidáveis obstáculos ao crescimento, originados pelos défices na área empresarial no plano das existências e bom uso de qualificações humana, de serviços de tecnologias de informação e de comunicação e de serviços de capital intangível nas suas diversas formas.

Esta situação é particularmente penalizadora para Portugal, porque o uso intensivo das tecnologias de informação e comunicação, a par da melhoria do capital humano e do investimento em capital intangível, hoje em dia é uma condição *sine qua non* para o crescimento acelerado da produtividade e, portanto, do produto.

FIGURA 3 Serviços de capital informação e comunicação por hora trabalhada na economia de mercado em 2005

[Estados Unidos = 100]

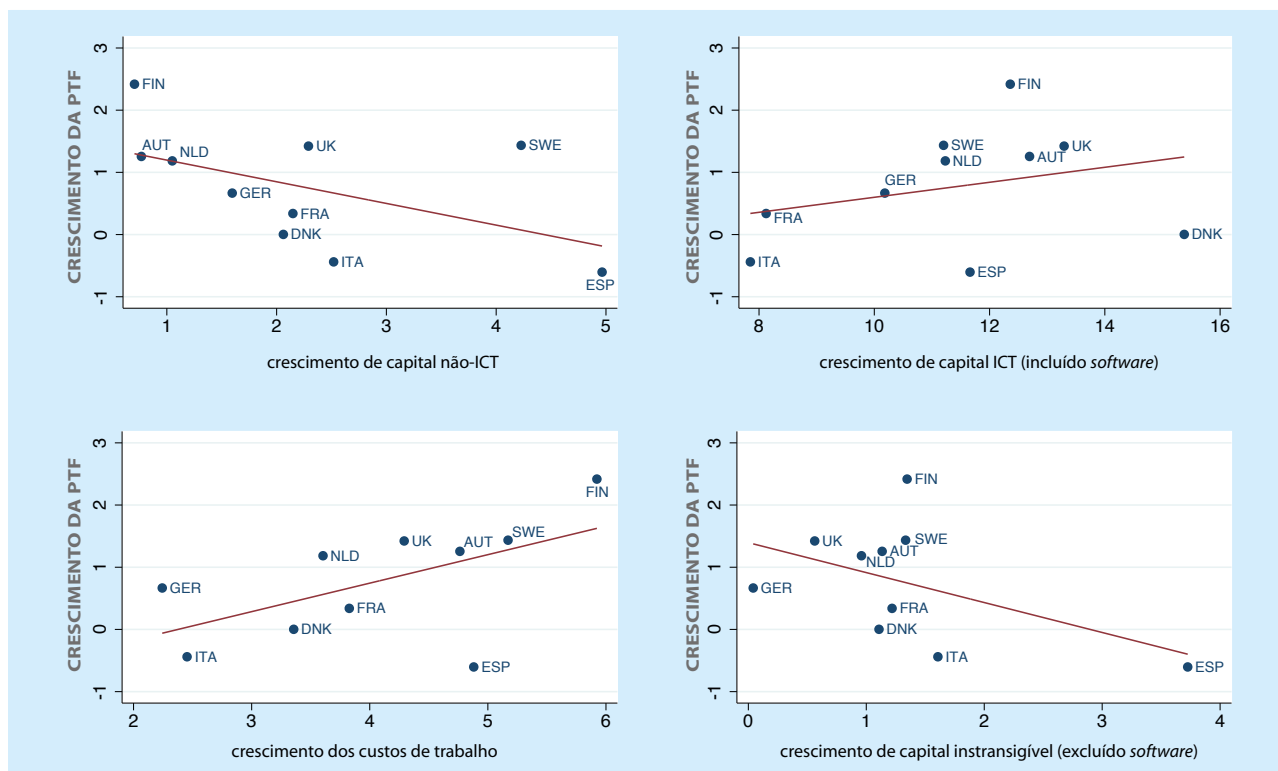


FORNTE: Inklaar, Robert e Timmer, Marcel (2008), Fig. 7.5.

Nunca será demais sublinhar a complementaridade entre a eficiência na utilização dos recursos, a PTF, e o investimento em certos tipos de capital – como equipamentos informáticos e de comunicações e em capital intangível, nomeadamente, sob a forma de *software*, bases de dados e *IGD*, *design*, *marketing*, capital organizacional, propriedade intelectual e treino e formação profissional. Adequados investimentos em tecnologias da informação e comunicação, capital organizacional e capital humano podem acelerar o crescimento da eficiência económica da utilização do conjunto dos fatores produtivos, isto é, da PTF. Mas essa aceleração não resulta, de um modo geral, da simples adição linear de novos elementos ao *stock* de capital, mas sim do bom interrelacionamento do novo com o velho segundo novos padrões de funcionamento da empresa, implicando a aquisição de novas competências humanas bem como o desenho e a aplicação de novos esquemas organizacionais, alterações da gama de produtos e serviços a colocar no mercado bem como das correspondentes tecnologias de produção. Não são, geralmente, processos de rápida materialização, exceto no caso de alterações meramente incrementais de âmbito limitado. Na generalidade dos casos, trata-se de processos complexos custosos e que apelam a significativas capacidades de planeamento, e execução ao longo de períodos que se desdobram por anos consideráveis.

É nesse tipo de investimento interrelacionado que está a base de impulso do crescimento da produtividade, como bem se documenta nas referências bibliográficas anexas, designadamente nos trabalhos investigativos de Corrado e outros (2012, 2013 e 2014), Van Ark (2014), Van Ark e outros (2009 e 2014) e Inklaar e Timmer (2008).

FIGURA 4 Correlações do crescimento da produtividade total dos fatores na economia de mercado de 10 países da União Europeia 1998-2007



FONTE: Corrado, Haskel, Jona-Lassinio (2013) Fig. 3.

A Figura 4 mostra correlações entre o crescimento da PTF e o crescimento de vários tipos de capital bem como dos serviços do trabalho, segundo Corrado, Haskel e Jona-Lasinio (2013). O primeiro painel sugere a existência de uma correlação negativa entre o crescimento da PTF e o crescimento do capital tangível "menos inteligente" (sem o capital em equipamentos de tecnologias de informação e comunicação), isto é, as atividades que utilizam intensamente serviços de capital "menos inteligente" tendem a ter baixos crescimentos de eficiência económica, excetuando a Suécia. O terceiro painel regista também uma correlação negativa em relação aos serviços de trabalho, mas note-se, por exemplo, a exceção da Finlândia. Esta dupla correlação negativa pode ajudar a perceber algumas das razões do nosso défice de eficiência económica. De facto, o recurso desproporcionado a processos trabalho-intensivos ou intensivos em capital produtivo "menos inteligente" não favorece o desenvolvimento de externalidades e sinergias propulsoras do aumento da eficiência económica da empresa.

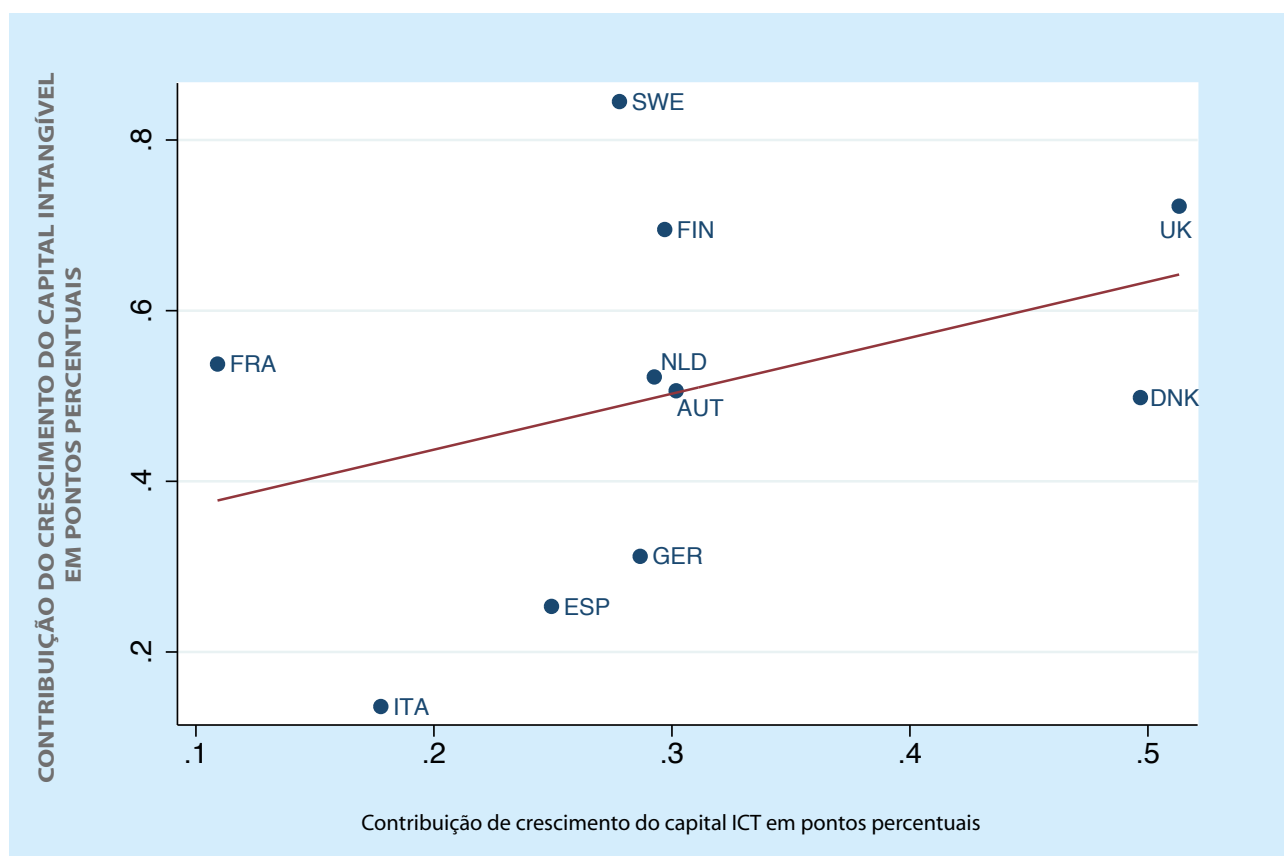
Os restantes painéis apontam para correlações positivas entre o crescimento da PTF e o crescimento, quer do capital em tecnologias de informação e comunicações, quer do capital intangível.

A Figura 5 comprova que os contributos do crescimento dos *inputs* de capital ICT e de capital intangível para o crescimento da produtividade podem ser muito significativos. Assim, na Suécia, na Finlândia e no Reino Unido os seus contributos conjugados foram responsáveis por acréscimos anuais iguais a mais de um ponto percentual.

Neste mesmo domínio, Corrado, Haskel e Jona-Lasinio e Iommi (2013) chamam a atenção para um resultado fundamental da sua investigação. A rentabilidade de investimentos em tecnologias de informação e comunicação depende da presença de intangíveis não mensuráveis sendo também certo que a rentabilidade dos investimentos em capital intangível é igualmente mais forte em atividades intensivas em informação e comunicação. Por isso mesmo, estes tipos de capital desempenham um importante papel no crescimento da produtividade e, portanto, no crescimento económico. Corrado, Haskel e Jona-Lasinio e Iommi (2013) obtiveram corroboração desses resultados numa análise relativa ao período 1995-07 abrangendo 12 países da UE, Japão e Estados Unidos.

A evidência recolhida por estes e outros autores mostra que o investimento em capital intangível cria significativas externalidades impulsionadoras do crescimento económico através da aceleração do crescimento da produtividade. A este propósito, Van Ark (2014) realça que muitos ativos de tipo intangível têm características de bens públicos, o que reforça o seu contributo para o crescimento. Porém, não há neste domínio repercussões automáticas ou mecânicas. O agenciamento humano é sempre decisivo, recordando que o impacto das práticas de gestão é responsável por cerca de 25% das diferenças inter e intrapaíses da PTF (ou seja, da eficiência económica).

FIGURA 5 Contribuição da intensificação de capital informação e comunicação (ICT) e de capital intangível para o crescimento da produtividade em 10 países UE – 1998-2007



FONTE: Corrado, Haskel e Jona-Lasinio (2014).

A intensificação do capital intangível, por si mesmo e pela sua complementaridade com o capital tangível de informação e comunicação, estará cada vez mais no centro da problemática de crescimento dos países da União Europeia, Portugal incluído. Segundo Corrado, Haskel e Jona-Lasinio e Iommi (2013), no período 1995-2007, na média da União Europeia, o peso do contributo do capital intangível para o crescimento da produtividade do trabalho foi 24% e o do capital tangível 42%, cabendo 15% ao capital humano e 19% à PTF. Contudo, a situação europeia tem de ser ponderada à luz da sua possível evolução futura.

Note-se que na UE o contributo do capital tangível é 75% superior à do capital intangível. Nos Estados Unidos, o peso do capital tangível é de 27%, bem inferior aos 32% atribuídos ao capital intangível. Há, ainda, uma outra diferença muito importante: enquanto na UE a PTF tem um peso de 19%, nos Estados Unidos o seu contributo corresponde a 36%. A superioridade dos Estados Unidos relativamente à UE está na conjugação destas duas fontes de crescimento. No conjunto, capital intangível e eficiência económica explicam 67,6% do crescimento da produtividade nos Estados Unidos enquanto na União Europeia a sua contribuição conjunta não passa dos 43%.

Dentro da União Europeia, convirá ter, ainda, presente os bons e os maus posicionamentos em matéria de fontes de crescimento da produtividade do trabalho. Assim, na Finlândia, a contribuição conjunta da eficiência económica e do capital intangível explica 90% da produtividade do trabalho. E na Áustria explica 80%. Em contrapartida, o peso conjunto destes dois contributos no crescimento da produtividade é negativo em Itália (-33%) e em Espanha (-37%).

5. Portugal será assim tão diferente da Itália e da Espanha?

A verdade é que, nas análises sobre crescimento da produtividade feitas pela OCDE, pela Comissão Europeia e pelo Conference Board, Portugal aparece quase sempre em situação semelhante à da Itália e de Espanha. Uma importante característica deste grupo é que investe muito mais significativamente em capital tangível do que em ativos intangíveis, numa perspetiva comparativa internacional.

QUADRO 3 Investimento em capital tangível e intangível em várias economias de mercado, médias em % do PIB 1995 – 2009

(1)	Capital tangível (2)	Capital intangível (3)	(3) ÷ (2) %
UE 15	10.6	6.6	62
EUA	9.0	10.6	118
Escandinavos (Dinamarca, Finlândia, Suécia)	11.2	7.9	70
Anglo-Saxónicos (Irlanda, Reino Unido)	9.4	8.7	92
Continentais (Áustria, Bélgica, França, Alemanha, Luxemburgo, Holanda)	9.9	6.9	70
Mediterrânicos (Grécia, Itália, Portugal, Espanha)	12.5	4.2	34

FONTE: Corrado, Haskel, Jona-Lasinio e Iommi (2013).

Nos Estados Unidos, o investimento em capital intangível excede o que se investe em capital tangível em cerca de 20%. A menor diferença relativamente à comparação com os Estados Unidos ocorre na Irlanda e no Reino Unido, com uma posição dos intangíveis iguais a 92%. Seguem-se os países escandinavos e continentais com um indicador relativo igual a 70%. Finalmente, registre-se a queda para 34% no caso dos países mediterrânicos. A fazer fé nestes números, temos de esperar consideráveis limitações ao crescimento da produtividade em Portugal nos próximos anos.

6. A doutrina oficial da competitividade: uma visão redutora e enganadora

Não há nenhuma análise oficial da questão da competitividade externa que não filie a perda de competitividade de Portugal – note-se bem, de Portugal – na evolução dos custos unitários de trabalho relativamente a outros países, designadamente a Alemanha. Por vezes, chama-se também à colação a evolução das taxas efetivas de câmbio mas, na impossibilidade de desvalorizações, a grande e, supostamente, decisiva recomendação aos governos para ganhar competitividade é eliminar, tanto quanto possível, as divergências acumuladas no plano dos custos unitários de trabalho, sugerindo-se, implícita ou explicitamente, significativos cortes de salários que, segundo alguns, poderiam e deveriam ser não menos de 20%.

Em primeiro lugar, se faz sentido falar da maior ou menor competitividade de Portugal, ou de qualquer outro país, face à concorrência internacional para efeitos de atração de um dado investimento, já a questão se põe de modo totalmente diferente quando se trata de aferir as condições de sucesso, ou insucesso, de operações concretas de exportação. Nesta última perspetiva, a questão essencial é que não são os países que exportam, mas as empresas. Algumas conseguem ganhar boa posição na exportação, ao passo que muitas outras, a grande maioria, fracassam nesse intento ou nem sequer o tentam. Umhas e outras localizam-se e produzem no mesmo país, sujeitas aos mesmos custos de contexto. Estes custos de contexto, em princípio idênticos para as diversas empresas, serão mais ou menos favoráveis, mas não têm de ser sobredeterminantes. Na generalidade dos casos, o que é sobredeterminante é a capacidade competitiva da empresa em si mesma. A competitividade, em última análise, ganha-se ou perde-se no interior da empresa. Ora, as análises oficiais ignoram por completo as empresas e as suas trajetórias específicas.

Em segundo lugar, as análises económicas oficiais concentram-se obsessivamente num conceito pobre e simplista de competitividade, à margem das dinâmicas fundamentais do tipo de comércio internacional em que as empresas portuguesas se devem afirmar em forte crescendo no futuro.

De facto, com raríssimas exceções, as análises económicas oficiais concentram-se em explicar as exportações em termos de competitividade – preço da oferta, ignorando fatores de competitividade pela inovação e pela qualidade em interação com a diferenciação das preferências dos agentes decisores do lado da procura. Num mundo concorrencial globalizado, o fascínio hegemónico que o conceito de competitividade-preço goza entre nós é extremamente preocupante.

Em terceiro lugar, reforçando as duas situações anteriormente referenciadas, os custos unitários de trabalho ao nível agregado nacional são péssimos indicadores de competitividade, usados abusivamente em demasiado número de situações.

Vejamos, por exemplo, uma exportação para a Alemanha, país em relação ao qual os nossos custos unitários ao nível de toda a economia tiveram uma queda de cerca de três dezenas de pontos percentuais na primeira década deste século. Nessa base, a análise económica tradicional assinala uma dramática queda de competitividade na exportação para o mercado alemão, supostamente a

compensar por redução de salários. O logro de tal análise está numa sucessão de erros encadeados de que adiante se dá alguns exemplos. Assim, não há a menor razão para ter por certo que a evolução dos custos unitários das próprias empresas exportadoras seguiu a mesma trajetória que os custos agregados nacionais. Muito provavelmente terão subido bastante menos. Segundo o FMI, os custos unitário do trabalho no setor transacionável (indústria) desde 1995 subiram em Portugal menos de 10% enquanto no setor não transacionável subiram mais de 60%. A subida dos custos no setor transacionável compara-se bem com as subidas nos países mais industrializados, com exceção da Alemanha que ficou praticamente a zero nesse período. (A grande moderação salarial ocorreu a partir de Schroeder). Provavelmente, os custos salariais das empresas exportadoras ainda subiram menos do que a média dos transacionáveis. Teria bastado um crescimento modesto da nossa produtividade para anular o diferencial de dígitos com a Alemanha. Os paladinos dos custos unitários seriam muito mais avisados se, em vez de proporem cortes de salários, insistissem na necessidade de fazer crescer a produtividade. Ou se se preocupassem com outros custos unitários, uma vez que os custos do trabalho apenas representam 1/3, ou menos, do custo total.

Também plausivelmente as nossas empresas só estarão em concorrência com as empresas alemãs num número limitado de mercados. Em muitas situações estarão em concorrência com empresas da China e outros países asiáticos, em relação aos quais não faz sentido competir em termos de custos salariais, mesmo relativizados pela produtividade. Por outro lado, é evidente que os importadores alemães ponderarão a competitividade das várias ofertas, não apenas à luz do preço, mas tendo em atenção um conjunto de outras dimensões qualitativas frequentemente bem mais relevantes. E poderíamos continuar, tantos são os disparates. Os custos unitários do trabalho não servem como indicadores de competitividade. Servem como justificação de redistribuições regressivas consideradas necessárias para restaurar o equilíbrio externo e interno.

Concluindo:

A competitividade é essencialmente um atributo multidimensional das empresas que o ganham, ou perdem, consoante organizam e gerem o seu próprio sistema ecoprodutivo. O contexto nacional cria incentivos e desincentivos, mas o decisivo está nos fatores de competitividade desenvolvidos sob responsabilidade direta da própria empresa.

Indicadores de competitividade como os custos unitários de trabalho a nível agregado nacional são um logro que não só desvia a atenção das verdadeiras determinantes da competitividade como também serve de justificação para uma política suicidária de crescimento na base de baixos salários.

A competitividade tem de ser entendida de maneira radicalmente diferente daquela que tradicionalmente preside à análise económica oficial.

7. A produtividade como determinante da competitividade a nível da empresa

Como é evidente, o que nos interessa são os resultados agregados das atividades exportadoras das várias empresas nacionais. Mas o que explica esses totais agregados é a competitividade ao nível das empresas, determinada, em última razão, pelo nível e pelo perfil estrutural da sua produtividade. Esta afirmação está documentada em vários estudos baseados na exploração econométrica de bancos de dados, integrando centenas de milhares de registos colhidos individualmente sobre os mais diversos aspetos económicos e financeiros do funcionamento das empresas.

Os dois megabancos de dados de nova geração de melhor qualidade devem-se ao Bruegel Think Tank, EFIGE, e ao consórcio liderado pelo Banco Central Europeu, integrando, designadamente, 13 Bancos Centrais Nacionais e a equipa do EFIGE. O que adiante se expõe recorre a recentes resultados obtidos por essas duas vias.

Como referem Altomonte, Aquilante e Ottaviano (2012), reportando o principal resultado do projeto EFIGE: "Um volume crescente de provas aponta para o facto de que o desempenho agregado de um país ou uma indústria depende fortemente de fatores ao nível da empresa (dimensão, organização, capacidade tecnológica e a sua capacidade para operar em mercados internacionais) que, em última análise, estão relacionados com a sua produtividade." Assim, a competitividade externa é a expressão de um bom nível de produtividade. Ou, ainda mais precisamente, é a expressão de um alto nível de eficiência na combinação dos recursos produtivos, ou seja, da PTF no plano empresarial.

Altomonte e outros demonstram que o indicador único mais importante associado à capacidade de uma empresa para operar nos mercados internacionais é a sua PTF. De acordo com a sua análise, quanto mais elevada for a posição de uma empresa na distribuição da PTF maior será a probabilidade do seu envolvimento em atividades internacionais. Por outras palavras, esse envolvimento resulta de um processo de autosseleção das empresas sustentado pela sua alta PTF. Assim, no plano europeu, 85% das empresas incluídas no decil de topo da distribuição da PTF são exportadoras para um ou mais países, sendo pouco menos de 45% exportadoras globais

e 15% investidoras diretas no estrangeiro. Por outro lado, há limiares críticos abaixo dos quais a atividade internacional se torna rara. Só a partir do sexto decil é que a percentagem de exportadores ultrapassa os 30%.

Também se obteve resultados significativos utilizando a produtividade do trabalho em vez da PTF. O que se explica pelo facto de a produtividade do trabalho e a PTF se correlacionarem a 70%.

O uso dos custos unitários do trabalho, mesmo calculados ao nível de cada empresa, dão resultados bastante menos significativos. Na verdade, as correlações entre custos unitários e produtividades do trabalho ou produtividades totais dos fatores situam-se nos 28%. Não obstante, comprova-se que as empresas exportadoras têm custos unitários do trabalho significativamente mais baixos do que as não exportadoras.

Outros estudos mostram que os custos unitários do trabalho nas empresas têm algum impacto mas limitado. A título de exemplo, mencione-se a conclusão de Decraemer, Fuss e Konigs (2014) relativo à competitividade das empresas exportadoras da Bélgica: "Embora os nossos resultados mostrem que os custos de trabalho unitário têm impacto sobre a margem intensiva e a margem extensiva das exportações a nível empresarial, o efeito é bastante baixo, sugerindo que a transmissão de custos para preços é limitada ou que a procura de produtos não é (preço) elástica ... relevando para a explicação das exportações da empresa não só os custos relativos mas também os fatores da procura como a qualidade as preferências (do comprador)."

Um das consequências mais importantes dos novos modelos de tratamento da informação integrada na empresa é a crua exposição dos limites em que se encerram as chamadas reformas estruturais, designadamente do mercado de trabalho e, em grau menor e diferente, das barreiras à entrada em atividade. Promovidas como receitas universais e de modelo único para o crescimento e a competitividade, a sua universalidade e unicidade estão em flagrante contradição com a diversidade de situações empresariais no mundo real. Por exemplo, muito antes e muito acima dos alegados constrangimentos da legislação laboral, há bloqueamentos de capacidade de empresários e empresas que são afinal os nós górdios do crescimento e da competitividade, mas que estão completamente esquecidos pelas universalidades e unicidades das reformas da troica.

As recomendações de política económica de modelo único são geralmente talhadas à suposta medida de um tipo de empresas, a empresa representativa do setor ou do país, que afinal só existirá em casos excecionais, como sublinham abundantemente os estudos de referência ao nível empresarial.

A empresa representativa assenta, por um lado, no pressuposto de que a distribuição das empresas segundo os mais importantes atributos e características da sua organização e funcionamento obedece à lei normal. Por outro lado, baseia-se na ideia de que as respostas a perturbações ou estímulos de que venham a ser alvo seguirão também a lei normal. Ora, a realidade do mundo empresarial não poderia ser mais diferente. As distribuições, em vez da lei normal, seguem habitualmente a lei de Pareto, apresentando-se fortemente enviesadas por força de nutridas representações extremas, em contraste com a simetria da distribuição normal.

Tal leva Altomonte e outros (2012) a enfatizarem que não há empresa média ou representativa, antes uma grande heterogeneidade de empresas dentro de cada setor. De acordo com a sua conclusão, "a promoção do crescimento da produtividade e da competitividade pode e deve ir além do tradicional exercício de adivinhação educada, visando em alternativa aspetos estruturais específicos que tornam as empresas inclinadas para a aquisição do conjunto 'certo' de características, para além do mantra gasto das 'flexibilidades contra os fatores de rigidez'". Isto é, a política de crescimento da produtividade e da complexidade tem de ser desenhada especificamente em função de alvos empresariais também especificamente identificados.

As análises efetuadas a partir do projeto liderado pelo Banco Central Europeu, abrangendo atualmente cerca de 250 mil empresas no período 1995-2011, confirmam a necessidade de se abordar a competitividade a partir da dispersão das situações empresariais (ver European Central Bank. Comput Task Force 2014), visto que há uma grande heterogeneidade em termos de desempenho empresarial mesmo dentro de setores definidos segundo uma classificação bastante fina.

Abordagens desta índole são essenciais para contextualizar realisticamente os objetivos e os conteúdos de medidas de promoção do crescimento e da produtividade. Com as modernas tecnologias de tratamento de grandes bases de dados ao nosso dispor, esse desiderato vem ganhando adeptos até em instituições como o Banco Central Europeu. Pessoalmente, não creio que a ortodoxia oficial abra mão do mantra³ dos custos unitários do trabalho e da desregulamentação do mercado de trabalho como chave mestra da competitividade das nossas empresas.

³ Fórmula mística e ritual recitada ou cantada repetidamente pelos fiéis de certas correntes religiosas.

8. A salvação estará nas novas empresas?

Existe uma grande esperança em torno do lançamento de novas empresas. Ainda bem que assim é, mas não podemos criar a falsa expectativa de que essas novas empresas conseguirão transformar-se em poucos anos na componente dominante do nosso padrão empresarial.

Dentro de duas ou três décadas, o nosso tecido empresarial deveria estar dominado por novas empresas de bom perfil competitivo, fundadas ou reestruturadas no pós-crise, impulsionadas por novos empresários e gestores, bem mais capacitados e aptos a tirar partido do mercado global do que os seus predecessores, o que implica uma difícil alteração da nossa demografia empresarial. Porém, a tal distância é possível ter esperança de a ver bem sucedida no tempo.

O contributo de novas empresas, nos próximos anos, estará necessariamente limitado, em primeiro lugar, pela escassez do seu número e massa crítica, e, em segundo lugar, pelo tempo necessário para a consolidação e o apuramento das suas capacidades competitivas.

A variação da produtividade de um país ou setor, igual à média ponderada das variações ocorridas nas empresas que o integram, pode ser decomposta de várias formas. Em estudos de organização industrial recorre-se frequentemente a uma decomposição que distingue o peso dos contributos devidos: *i)* ao crescimento da produtividade das empresas presentes ao longo do período; *ii)* à reafecção de recursos das empresas menos produtivas para as mais produtivas; *iii)* à saída de empresas e *iv)* à entrada de novas empresas. Os principais contributos no futuro próximo serão do primeiro tipo e, porventura, mais moderadamente, também do segundo. No entanto, há quem pense sobretudo no potencial das novas empresas.

No nosso tecido empresarial, predominam micro e pequenas empresas em muito largo número, muitas de futuro mais do que incerto. Também se encontram abundantemente representadas as PME de natureza familiar, muitas delas enredadas em problemas de gestão familiar de segunda ou terceira geração. Nestas condições, é unanimemente sentida a necessidade de novas empresas, e também de novos empresários, jovens altamente qualificados e quadros experientes com iniciativa e vontade de assumir riscos de empresa. Contudo, é preciso não ter ilusões: leva tempo a fazer crescer o número e a dimensão dessas novas empresas de modo a exercerem significativo impacto transformador das nossas posições competitivas a nível internacional. E, para esse efeito, o tempo necessário mede-se em dez anos ou mais.

Verscheld e outros (2014) examinaram a distância a que as novas empresas estão das fronteiras de vanguarda nos planos da eficiência e da tecnologia, numa análise semiparamétrica a partir de uma mega base de dados a nível empresarial. A distância à fronteira é próxima de uma medida relativa da PTF.

Segundo esse estudo, de um modo geral as empresas com cinco anos ou menos e as que têm entre cinco e dez anos têm níveis de produtividade inferiores às empresas com mais de dez anos. Apenas na Finlândia se verifica o contrário. Também lhes merece referência a posição singular da Itália e da Espanha, onde os prazos de convergência são maiores. Mas há exceções, bem como efeitos específicos variáveis segundo os setores.

O facto é que a literatura especializada refere tempos de aprendizagem relativamente longos pelos quais as novas empresas têm de passar até atingirem níveis de eficiência à altura dos melhores entre os seus concorrentes. Tempos de aprendizagem da ordem dos cinco anos para o melhor uso do capital produtivo e dos dez anos para a otimização do capital organizacional. Foster, Haltiwanger e Syverson (2012) mostram que nos Estados Unidos, mesmo em indústrias estabilizadas tecnologicamente e produtoras de bens largamente standardizados, uma nova fábrica só consegue vender, em média, cerca de 60% do que vendem as fábricas estabelecidas no mercado há mais de 15 anos. E as razões para tal não estão nos seus custos, mas na perceção negativa ou dubitativa que os compradores tendem a projetar sobre fornecedores ainda mal conhecidos ou testados.

Segundo estes autores, "os nossos resultados implicam que, mesmo em indústrias produtivas de bens do tipo standardizado (*commodity*) a entrada é difícil. Uma nova atividade, mesmo pertencendo a grandes empresas, leva muito tempo a estabelecer um capital relacional específico com os seus clientes potenciais a ponto de poder esperar vender (ao mesmo preço) o volume de produção igual ao que é vendido pelos seus concorrentes de larga implantação". Apenas a dificuldade de acesso a capital de risco ultrapassa em importância esse tipo de obstáculos ao crescimento da dimensão das novas empresas.

A questão do crescimento de novas empresas aptas a produzir bens e serviços de elevada qualidade assume particular relevo numa pequena economia aberta em que as circunstâncias históricas levaram à sobrevivência de um tecido empresarial dominado por empresas familiares tradicionais, de gestão pouco profissionalizada, de baixa produtividade e deficiente capacidade competitiva, como é o caso de Portugal. Da renovação em extensão e profundidade do nosso tecido empresarial depende a possibilidade de algum

dia conseguirmos exportar, em relação ao PIB, tanto como sucede em pequenas economias avançadas, como, por exemplo, a Bélgica, a Holanda ou a Dinamarca.

Na quase totalidade dos países, o grosso das exportações é feito por um reduzido número de empresas de considerável dimensão. Portugal não foge à regra.

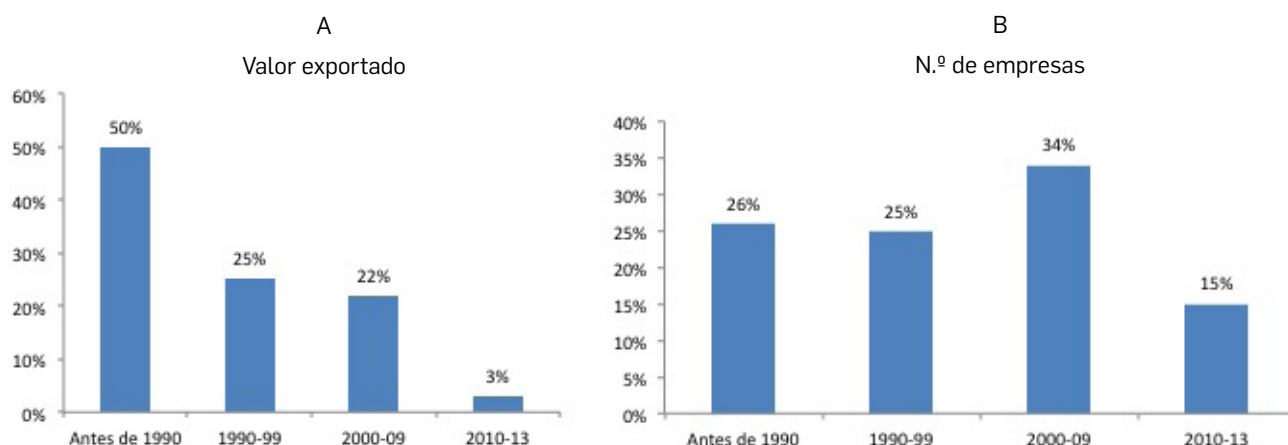
Segundo o INE (2014^b), 42,5% das exportações em 2013 devem-se a empresas com mais de 250 trabalhadores, apesar de representarem apenas 1,1% do total das empresas exportadoras. No escalão de dimensão seguinte, de 50 a 249 pessoas, estão 6,1% das empresas que realizam 25% do total de exportações. A grande maioria dos exportadores são pequenas empresas que pouco contribuem para o volume global. Assim, as empresas com menos de dez pessoas, representando 61% do total das empresas, apenas foram responsáveis por 9,5 do total das empresas. No comércio extra UE a sua quota-parte cai para 1,1%.

A maior parte das nossas exportações deve-se a um escasso número de empresas como resulta claro dos números seguintes: as dez maiores exportadoras são responsáveis por cerca de 25% do total exportado e as 100 maiores por cerca de 50%. Para chegar aos 70% precisamos de pouco menos de 500 empresas. De qualquer modo, o facto relevante é que temos perto de 2/3 do total exportado concentrado em escassas três centenas de empresas.

É a esse clube de exportadores relevantes, à escala nacional, que precisamos de ver ascender muitas e boas empresas competitivas pela inovação e pela qualidade, condição essencial para assegurar a viabilidade de um modelo de crescimento baseado na exportação.

Podemos fazer uma ideia grosseira do tempo em causa mediante a análise das exportações segundo o ano de constituição das empresas exportadoras.

FIGURA 6 Percentagem de valor exportado e do número de empresas exportadoras em 2013 segundo o ano de constituição



FONTE: INE (2014), "Comércio Internacional por Características das Empresas – 2013".

Cinquenta por cento das exportações de 2013 foram feitas por empresas, à data, constituídas há mais de 23 anos e 75% por empresas constituídas há mais de 13 anos. Isto é, há barreiras que tornam lenta a ascensão das novas empresas ao clube de topo da exportação. Observe-se, no entanto, que são próximas as quotas no total das exportações de 2013 das empresas constituídas na década de 90 e na década seguinte, primeira deste século. Algo poderá estar a mudar a favor da maior pujança ascensional de novas empresas, mas não temos informação suficiente para o afirmar definitivamente.

Nas empresas constituídas entre 1990 e 1999 há paridade entre percentagens de participação nos totais de valor exportado e de número de empresas. Mas já as que foram constituídas na década seguinte são muito mais representativas em número (34%) do que em volume exportado (22%) Estamos perante várias hipóteses alternativas de progressão futura. Na melhor das hipóteses, por um lado, empresas constituídas em 2000-2009 terão resistido melhor à crise do que as fundadas na década precedente. Por outro lado, no termo da presente década, o seu peso nas exportações poderá estar acima ou próximo da sua representatividade numérica. Ainda assim, estaríamos perante processos de ascensão a significativos volumes de exportações desdobrando-se por dez ou mais anos.

9. Competitividade externa e perda de qualidade relativa das exportações portuguesas

Um modelo de crescimento puxado pelas exportações só poderá ter futuro se se basear na generalizada competitividade pela qualidade, de acordo com padrões de nível europeu Recordá-lo mil vezes nunca foi tão importante como hoje.

A qualidade das exportações portuguesas está em queda acentuada desde 1999.

Hoje podemos estar certos de que o nosso padrão de exportações revela um crescente défice relativo de qualidade. Claro está que também exportamos produtos de excelente qualidade e temos registado sucessos de que muito nos orgulhamos. Mas o mesmo se verifica em outros países europeus e os seus êxitos, na média das coisas, têm sido mais marcantes do que os nossos. No cômputo geral, progredimos mas ficámos abaixo da progressão da média da qualidade na União Europeia.

A qualidade das exportações não é observável diretamente nas estatísticas do comércio externo. Até há bem pouco tempo as tentativas de a medir econometricamente eram de reduzida adequação e fiabilidade. Progressos teóricos recentes, bem como o acesso a megas bases de dados, mudaram radicalmente esse panorama. Aqui daremos conta de dois estudos recentes, ambos publicados pela Comissão Europeia, que se ocupam da evolução da qualidade das exportações dos países da União.

Um primeiro estudo (Di Comitè, 2012) estima a trajetória da qualidade relativa das exportações de cada Estado-membro para o mercado da UE27. A relativização da qualidade das exportações de cada país é feita em relação à qualidade média das exportações dos Estados-membros para a UE. Se o nosso índice for superior a 100, estaremos em processo ascendente, dando-se o contrário se for inferior.

Francisco Di Comitè calcula que, entre 1999 e 2011, o índice de qualidade relativa das nossas exportações teve uma queda de 25% – a maior queda verificada na União Europeia. Mesmo que haja aqui algum empolamento, o desvio negativo é demasiado forte para ser menosprezado.

A quase totalidade dos países está numa faixa entre o aumento relativo de 5% e a diminuição também de 5%. As exceções são Portugal, pela queda brutal acima referida, o Luxemburgo e a Bélgica pelos extraordinários aumentos registados, respetivamente 38% e 36%.

Dirão alguns que tudo isso é passado e já conta pouco. O sucesso das nossas exportações durante a crise, alegadamente com firme continuidade para além disso, aí estaria para o confirmar. Sem dúvida que houve um aumento considerável das exportações depois de 2010, como sucedeu noutros países da UE, o que vem sendo esquecido. Também é certo que ganhamos quota em mercados geralmente menos exigentes. No entanto, défices de qualidade da índole e profundidade que Portugal vem revelando não se corrigem em escassos dois ou três anos, para mais em período de acentuada queda do mercado interno, de grande dificuldade de acesso a recursos financeiros e de aguerrida concorrência nos mercados externos, por força da entrada de novos exportadores desviados de mercados internos e em busca da sobrevivência.

De facto, a qualidade das exportações portuguesas continuou em queda mesmo no período recente em que tanto se celebrou o seu extraordinário desempenho durante a crise. Nesse período, o crescimento das exportações fez-se à base, sobretudo, da afetação à exportação de capacidades ociosas pela queda da procura interna, pela entrada em funcionamento *one-off* da renovada refinaria de Sines, pelo ataque a mercados emergentes menos exigentes, hoje também claudicantes, e pela conquista de quotas de mercado na Europa em segmentos de baixa qualidade à custa de grandes reduções de margens. Não é por acaso que o *markup* dos bens transacionáveis caiu recentemente para menos de 2%, contra o confortável *markup* de 8% nos não transacionáveis.

Hoje em dia, o crescimento das exportações parece estar a abrandar, demasiado preso à competitividade pelo preço e não pela qualidade. E nos próximos anos como será? É plausível que, por um lado, a concorrência global se torne mais aguerrida ao mesmo tempo que a procura externa se degrada, como avisa incisivamente o Fundo Monetário Internacional (*World Economic Outlook 2014*). Por outro lado, as nossas exportações serão penalizadas a curto prazo pela falta de investimento na ampliação de capacidades instaladas e sobretudo na modernização de processos e *upgrading* da carteira de produtos.

Recorde-se a forte ligação entre crescimento da produtividade e crescimento de capital tangível e intangível. É sintomático observar que, segundo o inquérito de conjuntura ao investimento do INE, as limitações ao investimento são mais sentidas pelas empresas industriais exportadoras do que pela generalidade das suas congéneres. Em 2014, 67% das primeiras sofriam de limitações contra 60% no caso das segundas. Nas exportadoras, 30% já invocavam a deterioração das vendas e 24% a dificuldade em obter crédito bancário. Como já se escreveu, muitas empresas com dificuldade no mercado nacional viraram-se para a exportação, mas a queda da procura interna também as afeta significativamente. Segundo o INE, "o principal fator limitativo do investimento empresarial identificado pelas empresas nos dois anos analisados, 2013 e 2014, foi a deterioração das perspetivas de venda, seguindo-se a

incerteza sobre a rentabilidade do investimento" (INE 2014). A deterioração das vendas foi invocada por mais de 50% das empresas e a incerteza sobre a rentabilidade do investimento por cerca de 20%. É evidente que a anunciada austeridade prolongada em nada reforça as expectativas das empresas.

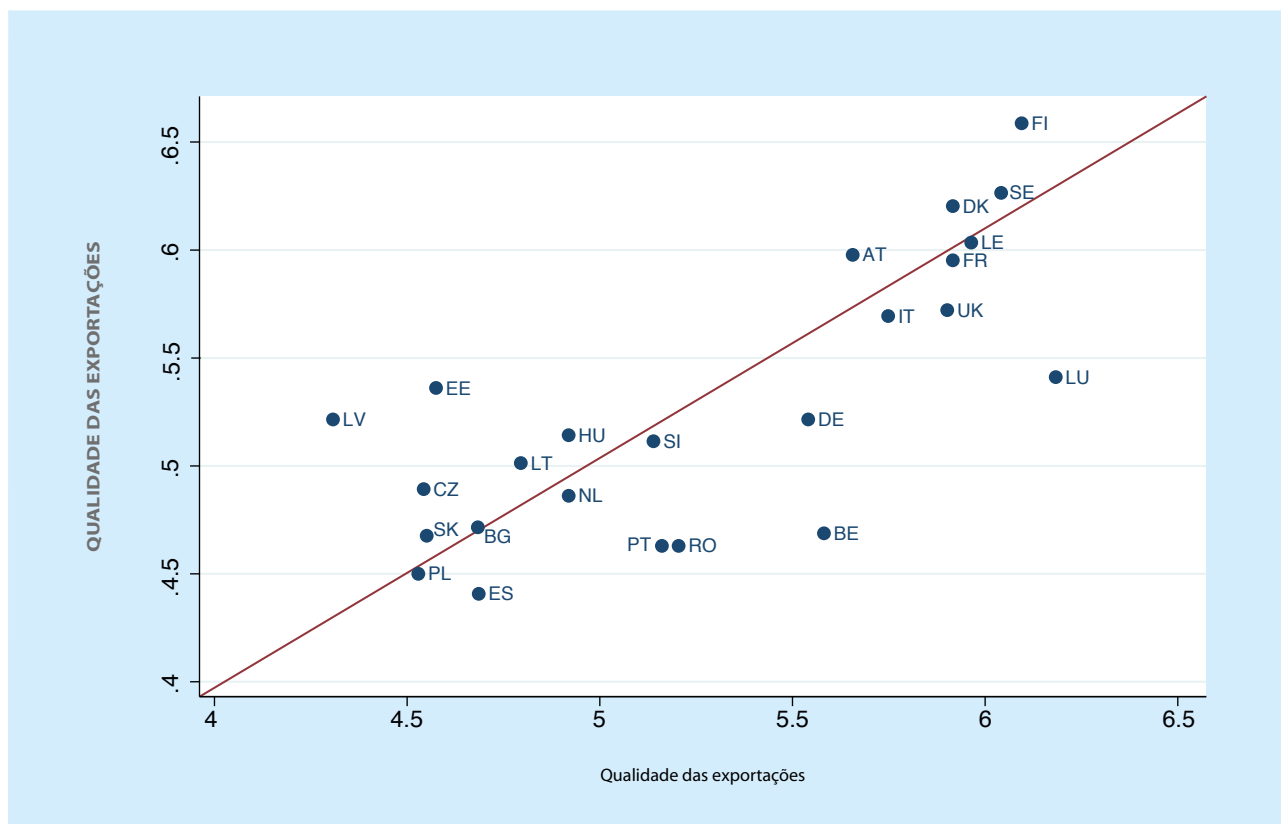
A tendência da queda da qualidade média das exportações em anos recentes encontra-se robustamente documentada num importante estudo publicado pela Comissão Europeia (Vandenbussche, 2014). No que nos toca, é analisada a qualidade de cerca de 4500 produtos portugueses exportados para o conjunto da UE15 em concorrência com todos os países da União, com a China, o Japão e os EUA.

Segundo esse estudo, a qualidade média das nossas exportações foi das que mais caiu entre 2007 e 2011. Melhorámos quota de mercado nos produtos de baixa qualidade, mas entre 2007 e 2011 reforçámos a nossa concentração na exportação desse tipo de produtos, isto é, entre 2007 e 2011, a distribuição das nossas exportações segundo a qualidade sofreu um forte enviesamento regressivo. Essa dinâmica regressiva foi das mais fortes que se observaram entre os cerca de 30 países analisados. A penalização é significativa: uma variação de qualidade média igual a 10% corresponde a uma variação de preço igual a 5%.

Vandenbussche construiu distribuições de qualidade das exportações de cada Estado-membro, dos Estados Unidos, da China e do Japão para os mercados da UE15. Essas distribuições figuram a frequência por níveis de qualidade das exportações de cada país. O enviesamento das distribuições à esquerda denota forte representatividade de exportações de baixa qualidade, sucedendo o inverso quando o enviesamento se verifica à direita. O estudo pormenorizado de cada distribuição e a comparação no tempo e entre países da sucessão de distribuições são fundamentais para se ter uma radiografia da posição das empresas de cada país, reforçando o nosso conhecimento dos pontos fracos e fortes dos diversos concorrentes nos mercados da União Europeia.

As Figuras 7 a 9 visam chamar a atenção para alguns problemas sérios que estão claramente para lá do mantra das reformas estruturais da tróica.

FIGURA 7 Posições dos países da UE antes e depois da crise na médias das distribuições de níveis de qualidade das exportações (2007-2011)



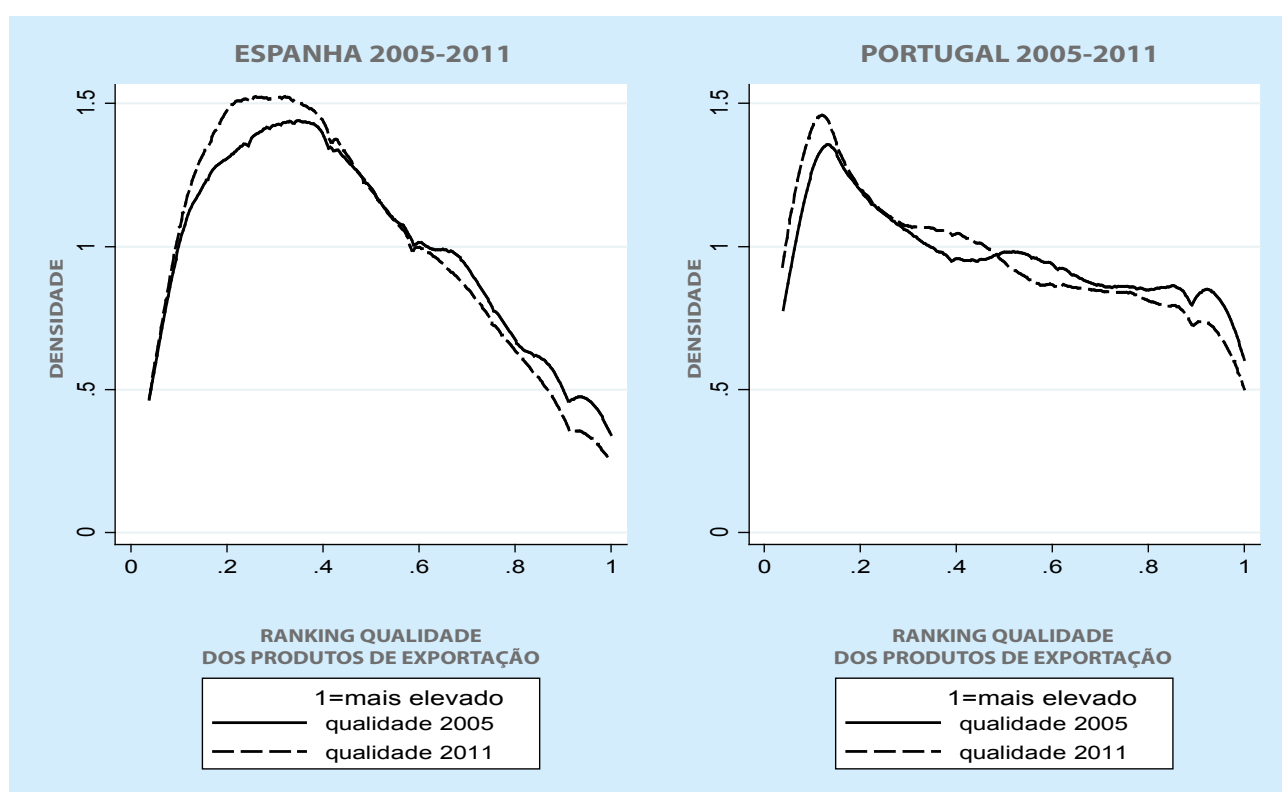
FONTE: Vandenbussche, Hylke (2014), Graph VI.6.

A Figura 7 mostra no eixo horizontal a média da distribuição por níveis de qualidade das exportações em 2007, registando-se no eixo vertical idêntica medida relativamente a 2011. Um país com evolução positiva entre 2007 e 2011 situar-se-á acima da diagonal e

tanto mais acima quanto mais positiva for a sua evolução. Em contrapartida, posições abaixo da diagonal estão associadas à perda de qualidade na evolução recente das exportações. É igualmente interessante comparar o posicionamento dos diversos países ao longo dos eixos horizontal e vertical, estabelecendo-se, assim, a relatividade das suas posições qualitativas num mesmo ano, 2007 ou 2011.

O que ressalta da Figura é que a qualidade das exportações de Portugal, juntamente com as exportações da Espanha, Roménia e Bélgica, sofreu queda acentuada entre 2007 e 2011, ao contrário do que sucedeu, por um lado, com os países escandinavos, e, por outro, com a quase totalidade dos países da Europa Central e de Leste. Se os primeiros não serão nossos concorrentes muito frequentes, já o oposto tenderá a ocorrer muito mais significativamente no caso dos países da Europa Central e do Leste. Note-se que, estando as suas exportações muito abaixo da média portuguesa em 2007, já em 2011 se verifica amplamente o inverso. Estes países têm registado um vigoroso crescimento da qualidade das suas exportações, estando hoje acima de Portugal no plano da produtividade. Também é significativo que a Espanha, habitual companheira de Portugal na estagnação da produtividade, partilhe connosco um forte processo de perda de qualidade.

FIGURA 8 Distribuição dos níveis de qualidade das exportações de Espanha e Portugal em 2005 e 2011



FONTE: Vandenbusche, Hylke (2014), Graph VI.5..

A **Figura 8** reproduz as distribuições dos níveis de qualidade em 2005 e 2011, em Portugal e Espanha. Confirmando o que já se escreveu, as distribuições de 2011 revelam fortes enviesamentos à esquerda, o que significa maior densificação e concentração das exportações em produtos de baixos níveis de qualidade.

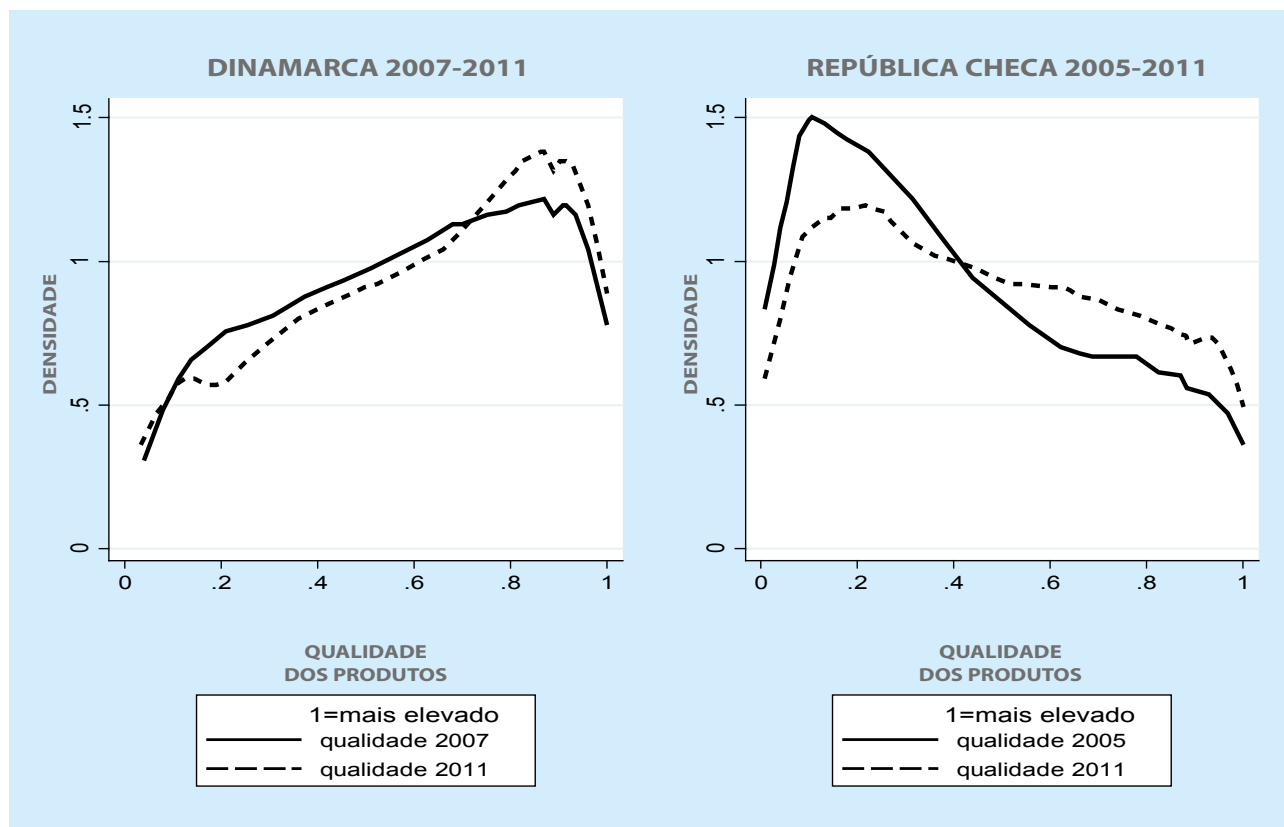
Em contraste, e a título ilustrativo, a **Figura 9** reproduz dois casos de evolução muito positiva mas em contextos de especialização bastante diferentes. As empresas da Dinamarca especializam-se na exportação de produtos de alta qualidade. Por isso, a distribuição que lhes diz respeito está acentuadamente enviesada à direita. E a sua dinâmica exportadora vai no sentido de reforçar essa especialização. É o que denota o posicionamento da linha tracejada (2011) acima da linha a cheio (2007) na zona à direita, acompanhado por um posicionamento inverso na zona à esquerda. O exemplo da Dinamarca lembra-nos que as empresas melhor posicionadas procuram incessantemente reforçar a qualidade dos produtos que exportam, alargando o fosso que as separa daquelas que exibem fraca dinâmica evolutiva, como sucede em Portugal.

Já a dinâmica verificada na República Checa indica vontade e capacidade para abandonar especializações em exportações de baixa qualidade, melhorando consideravelmente a presença checa em segmentos de média-alta qualidade, um bom exemplo para

Portugal, mas também um sério aviso. Conjugando-o com a leitura da **Figura 7**, fica claro que na Europa Central e do Leste está em marcha um poderoso processo de *upgrading* qualitativo que tornará mais difícil no futuro o nosso acesso na União Europeia a mercados de produtos de média-alta qualidade.

Os exemplos da Dinamarca e da República Checa mostram que Portugal está em risco muito considerável de ser despromovido para a III divisão europeia no que toca à qualidade das suas exportações

FIGURA 9 Distribuição de níveis de qualidade das exportações da Dinamarca (2007-2011) e da República Checa (2005-2011)



FONTE: Vandenbusche, Hylke (2014), Graph VI.4.

Todo este contexto não augura nada de bom para o eventual sucesso de um modelo de crescimento baseado nas exportações. Grande parte das nossas empresas exportadoras não estão a ganhar a guerra da competitividade pela qualidade, pelo menos em termos suficientes para superar os ganhos alcançados pelas empresas localizadas em outros países.

É certamente possível inverter este estado de coisas, mas levará bastante tempo, mesmo em condições normais quanto mais nas condições atrabiliárias em que o país e a economia se encontram mergulhados.

De qualquer modo não alimentemos desastrosas ilusões: **as bases microeconómicas de um crescimento impulsionado essencialmente pelas exportações são muito mais problemáticas do que aquilo que a troica e o governo nos querem fazer crer. Com exceção do que se passa em alguns segmentos bem identificados, a verdade é que essas bases microeconómicas estão ainda por construir. É preciso agir sem demora.**

10. O endividamento excessivo das empresas limita o investimento e o crescimento

Em declaração sobre a primeira visita realizada pela troica após a conclusão do programa de ajustamento, o FMI reconheceu que o processo de crescimento em Portugal está sob o bloqueio de dois poderosos obstáculos: "Em especial, os decisores políticos têm de enfrentar com mais vigor os dois estrangulamentos mais limitativos do crescimento: a baixa competitividade externa e a excessiva alavancagem, especialmente no setor empresarial." (IMF, 2014). Linguagem diplomática que não esconde o estado de alarme em que o FMI se encontra.

Da competitividade externa já se escreveu anteriormente, ficando claro que é simplista e vã a tentativa de resolver a questão por via de reformas estruturais assentes em cortes de salários e na desregulamentação do mercado de trabalho. Vejamos agora o problema do endividamento excessivo, matéria que o FMI, a Comissão Europeia e o BCE têm estudado com especial atenção.

O FMI conhece bem o problema: "Portugal tem um dos mais endividados setores empresariais privados da Europa; isto coloca dois importantes riscos ao programa de ajustamento do país: em primeiro lugar, este alto nível de endividamento pressiona negativamente a rentabilidade empresarial e o investimento na empresa; em segundo lugar, constitui uma ameaça para os balanços dos bancos e para a estabilidade financeira através do incumprimento dos empréstimos e das falências das empresas. Particularmente importante, um ajustamento abrupto do balanço das empresas pode levar rapidamente à migração de perdas substanciais do setor privado para o balanço do soberano". (IMF, 2013).

Por sua vez, um estudo da Comissão Europeia chama a atenção para a possibilidade de a desalavancagem do endividamento do setor privado vir a ser ainda mais negativa para o crescimento do que a desalavancagem do setor público. Pior ainda, a desalavancagem simultânea dos dois setores amplia os danos por que se reforçam mutuamente os efeitos negativos num e noutra setor (Valdez Fernandes, 2013; Pontuch, 2013).

Finalmente, pode ler-se no estudo que o BCE dedica ao endividamento excessivo das empresas privadas uma conclusão óbvia sobre a dificuldade de obtenção de crédito para novos investimentos em empresas excessivamente endividadas: "Se uma empresa se endividar excessivamente, pode encontrar-se numa situação em que não lhe é possível contrair dívida adicional para financiar futuros projetos mesmo que esses projetos possam gerar um valor atual líquido positivo, porque o lucro que se poderia esperar desses projetos seria usado para solver os compromissos financeiros já existentes". (European Central Bank, 2014).

Considerando todos esses aspetos, é fácil de ver que o excessivo endividamento das empresas portuguesas será por largo período um dos principais fatores de bloqueio do investimento num grande número de empresas, dada a diminuição do volume de crédito concedido pela banca e a sua acrescida relutância em correr riscos insuficientemente cobertos por garantias.

Segundo a Comissão Europeia, a dívida das empresas privadas não financeiras era igual a 184% do PIB em 2013, tendo subido 34 pontos percentuais nos dois anos anteriores. O rácio de incumprimento dos empréstimos concedidos pelos oito maiores bancos portugueses aumentou de 5,7% em 2010 para 16,5% em 2013. O rácio do EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes and Amortization) relativamente aos pagamentos de juros eram inferiores a um em mais de 40% das empresas, que assim não teriam sequer a possibilidade de satisfazer os seus compromissos financeiros.

O que tudo isto quer dizer é que há uma larguíssima soma de empresas falidas, ou em grave risco de falência, necessitando do apoio de fortíssimos programas de reestruturação da dívida e de recuperação empresarial. Sem isso, parte muito significativa do nosso tecido empresarial não poderá investir ou contribuir minimamente para o crescimento do PIB. Como poderão aceder ao crédito por todo este período de largos anos em que a desalavancagem da banca implica necessariamente a redução do crédito ao setor privado não financeiro?

Foram recentemente lançados dois programas: o Processo Especial de Revitalização (PER) e o Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE), mas os seus resultados serão muito limitados. Como o FMI sublinha, seriam necessários grandes apoios financeiros acompanhados de firme redireção da política de crédito e de volumoso empenho de recursos públicos, que dificilmente serão disponibilizados.

De facto, a reestruturação das dívidas empresariais excessivas, no atual contexto europeu coloca os decisores políticos perante dilemas de muito difícil resolução. Em última instância, será como o BCE quiser.

Um estudo da Comissão Europeia, no caso de Portugal, estima em mais de 20% do PIB os montantes das perdas por dívida privada considerada insustentável (Pontuch, 2013). Nota o Banco Central Europeu que "os decisores políticos enfrentam um delicado balanceamento em direção a padrões económicos mais sustentáveis. As políticas económicas devem apoiar um processo ordenado, mas constante, de reestruturação nos setores não financeiro e financeiro consistente com tendências sustentadas de crescimento a longo prazo. Essa reestruturação deveria, sobretudo, fortalecer os balanços e posições dos bancos e empresas não financeiras, o que é crucial para o funcionamento dos mecanismos da política monetária" (European Central Bank, 2014). Como se vê, o BCE fez questão de sublinhar a sua legitimidade estatutária para salvar a banca sob risco de grandes perdas por força dos maus créditos concedidos no passado, ao mesmo tempo que reconhece a extrema delicadeza do balanceamento das medidas políticas a empreender face a objetivos contraditórios entre si. Enquanto alguns, designadamente os credores, desejariam ver instalada à custa das finanças públicas uma política de reestruturação acentuadamente pró-ativa, outros fazem ver que o rápido saneamento do endividamento excessivo só poderá agravar a curto prazo a posição das finanças públicas em consequência quer do seu impacto sobre níveis de

atividade e desemprego, quer da recapitalização das instituições financeiras na sequência de volumosas perdas. Enquanto os custos serão imediatos e certos, os benefícios poderão ser distantes e problemáticos.

Por outro lado, um ritmo demasiado lento de desalavancagem limita o crescimento a médio prazo, sem se ter a certeza de assim estarmos a facilitar a reconciliação de interesses de credores e devedores ou a criar condições mais favoráveis ao crescimento a médio prazo.

A situação é demasiado grave para se poder resolver pelo simples recurso a fluxos negativos de crédito. A Comissão Europeia recomenda a adoção de um largo quadro de iniciativas, incluindo a mobilização de recursos públicos, em última análise, em apoio ao setor bancário, incluindo incentivos que facilitem o entendimento entre empresas excessivamente endividadas e os seus credores.

Atente-se na transcrição seguinte: "Há, por exemplo, acordo geral no sentido de que uma das prioridades das medidas políticas deveria ser a promoção de reconhecimento por parte dos credores de perdas reais através de abatimentos de más dívidas. Isto teria de ser acompanhado por um fortalecimento simultâneo das posições de capital dos bancos, a fim de prevenir a contração adicional de fluxos de crédito para outras partes da economia." Percebe-se o argumento. Todavia, não se pode estar fechado à resolução do problema da dívida pública ao mesmo tempo que se acha desejável transferir dívida do setor privado para a dívida pública.

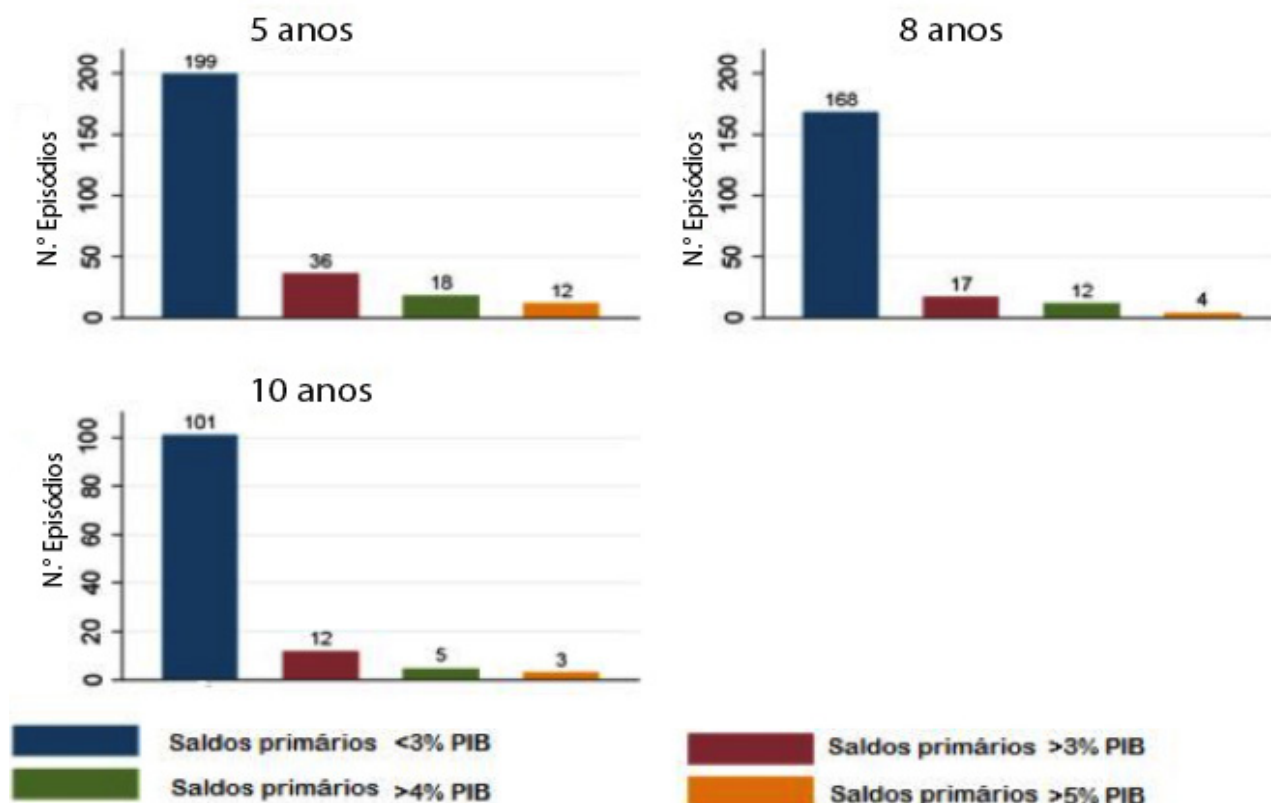
Quando se está numa situação empresarial como a que prevalece em Portugal, temos de reconhecer que podemos e devemos fazer mais e melhor. É o que acentua o FMI. Porém, não podemos ter a veleidade de pensar que estamos em situação de promover o saneamento rápido do endividamento privado excessivo à custa de forte endividamento público adicional.

A fatura a que não poderemos fugir em qualquer caso é o ónus da limitação do contributo agregado para o crescimento de tantas e tantas empresas por largos anos tolhidas pelo seu endividamento excessivo. Ainda mais grave será o que daí virá em termos de desemprego.

11. O irrealismo dos saldos primários necessários para a redução da dívida

O cumprimento do Tratado Orçamental sem adequadas cláusulas de exceção implica uma política continuada de apertada austeridade. O fundo da questão é que, se a austeridade se prolongar por quase duas dezenas de anos, o crescimento será muito fraco, a dívida tornar-se-á insustentável e a sociedade portuguesa ver-se-á atravessada pelas mais variadas pulsões de conflitualidade e desagregação. Nessas condições, na transição para o longo prazo de pouco ultrapassaremos um crescimento de 1%, se é que chegaremos a esse limiar.

FIGURA 10 Episódios de 5, 8 e 10 anos de saldos primários em % do PIB



FONTE: Eichengreen, Barry e Panizza, Ugo (2014).

Nas condições acima referidas, vários países da zona euro provavelmente não cumprirão o Tratado Orçamental. E não só os chamados países periféricos. Tudo indica que a França e a Itália, dois pilares centrais da União Europeia, não têm condições, designadamente políticas, para o cumprir. E a Espanha, a braços com necessidades incompressíveis de sustentação da coesão nacional face aos separatismos catalão e basco, está praticamente em idêntica posição. Desse ponto de vista, Portugal não está só, de modo algum. Alguma coisa vai ter necessariamente de mudar nos próximos anos. Não por nossa causa, mas por força da impossibilidade de reduzir a França, a Itália e a Espanha a seguidores obedientes dos ditames da Alemanha. Haverá certamente acomodação das necessidades políticas e económicas desses e doutros Estados, que também nos beneficiarão, até certo ponto. Ninguém pode assegurar a possibilidade de extração continuada de saldos primários orçamentais sem precedentes na história económica europeia.

Em recente estudo, Eichengreen e Panizza (2014) demonstram a total falta de realismo de uma estratégia assente na possibilidade de extrair saldos primários acima de 3% por duas dezenas de anos. Na amostra que estudaram, abrangendo 54 países, no período de 1974-2013, encontram-se apenas sete episódios com duração de dez anos com excedentes primários entre os 3% e os 4%. Não há certamente nenhum episódio com saldos dessa ordem repetidamente presentes por 20 anos.

O irrealismo acima exposto é exponencialmente agravado por se querer extrair tais saldos primários abrangendo períodos de baixo crescimento. Tratei e documentei este tema, com largas citações concordantes de estudos do departamento de investigação do FMI, no Capítulo 6 – A redução da dívida num período de baixo crescimento – de uma obra recente (Cravinho, 2014).

E para terminar, porque estamos na Assembleia da República, órgão de soberania representante da vontade popular, vale a pena pensar no aviso final de Eichengreen relançado no *Financial Times*, em 17 de novembro: "Nenhum país pode ter saldos primários tão monumentais sem provocar a revolta dos contribuintes." (Eichengreen, 2014). O mesmo têm dito Paul de Grauwe e outros eminentes especialistas.

Bibliografia

- AL TOMONTE, C., AQUILANTE, T. e OTTAVIANO, G. (2012), *The triggers of competitiveness: The EFIGE cross-country report*, Bruegel Blueprint Series 17, vol. XVII.
- BALTA, N. e MOHL, P. (2013), "The drivers of total factor productivity in catching-up economies", European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area* vol. 13, n.º 1, 7-19.
- BALTA, N. (2012), "Catching-up processes in the Euro Area", European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area* vol. 12, n.º 1, 7-....
- BRESNAHAN, T. F., BRYNJOLFSSON, E., e HITT, L. M. (2002), "Information technology, workplace organization and the demand for skilled Labor Firm – Level evidence", *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 339-376.
- BRYNJOLFSSON, E., HITT, L. M. e YANG, S. (2002) "Intangible Assets: Computers and Organizational Capital", *Brookings Papers on Economic Activity*: 2002 (1): 137-198.
- CORRADO, C. *et al.* (2012), "Intangible Capital and Growth in Advanced Economies: Measurement Methods and Comparative Results," *IZA Discussion Papers* 6733, Institute for the Study of Labor (IZA).
- CORRADO, C. *et al.* (2013), "Innovation and intangible investment in Europe, Japan, and the United States," *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford University Press, vol. 29(2), 261-286.
- CORRADO, C. *et al.* (2014), *ICT, R&D and Non-R&D Intangible Capital: Complementary Relations and Industry Productivity Growth in EU countries*, 3rd World KLEMS Conference, RIETI Institute – Tokyo (May 19-20).
- CORRADO, C., HASKEL, J., JONA-LASINIO, C. (2014) "Knowledge Spillovers, ICT and Productivity Growth," *IZA Discussion Papers* 8274, Institute for the Study of Labor (IZA).
- CRAVINHO, J. (2014), *A Dívida Pública Portuguesa*, Lua de Papel.
- DECRAMER, S., FUSS, C. e KONINGS, J. (2014), "How do Exporters react to Changes in Cost Competitiveness?," *ECB, Working Paper Series*, No. 1752, December.
- DI COMITÉ, F. (2012), "Measuring Quality and non-cost competitiveness at a country-product level", European Economy, *Economic Papers*, November.
- EICHENGREEN, B. e PANIZZA, U. (2014), "Can large primary surpluses solve Europe's debt problem?" in <http://www.voxeu.org/article/can-large-primary-surpluses-solve-europe-s-debt-problem>.
- European Central Bank (2014), "Deleveraging Patterns in the Euro Area Corporate Sector", *ECB Monthly Bulletin*, February 2014, 97-117.
- European Central Bank, Compnet Task Force (2014), "Micro-based evidence of EU competitiveness", *The CompNet database, Working Paper Series*, No 1634 / February 2014.
- European Economy (2014), "The Economic Adjustment Programme for Portugal – Eleventh Review", *Occasional Papers* 191, April, in http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/op191_en.htm.
- FOSTER, L., HALTIWANGER, J. C., SYVERSON, C. (2012), "The Slow Growth of New Plants: Learning about Demand?," *NBER Working Papers* 17853, National Bureau of Economic Research, Inc.
- GORETTI, M. e SOUTO, M. (2012), *Portugal's Coporate (De) Leveraging*, in IMF (2013), 51-78.
- HOLLAR, I. V. e PIRIS, A. (2012), *Portugal's Competitiveness*, in IMF (2013), 33-50.

- IMF (2014), *World Economic Outlook Legacies, Clouds, Uncertainties*, October.
- IMF (2014), *Concluding Statement of the First Post-Program Monitoring Discussion*, November.
- IMF (2013), *Portugal: Selected Issues Paper*, IMF Country Report No. 13/19, January.
- INE (2014), *Comércio Internacional por Características de Empresas*, 2013.
- INE (2014), *Inquérito de Conjuntura ao Investimento*, 2014.
- INKLAAR, R. e TIMMER, M.P. (2008), *GGDC Productivity Level Database: International Comparison of Output, Inputs and Productivity at the Industry Level*, Research Memorandum GD-104 Groningen Growth and Development Centre University of Groningen.
- LIN, H. e ROUDET, S. (2012), "How Fast Can Portugal Grow?", *Portugal: Selected Issues Paper*, IMF 2013.
- KRUGMAN, P. (1994), *Competitiveness – A dangerous obsession*, *Foreign Affairs* 73 (2), 28-44.
- PONTUCH, P. (2013), "Private Sector Deleveraging: Where do We Stand?", European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area vol. 13*, No. 3, 7-19.
- VALDEZ FERNANDES, I. (2013), "Growth differences between EU Member States since the crisis", European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area vol. 13*, n.º 2, 7-20.
- VAN ARK, B. (2014), "Total Factor Productivity – Lessons from the Past and Directions for the Future", *Working Paper Research 271*, National Bank of Belgium, October.
- VAN ARK, B., *et al.* (2009), "Measuring intangible capital and its contribution to economic growth in Europe", *European Investment Bank Papers* 14 (1), 62-93.
- VAN ARK, B., O'MAHONY, M. e TIMMER, M. P. (2014), *Growth and Stagnation in Europe's Economies*, Third World KLEMS Conference, May 19-20, , Tokyo.
- VANDENBUSSCHE, H. (2014), "Quality in Exports", *European Economy, Economic Papers 528*, European Commission, September.
- VERSCHELDE, M., *et al.* (2014), "European competitiveness – A semiparametric stochastic metafrontier analysis at the firm level", *ECB Working Paper Series*, No. 1701, July.

Índice Figuras e Quadros

- Figura 1** – Níveis de produtividade total dos fatores da economia de mercado em 2005
- Figura 2** – Serviços de capital por hora trabalhada na economia de mercado em 2005
- Figura 3** – Serviços de capital informação e comunicação por hora trabalhada na economia de mercado em 2005
- Figura 4** – Correlações do crescimento da produtividade total dos fatores na economia de mercado de 10 países da União Europeia 1998-2007
- Figura 5** – Contribuição da intensificação de capital informação e comunicação (ICT) e de capital intangível para o crescimento da produtividade em 10 países UE – 1998-2007
- Figura 6** – Percentagem de valor exportado e do número de empresas exportadoras em 2013 segundo o ano de constituição
- Figura 7** – Posições dos países UE antes e depois da crise – médias das distribuições de níveis de qualidade das exportações (2007-2011)
- Figura 8** – Distribuição dos níveis de qualidade das exportações de Espanha e Portugal em 2005 e 2011
- Figura 9** – Distribuição de níveis de qualidade das exportações da Dinamarca (2007-2011) e da República Checa (2005-2011)
- Figura 10** – Episódios de 5, 8 e 10 anos de saldos primários em % do PIB
- Quadro 1** – Cenários de crescimento segundo o estudo do FMI
- Quadro 2** – Taxas de crescimento médio anual de produtividade – total dos fatores em Portugal e países selecionados, 1995-2012, 2001-2007 e 2007-2012
- Quadro 3** – Investimento em capital tangível e intangível em várias economias de mercado, médias em % do PIB 1995-2009

Em primeiro lugar, queria transmitir o meu agradecimento pelo convite, que considero muito honroso, e espero, com as minhas reflexões, dar algum contributo para decisões que considero importantes e que têm de ser tomadas.

Queria começar por fazer uma declaração de conflito de interesse. Sou titular de um pequeno pecúlio investido em dívida pública portuguesa e, portanto, se querem a minha opinião completamente isenta sobre o tema do endividamento público e a reestruturação da dívida, ela não será, e por vários motivos. Primeiro, porque sou português, mas aí estou em igualdade de circunstâncias com todos os presentes; segundo, porque propor alterações ao que é o património pessoal no sentido da sua redução, para quem não tem mais fontes de rendimento do que as do seu trabalho, dói. Dói muito. Portanto, as minhas palavras devem ser entendidas com este *handicap*.

É, por isso, muito mais fácil falar da dívida pública grega ou da de outro qualquer país do que sobre a nossa, mas, de qualquer das formas, não deixo de aceitar o desafio e transmitir-vos o meu conhecimento sobre o assunto.

Quando me desafiaram para vir falar sobre dívida pública e, eventualmente, reestruturação da mesma — porque, de facto, é o tema que se está a tratar na prática, explícita ou implicitamente, porque resulta da nossa posição, do *stock* da dívida acumulado —, considero que podemos fazê-lo em vários espaços.

Há um espaço, que é aquele em que tipicamente me inscrevo, que é o da academia. Escrevi, suponho que em 2011, como medida necessária a alteração da estrutura da dívida. Fiz essa proposta num livro editado por vários colegas. Na altura, tive o cuidado de dizer que era sem alteração do valor atual, sem tocar na riqueza dos participantes, porque o que me parecia evidente e imperativo era alterar o escalonamento do serviço da dívida e, eventualmente, beneficiar daquilo que era o seu preço de mercado na altura.

Podemos também fazer esta discussão em espaços políticos, mais abertos ou mais fechados, ou na praça pública, embora a discussão do tema na praça pública não me pareça muito avisado. Ao discuti-lo na Assembleia da República estamos a fazê-lo, supostamente, na praça pública. Podem então perguntar-me porque é que aceitei o desafio de o vir discutir na "praça pública" quando não acho muito avisado. A razão é simples: uma vez que vamos discutir o tema na praça pública, talvez seja melhor participar, pois posso, de algum modo, contribuir para a formação da opinião de muitos sobre alguns assuntos que me preocupam (muito), e sobre os quais tenho muito mais dúvidas do que certezas absolutas. Se no final da minha apresentação não tirarem a ilação sobre qual o lado para que tende a minha opinião, acho que fui muito pouco claro, mas a minha ideia é apresentar muitas das questões que se levantam neste processo de alteração à dívida portuguesa que é necessário fazer.

Este problema pode ser tratado numa ótica financeira, numa ótica económica e numa ótica jurídica. Não sou jurista e como tal não me sinto capaz para encetar a discussão a esse nível. Por outro lado, preocupam-me mais as questões relacionadas com a ótica financeira, de fluxos e custos do serviço da dívida, com a repercussão que eles têm no Orçamento do Estado, e na atividade económica. Uma vez que todas as decisões que tomemos ao nível da estrutura da dívida pública terão um potencial impacto no seu custo, e como este acaba por refletir-se no custo do capital das empresas e demais organizações, temos por esta via claro como o processo se desencadeia. É preciso não esquecer que, por sua vez, alterações no investimento em ativos reais acabam por impactar o emprego e também a balança comercial. Portanto, essa ótica económica não pode estar alheia a esta discussão, sendo fundamental entender que todas as decisões que tomemos de natureza financeira têm efeitos, seguramente, de natureza económica, além das que se relacionam com o Direito (o Direito Nacional e Internacional, além dos enquadramentos específicos em que nos possamos integrar).

Vou, então, passar a apresentar algumas das minhas preocupações. Uma delas, muito ligada ao mercado financeiro, tem que ver com a possibilidade de corrermos riscos semelhantes ao caso recente da Argentina. A experiência Argentina mostrou-nos como um pequeno número de credores, com objetivos muito específicos, acabam por alterar a capacidade de um país poder reestruturar com sucesso a sua dívida, pondo, aliás, em risco a possibilidade de haver um chamado *credit event* com impactos que não conseguimos controlar de todo. E essa é uma das minhas grandes preocupações.

Um primeiro conselho que deixo aos que manifestam uma excessiva pressa em desencadear um processo de reestruturação da dívida portuguesa, e que acho assisado seguir, é o de deixar consolidar o caso argentino. Pode até acabar por se observar uma eventual resolução internacional a que ouvi referências... Se assim for, ela pode potencialmente vir a ser discutida e consolidada em sede das Nações Unidas. Assim sendo, avançar com um processo dentro deste enquadramento seria uma solução muito diferente do que começar a fazê-lo espontânea e isoladamente. A seguirmos este percurso penso que teríamos de algum modo uma forma muito mais segura de caminhar, evitando desfechos incontrolados e desastrosos.

Outra dúvida que tenho é se nos deixarão fazer uma reestruturação unilateral da nossa dívida fora de um enquadramento europeu, ou seja, se, por um lado, me parece que temos de fazer alguma coisa, tenho sérias dúvidas sobre se nos deixarão fazê-lo fora do que é um mecanismo controlado pela UE e pelo BCE para resolução do problema.

É muito apelativo falarmos de um alívio dos custos da dívida ao nível do Orçamento e ao nível do serviço da dívida, pois, mesmo que o impacto no Orçamento não fosse grande, o simples serviço da dívida e o seu "rolar" tornam-se um sufoco para o tesouro público, e portanto, para a gestão da tesouraria pública. Além disso, a solução torna-se ainda mais apelativa porque uma redução significativa da dívida reduz a necessidade de se recorrer tão frequentemente e em tanta quantidade ao mercado da mesma, o que aliviaria ainda mais a pressão sobre o seu custo, com consequências positivas — pelo menos não aumentaríamos constantemente, como fazemos, a pressão sobre o custo da dívida.

Quando se fala numa alteração significativa e em rotura das estruturas de financiamento, o problema que se coloca é o de anteciparmos as circunstâncias e o momento em que poderíamos voltar novamente ao mercado.

Tive conhecimento de que a Argentina, que está a sofrer ainda os efeitos de uma solução para a sua dívida através de uma reestruturação em consonância com a maioria quase esmagadora dos seus credores, mas que não está ainda finalizada e portanto não cristalizada, foi esta semana ao mercado colocar dívida a 10 anos. E de um programa de oferta de 3000 milhões de dólares, conseguiu colocar 286 milhões de dólares. A Argentina tem 12 000 milhões de dólares de dívida, com vencimento em 2015, ainda para amortizar e, portanto, antecipa-se um problema de difícil resolução, pelo menos encarando aquilo que foi um sinal recente do mercado face à atratividade da dívida argentina.

Falando de uma eventual solução para a dívida com um desfecho um bocado mais dramático, a minha primeira preocupação vai para o bem-estar dos portugueses, o que passa pela garantia das condições de vida se querem mantidas intocadas mesmo depois de implementar essa solução. A garantia de que é possível manter essas condições de vida está na balança comercial e na relação entre as importações e as exportações. Do ponto de vista nacional, é esta balança que nos dá uma garantia de que, em caso de "desastre" no processo de reestruturação, se mantém o poder aquisitivo dos bens e serviços necessários ao nosso bem-estar. É que nestes processos as coisas começam sempre de uma forma que conhecemos, mas nunca sabemos como vão acabar — *vide* o caso BES, que ninguém imaginava, com uma diferença de dois ou três meses, no que ia descambar. Portanto, nestas coisas convém saber em que medida é que estamos confiantes e seguros de que, qualquer que seja o cenário possível, mesmo o pior, estamos à vontade.

Esse à vontade só se consegue garantindo que as trocas entre importações e exportações garantem que o fluxo de tesouraria dos movimentos internacionais entre pagamentos e recebimentos se mantém estável ou, pelo menos, não põe em causa a qualidade da vida corrente dos portugueses. Nenhum de nós gostava de ter novamente falta de bens básicos, escassez no fornecimento de medicamentos, atrasos no fornecimento de equipamentos sofisticados e necessários aos processos produtivos, etc. todos com impactos muito graves. Não se trata do queijo francês que chega tarde ou que não vem. Falo dos medicamentos ou das peças de equipamento que mantêm a economia real a funcionar e que permitem até fazer face ao movimento corrente de exportações e da atividade produtiva em geral.

Por isso é importante percebermos em que medida uma alteração muito significativa e em rotura com aquilo que é o clima de aceitação do mercado pode causar na confiança dos nossos fornecedores, podendo chegar a ponto de se começar a inverter e a alterar significativamente os prazos de pagamento do comércio internacional. É este tipo de preocupações que deixo como motivo de reflexão. Não tenho respostas, não vos posso dizer o que vai acontecer, mas acho que alguma coisa muito desagradável poderia vir a suceder em caso de uma reestruturação unilateral.

Um outro aspeto que considero muito relevante e sobre o qual se deve refletir é sobre o impacto que uma reestruturação destas terá na banca. A banca portuguesa detém nos seus ativos muita da dívida pública portuguesa. Uma alteração significativa do valor da carteira de ativos ou das aplicações da banca com impacto na destruição dos seus ativos leva a uma alteração da capacidade de financiamento da banca nacional. Penso até que punha em causa o sistema financeiro com alguma severidade, podendo fazê-lo implodir de vez.

Depois de todos estes rombos que já tiveram os principais bancos portugueses — não é só a questão do BES, mas também a dos outros que tiveram de recorrer à ajuda pública para sobreviver, em termos de impacto nos capitais próprios —, uma alteração que poderia vir da destruição dos ativos da banca, com impactos de elevado nível de imparidade no capital próprio, levaria à necessidade imediata de recapitalizar a banca para que ela se pudesse manter solvente e aspirar a ir ao mercado internacional para se financiar.

A nossa capacidade de geração de poupança no mercado interno não é suficiente para financiar a nossa economia e precisamos de manter, de alguma maneira, um fluxo do exterior. E de duas, uma: ou queremos autonomizar-nos no processo de financiamento do

Banco Central Europeu, e, portanto, aspiramos a que os bancos possam andar pelo seu próprio pé nesse mercado, ou então temos um problema. A pergunta é: quem vai recapitalizar a banca em caso de uma destruição massiva dos ativos? O Estado? Como? Emitindo mais dívida, que acaba de destruir? Temo que haja aqui algum círculo vicioso de efeitos perniciosos.

O mesmo deve ser pensado em relação aos instrumentos de poupança coletiva nos quais muitos portugueses têm uma parte significativa das suas poupanças. Alterações severas no valor dos títulos de dívida pública com impacto imediato no valor destes produtos de poupança coletiva teria um efeito *spillover*, de contágio a outros instrumentos de dívida e de capital próprio, mas particularmente de dívida, que fazem parte dessas carteiras. Alterações significativas na estrutura de rendimentos da dívida pública têm impactos diretos e indiretos no valor atual e no valor dos ativos financeiros e, portanto, naquilo que é o pecúlio de poupança dos portugueses em termos titularizados.

Chamo também à atenção para os impactos imediatos no fundo de estabilização da segurança social ou, até, nos fundos de poupança-reforma geridos pela segurança social, nos outros fundos de pensões ou de poupança-reforma que existem no mercado, e também nas carteiras ativas das seguradoras, porque são igualmente instituições que têm parte muito significativa da sua carteira aplicada em dívida pública portuguesa. Uma alteração grande ao valor desses ativos conduz a uma alteração muito grande no equilíbrio e na gestão saudável das relações entre os ativos e as responsabilidades das seguradoras. Se, por rotura, amputarmos os ativos de seguradoras, estamos a pôr isso em causa e estamos a obrigar a que as seguradoras incumpram, potencialmente, nas suas responsabilidades ou tenham de alterar significativamente as suas políticas de gestão.

Claro que as seguradoras estão um bocadinho mais defendidas se as responsabilidades forem a longo prazo — e é normal que muitas seguradoras tenham carteiras de longas durações —, mas isso não deixa de ser importante, até porque estes ativos são detidos por estas instituições até à maturidade e as suas principais técnicas de gestão da relação dos ativos com os passivos passa pelos *cash-flows matching* e quando se altera significativamente o valor nominal das dívidas a receber temos um problema de *matching* com impacto nas carteiras das seguradoras.

Uma outra preocupação é a dificuldade de financiar os posteriores e sucessivos défices públicos, porque não acredito que, a um ano ou dois de distância, digamos que dentro daquilo que é a janela de oportunidade de resolução de um problema destes, com impacto significativo, haja uma coincidência com o momento em que o Orçamento passa a estar absolutamente equilibrado. Portanto, é quase inevitável que continuemos a necessitar de financiamento público não só para acudir às necessidades que resultam dos défices orçamentais como também para satisfazer os programas de investimento público. É fundamental que o Estado volte a ganhar alguma dinâmica de financiamento e investimento público. Sem capacidade de emissão de dívida não o poderá fazer.

Outras consequências que considero um pouco menores mas que se desconhecem em absoluto é o desencadear dos *credit events*. Temos de ter muito cuidado. Não faço ideia de qual é a carteira de CDS (*credit default swaps*) e de outros produtos estruturados sobre dívida pública e que emitentes poderão ser afetados decisivamente em caso de uma alteração significativa que venha a ser considerada um *credit event*, ou seja, um evento de crédito com impacto contratual.

Depois, há uma outra coisa que me aflige. Não gosto de ver Portugal a ser o primeiro a incorrer em atitudes de elevada propensão ao risco. Por exemplo, não gostei do exemplo do BES ao ser o primeiro banco a usar o mecanismo de resolução bancária através do recurso ao Fundo de Resolução. Tenho um pouco aquela sensação do efeito do sair da manada, pois, como se sabe, o animal que sai da manada é *muito* facilmente atacado pelos seus predadores naturais, que, neste caso, tal como vemos na crise da Argentina, são lobos de volta não de velhos búfalos mas de tenros cordeiros, como Portugal. Somos pequeninos, e nem a dimensão do búfalo temos...

Uma das preocupações que rodeiam as alterações significativas das *dívidas* é o extremo cuidado que temos de ter para não provocar grandes assimetrias de efeitos, deixando classes de investidores excessivamente penalizadas face às suas reais capacidades. Nesse sentido, seria ideal discriminar grupos, mas duvido que nos deixassem *fazê-lo com simplicidade*. Até porque muitos dos possíveis critérios de discriminação têm sempre problemas.

A própria dimensão que parece ser um critério fácil (quem mais tem parece que pode perder mais) acarreta inúmeros problemas. Por exemplo, se eu tiver €100 000 dispersos por 20 bancos tenho uns milhões; se eu tiver unidades de participação num fundo de investimento de 500 milhões repartido por 500 000 investidores é uma coisa, mas se ele for repartido por dois é outra coisa, além da questão de ser, eventualmente, privado, institucional ou um cruzamento destes. Por isso, o problema da dimensão é muito difícil de tratar. Podemos tentar mitigar os efeitos, mas eles acabam por ser sempre muito significativos.

Apesar do que disse atrás penso que, se nada for feito, vamos um dia acabar mal. Mais cedo ou mais tarde as taxas de juro *irão começar a subir no mercado e nós, que temos estado a viver "alegremente"* — quer dizer, apesar de com muito esforço, os juros da dívida já representam €7000 milhões, mas *lá* temos conseguido fazer face ao serviço desta dívida —, vamos deparar-nos de repente,

com uma escalada dos juros, com efeitos imediatos na rotação da dívida e com impactos brutais ao nível do Orçamento. Portanto, temos aqui uma janela de oportunidade, de "acalmia" nos mercados que deve ser bem aproveitada, pois como disse, sinto que se nada se fizer vamos sofrer as consequências.

Além disso, imaginar a sobrevivência do problema da dívida se consegue simplesmente com o crescimento da economia, assumindo pressupostos irrealistas, de feito retardado e de elevado risco, é acabar por suportar o mesmo desfecho desastroso. Assim, também comungo da ideia de que não será este o caminho a seguir.

Portanto, a prazo, a rotura é quase inevitável e devemos fazer alguma coisa. Porém, que soluções serão plausíveis? *É evidente que podemos falar numa reestruturação pura e simples de dívida*, que está normalmente associada à palavra de corte de valor de dívida e condições de pagamento, isto é, juro e prazo. Há uma palavra mais suave, que é *rescheduling* ou recalendarização, como quiserem, programa esse que já foi começado, modificando prazos e condições de pagamento.

Antes disso, há um outro efeito para o qual gostava de chamar a vossa atenção, e que é o efeito psicológico de incumprimento pelo não pagamento integral do valor nominal da dívida. Há uma barreira psicológica (e até do direito) quando se deixa de cumprir o pagamento de 100% do valor nominal da dívida. Por vezes, o credor sem a suficiente literacia financeira acha preferível aumentar o prazo de pagamento ou reduzir as taxas de juro do que perdoar um cêntimo do valor nominal, pese embora que o valor atual da alternativa o penalize mais do ponto de vista financeiro. Do ponto de vista psicológico, é mais fácil o credor aceitar uma extensão do prazo de pagamento, mesmo mantendo as condições acordadas, do que autorizar um perdão de 10% ou 20%, mesmo que do ponto de vista financeiro isso lhe fosse financeiramente mais conveniente.

Tenho comigo um exemplo numérico que propõe uma alternativa. Imagine-se que temos uma dívida de 100 a 10 anos, com uma taxa de cupão de 4%, quando a taxa de juro do mercado também a 10 anos está nos 2%. A questão é: vamos alterar as condições, vamos passar para 20 anos a mesma dívida com uma taxa de 5%, — que é a hipótese 2 no meu exemplo — ou vamos alterar, baixando o valor nominal da dívida, perdendo pois 10% da mesma, mas mantendo o prazo, mesmo que aumentando o cupão, que é a hipótese 1. Este é um exemplo que manipulei para mostrar como, do ponto de vista financeiro, seria muito melhor baixar o valor nominal da dívida. Estas são, hoje, sensivelmente, as condições da dívida pública, ou seja, 2% e 4%, à volta de 10 ou 20 anos.

Do ponto de vista financeiro, um perito vai dizer que prefere a hipótese 1, mas do ponto de vista psicológico, para quem não faz contas, e a maioria das pessoas não as faz, a hipótese 1 é pior. A questão do perdão da dívida é também um problema psicológico que não é despreciando.

E o que é que se tem feito? Tenho aqui um gráfico, que depois posso deixar, mas que mostra o que se tem feito, um pouco na sombra. Nos últimos meses tem-se assistido ao alargamento dos prazos e à alteração das taxas de juro suportadas pelo tesouro.

Se forem ver, isto tem impacto na duração da carteira. A duração é uma vida média ponderada da carteira da dívida portuguesa, a que passou de 3,9 anos em março de 2013, para os atuais 4,7 anos (se virem em anos; se virem como uma elasticidade é diferente). Esta alteração tem sido desenvolvida sem alarido, mas tem sido consequente. Passou-se sem que acontecesse nada de especial, aproveitando condições de alteração da dívida, oportunidades circunstanciais, negociação que houve com a União Europeia, o que, aliás, também alterou o custo de parte da carteira, que é a carteira que está associada ao programa português de recuperação.

Além destes modelos alternativos individuais — podemos fazê-los de modo individual —, existem questões multilaterais que podem ser abordadas, e uma delas é o tal problema que a Argentina já tentou e não conseguiu, ou, pelo menos, *não conseguiu com o sucesso que queria*, e que se pode discutir. Mas agora há a questão do programa de compra de dívida soberana pelo Banco Central Europeu, que é uma oportunidade de ouro para nós, de uma forma muito civilizada e sem perturbar muito o mercado, podemos resolver, de alguma maneira, este problema.

Agora, qual é o principal aspeto a que nós, portugueses, temos de estar muito atentos e ativos? É que a composição da carteira não pode ser diretamente proporcional à composição da carteira de dívida europeia.

O que quero dizer com isto? A dívida dos países componentes do euro é de 9 trilhões — 9,7 bilhões mais precisamente — e destes nós representamos 2,43% da carteira. Se o BCE comprar menos do que 2,43% da carteira de dívida soberana de dívida portuguesa, está a prejudicar-nos; se comprar mais está a ajudar-nos. E até a podemos usar de uma forma inteligente através do que será o seu rendimento até à maturidade, ou o seu fluxo no vencimento.

Por exemplo, um programa muito inteligente a realizar pelo BCE seria o de, até à maturidade da dívida, devolver os juros e a amortização dessa dívida aos países a quem a tivesse comprado sob a forma de programas de investimento infraestruturante. Por essa via, podíamos eliminar o efeito no Orçamento daquilo que é uma pressão de *stress* da *dívida pública*.

Portanto, se o programa do BCE fosse 900 biliões de euros, que era 10% da dívida bruta dos países do euro, devíamos ter a nossa dívida comprada em 21 biliões, o que significa quase outro tanto de cada uma das linhas do programa de financiamento.

Por fim, queria salientar que há sempre alternativas à reestruturação — não resisto a abordar o tema porque, como disse no início, sou titular de dívida pública —. Há colegas que propõem o chamado *one shot* sobre depósitos para reduzir dívida pública. Mas poderia também favorecer-se a troca de dívida por ativos reais na compra de bens que o Estado leva a mercado, não só em programas de privatização de empresa,s mas também em programas de venda de ativos, como o património imobiliário, ou troca de dívidas por ativos de capital próprios de empresas, como é o caso das privatizações.

Para terminar, uma palavra final. Se quiséssemos verdadeiramente começar por estabelecer um programa sério e independente, no enquadramento de uma visão para Portugal — obviamente dentro de um determinado regime de funcionamento —, creio que seria importante um acordo quase que de regime a uma década, dando espaço para depois haver possibilidade de diferenciamento dentro de determinados parâmetros, ou seja, fazer um acordo e transmitir ao mercado que estamos empenhados em fazer um processo que inclui défices públicos e política de gestão da dívida pública, para que os tomadores de dívida não fiquem desagradados ou preocupados com aquilo que podem comprar, e uma política de investimentos públicos estruturantes para essa década, o que, no fundo, permite que quem financiar a República tenha a segurança de, quer em termos operacionais, quer em termos de capital, ter uma política robusta e de longo prazo.

Creio que se esta ideia fosse bem transmitida ao mercado e consistentemente seguida, teria impacto no custo da dívida pública portuguesa.

Em suma, não acredito em soluções de reestruturação unilateral da dívida, porque não temos condições para o fazer dentro do interesse da preservação das instituições e do bem-estar dos cidadãos. Contudo, acredito que uma solução deve ser perseguida. Ela passa seguramente por discuti-la discretamente e dentro de uma solução europeia ou mesmo mundial. Até lá devemos continuar a prosseguir a política de reescalonamento da dívida e abaixamento do seu custo com colocações em mercado que apresenta agora condições inigualáveis.

Muito obrigado pela vossa atenção e desculpem ultrapassar, largamente, o tempo que me deram.

PREPARAR A RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA

Entre os primeiros pronunciamentos a favor da renegociação e reestruturação da dívida pública, no início de 2011, e o momento em que a Assembleia da República, em resposta a petições que lhe foram dirigidas, decidiu realizar a Conferência Parlamentar sobre Dívida Pública decorreram três anos e meio. Nesse período, a consciência da necessidade de reestruturação da dívida, inicialmente muito minoritária, fez o seu caminho, para se tornar hoje um quase-consenso na sociedade portuguesa.

Esse quase-consenso envolve, em primeiro lugar, a constatação da impossibilidade de uma redução da dívida pública para 60% do PIB em 20 anos, estabelecida como obrigação vinculativa no Tratado Orçamental. Envolve também a convicção de que a simples sustentabilidade financeira da dívida está longe de estar assegurada e de que os esforços para a garantir têm consequências económicas, sociais e políticas insuportáveis.

A opinião originalmente dominante – a ausência de alternativa ao serviço da dívida a todo o custo – tornou-se uma posição insustentável. Em algum momento e de alguma forma, a dívida pública portuguesa terá de ser reestruturada. As divergências (importantes) que subsistem dizem respeito, não a essa necessidade, mas ao contexto, ao modo e ao tempo da reestruturação.

A evolução da negação original para o atual reconhecimento do problema e para a consciência da necessidade de uma reestruturação foi determinada por investigação acerca da origem e da natureza do processo de endividamento, pelo debate público, pela mobilização de movimentos cívicos pela intervenção na comunicação social. Foi também favorecida pela experiência de um “processo de ajustamento” desenhado na presunção de que as crises portuguesa e europeia eram crises da dívida soberana, e, portanto, baseada numa consolidação orçamental recessiva, que acabou por produzir um endividamento de ainda maior proporção.

Decorridos mais de três anos do momento em que o debate teve início em Portugal, é já possível passar em revista os ensinamentos obtidos nesse processo de análise e debate público. Justifica-se também recordar os fundamentos da reclamação de reestruturação da dívida e as razões que apresentavam os movimentos que a defendiam, nomeadamente a Iniciativa por uma Auditoria Cidadã à Dívida e a petição “Pobreza não paga a dívida: Reestruturação Já!”. E é preciso, por último, evocar as razões que hoje tornam a exigência de reestruturação da dívida ainda mais urgente. Isso mesmo será feito nas três secções que constituem este texto.

1. O que aprendemos?

Em 2011, a crise chegou-nos na forma de “crise da dívida soberana”. No entanto, na realidade, na origem da crise não esteve a dívida soberana. Em 2007, a dívida pública portuguesa em percentagem do PIB (68%) situava-se muito próximo da média da zona euro (66%) e a dívida pública da zona euro era semelhante à dos EUA (64%) e muito inferior à do Japão (183%). Nesse momento, as dívidas públicas, portuguesa e da zona euro eram sustentáveis e as taxas de juro baixas.

No entanto, das suas origens nos EUA à sua manifestação em Portugal, a crise foi sempre de endividamento. Esse endividamento, essencialmente das famílias, das empresas e do sistema bancário de alguns países, decorre do esgotamento de um regime de acumulação caracterizado, desde a década de 1980, por uma acentuada perda dos rendimentos do trabalho a favor dos rendimentos do capital. Esse regime de acumulação sustentou a procura de bens e serviços (apesar da quebra do rendimento disponível das famílias trabalhadoras) e valorizou os capitais acumulados, pela expansão do crédito. Neste processo o setor financeiro assumiu uma centralidade e dimensão sem precedentes. A economia das famílias, das empresas e do próprio Estado tornou-se mais dependente do crédito, do rendimento proveniente de aplicações financeiras. A economia mudou de qualidade, financiarizou-se.

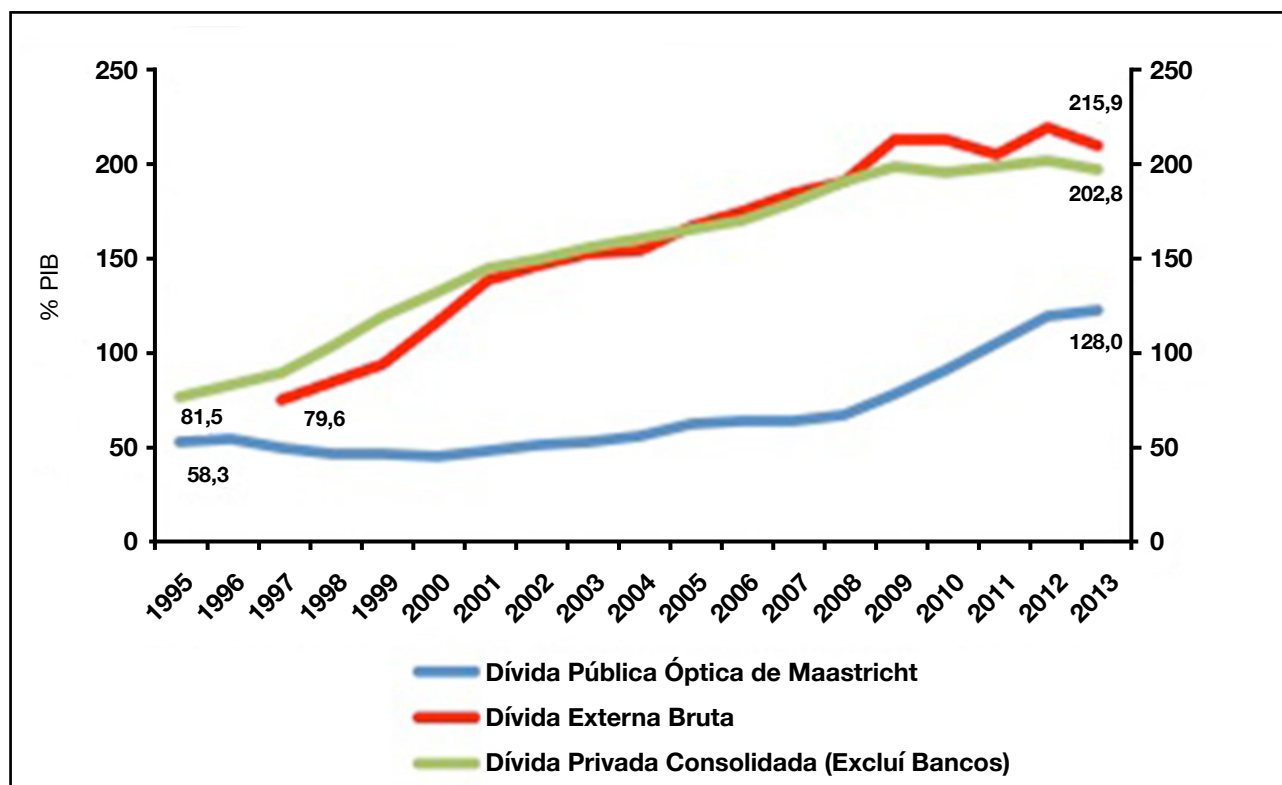
A acumulação financeira prosseguiu enquanto durou o inflacionamento dos ativos mobiliários e imobiliários que ocultava o endividamento das famílias e de muitas empresas. Terminou abruptamente a partir de 2007 quando as bolhas rebentaram expondo a insolvência dos endividados, primeiro nos EUA com a chamada crise do *subprime*, seguidamente na Europa.

A partir de meados da década de 1990, as famílias, as empresas, a economia portuguesa, como as de outros países da periferia da eurozona, experimentaram o processo de endividamento de forma particularmente acentuada (ver **Figura 1**). Em Portugal, a dívida do setor privado aumentou de 82% do PIB, em 1995, para 185%, em 2007.¹ Como grande parte deste endividamento foi alimentado por fluxos de capitais provenientes do exterior, a dívida externa portuguesa, particularmente a bancária, também cresceu, passando, entre 1999 e 2007, de 100% do PIB (em termos brutos) e de 23% (termos líquidos) para 190% e 66% respetivamente.²

¹ Dívida bruta do setor privado (consolidada) em percentagem do PIB; fonte: AMECO.

² Dívida externa bruta, Dívida externa líquida e Dívida externa por setor institucional; fonte: Banco de Portugal.

FIGURA 1 Portugal, dívida externa bruta, dívida pública e dívida privada, 1995-2013



FONTE: Dívida pública, AMECO; Dívida privada, Eurostat; Dívida externa, Banco de Portugal.

Em 2008, em resposta à súbita obstrução dos fluxos de crédito bancário ocorrida à escala global, os governos do G20, incluindo os da União Europeia, responderam com resgates bancários de grandes proporções e políticas orçamentais expansionistas. Esta resposta, ao mesmo tempo que permitiu conter a recessão, traduziu-se numa sobrecarga para as finanças públicas de que resultaria um substancial incremento das dívidas públicas. Em 2010, enquanto a dívida externa, particularmente a bancária, continuava a crescer, a dívida pública portuguesa já correspondia a 96% do PIB e a da eurozona a 85% (ver Figura 1).

Entretanto, o setor bancário português continuava privado de acesso aos mercados de capitais e sem capacidade de financiar o serviço da dívida acumulada. A sua viabilidade desde 2008 dependia inteiramente de garantias públicas e da provisão de liquidez do Banco Central. A transformação do Estado em garante de um setor bancário insolvente expôs o soberano a riscos bancários de enorme proporção. Esta exposição materializada de facto em resgates bancários que envolveram enormes perdas para os contribuintes resultou numa acelerada deterioração das condições de financiamento do próprio Estado. A crise, que começara por ser uma crise de endividamento externo privado, sobretudo bancário, estava assim a transformar-se na crise da dívida soberana que conduziria à intervenção da troika.

Na sua origem a crise é, então, de endividamento externo, sobretudo bancário. Para a compreender e combater é preciso conhecer os mecanismos que a produziram³. Como explicar o súbito e rápido crescimento da dívida privada e externa verificado a partir de meados da década de 1990? Que transformações ocorridas ao longo dessa década desencadearam o processo de endividamento?

A primeira transformação diz respeito à privatização e liberalização financeira. O processo de liberalização bancária, iniciado em 1984 com a permissão de constituição de novos bancos privados, recebeu um forte impulso a partir da revisão constitucional de 1989 que permitiu a privatização dos bancos nacionalizados. Esta privatização ocorreu em articulação com a derrogação dos limites ao crédito e da administração de taxas de juro que anteriormente vigoravam, assim como com a libertação das reservas excendentárias depositadas no Banco de Portugal. A transposição das diretivas europeias que visavam a aceleração da integração dos mercados de capitais à escala da União, o aprofundamento da desregulamentação do setor e a remoção de todos os entraves à circulação internacional dos capitais, culminaram o processo de liberalização do sistema financeiro português. Na década de 1990, a banca

³ Estes mecanismos são analisados, por exemplo, em Reis, José (coord.), "A Economia Política do Retrocesso – Crises, Causas e Objetivos", *Observatório sobre Crises e Alternativas*, Coleção CES – Almedina, 2014.

nacional estava em condições de aceder em condições favoráveis aos fluxos externos de capital e livre de restrições para expandir a sua atividade creditícia.

A segunda transformação envolveu as políticas monetárias e cambiais. A prioridade conferida à criação de condições para a adesão à União Económica e Monetária traduziu-se em políticas orientadas para a redução da inflação, de que o abandono da política de desvalorização deslizante do escudo, a partir de 1990, foi o principal instrumento. Ao mesmo tempo que produziram a desinflação desejada, estas políticas tiveram um efeito recessivo que só na segunda metade da década de 1990 seria revertido com a convergência das taxas de juro nominais para os níveis mais baixos registados na UE. Neste período, caracterizado por algum crescimento e euforia, a descida das taxas de juro (que impulsionava a expansão do crédito, o investimento e o consumo) surgia combinada com uma valorização cambial efetiva que viria a acentuar-se com a adesão ao euro, pressionando a capacidade competitiva dos setores exportadores tradicionais.

A terceira transformação decorre dos acordos comerciais no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC) e da adesão da China a essa organização, em 2001. A abertura da Europa a produtos manufacturados de baixo preço de origem chinesa acentuou a exposição à concorrência internacional de importantes setores da economia portuguesa, levando-os à perda de quota nos mercados, quer internos, quer internacionais.

A quarta transformação decorre do alargamento a Leste da UE. Esse alargamento, não só acentuou a exposição à concorrência de diversos setores da indústria portuguesa, como afastou Portugal das rotas do investimento direto estrangeiro.

Todas estas transformações convergiram numa deterioração da balança corrente e de capitais portuguesa e, portanto, no agravamento do endividamento externo. Entre 1995 e 2001, o saldo negativo da balança de bens e serviços agravou-se em quatro pontos percentuais do PIB. Posteriormente melhorou um pouco, mas essa melhoria foi acompanhada de uma degradação da balança de rendimentos que produziu um acentuado aumento do défice externo. As necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, correspondentes em 1995 a 0,9% do PIB, situavam-se em 2007 em 8,9%.⁴

Ancorada a uma moeda forte e beneficiando de uma ilusória proteção decorrente da adesão à União Económica e Monetária (UEM) a economia portuguesa atraía um forte afluxo de capitais externos. Estes capitais, à semelhança do que ocorreu noutros países periféricos da zona euro, foram encaminhados pelo setor bancário predominantemente para a concessão de crédito (hipotecário) às famílias e ao setor imobiliário e da construção civil. O crédito e o investimento não se expandiram na mesma proporção no setor de bens e serviços transacionáveis, vulnerável a pressões competitivas internacionais acrescidas. Em consequência, a economia portuguesa conheceu um acelerado processo de desindustrialização que haveria de acentuar a sua dependência externa.

Processos semelhantes ao português ocorreram noutras economias periféricas da zona euro a partir de meados da década de 1990. As transformações verificadas nesse período tiveram impactos assimétricos no interior da zona euro. Produziram excedentes correntes nas economias exportadoras do centro, especializadas em setores protegidos da concorrência internacional pela sua elevada sofisticação e diferenciação de produto, e produziram défices nas economias da periferia vulneráveis à concorrência internacional pela natureza menos diferenciada do seu padrão de especialização. Estes efeitos reforçaram-se mutuamente durante algum tempo. Os excedentes de uns financiaram o défice de outros, sustentaram a procura e valorizaram os capitais financeiros. Contudo, a interrupção dos fluxos de capitais, em 2008, expôs a fragilidade do sistema. A periferia deficitária tornada insolvente estava a pôr em risco o centro excedentário, exposto à dívida dos periféricos.

A crise de endividamento portuguesa decorre sobretudo da conjugação de debilidades estruturais (acentuada desigualdade social, baixas qualificações médias, especialização em atividades de baixo valor acrescentado, forte dependência das importações da despesa interna e elevado conteúdo importado das exportações), com violentos impactos de transformações da envolvente externa ocorrido a partir do início da década de 1990.

Entre esses impactos é de destacar a adesão à UEM. Desprovida das instituições de suporte características de uma moeda única em espaços políticos federais – um orçamento, um tesouro, capacidade de emissão de dívida e um Banco Central regulador e prestamista de último recurso – a UEM alimentou a circulação assimétrica de capitais e a consequente bifurcação da zona euro num espaço de coexistência de economias excedentárias e economias deficitárias, credoras e devedoras.

As debilidades estruturais da economia portuguesa e a evolução da envolvente, combinadas com decisões políticas imprudentes, tomadas muitas vezes em conformidade com o desígnio exclusivo e obsessivo de participação na UEM, estratégias empresariais predatórias, más práticas na administração pública, corrupção e fraude na esfera privada e pública, convergiram para produzir o contexto que colocou Portugal, com a Grécia, a Irlanda, a Espanha e a Itália na situação de elos fracos da zona euro.

⁴ Fonte: AMECO.

A crise portuguesa não é, evidentemente, uma crise da dívida soberana atribuível a um despesismo incontido dos governos. Esse é um diagnóstico enviesado, um mau diagnóstico. Porém, os maus diagnósticos têm muitas vezes o propósito de induzir terapias que servem mais o terapeuta do que o paciente.

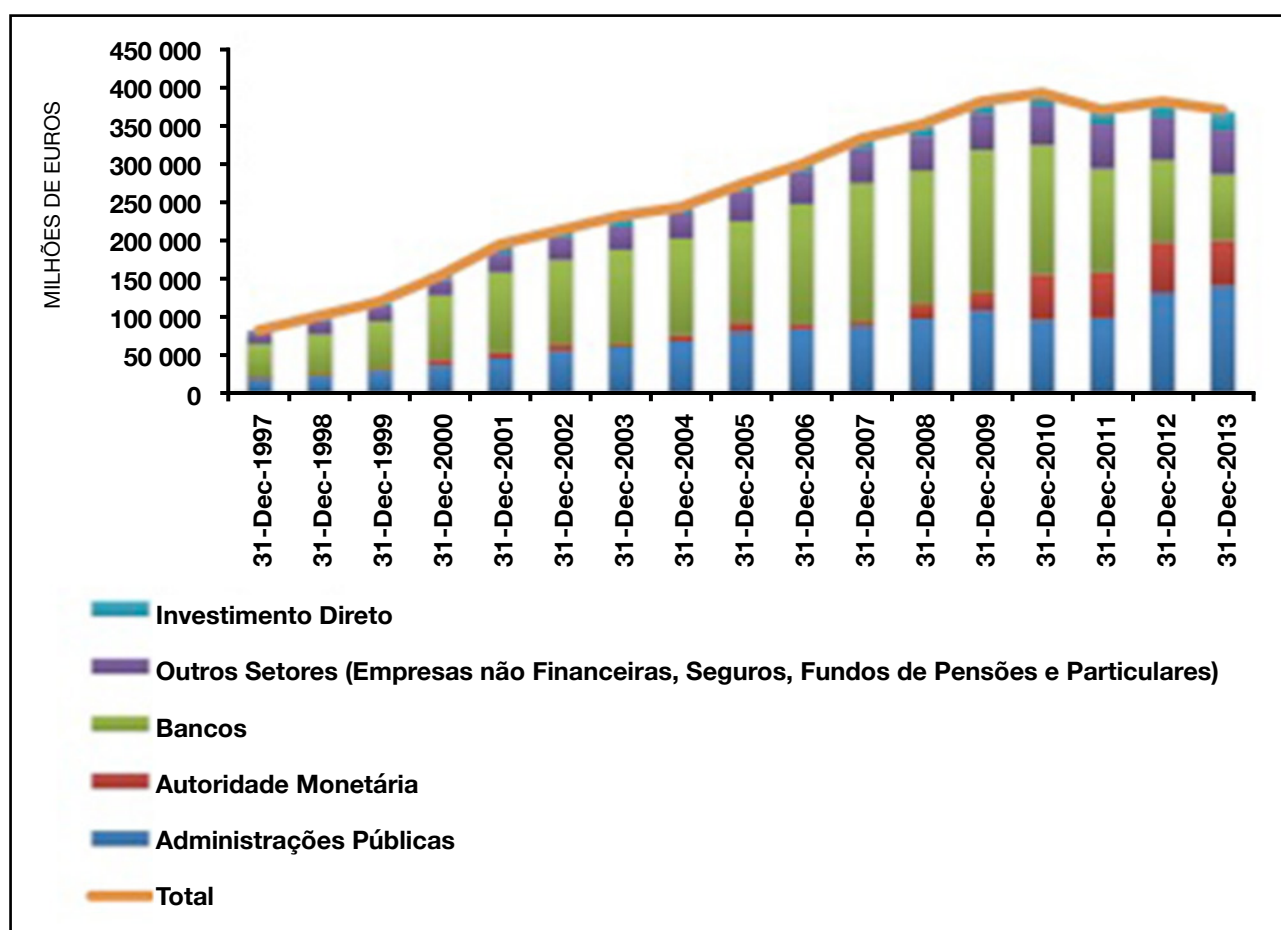
Para reverter as políticas de estímulo orçamental e impor a “consolidação orçamental”, como efetivamente veio a acontecer na União Europeia em 2010, era preciso conferir saliência à dívida soberana ignorando tudo o resto.

De acordo com o diagnóstico e a terapia dele decorrente, os soberanos sobreendividados e privados de acesso aos mercados de capitais tinham de recuperar a confiança dos mercados, dando-lhes garantias de que o seu crédito seria remunerado e ressarcido sem falha. Isso implicava austeridade, “consolidação orçamental”.

Além de confiança, a austeridade justificaria e favoreceria, por acréscimo, um processo de desvalorização de salários e pensões que deveria traduzir-se num ajustamento do desequilíbrio da balança corrente pelo efeito conjugado da redução das importações (em consequência da contração da despesa interna) e do crescimento das exportações (por via da redução dos custos salariais das empresas e consequente reforço da sua capacidade de competir pelos preços).

Os resgates da troika, incluindo o português, decorrem desta lógica. No entanto, na realidade, o que efetivamente os motivou e os exigiu foi a exposição do sistema financeiro dos países do centro à dívida bancária e pública da periferia. Para continuar a garantir o serviço da dívida bancária e pública da periferia era preciso substituir os financiadores privados por financiadores oficiais – o FMI e os Fundos da União Europeia criados para o efeito. Os resgates configuram, portanto, uma terapia administrada pela UE no interesse dos credores privados expostos a dívida tornada tóxica.⁵

FIGURA 2 Portugal, dívida externa por setor institucional, 1997-2013



FONTE: Banco de Portugal.

⁵ A respeito do caso grego, Paul De Grauwe escreveu recentemente: “A narrativa oficial desta abordagem é que a intensa austeridade imposta à população grega é inevitável e ao fim e ao cabo frutuosa. Inevitável? Sim, claro, se a intenção é salvaguardar os interesses dos credores só há mesmo uma possibilidade: os gregos têm de pagar o preço todo.” (“The Greek Election 2015 – Revolt of the Debtors”, Social Europe: <http://www.socialeurope.eu/2015/01/greek-election2015/>)

Correspondendo a uma estratégia dos credores, os memorandos pareciam, pelo menos à partida, ajustar-se bem às estratégias políticas das elites políticas e empresariais dos diversos países intervencionados. Essa convergência estratégica explica a “apropriação”, no caso português exuberante, do memorando como programa de governação nacional.

As elites políticas viram nos memorandos a oportunidade para realizar programas de reformas impossíveis de sufragar em contexto de normalidade democrática. As elites “apropriaram” os programas. Viam na “consolidação orçamental” a justificação para o recuo da provisão pública particularmente nos domínios da saúde, da educação e dos sistemas de pensões e o avanço da provisão privada, e nas reformas estruturais o pretexto para reconfigurações da legislação laboral tendentes à compressão dos “custos salariais” e o enfraquecimento das organizações sindicais. As elites económicas antecipavam as oportunidades abertas pelo abandono pelo Estado da provisão de saúde, educação e pensões de reforma, apreciavam as privatizações, e viam com agrado as reformas da legislação do trabalho.

Os resgatados, nestas intervenções externas apoiadas pelas elites internas não foram, como agora sabemos, a Grécia, a Irlanda ou Portugal. Resgatados, em primeiro lugar, foram os bancos nacionais desses países. Foi precisamente porque os bancos viram o seu acesso ao crédito internacional cortado que a crise de endividamento externo se transformou, em Portugal e noutros países sujeitos a resgates, em crise da dívida soberana. Privados de acesso ao financiamento externo, os muito endividados bancos teriam falido em 2011. Mas os Estados decidiram oferecer-se em garantia desviando para o público os custos do “ajustamento bancário”. No caso português, o Estado atribuiu, desde 2009, garantias públicas aos bancos que lhes permitiram emitir dívida. O BCE deu-lhes acesso a abundantes fundos em troca de ativos financeiros (colateral) de duvidosa qualidade. O resgate pôs à sua disposição 15% do total dos créditos do memorando. Os bancos portugueses eram em 2007 o setor institucional mais endividado no exterior. Hoje esse lugar é ocupado pelo Estado (administração pública e Banco de Portugal); o mesmo ocorreu na Irlanda e na Grécia (ver **Figura 2**).

Resgatados foram também os bancos internacionais mais expostos à dívida portuguesa, bancária e soberana. Em dezembro de 2010, 64% da dívida pública era detida por credores externos privados; em dezembro de 2013, a parte destes credores havia descido para 23%. Neste período, os credores externos libertaram-se de 55 mil milhões de euros de dívida soberana portuguesa que consideravam tóxica. Só as compras de dívida soberana pelo BCE permitiram à banca dos países do centro libertarem os seus balanços de ativos portugueses “indesejáveis” em cerca de 23 mil milhões de euros. Entretanto os credores oficiais, isto é o FMI, os fundos da União Europeia e o BCE, passaram a deter 43% da dívida pública.

Os restantes resultados do resgate português são contraditórios e, no conjunto, desastrosos. O resgate conteve, como previsto, o crescimento da dívida externa. Induziu uma forte contração da procura interna que reduziu as importações. Na medida em que esta diminuição das importações ocorreu em paralelo com um crescimento das exportações, o saldo externo da economia portuguesa tornou-se positivo, estancando a dinâmica de endividamento. Além disso, viabilizou, em conjugação decisiva com as garantias do Banco Central Europeu, uma descida das taxas de juro no mercado da dívida soberana e restabeleceu o acesso a esse mercado, permitindo ao Estado português continuar no imediato a refinar a sua dívida.

Em contrapartida, entre 2010 e 2013, a dívida pública continuou a aumentar em termos absolutos e em percentagem do PIB, ao mesmo tempo que o PIB perdia 11 mil milhões de euros em termos reais, 400 mil empregos desapareciam, a população residente diminuía em 200 mil pessoas, mais 85 mil portugueses passaram a viver abaixo da linha de pobreza e mais 180 mil passaram a viver em condições consideradas de privação material severa.

O saldo do resgate é, por isso, paradoxal. Em 2014, concluído o programa do memorando, Portugal está confrontado com a mesma dívida externa, uma dívida pública maior, um peso maior dos juros no PIB e menos rendimento público e privado.

Compreende-se mal, portanto, o sentido da afirmação muitas vezes repetida de que o resgate permitiu restabelecer algum tipo de equilíbrio ou normalidade. Na realidade, o equilíbrio externo foi obtido à custa de uma brutal destruição de emprego e rendimento, isto é, da criação de um enorme desequilíbrio interno.

O “ajustamento” do desequilíbrio interno pela única via possível no quadro vigente – a da emigração e do abandono – configura uma tensão crescente entre uma dívida (pública e externa) que não parou de aumentar e um país que definha em população, rendimento e capacidade produtiva. Ao mesmo tempo que o equilíbrio externo se mantém precário, o processo de reequilíbrio interno configura um processo circular e cumulativo de declínio que é parcialmente apreendido pelas noções de contração do PIB potencial e de estagnação secular da teoria económica convencional.

2. As razões da petição “Pobreza não paga a dívida”

A petição “Pobreza não paga a dívida” foi submetida à Assembleia da República a 30 de janeiro de 2014, acompanhada de uma carta aos deputados e de um relatório designado “A urgência da renegociação da dívida e os seus desafios”. Esses documentos

explicitavam as preocupações e as razões que levavam os peticionários a instar a Assembleia da República a pronunciar-se a favor da abertura urgente de um “processo de renegociação da dívida pública que envolva todos os credores privados e oficiais”.

Constatava-se nesses documentos, em primeiro lugar, a aceleração da dinâmica de crescimento da dívida pública depois do início da execução do programa do memorando. O aumento da dívida pública em valor absoluto e em percentagem do PIB, além de todas as sucessivas previsões, traduzia-se num peso cada vez maior da despesa orçamental em juros.

Contatava-se, igualmente, a alteração da estrutura da dívida, decorrente da substituição de múltiplos credores externos privados por credores oficiais e bancos portugueses, e alertava-se para o agravamento, em detrimento de Portugal, das condições para a sua renegociação.

As condições para a renegociação da dívida, logo em 2011, em alternativa ao memorando, teriam sido muito mais favoráveis do que as que se apresentavam no início de 2014 e ainda hoje. Em 2011, caso o governo tivesse optado por desencadear um processo renegociação – defendido, como sabemos hoje, pelo FMI pelo menos para o caso da Grécia – encontraria como parceiros de negociação sobretudo os múltiplos bancos e instituições financeiras privadas não residentes que haviam apostado na dívida bancária e soberana portuguesa. No início de 2014, encontraria já sobretudo credores oficiais – o FMI, o BCE e os Fundos da União Europeia – assim como bancos e instituições financeiras residentes. A negociação com credores oficiais dependentes de governos que têm de prestar contas aos seus parlamentos e eleitorados é sem dúvida mais complexa do que a resolução do problema com múltiplos credores privados. A complexidade da reestruturação é acrescida pela exposição da banca nacional às suas consequências.

No entanto, em 2011, a proposta de reestruturação ainda não tinha feito o seu caminho. Em público, pelo menos, ela era indignadamente rejeitada. A expressão “calote” utilizada frente às câmaras da televisão pelo então primeiro-ministro para excluir liminarmente qualquer alusão à reestruturação da dívida poderá ter sido esquecida por quase todos, mas ficou na memória dos que, mesmo nessa altura, assumiam a posição minoritária de defesa da reestruturação. Rejeitar a reestruturação da dívida em 2011 para optar pela “ajuda” da troica não foi uma inevitabilidade, foi antes uma enorme irresponsabilidade.

Contra o julgamento do governo português e das instituições integrantes da troica, a petição sustentava que a dinâmica de expansão da dívida, atribuível à recessão acelerada com a execução do programa do memorando, indicava a sua insustentabilidade financeira.

A petição sublinhava, no entanto, que, além de financeiramente insustentável, a dívida e o seu serviço também o eram do ponto de vista económico e social. O serviço da dívida estava a aprofundar a recessão e o aprofundamento da recessão traduzido em falências, despedimentos, desemprego, desproteção social e emigração, estavam a dilacerar a sociedade portuguesa.

O serviço da dívida a todo o custo estava paradoxalmente a provocar uma escalada no endividamento e uma situação em que a insolvência acabaria por se impor como um facto. A austeridade falhava quanto aos objetivos que ela própria proclamava. Mas pior ainda, configurava uma ilegítima atribuição de prioridade aos compromissos assumidos com os credores em detrimento de todos os outros compromissos do Estado, decorrentes da Constituição e das declarações de Direitos Humanos.

A dívida pública, defendia-se na petição, teria de ser reestruturada e essa reestruturação deveria ser cuidadosamente preparada. Devido à alteração da estrutura da dívida, a reestruturação teria necessariamente de envolver os credores oficiais já que a proteção dos credores oficiais exporia os credores privados, incluindo os credores residentes, a uma pressão que poderia inviabilizar a própria negociação. A reestruturação deveria, também, preservar a posição dos pequenos aforradores da segurança social e de outros credores públicos.

A reestruturação teria, ainda, de lidar com o problema da exposição dos bancos portugueses à dívida soberana. Os direitos dos depositantes teriam de ser salvaguardados a todo o custo, assim como as funções fundamentais do setor bancário, isto é, o financiamento das empresas e das famílias.

Os cálculos feitos na altura pelos peticionários com base na informação divulgada nos balanços dos bancos apontavam para a possibilidade de acomodar as perdas do setor bancário sem comprometer os depósitos nem a normalidade da atividade bancária. Mesmo que fosse necessária uma recapitalização pública dos bancos, os ganhos da reestruturação compensariam as perdas. Contudo, a situação do setor bancário degradou-se e a análise feita no final de 2013 pode já não ser válida. De qualquer forma, com este exercício, os peticionários tinham como objetivo chamar a atenção para um aspeto crítico de qualquer reestruturação. Esse alerta continua a ser relevante.

O cenário mais desejável para a renegociação da dívida, defendido na carta entregue aos deputados, seria o “de um acordo multilateral à escala da zona euro”. No entanto, à falta de tal processo negocial, os peticionários defendiam que cada país, incluindo Portugal, deveria dar por si os passos necessários para desencadear o processo negocial nas condições que melhor servissem os

seus interesses. Admitia-se mesmo que, num contexto adverso, fosse necessário recorrer à declaração de uma moratória, isto é, a uma suspensão do serviço da dívida tendente à abertura de negociações e vigente até à celebração do acordo com os credores. Na preparação da renegociação, todas as contingências, incluindo possíveis medidas do BCE tendentes a uma exclusão de Portugal do eurosistema, deveriam ser consideradas e acauteladas.

Entretanto, não obstante as expectativas em contrário, decorrentes das eleições europeias, da tomada de posse de um novo presidente da Comissão Europeia e da constituição de uma nova Comissão, a UE não se deslocou na direção de uma resolução multilateral do problema da dívida. Os termos em que a carta aos deputados colocava a questão – prioridade ao quadro multilateral sem hipotecar a capacidade e a eventualidade de iniciativas dos governos afetados, em conjunto ou isoladamente – continuam, portanto, a ser adequados.

A renegociação da dívida, concluía a carta aos deputados, “é um processo de enorme complexidade. Como tal (...) o Estado português deve dotar-se dos recursos necessários para enfrentar o desafio”.

De facto, um dos ensinamentos do trabalho de investigação acerca da dívida pública realizado pelo menos desde 2011 é que, em Portugal, o conhecimento especializado acerca das diversas dimensões de um processo de renegociação e reestruturação da dívida, nomeadamente as jurídicas e financeiras, se não é escasso, encontra-se, pelo menos, disperso e fragmentado. A administração pública, em consequência do processo de delapidação de competências acelerado nos últimos anos, não dispõe dos recursos cognitivos cruciais para a preparação de uma reestruturação. A consequência, experimentada no caso da Grécia, é que, quando a questão se colocar, o próprio Estado estará numa situação de dependência de consultoria de empresas internacionais especializadas. Estas consultoras, mesmo que remuneradas com dinheiros públicos, dificilmente sabem ou querem assumir a perspetiva do interesse público.

Além disso, a falta de debate público acerca do problema da dívida e das modalidades da sua resolução, mantém a população desinformada e, portanto, impreparada para julgar e ainda mais para participar na tomada de decisões que são cruciais para o futuro coletivo.

A petição, acompanhada desta carta aos deputados instava, por isso, o Parlamento a: (a) pronunciar-se a favor de um processo de renegociação da dívida pública; (b) promover a criação de uma Entidade para acompanhar a auditoria à dívida pública, bem como preparar e acompanhar o seu processo de renegociação; (c) garantir que essa Entidade assegure isenção de procedimentos, rigor e competência técnicas, participação cidadã qualificada e condições de exercício do direito à informação de todos os cidadãos e cidadãs.

A mensagem principal da petição era simples: o Estado português deve preparar-se para a renegociação da dívida pública. Esta preparação tem aspetos técnicos e aspetos políticos. Envolve a reunião e organização do conhecimento disponível acerca de processos de reestruturação e o debate público capaz de enquadrar e favorecer a deliberação coletiva. Passado quase um ano da entrega da petição na Assembleia da República, esta mensagem, a que mais tarde se viria a juntar apelo semelhante de uma segunda petição conhecida como Manifesto dos 74, é hoje ainda mais premente.

3. Um apelo hoje ainda mais premente

A preparação da renegociação da dívida tornou-se ainda mais premente, em primeiro lugar, porque o processo de endividamento não foi revertido e o país perdeu capacidade para suportar os seus custos.

É certo que as condições de refinanciamento nos mercados de capitais não são hoje tão desfavoráveis como em 2011. Em consequência de uma atitude assertiva do BCE e da expectativa de uma sua intervenção reforçada que pode vir a incluir aquisição de dívida pública em volume expressivo, as taxas de juro nos mercados secundários situam-se hoje, em termos nominais, em níveis historicamente baixos, mas ninguém pode garantir que o atual equilíbrio baixo nos mercados não dê lugar em qualquer momento a uma inversão de tendência. A inversão do sinal da política monetária nos EUA, prevista para 2015, pode oferecer, apesar da intervenção do BCE, o contexto para uma subida das taxas de juro nos mercados da dívida soberana da Europa que seria desastrosa para Portugal.

Enquanto a dívida permanece, a capacidade privada e pública de servir essa dívida deteriorou-se. A maioria das empresas continua descapitalizada e endividada. Algo semelhante acontece com as famílias. Os bancos continuam vulneráveis ao crescimento do crédito mal parado nos vários segmentos. O peso dos juros na despesa pública, e, portanto, o esforço orçamental para servir a dívida, aumentou consideravelmente.

Os quatro anos de austeridade não produziram desendividamento, mas antes uma economia mais débil para fazer face aos custos da dívida.

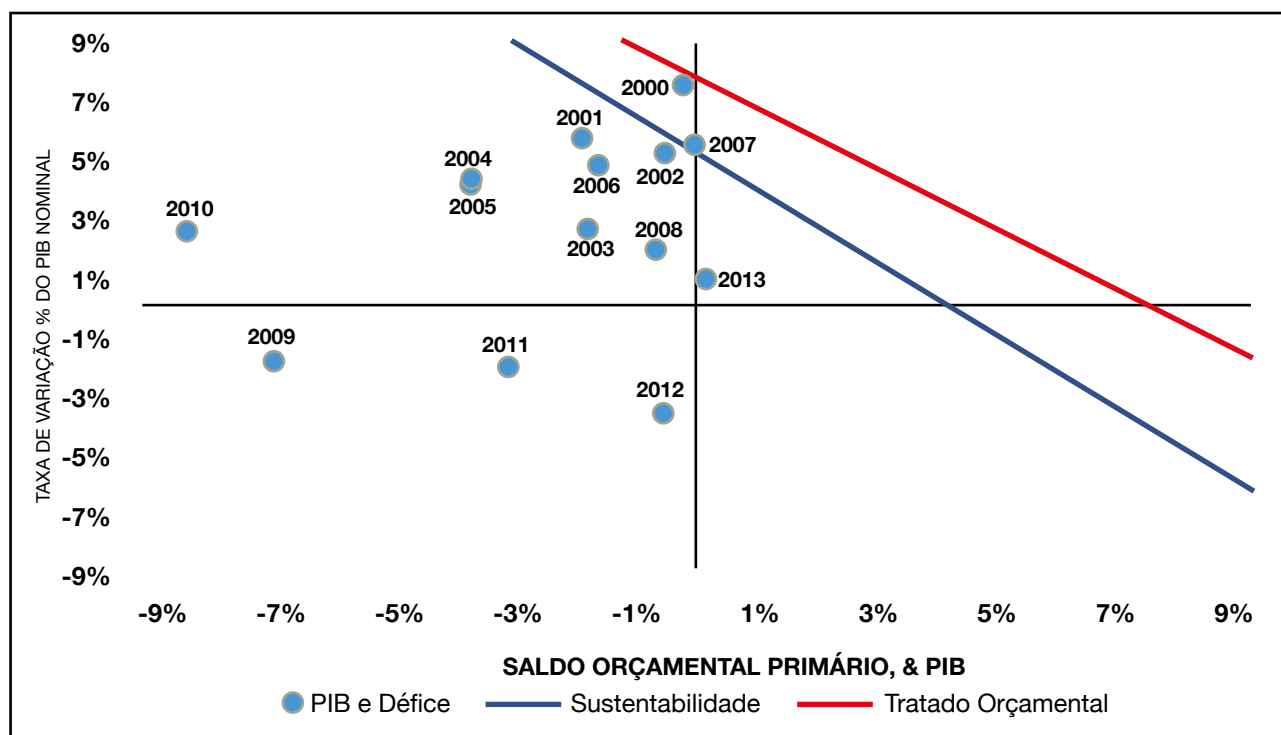
A preparação da renegociação é agora ainda mais urgente, em segundo lugar, porque as perspetivas de recuperação da economia europeia e portuguesa têm vindo a deteriorar-se. Mais do que o crescimento anémico, o problema agora, particularmente em

Portugal, é a deflação. A aritmética mais simples mostra que mesmo com taxas de juro nominais moderadas (em torno de 4%), para taxas de crescimento nominais inferiores a 3%, garantir a sustentabilidade financeira da dívida implicaria saldos orçamentais primários exorbitantes.

Mais difícil ainda, na realidade impossível, seria obter os saldos orçamentais requeridos pelo Tratado Orçamental, de forma a reduzir em vinte anos a dívida pública a 60% do PIB. Porém, mesmo não considerando o Tratado Orçamental, o quadro de deflação, com crescimento nominal do PIB inferior ao crescimento real, traduz-se em insustentabilidade.

Os instrumentos de análise à disposição dos economistas para avaliar a sustentabilidade da dívida pública são muito limitados. Mesmo assim podem dar-nos indicações úteis.

FIGURA 3 Portugal, fronteiras de sustentabilidade e de cumprimento do Tratado Orçamental



FONTE: AMECO.

A dinâmica da dívida, isto é, a evolução do rácio dívida/PIB ao longo do tempo, como é normalmente analisada pelos economistas, depende das taxas de juro médias da dívida, da taxa de crescimento do PIB em termos nominais e do saldo orçamental primário em percentagem do PIB. Os modelos que procuram capturar a dinâmica da dívida a partir destas variáveis são muito simplistas. Ignoram, por exemplo, a interação entre o saldo orçamental primário e o crescimento nominal, escapando-lhes desta forma o efeito recessivo do esforço orçamental orientado para a garantia da sustentabilidade por via do incremento dos saldos primários.

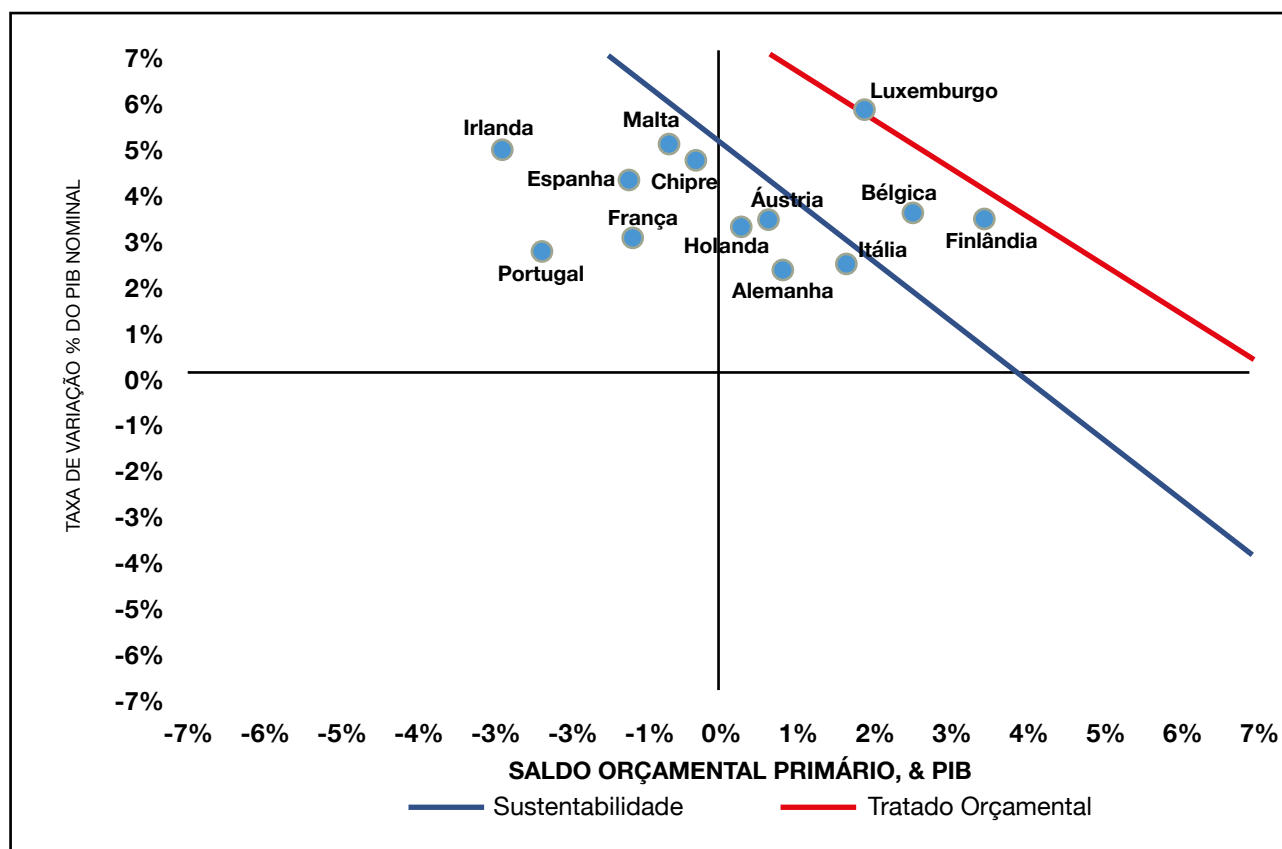
Os resultados apresentados nas Figuras 3 e 4 baseiam-se em simulações realizadas com um desses modelos. Estas figuras são gráficos cartesianos que representam na abcissa o saldo orçamental primário em percentagem do PIB e na ordenada a taxa de crescimento do PIB nominal. Nesses gráficos, representaram-se com duas retas as condições de sustentabilidade e de cumprimento das condições do Tratado Orçamental. A reta à esquerda (mais próxima da origem) representa a fronteira que delimita o espaço das taxas de crescimento do PIB (nominal) e do saldo orçamental primário (em percentagem do PIB) que garantiriam a sustentabilidade financeira da dívida (isto é, o não crescimento do rácio PIB/dívida), assumindo que as taxas de juro se vão manter em 4%. À direita dessa reta está o "espaço de sustentabilidade" e à esquerda o de "insustentabilidade". A reta à direita (mais afastada da origem) representa o mesmo tipo de fronteira para as condições de cumprimento dos requisitos do Tratado Orçamental.

Na Figura 3, os pontos a que estão associadas etiquetas referentes a cada um dos últimos 14 anos têm como coordenadas os pares (saldo orçamental, crescimento nominal) observados em cada um desses anos.

O que nos diz este exercício acerca da sustentabilidade da dívida e da viabilidade de cumprimento das condições do Tratado Orçamental? Entre 2000 e 2013 há apenas dois anos em que o requisito de sustentabilidade se verificou (2000 e 2007) e nenhum em que se tenham cumprido as condições do Tratado. Com base na experiência passada é muito improvável que as condições de sustentabilidade e de cumprimento do Tratado se verifiquem.

Noutros países a experiência é diferente? Na **Figura 4** os pontos representam os pares (saldo orçamental, crescimento do PIB) dos países da zona euro em termos de médias de 2000 a 2013. Verifica-se que apenas três países (a Bélgica, a Finlândia e Luxemburgo), cumpriram os requisitos de sustentabilidade com que Portugal está confrontado, e apenas um – o Luxemburgo – os que decorrem do Tratado Orçamental para Portugal.

FIGURA 4 Eurozona, fronteiras de sustentabilidade e de cumprimento do Tratado Orçamental



FONTE: AMECO

Por muito sugestivos que sejam, estes resultados não dão uma resposta definitiva às questões da sustentabilidade e da possibilidade de cumprimento das condições do Tratado Orçamental. Outros autores e instituições, utilizando o mesmo modelo, têm-se pronunciado pela sustentabilidade e a viabilidade do cumprimento do Tratado.

Na realidade, na aritmética simples das simulações de sustentabilidade obtêm-se os resultados pretendidos com facilidade, dependendo dos pressupostos acerca do crescimento e do saldo orçamental primário. Para obter números compatíveis com o Tratado Orçamental considera-se, por exemplo, com o maior à vontade, o pressuposto de um orçamento equilibrado em 2019. Num contexto de crescimento anémico e deflação, isto só é possível com a continuação de violentos cortes. Podemos ter uma noção da violência desses cortes se tivermos em conta que, para se obter um orçamento equilibrado em 2015, seriam necessários reduzir no défice, entre compressão da despesa e incremento da receita fiscal, cerca de 5 mil milhões de euros.

A questão não é tanto o resultado que o modelo de simulação produz, mas os pressupostos que são necessários para que o modelo produza o resultado desejado. A perspetiva de prolongamento dos cortes orçamentais, num contexto de crescimento anémico e deflação, suscita, como já se escrevia na carta aos deputados que acompanhava a petição "Pobreza não paga a dívida", a questão de outras sustentabilidades além da financeira. O que efetivamente está em causa, quando se antecipam cortes orçamentais ainda mais profundos e prolongados no tempo, é saber se o serviço da dívida e os compromissos assumidos face aos credores devem

ter precedência sobre todos os outros compromissos do Estado. O que está em causa, em última análise, é uma escolha entre serviço da dívida e Direitos Humanos. O que está em causa é a sustentabilidade social da dívida. Em última análise, a sua sustentabilidade política.

O que mais preocupa não é tudo indicar que a trajetória da dívida é insustentável, mas sim poder haver quem tente criar as condições para a tornar sustentável à custa de cortes orçamentais que na prática podem significar a destruição, não só do Estado Social, mas das condições de existência de uma sociedade livre e pacífica.

4. Conclusão

Se razões havia em janeiro de 2014 para instar a Assembleia da República a pronunciar-se urgentemente pela reestruturação da dívida e a tomar medidas conducentes à preparação do Estado português para um processo de negociação muito exigente, mais razões há no presente para renovar esse apelo.

Compreendemos hoje muito melhor que no passado recente o resgate da troica serviu propósitos alheios ao interesse nacional e produziu consequências em nada consentâneas com os seus objetivos explícitos. O resgate proporcionou à banca europeia uma escapatória para a exposição a uma dívida pública e privada que a crise do euro tornou subitamente tóxica. No entanto, contrariamente ao seu objetivo central, não reverteu o processo de endividamento. A dívida pública continuou a aumentar para lá de todas as previsões.

Entendemos também melhor que a estratégia deflacionista de desvalorização interna e de "contenção orçamental" não pode produzir como resultado o desendividamento. Esta estratégia prolonga no tempo a estagnação. Debilita a economia e a sociedade portuguesas. Empobrece-a face a uma dívida pública de muito maiores proporções e a uma dívida externa que apenas deixou de crescer. O risco de insolvência face a qualquer choque adverso torna-se mais nítido à medida que o tempo passa.

Independentemente do caminho feito pela proposta de reestruturação da dívida na sociedade portuguesa e do reconhecimento quase unânime da insustentabilidade, ou pelo menos difícil sustentabilidade da dívida, a verdade é que quer o governo, quer a Assembleia da República parecem manter-se irredutíveis numa atitude de negação. Admite-se uma reestruturação silenciosa feita de alongamentos de maturidades dos empréstimos europeus ou de ligeiras correções das taxas de juro. Admite-se, ou espera-se, uma flexibilização da posição do principal credor – a União Europeia – que permita o alívio futuro. No entanto, exclui-se qualquer iniciativa própria.

É preciso então insistir: a dívida deve ser reestruturada, o Estado português deve preparar-se para desencadear um processo de renegociação. Deve fazê-lo antes que os próprios credores, face à manifesta insolvência do credor e o risco de perdas radicais, concluam que devem ser eles a tomar a iniciativa.

Como era preconizado na carta dirigida aos deputados, a renegociação deveria decorrer no enquadramento institucional da União Europeia. É nesse enquadramento, em articulação com outros Estados-membros, que o governo português deveria tomar a iniciativa. No entanto, a reestruturação da dívida não pode ser prostergada indefinidamente. Em caso algum deverá qualquer governo hipotecar a prerrogativa soberana, reconhecida pelo direito internacional, de desencadear uma renegociação por iniciativa própria, caso o contexto internacional não seja favorável no futuro próximo a um processo multilateral. Em qualquer caso, o Estado português deve preparar-se.

Nota: O autor agradece a Eugénia Pires e a Paulo Coimbra os contributos diretos na preparação deste texto e a toda a equipa da IAC pela partilha de ideias e combates.

PAULO TRIGO PEREIRA¹

Em primeiro lugar, quero saudar o Sr. presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública, Dr. Eduardo Cabrita, por esta iniciativa e também agradecer o convite que me foi formulado, saudando os meus colegas de painel, bem como todas e todos os que se dignaram vir aqui esta tarde.

Vou falar a título meramente pessoal e, portanto, aquilo que vou dizer não vincula nenhuma das instituições nem nenhum grupo de trabalho a que pertença.

Basicamente, vou abordar três questões que considero fundamentais.

A primeira é perceber a natureza da crise da dívida soberana portuguesa. Tenho a vantagem, neste painel, de ser o último a falar e de poder situar os meus argumentos em relação a alguns outros que já foram aqui expostos.

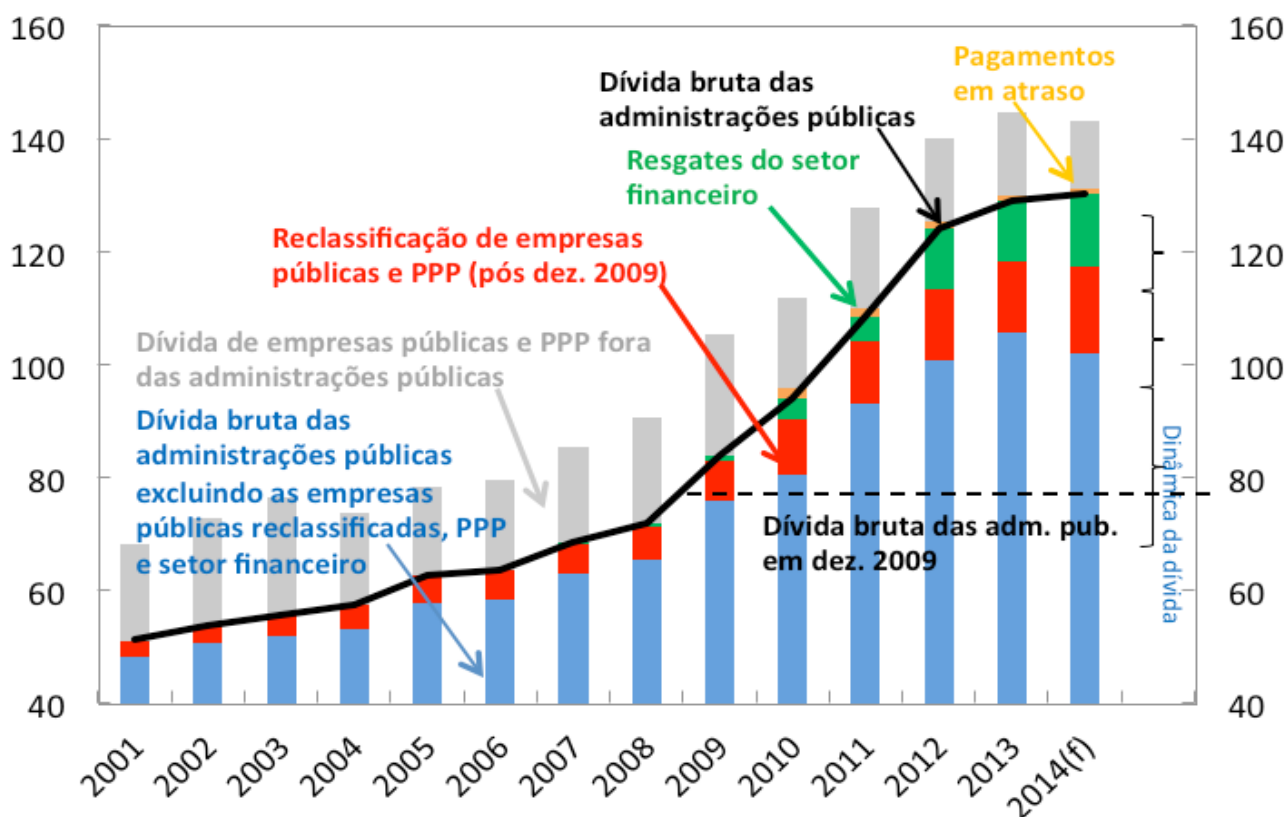
A segunda diz respeito à questão da sustentabilidade da dívida pública.

Na terceira, termino indicando algumas soluções que, a meu ver, poderão apontar para o caminho para a solução. Desde já antecipo que não sou um defensor de soluções unilaterais da dívida pública, mas de uma solução europeia para a dívida pública, não necessariamente com todos os países europeus, mas uma solução flexível, à escala europeia, e com os parceiros que conosco quiserem dialogar.

A primeira questão que me diferencia um pouco da leitura do Prof. José Maria Castro Caldas é como olhamos para a evolução da dívida pública portuguesa nos últimos 14 anos.

Na figura seguinte temos a evolução da dívida pública bruta das administrações públicas que resulta, na primeira parcela (a azul) da dinâmica da dívida relacionada apenas com os défices orçamentais e o crescimento do PIB nominal, porque, no fundo, é dívida em percentagem do PIB; uma segunda parcela (a vermelho) da dívida pública resulta das empresas públicas reclassificadas que fazem agora parte do perímetro orçamental. Temos, ainda, uma terceira componente que tem que ver com a recapitalização do setor financeiro (a verde).

FIGURA 1 A dinâmica da dívida pública 2001-2014



FONTE: FMI.

¹ Este capítulo traduz a intervenção realizada na conferência a partir de registo de gravação. Mantém-se o registo coloquial e introduz-se a informação de alguns quadros apresentados em slides. Dado esta revisão ser feita dois anos depois (novembro 2016), foi acrescentado um breve posfácio que atualiza alguma informação, e à luz dos novos dados reflete-se sobre as previsões feitas em 2014.

Se virmos bem esta figura, percebemos que a crise da dívida soberana portuguesa não é idêntica à irlandesa e à de outros países, em que a crise da dívida é, de facto, uma transmissão de uma crise bancária para a crise orçamental. Isto é, no caso da Irlanda e de alguns outros países, foi o resgate dos bancos o principal factor explicativo da dinâmica da dívida. Tal não foi o caso português.

A crise da dívida soberana portuguesa é basicamente endógena, como explicam as suas duas primeiras componentes. Mesmo que retiremos a componente da recapitalização do setor bancário, vemos que este crescimento da dívida foi explosivo, obviamente porque o crescimento da economia portuguesa foi basicamente nulo durante esta década e houve quer défices orçamentais significativos das administrações públicas quer défices das empresas públicas previamente desorçamentadas (isto é, que saíram do perímetro orçamental), mas que foram empresas públicas reclassificadas (EPR) a partir de 2009 e passaram a integrar o perímetro orçamental.

Vou tentar ir um pouco mais fundo nas componentes da dívida e na dinâmica, muito recente, da dívida pública.

Para isso o quadro seguinte introduz informação relevante para perceber a situação atual (2014) e o que se perspectiva para o ano seguinte (2015). O que se está a passar em 2014 e o que se perspectiva para 2015? Nem eu nem o Instituto de Políticas Públicas², partilhamos do otimismo do governo em relação ao decréscimo do peso da dívida pública em 2015.

	2014		2015	
	% PIBpm	mM€	% PIBpm	mM€
Dívida pública consolidada	127,2%	223,2	123,7%	223,6
(Variação em p.p. do PIB)	-0,8%	-	-3,5%	-
Efeito saldo primário	-0,3%	-0,5%	-2,2%	-4,0
Efeito dinâmico:	1,9%	3,3	1,2%	2,2
<i>Efeitos juros</i>	5,0%	8,8	4,9%	8,9
<i>Efeito PIB</i>	-3,1%	-	-3,7%	-
Ajustamentos défice dívida	-2,5%	-4,4	-2,5%	-4,5
PIB nominal		175,5		180,8

FONTE: Relatório do Orçamento de Estado de 2015, p. 49.

Quais as variáveis que afetam a dinâmica da dívida pública? Esta questão é importante para outras coisas de que vou falar a seguir. Basicamente, o peso da dívida pública no PIB varia com três componentes: o saldo primário, que se for positivo tem um impacto de redução do peso da dívida. Em 2015, espera-se um contributo de -2,2 pontos percentuais (p.p.) no peso da dívida no PIB, o que significa que se espera que o saldo primário seja positivo e que, portanto, isso leve a uma diminuição desse rácio. Esta é uma componente da variação da dívida pública.

A outra componente é o efeito dinâmico conjugado dos juros da dívida com o efeito do crescimento do PIB nominal. Portanto, os juros agravam a dívida, agravam o rácio, e o seu impacto é de +4,9 p.p.; o efeito PIB, assumindo o crescimento económico real subjacente ao Orçamento do Estado de 2015 e o deflador do PIB, seria uma redução de -3,7 p.p.. Quer dizer que o efeito combinado e dinâmico seria um crescimento da dívida de +1,2 p.p. do PIB. Finalmente, outra componente muito importante é a dos ajustamentos défice-dívida, que contribui para a redução deste rácio, e que é de -2,53 p.p..

O que são os ajustamentos défice-dívida? São outras operações, além do saldo primário e do efeito dinâmico que acabei de referir, que têm um impacto na dívida pública. E o que está previsto para 2015? Duas medidas extraordinárias, que não se podem repetir em 2016 com esta magnitude.

A primeira é a utilização dos depósitos do Tesouro junto do Banco de Portugal. Em novembro, o IGCP previa que essa diminuição, em 2014, fosse de 5,1 mil milhões e, em 2015, de 2,5 mil milhões. Esta é a tal almofada financeira que vai estabilizar, mas que não vai poder ser utilizada novamente nos anos seguintes. É a primeira medida extraordinária do ajustamento défice-dívida.

A segunda medida extraordinária é a compra de dívida pública por parte do Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social (IGFSS). Esta compra consolida³ e, portanto, faz reduzir a dívida pública. O governo não diz exatamente quanto é que estima comprar

² Referimo-nos ao Institute of Public Policy Thomas Jefferson – Correia da Serra, do qual o autor foi presidente até assumir as funções de deputado na Assembleia da República. É agora presidente do Conselho Científico e Estratégico do IPP-TJCS.

³ A dívida bruta das administrações públicas é dívida detida por credores *externos* às administrações públicas (AP). Se o Tesouro tiver uma série de Obrigações a dez anos no valor de 1000 milhões de euros, e ela num dado momento pertencer ao ativo de um banco privado e se posteriormente o IGFSS adquirir essas obrigações no mercado secundário, a dívida pública (das AP) diminui 1000 milhões. Isto porque quer o Tesouro quer a IGFSS são parte das AP, e essa série passa a estar no passivo do Tesouro e no ativo do IGFSS, consolidando e deixando assim de ser dívida das administrações públicas (face a terceiros).

em 2015, mas, aqui, na Assembleia da República, a UTAO estima que a compra seja de 1,5 mil milhões. Se tomarmos estes dois valores, isso significa que há, em medidas extraordinárias de ajustamento défice-dívida, 4 mil milhões, que são aproximadamente o ajustamento de défice-dívida que está indicado no quadro, os -2,5% do PIB.

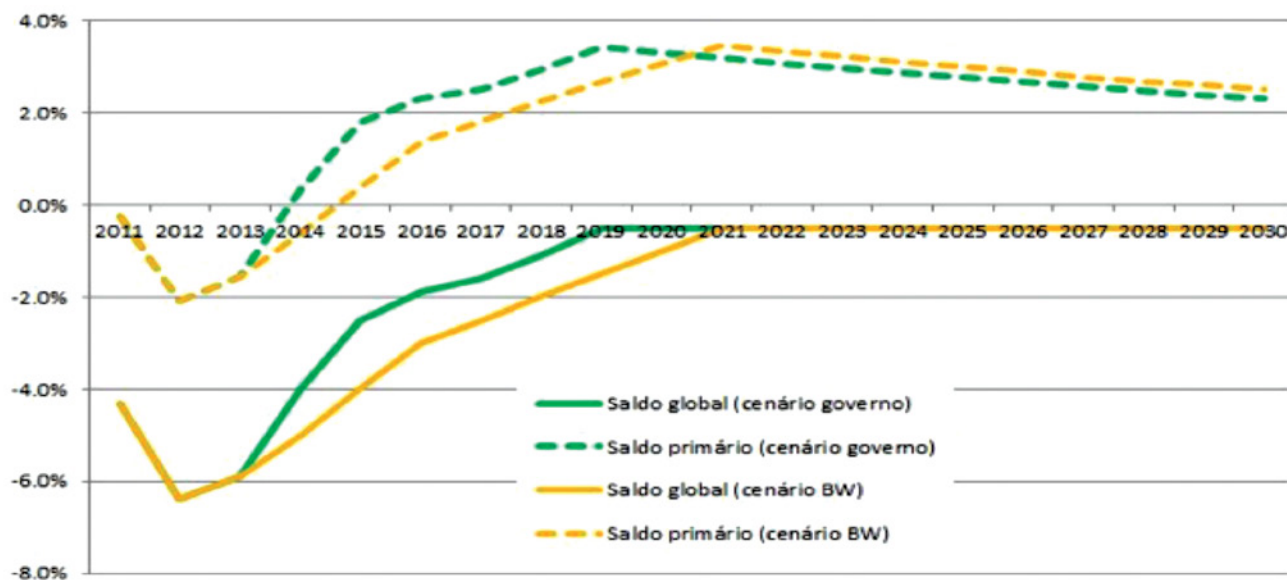
Se não houvesse mais nada, até consideraria que, neste particular, o Orçamento do Estado para 2015 estava bem feito. O problema é que no ajustamento défice-dívida estão também as necessidades de recapitalização do setor público empresarial *não reclassificado*, porque o reclassificado já está contabilizado no Orçamento do Estado. Portanto, a minha estimativa para 2015 é que, no fundo, temos uma subestimação daquilo que vai ser o rácio da dívida no PIB, ou seja, uma sobrestimação da redução da dívida.⁴

A análise destas componentes é importante para olharmos para o futuro. O que estou a dizer com este quadro é o seguinte: houve medidas extraordinárias tomadas em 2014, usando a almofada financeira em cerca de 5 mil milhões de euros, e vai haver em 2015, mas estas medidas extraordinárias não vão existir nos anos vindouros.

Portanto, estamos então em condições de começar a responder à pergunta: é a dívida pública sustentável? Por sustentabilidade, vou entender a redução do rácio dívida no produto até cerca de 60% do PIB, com custos económicos e sociais socialmente aceitáveis do serviço da dívida e estabilização desse rácio após alcançado esse objetivo. Tenho uma resposta teórica e uma resposta prática para esta questão. Vamos começar pela resposta teórica.

A resposta teórica baseia-se nestas simulações que todos nós fazemos – o FMI faz, a Comissão Europeia faz, o ISEG/Instituto de Políticas Públicas TJ-CS faz, penso que o Conselho de Finanças Públicas também faz – e que são relativamente fáceis de fazer. Considera-se uma hipótese de crescimento do PIB real e nominal a 30 anos; uma hipótese sobre a evolução da taxa de juro; uma hipótese sobre os excedentes primários e com isto temos uma dinâmica do peso da dívida no PIB. A **Figura 2** mostra dois desses cenários: o do governo e o do Instituto de Políticas Públicas em relação à dinâmica dos saldos (primário e global) que seriam necessários para fazer o rácio da dívida pública convergir no longo prazo para os 60% do PIB. Assumimos uma taxa de juro implícita da dívida pública de 3,5%. No cenário governamental a economia cresce em termos reais 1,5% em 2015 e 1,8% em 2016, 2017 e nos anos seguintes, enquanto que no cenário ISEG/IPP cresce apenas 1,5% em 2016 e 1,8% em 2017 e nos anos seguintes.

FIGURA 2 Saldos global e primário (governo e Budget Watch ISEG/IPP)



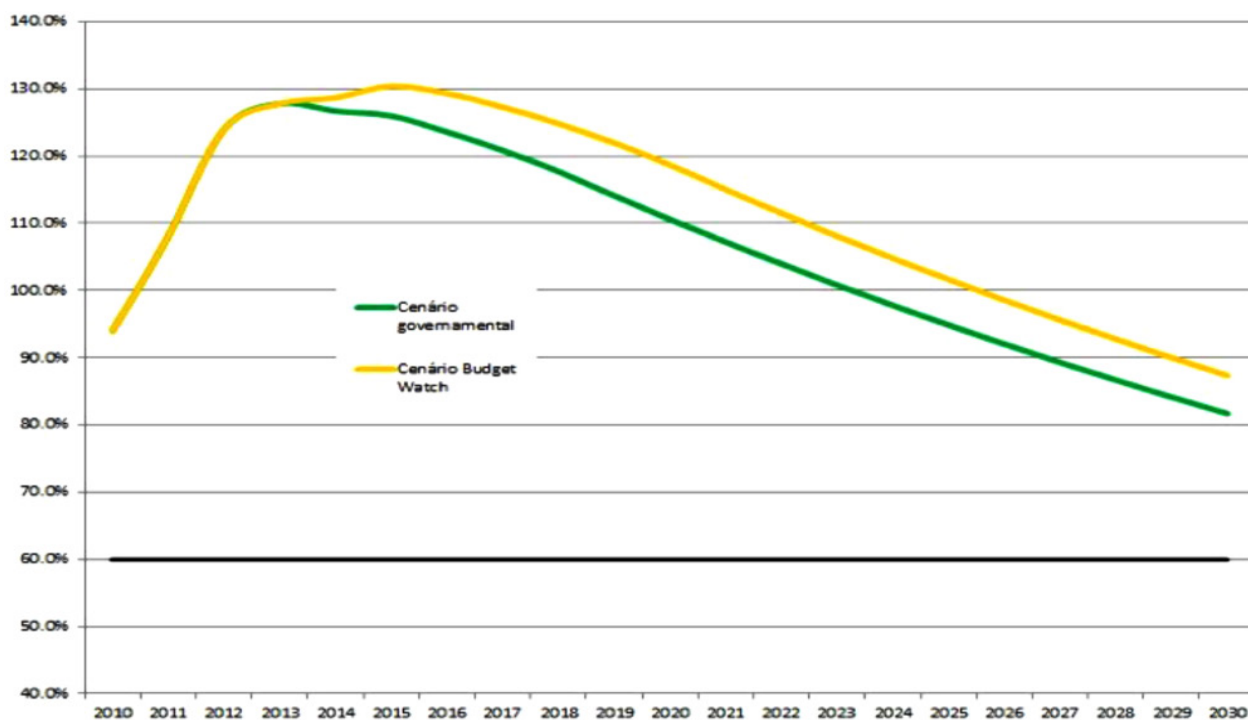
Diria apenas que no cenário governamental, a dívida pública torna-se inferior a 60% do PIB em 2041 e no cenário Budget Watch ISEG-IPP⁵ em 2044 – este é um *update* feito agora, em dezembro de 2014, assumindo que até lá não se dá qualquer renegociação substancial de dívida pública, nem nenhuma medida que leve a uma redução súbita e duradoura do *stock* da dívida pública. Note-se que estas simulações foram feitas sem considerar nenhum ajustamento défice-dívida nem positivo nem negativo a partir de 2016.

⁴ Ver "Posfácio" no final deste artigo em que se confrontam as previsões que aqui fazemos com a realidade.

⁵ O Budget Watch tem sido um projeto desenvolvido por académicos do ISEG e de outras universidades, e outros reputados economistas de análise da transparência e rigor orçamental desde 2010. Daqui tem resultado o Índice ISEG de transparência orçamental. Foi recentemente acolhido pelo Instituto de Políticas Públicas que é o responsável pela construção do índice agora IPP/ISEG. A Deloitte tem sido parceira neste projeto desenvolvendo um índice de OE *business friendly*.

Face a estes cenários, são de esperar os seguintes resultados para a dívida, ilustrados no gráfico abaixo:

FIGURA 3 A dinâmica da dívida pública 2010-2030 (governo e Budget Watch ISEG/IPP)



No cenário governamental, a dívida pública torna-se inferior a 60% do PIB em 2041 e é ainda de 81,7% em 2030, e no cenário Budget Watch só em 2044 atinge esse rácio de 60%, sendo ainda de 87,4% em 2030.

Assim, em teoria, a dívida pública seria sustentável com quatro condições essenciais. Estão ali três, a verificação das três hipóteses acima referidas (taxa de juro, saldos primários excedentários e crescimento), mas falta uma, de carácter institucional, que desenvolverei mais adiante.

Em primeiro lugar, é, pois, necessário que consigamos refinarçar a dívida pública às taxas baixas que temos em 2014 nas OT (Obrigações do Tesouro) a dez anos e a cinco anos.

Em segundo lugar, seria necessário a capacidade de gerar excedentes primários muito significativos, que, entre 2018 e 2022, teriam de andar perto dos 4% do PIB, coisa nunca vista, de facto, e que os anteriores oradores vincaram, e bem, que é, porventura, um cenário demasiado otimista.

Em terceiro lugar, um crescimento real do PIB nunca inferior a 1,7%, a partir de 2016 e uma inflação perto dos 2%, situação que estamos longe de atingir neste momento.

Portanto, teoricamente, a sustentabilidade da dívida seria possível se, além das três condições acima referidas, fosse viável um acordo político – é esta a quarta condição, de natureza institucional – incluindo nesse acordo os principais parceiros sociais para duas legislaturas. Porquê duas legislaturas? Os próximos oito anos serão anos muito difíceis, faça-se o que se fizer, e necessitaremos desses oito anos para inverter de forma clara a tendência de crescimento da dívida.

Seria possível e sustentável a dívida pública desde que houvesse um acordo alargado sobre: i) as medidas de médio prazo de promoção do investimento e do crescimento – ponho o crescimento à cabeça e considero que o Eng.⁹ Cravinho falou bem do crescimento que é o aspeto mais importante –; ii) que houvesse um objetivo estratégico para a dimensão do Estado na economia, face a um potencial de crescimento da economia; iii) que houvesse algum consenso sobre a trajetória para o défice orçamental.⁶

Um ponto adicional sobre o qual seria necessário um acordo (iv) é sobre a reforma paramétrica ou estrutural (não é aqui o lugar para discutir isto) da segurança social. Ou seja, tem de haver um debate – e podia ser outro debate a ser promovido aqui ou noutra espaço – sobre a segurança social e sobre a sua sustentabilidade, não diria a 30 anos mas a dez anos, para que comece a haver algum consenso em torno do futuro da segurança social baseado em hipóteses realistas sobre crescimento, emprego e demografia.

⁶ Note-se que, sendo definida a dimensão do Estado (ii) medida pelo peso da despesa pública no PIB e (i) a trajetória para o défice público, fica automaticamente determinado o nível de fiscalidade do país consistente com a sustentabilidade da dívida.

Um ponto v), que acho fundamental e que tem de ser discutido, e deveria ser acordado, não é uma política de cortes salariais, que foi o que o XIX Governo fez da forma que soube. O que temos de discutir e sobre o qual alguns compromissos seriam desejáveis é sobre uma política de emprego e uma política de remunerações adequada para as administrações públicas. Isto é fundamental fazer e é indispensável para qualquer cenário de sustentabilidade das finanças públicas.

Finalmente, em sexto lugar (vi) diria que deveria haver um programa de saneamento financeiro do setor público empresarial. Li uma notícia muito interessante no *Público*, passe a publicidade. Diz que em relação às parcerias público privadas, e a uma rodoviária em particular, a Estradas de Portugal consegue manter e recuperar 1 km de estrada por 3000 €, o que nessa parceria, que foi elaborada e contratualizada com um privado, está por 150 000 €. De 3000 para 150 000, são 50 vezes mais. Temos, portanto, um problema com as PPP e também com o saneamento financeiro no setor público empresarial, cuja não solução tem um impacto no défice e na dívida pública, como mostrei antes.⁷ Este problema tem de ser resolvido.

Acabando a parte teórica da resposta, acho que se se verificassem as três hipóteses iniciais e se fosse possível um acordo com estes seis pontos para duas legislaturas, a dívida seria sustentável, mas a minha ideia é que este acordo não é possível nos seis pontos. Não vou dizer se é desejável ou indesejável, mas acho que ele não é possível.

Apesar de tudo, considero que sobre os pontos iv), v) e vi) tem de haver um acordo para este país ter viabilidade. Se não vai haver acordo nestas seis questões, que é o meu pressuposto, a minha resposta é que, na prática, *não existe sustentabilidade da dívida pública com solução meramente interna a Portugal*.

Portanto, apesar de termos de fazer o que está dito acima da melhor forma possível, ou seja, apesar de aquele acordo não ser possível, há que caminhar nos pontos possíveis dos acordos parciais possíveis. Temos, pois, de pensar num patamar diferente, que é o patamar europeu.

De facto, temos de encontrar uma solução para a dívida pública que não passe por admitir que é antecipável que vamos ter, internamente, excedentes orçamentais de cerca de 4% neste período crítico que vão ser os próximos oito anos que, como referi, serão muito complicados.

Os próximos oito anos são anos em que os encargos com as parcerias público-privadas serão muitíssimos elevados. Vamos pagar mais de 1000 milhões de euros em PPP, anualmente, num futuro próximo. Depois, esses encargos descem e estabilizam. Mas há uma segunda razão pela qual serão muito complicados: é que, sem renegociação, o grosso da amortização do *stock* da dívida vai ser feita neste período. Teremos amortizações entre 20 mil milhões e 15 mil milhões por ano durante este período, nos próximos seis ou sete anos, o que significa que vamos ter sete ou oito anos muito complicados.

Aquilo que gostava de mostrar e explicar – e tenho pena de não poder fazê-lo com tempo – é o Plano Draghi, que é algo muito útil porque cumpre três objetivos fundamentais. Se for implementado, vai permitir reduzir o serviço da dívida portuguesa sobre um *stock* da dívida, dependendo da magnitude do plano de compras da dívida. Se esse plano for de um bilião, em português, ou seja, 1×10^{12} , se este for o *stock* de compra de ativos de dívida pública, tal significa que vamos poder reduzir os juros da dívida pública sobre um *stock* de cerca de 25 mil milhões, o que não é mau.

O segundo objetivo do Plano Draghi, obviamente, é estabilizar um pouco o mercado da dívida e o terceiro objetivo é combater a deflação.

O que queria mostrar com o material que disponibilizarei depois, individualmente, a quem estiver interessado, é que o Plano Draghi tem virtualidades, mas tem partes que têm que ver com negociação política, entre os governadores dos bancos centrais.

Uma questão central para os quais tenho cenários é a aplicação de diferentes critérios para a compra da dívida pública dos vários países que são Estados-membros. Em princípio, o critério vai ser a quota ou a chave de capital de cada país, ou seja, a parcela de capital de cada país no Banco Central Europeu. Contudo, não teria de ser assim e até esta simulação que fiz, usando a chave de capital, mostrou um caso insólito que vos queria apresentar. É que no caso da Estónia, aplicando a tal chave, isto significaria que se compraria 145% da dívida pública deste país, o que é impossível. Ou seja, a Estónia, face ao rácio de capital que tem, com uma dívida pública muito baixa, o Banco Central Europeu deveria comprar mais do que a totalidade do seu *stock* de dívida. Portanto, nunca poderão aplicar exatamente a chave.

O que retiro dos cenários que efetuei é que se fosse aplicado um critério diferente – e o critério é político e há de ser consensualizado pelos governadores do Banco Central Europeu –, por exemplo, se fosse aplicado algo que tivesse que ver com a dívida excessiva dos Estados-membros, obviamente que isso favoreceria mais Portugal. O Plano Draghi é importante, mas não é suficiente.

⁷ Esta temática é desenvolvida na quinta edição (2016) do livro *Economia e Finanças Públicas*, (P.T. Pereira et al.) Escolar Editora, cap. 11 e na quinta edição de *Economia e Finanças Públicas: da Teoria à Prática*, Edições Almedina (P.T. Pereira e F. Nunes) em que se distingue o impacto da empresas públicas reclassificadas (EPR) e das empresas públicas fora do perímetro orçamental no défice e na dívida pública.

Conclusões

Caminhando para as conclusões, elas são as seguintes: primeira, a sustentabilidade da dívida pública depende de vários atores, a várias escalas. Basicamente, o primeiro e talvez o principal ator, o BCE; segundo, a Comissão Europeia e o Conselho Europeu; e terceiro, Portugal.

Em relação ao BCE, o Plano Draghi não vai resolver os nossos problemas – penso que o Prof. Francisco Louçã, na sua intervenção, irá dizer isso e explicará porquê —, mas é um passo importante no caminho da solução da dívida pública.

Há muitas propostas para aliviar o peso da dívida pública e sobretudo dos seus encargos. O melhor plano de solução do problema da dívida pública que li até hoje e que, apesar de tudo, a meu ver, não está corretamente desenhado, é o do Wyplosz e do Pâris, chamado PADRE⁸, na sua versão inicial, e que agora se chama MADRE⁹. Esse plano não é implementável na forma como está, mas é uma boa base de trabalho.

Por outras palavras, em vez de optar por algo que alguns colegas meus, nesta mesa, defenderão, que é uma reestruturação mais ou menos unilateral da dívida, Portugal devia estudar e devia tomar parte ativa no espaço europeu, numa solução para a dívida pública de carácter europeu e multilateral, que não tem de ser com todos os países da União Europeia, nem com todos os países da área euro, e penso que a melhor base de partida é o plano MADRE.

A Comissão Europeia e o Conselho Europeu podem ajudar à sustentabilidade da dívida. Como? Aliviando os orçamentos nacionais. Por exemplo, pagando parte das prestações sociais dos países membros que tenham, por exemplo, uma taxa de desemprego superior a 10%. Portanto, seria a entrada do Orçamento Europeu, ou de um orçamento da zona euro, que permitiria cobrir parte das despesas em prestações sociais. O Plano Juncker, obviamente, pode facilitar, assim como todas as medidas para o crescimento podem facilitar.

O último ponto é para falar sobre Portugal.

Portugal tem de fazer o seu trabalho de casa independentemente dos cenários. Não nos interessa resolver um problema da dívida pública hoje se amanhã ela está a explodir novamente. Temos de aceitar, e defendo isso, que é necessário fazer consolidação orçamental, e é preciso, obviamente, fazê-la de forma moderada, de modo a ter um impacto mínimo negativo no crescimento económico e no emprego e, basicamente, tendo em conta as seis dimensões acima referidas.

Portugal deve reganhar a sua credibilidade no plano europeu, deve fazer uma consolidação orçamental que permita ganhar a sua reputação. Mais, se não tivermos um quase equilíbrio orçamental, então, uma reestruturação da dívida seria catastrófica, porque teríamos défice orçamental e onde é que nos íamos financiar nos mercados, após uma reestruturação? Por isso, não sou adepto de uma reestruturação unilateral, mas trabalho para encontrar uma solução para a crise da dívida, que não vai ser solucionada com excedentes orçamentais e com austeridade ao nível da que temos tido até agora.

Muito obrigado.

Posfácio¹⁰

Cerca de dois anos depois daquilo que foi atrás exposto, é possível olhar para os dados que entretanto surgiram e rever as ideias explanadas. Em relação aos dados verificamos que, tal como prevíamos (e ao contrário do que o governo de então previa) o peso da dívida pública no PIBpm não desceu substantivamente, mas apenas de forma contabilística. Na realidade, se considerarmos a dívida bruta das administrações públicas, ela diminuiu ligeiramente (de 130,6% para 129%), mas se considerarmos a dívida pública líquida dos depósitos do tesouro, ela aumentou (de 120,5% para 121,6%). O que se passou é que, em 2015, a “almofada financeira” do Tesouro reduziu-se substancialmente, como se pode verificar no **Quadro** da página seguinte.

A dinâmica da dívida pode e é afetada pelos ajustamentos défice-dívida que raramente são incorporados nas simulações e que quase nunca são referidos, mas são essenciais. Se uma privatização, ou uma alienação de outro ativo financeiro do Estado faz reduzir o *stock* da dívida, uma recapitalização de um banco financiada com emissão de dívida faz aumentar. No final de 2015, foi necessário recapitalizar o Banif, para depois o vender. Enquanto houver necessidades líquidas de financiamento do Estado, além das que derivam do défice orçamental, mesmo com a redução deste, o peso da dívida teimará em quase não diminuir. Em março de 2016, quando o governo preparou o Programa de Estabilidade, a previsão para o rácio da dívida no PIBpm era 124,8% em 2016 e

⁸ PADRE, Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone (ver http://icmb.ch/ICMB/Home_files/Geneva%20Special%20Report%20Q3.pdf) foi baseado num escrito de Pierre Pâris e Charles Wyplosz em 2013.

⁹ MADRE, Mutual Agreement for Debt Restructuring in the Eurozone, dos mesmos autores (2014), disponível aqui: http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/prof_websites/wyplosz/Papers/MADRE1.pdf

¹⁰ Este posfácio foi escrito em novembro de 2016. O autor tem agora funções suspensas na Universidade e é deputado do grupo parlamentar do Partido Socialista eleito como independente pelo círculo de Setúbal.

	2014 DEZEMBRO	2015 DEZEMBRO	2016 SETEMBRO
Dívida Pública Bruta (ótica de Maastricht)	226 046	231 584	244 420
Dívida Pública Bruta (em % do PIB)	130,6%	129,0%	nd
Numerário e depósitos	14 923	18 646	21 543
Empréstimos	99 657	91 174	87 830
curto prazo	2594	3378	2396
longo prazo	97 062	87 796	85 434
Títulos	111 466	121 764	135 046
curto prazo	12 681	10 538	15 598
longo prazo	98 785	111 226	119 448
Dívida líquida de depósitos da Administração Central	208 475	218 333	223 148
Depósitos da Administração Central junto do Tesouro	17 571	13 251	nd
Dívida líquida de depósitos (% PIB)	120,5%	121,6%	nd
PIBpm (31 dezembro)	173 079	179 540	nd

FONTE: Banco de Portugal e cálculos próprios.

122,3% em 2017. Pouco depois, com a indigitação de António Domingues para liderar a Caixa Geral de Depósitos, ficou claro que as necessidades de recapitalização da CGD seriam significativas, e, em outubro, o governo, no Orçamento do Estado que apresentou na Assembleia da República e em Bruxelas, reviu em alta este rácio para respetivamente 129,7% em 2016 e 128,3% em 2017. A verificar-se isto significa um ligeiro aumento do peso da dívida em 2016, apesar de em 2016 o défice se vir a situar claramente abaixo dos 3% do PIB, de modo a que Portugal deverá sair do braço corretivo do procedimento dos défices excessivos (PDE).¹¹

O XXI Governo Constitucional já teve a capacidade de tomar algumas medidas que têm impacto na consolidação orçamental, mas que não representam austeridade (é o caso do aumento dos dividendos do Banco de Portugal para o Tesouro). Contudo, a atual maioria parlamentar ainda não teve a capacidade de implementar outras medidas essenciais, ou por desconhecimento do seu impacto ou por não ter a ousadia de enfrentar lóbis instalados. Uma óbvia medida que já deveria estar no OE2017 era a subida da taxa do IVA da hotelaria para a taxa intermédia que é, aliás, onde está na maioria dos países que têm três taxas de IVA. Tal medida permitiria a exportação da carga fiscal essencialmente sobre não residentes, sem que daqui adviesse algum impacto significativo na redução da atividade do setor.

Portugal tem, assim, de realizar aquilo que está ao seu alcance na redução de ineficiências na despesa pública (e para isso uma adequada *comprehensive expenditure review* é indispensável) e de optimização do combate à evasão fiscal e contributiva e da promoção da justiça fiscal, como o exemplo acima ilustra.

Por melhor que faça este trabalho, que deve fazer, não me parece sustentável a prazo gerar os excedentes primários de forma duradoura durante décadas para colocar a dívida, mas sobretudo os juros da dívida, a níveis razoáveis que permitam que se alcance a normalidade na prestação de serviços públicos (na educação, na saúde, na regulação, etc.) sem aumento da carga fiscal.¹² De realçar que, embora Portugal não seja o país europeu com maior peso da dívida no PIB, é aquele em que o peso dos encargos da dívida no PIB é maior. Portugal, a Itália, a Grécia e outros países europeus necessitam de uma solução sistémica e multilateral para as dívidas soberanas. Não se trata em nossa opinião de uma reestruturação da dívida (leia-se *haircut*), mas sim de uma renegociação que permita um decréscimo significativo dos seus encargos sobretudo na próxima década que constituirá um grande desafio para Portugal. Reitero aquilo que defendi há dois anos: é necessário estudar possíveis soluções multilaterais para o fraco crescimento e para o peso excessivo do serviço das dívidas soberanas em vários países, e atuar decidida e ativamente no palco europeu para as implementar, quaisquer que sejam os possíveis obstáculos que tenhamos pela frente. A sustentabilidade da dívida não é exclusivamente um problema económico-financeiro. Quem o considera assim esquece-se que é necessária a justiça social que fundamenta a coesão social nas sociedades modernas. Sem ela, o descontentamento alastrará para as franjas do espectro político, alimentando toda a sorte de populismos, nacionalismos e xenofobia que porá em causa não só o bem estar em vários Estados-membros da União, como o próprio projeto político da União Europeia. É isto que é preciso explicar aos líderes europeus: sem crescimento económico, emprego e renegociação ou mutualização de dívidas, o projeto europeu não terá futuro. Depois de explicar será necessário atuar. Antes que seja tarde demais.

¹¹ Assumindo que, mesmo que se verifique uma recapitalização, ainda que parcial, da CGD em 2016, tal não entrará para o défice orçamental.

¹² Sejamos muito claros. A menos que Portugal cresça a uma taxa superior a 2% em termos reais (o que hoje, no contexto internacional, não parece muito plausível), não considero haver condições para a redução da carga fiscal, enquanto se mantiver o processo de ajustamento que deverá continuar nos próximos quatro anos. Isto não significa que não possa existir, como está a acontecer, uma melhor distribuição dessa carga fiscal. Por outro lado, considero que não deve haver aumento da carga fiscal.

IV PAINEL
QUE SOLUÇÕES PARA PORTUGAL?



Da esquerda para a direita: João Costa Pinto, Agostinho Lopes, Eduardo Cabrita, Noberto Sousa e João Leão

AGOSTINHO LOPES

A NECESSÁRIA RUTURA COM AS POLÍTICAS DE DIREITA

1. Como chegámos aqui? Identificar com rigor as causas da dívida e do desastre: a política de direita do PS, PSD e CDS

A resposta ao problema da dívida pública é hoje a questão política nuclear do país. Mas não menos decisivo é identificar com rigor as causas da dívida, identificar as políticas, as dinâmicas económicas e sociais que a fizeram crescer, até atingir a brutal dimensão de 131,6% do PIB (setembro de 2013, na ótica de Maastricht).

Esta identificação é crucial para lhe responder adequadamente e equacionar com igual rigor e solidez as soluções, hoje para Portugal.

Desde a chegada da troica em 2011, várias e diversas foram as explicações/justificações. Numa breve síntese, e certamente discutível seriação, enumeramos as seguintes:

► **Uma identificação das “causas” para justificar as políticas realizadas e o cumprimento do pacto de agressão, dito memorando, da troica!**

Vivíamos acima das nossas possibilidades e/ou tínhamos um Estado “gordo”, um peso do Estado desproporcionado face à capacidade económica, aos recursos do país. De facto, apenas fraudes políticas!

► **Uma identificação das “causas”, que funcionam como “passa culpas”.**

A crise do sistema capitalista aberta em 2007, o *subprime*, a forma de o PS explicar; a governação despesista dos governos PS/ Sócrates (2005/2011), a forma de o PSD/CDS justificar, escondendo as responsabilidades dos seus governos anteriores a 2005, e mesmo o apoio à generalidade das decisões estratégicas dos governos PS!

► **Uma identificação das “causas” no sistema político e particularmente nos sistemas eleitorais.**

Um dia destes, Silva Peneda, presidente do CES, explicava (...) «Não foi o mercado que falhou, o que falhou foi o sistema político» e que era precisa «a reforma do modelo de governação».

Trata-se de efetiva manobra de diversão e mistificação.

► Muitas outras "causas"/explicações foram sendo avançadas, tais como **a idiosincrasia do capitalismo português** – um capitalismo sem capital, a idiosincrasia do povo português – gente que gosta pouco de trabalhar, e ainda **a corrupção**, identificada como a responsável pelos défices orçamentais¹ que alguma culpa tem.

Todas as causas anteriormente referenciadas, tendo algumas, certamente em graus muito diversos, responsabilidades parciais pela situação a que chegámos, não atingem o nível de explicações sistémicas, sendo, no fundamental, pura mistificação política. Porém, têm um objetivo preciso: promovem a evidente desresponsabilização política de sucessivos governos e maiorias, e dos respetivos partidos, PS, PSD e CDS, e das suas consensuais opções políticas estratégicas!

E não foi por falta de condições e meios políticos e financeiros para outra política. Dispuseram de maiorias absolutas na Assembleia da República e de vultuosos fundos comunitários (só entre 1996 e julho de 2014, um total de 78,6 mil milhões de euros, com um saldo dos fluxos recebimentos/pagamentos de 50,0 mil milhões de euros) e significativas receitas das privatizações (de 1989 a 2013, 35,7 mil milhões de euros, a preços correntes). O resultado dessa governação é conhecido, um desastre económico e social, um monstruoso endividamento público, das empresas e das famílias, um brutal agravamento de desigualdades sociais e regionais, desequilíbrios económicos e financeiros e insustentabilidade económica e social.

As causas, que procuram ocultar-se, estão na política de direita, prosseguida há 38 anos por governos PS, PSD, com/sem CDS, com um conteúdo central: a recuperação capitalista e imperialista, e três eixos estruturantes:

► **As privatizações, liberalização e desregulamentação económicas**, nomeadamente com a reconstituição/recomposição de grupos monopolistas, associados/dominados pelo capital estrangeiro. Os que fizeram essa recomposição do poder económico monopolista e viam os novos grupos como "os elementos racionalizadores das transformações económicas do país, da modernização e de um novo modelo de especialização" (segundo António Guterres), deviam hoje olhar para o país, e tirar conclusões do resultado da sua estratégia e prática governativa.

► **A integração capitalista europeia**, a partir da adesão à CEE em 1986, e os consequentes saltos qualitativos, Mercado Único, Maastricht e a moeda única, o euro, o Tratado de Lisboa e, agora, o Tratado Orçamental. Projeto que retirou ao país instrumentos económicos e políticos fundamentais para o seu desenvolvimento independente e soberano num mundo de fortes e crescentes interdependências. Alguns dos principais défices e estrangulamentos económicos e sociais do país, responsáveis pelo seu brutal endividamento, são os filhos acarinhados da política de direita casada pelo cartório de Bruxelas com a União Europeia!

► **A "financeirização" da economia nacional**, com forte presença e domínio das dinâmicas e dos grupos financeiros e imobiliários e desenvolvimento a todo o pano de atividades especulativas, tendo como anos charneira 2006/7, em que estes setores ultrapassam em peso no PIB a indústria, e juntas com o comércio e distribuição, superam os setores produtivos! "Financeirização" que tem um forte impulso com o processo de liberalização financeira impulsionado pela União Europeia, nomeadamente com a Estratégia de Lisboa e a Estratégia Europa 2020, que a substituiu, em que esse é um objetivo central e explícito.²

As dívidas, pública e externa, (e as dívidas das famílias e das empresas) estão indissoluvelmente ligadas/articuladas com estas opções políticas e estratégicas! A que deve acrescentar-se o acréscimo decorrente da forte especulação sobre a dívida pública, desde 2010, e a dívida decorrente da aplicação do pacto de agressão da troika. Aquando da adesão à CEE (1986) a dívida pública estava

¹ Por outros, ver Paulo de Morais "A mais urgente das tarefas do regime é o combate à corrupção. Em primeiro lugar, porque a corrupção foi a principal das causas desta prolongada crise" (Paulo de Morais in *Da Corrupção à Crise, Que fazer?*, 2013).

² É muito interessante a abordagem de Stiglitz sobre as consequências da desregulação na financeirização: "Esta desregulação trouxe duas consequências que já tínhamos anteriormente abordado. Em primeiro lugar, conduziu à crescente "financeirização" da economia com todas as distorções e iniquidades associadas. Em segundo, permitiu aos bancos explorarem o resto da sociedade através de empréstimos predatórios, taxas abusivas de cartões de crédito, entre outras práticas. Os bancos deslocaram o risco para os pobres e para os contribuintes: quando as coisas não corriam como os credores haviam previsto, os outros tinham de suportar as consequências. A Reserva Federal não só não tentou impedir estas práticas, como até as encorajou." (Joseph E. Stiglitz, in *O Preço das Desigualdades*, 2014).

abaixo dos 60% do PIB, e foi crescendo até aos 131,6% no fim de setembro (2014), pesem os muitos milhões de euros que foram “despejados” de receitas de privatizações.³ Um saco sem fundo.

Observemos três fatores da dívida.

► **A baixa competitividade da economia** não é certamente a consequência de um elevado nível salarial e uma reduzida jornada de trabalho – pelo contrário, Portugal tem dos mais baixos níveis salariais conjugados com elevadas durações (e mesmo duplicação) dos períodos laborais. De acordo com a OCDE, os portugueses trabalham mais 324 horas do que os alemães e ganham menos 7484 €! De forma direta, é o resultado da predação dos setores de bens transacionáveis pelos setores de bens não transacionáveis, num tecido económico fortemente monopolizado/oligopolizado pelos grupos monopolistas da finança, da energia, das telecomunicações, da distribuição, do aço e do cimento, da madeira. O insuspeito Vítor Bento (in *ONó Cego da Economia*) calculou essa predação entre os anos 1990 e 2008 no equivalente a 15% do PIB, mas também as consequências de um comércio externo, com uma moeda supervalorizada, o euro, desadequada face aos níveis de produtividade do país. Mesmo as descidas das taxas de juro verificadas com a adesão ao euro, não devem fazer esquecer que o crédito foi sempre mais caro para as PME portuguesas, face às suas congéneres da zona euro, a que se juntam as fragilidades e desvantagens competitivas de um universo empresarial, na generalidade, de gestores com baixos níveis de formação e qualificação, elevada subcontratação empresarial, empresas descapitalizadas e/ou baixos níveis de capitais próprios, reduzidos investimentos na inovação, num tecido económico dominado por produções de baixo valor acrescentado/baixas e médias tecnologias.

► **O desequilíbrio das contas públicas**, como resultado da anemia económica, particularmente durante a 1.ª década do século – estagnação, baixo crescimento, recessão – em que mergulhámos desde que se iniciou o caminho para a moeda única, reforçada com a entrada em circulação do euro. Acrescentam-se as perdas de receitas fiscais, decorrentes dos benefícios fiscais, redução da carga fiscal (numa década já vamos em duas descidas da taxa nominal do IRC, de 35% para 21%, pelos governos PSD/CDS de Durão Barroso/Paulo Portas e de Passos Coelho/Paulo Portas), da eliminação do imposto sucessório, do planeamento e da evasão fiscal do grande capital, e de perdas decorrentes das privatizações (a par da redução significativa de receitas de dividendos/lucros)! Poder-se-ia referir, a título de exemplo, os 7 mil milhões de euros de mais-valias da venda da Vivo pela PT, distribuídas aos acionistas, que nem impostos cá pagaram ... Mas essa é a situação da maioria das *holdings* dos grandes grupos portugueses, (todas as da Bolsa de Lisboa) sedeadas nos paraíso fiscais da UE, Holanda e Luxemburgo. Contudo, deve referir-se, também, uma política fiscal que continua sem tributar o património mobiliário!

³ É claramente falso o argumento, referido pelo PSD e pelo CDS, de que a subida do endividamento se deveu durante os governos PS/Sócrates à obtenção de crédito externo para financiar o investimento público. Basta olhar para o quadro seguinte e observar a evolução do investimento público (e privado) entre 2005 e 2011, com uma tendência fortemente decrescente, que veio de trás e prosseguiu com o atual governo PSD/CDS.

Estimativa da evolução do investimento em Portugal a preços correntes					(milhões de euros)		
Anos	Investimento público	Inv. público em % do PIB	Investimento privado	Inv. privado em % do PIB	Investimento total	Inv. total em % do PIB	PIB
1995	3650,0	4,2%	17 428,3	19,8%	21 078,3	24,0%	87 840,9
1996	4282,0	4,6%	18 283,8	19,6%	22 565,8	24,2%	93 216,5
1997	5321,0	5,3%	21 224,4	21,0%	26 545,4	26,2%	101 145,9
1998	5198,0	4,7%	25 825,9	23,4%	31 023,9	28,1%	110 376,5
1999	5286,0	4,5%	28 786,1	24,3%	34 072,1	28,7%	118 661,4
2000	5227,0	4,1%	30 968,7	24,3%	36 195,7	28,4%	127 316,9
2001	5911,0	4,4%	31 359,4	23,3%	37 270,4	27,7%	134 471,1
2002	5718,0	4,1%	30 464,9	21,7%	36 182,9	25,7%	140 566,8
2003	5565,0	3,9%	28 135,3	19,6%	33 700,3	23,5%	143 471,7
2004	5703,0	3,8%	30 107,4	20,2%	35 810,4	24,0%	149 312,5
2005	5510,0	3,6%	30 815,4	20,0%	36 325,4	23,5%	154 268,7
2006	4565,0	2,8%	32 513,1	20,2%	37 078,1	23,1%	160 855,4
2007	4588,0	2,7%	34 063,8	20,1%	38 651,8	22,8%	169 319,2
2008	5068,0	2,9%	34 749,3	20,2%	39 817,3	23,2%	171 983,1
2009	5071,0	3,0%	28 979,9	17,2%	34 050,9	20,2%	168 503,6
2010	6496,5	3,8%	28 378,2	16,4%	34 874,7	20,2%	172 859,5
2011	4435,5	2,6%	27 106,5	15,9%	31 542,0	18,4%	170 960,2
2012	2745,0	1,7%	24 838,9	15,0%	27 583,9	16,7%	165 173,7
2013	3084,9	1,9%	22 633,9	13,7%	25 718,8	15,6%	165 120,2
2014	3003,5	1,8%	23 258,2	13,8%	26 261,7	15,6%	168 536,6

Fonte: Contas Nacionais (INE), Documento de Estratégia Orçamental 2013/2017 (MF) e relatório OE/2014.

► **Os défices de produção**, sobretudo de produções de elevado valor acrescentado, a “desindustrialização” do país e os problemas verificados na agricultura e pescas⁴, responsáveis por crónicos saldos negativos da balança comercial. A Divisão Europeia do Trabalho, acelerada e oleada pelo euro, tem um papel central. Havia uma fábula no argumentário em defesa do euro, “Picasso quer renovar a pintura de sua casa”, publicado pela Comissão Europeia, perorando sobre como o euro ia promover “uma divisão do trabalho mais eficaz” na UE⁵! Igualmente responsáveis, as políticas comuns da agricultura, pescas e indústria, a política do comércio externo e as suas sucessivas revisões, levadas a cabo pela União Europeia, onde sempre prevaleceram os interesses dos países do diretório, nomeadamente Alemanha e França.

A profunda crise económica e social acabou também por fazer ruir com fragor, mesmo se alguma gente ainda não parecer ter dado por isso, um conjunto de teses – mitos e mistificações – estruturantes das teorias e práticas do neoliberalismo. **O falhanço das entidades ditas reguladoras** (o caso do Banco de Portugal é paradigmático, mas não é menos a impotência e ineficácia da Autoridade da Concorrência, da ERSE, e de outras entidades, no travar a já referida predação da economia pelos setores de bens não transacionáveis! **A completa fraude da “não intervenção do Estado” na economia** e da assunção dos riscos empresariais pelo capital privado – aí estão, segundo a CE (COM(2012) 510 final/Bruxelas 12 de setembro de 2012, Roteiro para uma União Bancária) os “mais de 4,5B€ dos contribuintes para resgatar bancos na UE”, entre 2008 e 2013. **O ruir da tese da bondade da titularidade e (sobretudo) da excelência da gestão privada** sobre a titularidade dos capitais e gestão públicos...Basta observar o sucedido no setor bancário nacional ou nalgumas empresas não financeiras do Bolsa de Lisboa como a PT!

E como algo mais devia acontecer em Portugal, para culminar, ilustrar, simbolizar o desastre da política de direita, ruíram o Grupo Espírito Santo e o Banco do mesmo nome...verdadeiro paradigma dessa política!

2. As soluções para Portugal: continuidade ou rutura?

No atual estado das artes e do quadro político partidário, podemos esquematizar, *grasso modo* três vetores solução, mesmo se dois deles, diferentes hoje no discurso, acabarão por convergir no médio prazo das soluções governativas concretas.

(i) O “vetor continuidade” (PSD/CDS), que poderia resumir-se assim: “Tudo está bem quando acaba mal...”

A continuidade absoluta das políticas do pacto de agressão/troica, mesmo se avulsa e conjunturalmente aliviadas face ao ano eleitoral que aí vem. A variável preço da força de trabalho como variável única de ajustamento dos desequilíbrios económicos e base da competitividade económica, ou seja, a continuação da desvalorização interna. A continuação das ditas “reformas estruturais” – já na agenda, a da segurança social, que entretanto vai sendo ratada de receitas, para amanhã se invocar a sua insustentabilidade. O abandono na UE de qualquer exigência de metas de convergência e a coesão económica e social entre os Estados-membros. Não haverá renegociação da dívida, e logo teremos, inelutavelmente, a continuação das receitas austeritárias.

(ii) O “vetor continuidade” (PS), seguindo/segundo Juncker

Durante algum tempo, dirigentes do PS, na oposição, teorizaram em torno da inadequação/desadequação da “arquitetura institucional da zona euro” – houve quem assumisse a tese de que Maastricht estabeleceu uma fronteira entre uma União Europeia

⁴ A situação assumiu tal gravidade que os partidos responsáveis pelos governos do país ao longo destes últimos 38 anos **não tiveram pejo em colocar nos seus últimos programas eleitorais a “reindustrialização” como um objetivo crucial! Mesmo se a sua concretização ainda não passou de uma piedosa intenção...**

⁵ Na recente polémica dos licenciados a mais que Portugal tem, Merkel tem razão, porque, de acordo com a citada fábula, nós só devíamos ter pintores da construção civil... (“os picassos” ficariam para a Alemanha!). O silogismo desenvolvido pela CE é uma obra de arte do *marketing* político: a moeda única permite uma divisão de trabalho mais eficaz; uma divisão de trabalho mais eficaz permite criar mais riqueza para toda a gente; logo: a moeda única é boa para toda a gente! Registe-se para memória:

“Uma divisão do trabalho mais eficaz permite:

– Assegurar que cada um se especialize no domínio onde dispõe de vantagens comparativas mais significativas. Imaginemos, por exemplo, que Picasso tinha um dia querido renovar a pintura da sua casa. É evidente que o podia fazer, e que o teria certamente feito, talvez menos rapidamente, mas com mais bom gosto que um pintor da construção civil. Mas não é menos evidente que isto lhe tomaria muito tempo, e que ele tinha objetivamente muito mais que fazer. A divisão do trabalho é, então, em primeiro lugar, um elemento de eficácia.

– Libertar um rendimento suplementar que poderá ser repartido entre os parceiros da troca. Retomemos o exemplo de Picasso. Entregando a pintura dos seus muros a um pintor da construção civil, Picasso fica com tempo livre. Durante esse tempo, ele pode pintar um certo número de obras-primas. Cada uma valendo vários milhões, ele aumenta muito mais a riqueza coletiva do que se ele próprio pintasse a sua casa. Não prejudicando ninguém, ele enriquece por acréscimo o património artístico da humanidade. Com toda a lógica, não somente Picasso, mas a coletividade no seu conjunto tem interesse em que ele contrate alguém para pintar a sua casa e que ele se concentre no que sabe fazer melhor.”

Como não haveríamos nós de deixar de aderir à moeda única! Ao euro, sobre o qual se ia construir a felicidade da Europa!

boa e uma União Europeia má – e deixavam antever a defesa da tese de uma reconfiguração da zona euro, com o aprofundamento federalista, mutualizando custos/dívidas (*eurobonds*) e a reclamação de mais fundos comunitários. A participação de destacados quadros políticos em manifestos/projetos defendendo uma “renegociação/reestruturação da dívida”, que deveria ser realizada no quadro comunitário, indiciavam que pelo menos na abordagem da dívida haveria alguma inflexão na matéria. Hoje não é claro o que de facto é proposto! Este debate travado na Assembleia da República (16.12.2014), é já uma exibição desse recuo...

Mas quem saúda os “compromissos do presidente da Comissão Europeia (CE) Jean-Claude Juncker”, que rumo escolhe? Quem afirma, “A minha proposta é coincidente com a do presidente da CE J. C. Juncker”, que programa estabelece? Quem está com o plano Juncker não está a sinalizar nenhuma “rutura” (não vale desvirtuar o seu conteúdo semântico!), mas a afirmar a continuidade das políticas comunitárias e nacionais! Juncker, que, aliás, não deixa os seus créditos por mãos alheias, já descobriu pelo método antiquíssimo da multiplicação dos pães como 16 mil milhões de euros do orçamento comunitário mais uns possíveis 5 mil milhões do BEI vão parir uma montanha de mais de 300 mil milhões de investimentos. O plano de Juncker é um “triângulo virtuoso” onde há o vértice-cenoura do investimento, tendo nos outros vértices as nossas conhecidas “contenção orçamental” e “reformas estruturais”⁶.

A dádiva/oferta de Juncker é na linguagem do “nosso” antecessor de Juncker, um “barril” de massa, que compara com a tal “pipa” de massa dos 26 mil milhões de euros de fundos comunitários para Portugal até 2020, e comparam as duas (em unidades de medida de vinho) com o “tonel” de massa que, segundo a Comissão Europeia, Portugal vai pagar de juros nesse mesmo período: 60 mil milhões de euros...

No entanto, é possível acreditar que o homem do Luxleak, que montou a “indústria” fiscal luxemburguesa à custa da expropriação fiscal dos portugueses, e de outros povos, que foi convicto fiel da Sr.ª Merkel na aplicação da receita austeritária, que o dirigente da direita conservadora europeia vai fazer a “rutura” com as políticas cá aplicadas, pelos governantes da sua família política?!

Quem mantiver dúvidas sobre a avaliação desta solução/caminho para o país, tem no momento referenciais sólidos para julgar em definitivo. Olha para a França e vê as medidas que o governo de Hollande indicia para responder aos questionamentos da CE e do eurogrupo! Olha para a Itália e vê um comportamento siamês de Renzi. Vê com espanto que as reformas são, por exemplo, em Itália: “reduzir a despesa pública em 34mM€ até 2016”; “arrecadar 12mM€ com privatizações”; “flexibilizar a legislação do trabalho para tornar mais fácil o despedimento e as contratações”. E, ainda, “redução dos impostos em 18mM€ em 2015 para estimular o crescimento” e “alteração das leis eleitorais para facilitar a formação de governos de maioria”! Assim, o atual governo PSD/CDS não pode ser acusado de fundamentalismo troikiano!

O PS procura mostrar diferenças, mas não rompe, de facto, com as orientações que aqui nos trouxeram, mantendo identidades fundamentais como o PSD e CDS, nas opções estratégicas económicas e políticas.

(iii) O vetor rutura, a proposta do PCP de uma política patriótica e de esquerda

Três questões centrais:

Em primeiro lugar, sem uma profunda rutura com a orientação que tem vindo a ser seguida, o país arrisca-se, depois do primeiro decénio deste século, a uma segunda década perdida e, mais geralmente, a uma degradação de longo prazo, uma estagnação prolongada, entremeada de recessões, sem fim à vista. Ou seja, um crescimento residual ou muito pequeno, extremamente insuficiente, intermediado por recessões mais ou menos severas, que demoram anos a recuperar. Com o conseqüente reflexo nos indicadores sociais, que, independentemente de oscilações, traduzirão a persistência do desemprego massivo, da precariedade acentuada, da pobreza endémica e da emigração forçada.

Em segundo lugar, a rutura para impedir essa inevitabilidade envolve romper corajosamente com o modelo de acumulação em benefício dos grandes grupos económicos nacionais e estrangeiros, assegurar o controlo público sobre o sistema financeiro e outros setores estratégicos, retomar a soberania monetária, multiplicar o investimento, modernizar o aparelho produtivo nacional, introduzir uma fiscalidade justa e adequada à sustentabilidade das finanças públicas, libertar o Estado da captura pelos grandes interesses privados e, no imediato, sem hesitações nem delongas, abater substancialmente a dívida pública para reunir recursos para o primeiro impulso de desenvolvimento e reversão do declínio.

E em terceiro lugar, uma anotação especial para o investimento de que Portugal precisa como de pão para a boca. O país não se desenvolverá sem um enorme esforço investidor, nomeadamente público, que atualize e expanda o seu aparelho produtivo e económico, aumente os níveis de qualificação dos seus trabalhadores, promova a exploração dos seus recursos naturais e potencie a

⁶ “An Investment Plan for Europe – The virtuous triangle”, *Investment – Structural Reform – Fiscal Responsibility* (discurso de J. C. Juncker).

criação de emprego socialmente útil. Mas nem o garrote da dívida o faculto, nem a arquitetura do euro (moeda e política monetária desajustadas da realidade nacional, pacto de estabilidade e crescimento, Tratado Orçamental) o permite, nem a banca privada mobiliza fundos para isso. Três estrangulamentos principais que bloqueiam a vida nacional e requerem soluções de rutura, para recolocarmos o país numa senda de desenvolvimento.

2.1. No plano económico, a medida mais urgente é a reestruturação das dívidas pública e externa. Importa ter presente que as duas dívidas, dívida pública e dívida externa, estão cada vez mais sobrepostas. De acordo com os dados mais recentes (final de setembro), a dívida pública, na ótica de Maastricht, era 131,6% do PIB. Na mesma altura, a dívida externa líquida, dada pela posição de investimento internacional, era 114,9% do PIB. Mas a dívida externa (líquida) das Administrações Públicas equivalia a cerca de 91,4% da dívida externa líquida total, cerca de 94,7% do PIB.

Por comparação, a dívida externa do setor bancário, em rigor das outras instituições financeiras monetárias, equivalia apenas a cerca de 7,5% da dívida externa líquida total, cerca de 7,8% do PIB. Incluindo o que se poderia chamar de dívida externa *indireta* do setor bancário, isto é, a dívida das outras instituições financeiras monetárias ao Banco de Portugal (ao eurossistema) por motivos de cedência de liquidez, *que formalmente não é considerada uma dívida ao estrangeiro*, a dívida externa, neste sentido amplo, direta e indireta, do setor bancário nacional equivaleria a cerca de 29% do PIB.

Do facto de a dívida externa do país ser fundamentalmente constituída pela componente externa da dívida pública é possível tirar a implicação que *reestruturar em profundidade a dívida pública é, simultaneamente, reestruturar em profundidade a dívida externa*. Ou, neste sentido preciso, que o problema da dívida externa do país é hoje, fundamentalmente, o problema da dívida pública (se bem que a dívida externa das empresas não é já desprezável, nem a dívida indireta da banca ao eurossistema).

É claro que não se pode nem se deve retirar a conclusão – que seria errada – que o problema da dívida externa teve origem na dívida pública.

O problema da dívida externa, como aliás também da dívida pública, deveu-se essencialmente a grandes bloqueios nacionais, causados, como atrás referimos, pela política de direita. A estagnação da atividade económica conviveu e exigiu mesmo um elevado endividamento externo, potenciado e estimulado pelas baixas taxas de juro da zona euro em que o país se integrou. A banca nacional foi o veículo privilegiado desse endividamento, *endividou-se e fez endividar*.

A violenta irrupção na Europa da crise internacional, em 2008, perturbou os empréstimos interbancários na zona euro, especificamente nos circuitos de financiamento europeu dos bancos portugueses, foi brutalmente interrompida e revertida a progressão do endividamento externo líquido da banca nacional. O Estado, pelo contrário, teve de se endividar para combater a recessão, fazer face à diminuição de receitas fiscais, ao aumento das despesas sociais, ao auxílio de emergência à banca, sobretudo quando, decorrente da crise, as taxas de juro das obrigações do tesouro dispararam e substituiu o financiamento junto dos mercados pelo financiamento junto da troica. A cavalgada da dívida externa saltou da banca para o Estado.

O atual caso do BES é ilustrativo de como a dívida pública se tornou o lugar de "centralização e acumulação" das dívidas externas setoriais da economia. A injeção de cerca de 3,9 mil milhões de euros no sucedâneo Novo Banco, que saíram da linha de capitalização da troica para os bancos, acresce ao endividamento público externo. A dívida externa da banca desce, mas a do Estado sobe.

Não obstante, a situação é deveras peculiar. Portugal, pela derrocada económica e financeira, pelo descalabro das contas públicas, das sucessivas derrapagens do défice e da dívida pública, teria, dir-se-ia, as maiores dificuldades em emitir dívida, em se financiar junto dos mercados (isto é, dos bancos, seguradoras, fundos de pensões, fundos de risco, fundos de investimento, que adquirem esses títulos de dívida). E, no entanto, voltou a fazê-lo, dispensando novo empréstimo da troica. As taxas de juro das obrigações do tesouro, incluindo as de longo prazo, descem a mínimos históricos (a 10 anos estavam a 2,72% no dia 8 de dezembro).

Como é sabido, à exceção do governo, a situação portuguesa não conta aqui praticamente nada. A insuficiência de crescimento mundial, a estagnação europeia, a recessão japonesa, a desaceleração dos BRIC, combinada com o continuado aumento da liquidez mundial, em que agressivas políticas de criação monetária nuns lados (Japão e Europa) mais do que compensam os recuos noutros (EUA), são a causa. Essa massa de liquidez não encontra investimentos suficientemente rentáveis na esfera produtiva e desloca-se para a esfera financeira, nomeadamente para a compra de dívida pública, inflacionando os preços e, por conseguinte, fazendo descer as taxas de juro.

Não havendo perspectivas de recuo do volume global de liquidez e também de aceleração significativa do crescimento mundial, a situação das baixas taxas de juro da dívida europeia, incluindo a portuguesa, pode manter-se.

Só não se pode afirmar que durará, porque, mesmo sem uma severa recaída do crescimento mundial, a fluidez da massa global de liquidez pode levar ao deslocamento do tipo (e do lugar) das aplicações financeiras, alterando radicalmente a multipolaridade do investimento global, com o empolamento de bolhas nalgumas classes de ativos e o esvaziamento de bolhas noutras. Foi ao que se

assistiu ao longo do ano passado. O capital fugiu dos países emergentes, excluindo a China, para a zona euro, nomeadamente para a sua periferia. Como seria de esperar, os preços dos ativos dos primeiros caíram e as suas moedas depreciaram.

Todavia, é muito possível que as taxas de juro da dívida portuguesa se mantenham baixas, e até mesmo que, com oscilações, continuem a diminuir, porque, apesar de o efeito da liquidez ser global, a influência regional também se faz sentir. E a deflação (ou desinflação) europeia encaminha o BCE para uma maior criação monetária, com a aquisição desesperada de ativos financeiros, mais ou menos arriscados, incluindo dívida pública ou privada, nas mãos dos bancos (*quantitative easing*), o que contribuirá para a descida dos rendimentos das obrigações portuguesas.

É assim lógico que se possa vir a emitir dívida de longo prazo para antecipar o pagamento dos reembolsos ao FMI. Na verdade, tratar-se-á apenas de uma substituição, ligeiramente vantajosa do ponto de vista financeiro, de dívida oficial por dívida dos investidores.

Porém, a manutenção das baixas taxas de juro, tem outra implicação. Nestas condições, com um saldo orçamental primário (que exclui o pagamento de juros) praticamente equilibrado e um crescimento mesmo ligeiramente positivo do produto, *o crescimento da dívida pública em ordem ao PIB até poderá desacelerar*.

No entanto, tal não pode significar qualquer subestimação *dos níveis brutais da dívida pública*. A dívida externa do país pode até também diminuir, sem prejuízo de continuar elevadíssima e uma das maiores do mundo.

2.2. Os níveis descomunais das dívidas, pública e externa, tornam insustentável o serviço da dívida. A sangria de recursos públicos para o estrangeiro devido a uma e outra, impedem que o Estado e o país mobilizem recursos para promover o investimento e recuperar os níveis de bem-estar social que perdeu. Sair da crise, da prolongada estagnação, só é realizável com uma substancial redução da dívida pública e do seu serviço. Não é admissível gastar mais de um sétimo da receita efetiva da administração central com o pagamento de juros, como se prevê para 2015. Já atrás se referiu a elucidativa comparação entre 26 mil milhões € de fundos comunitários que se prevê o país possa arrecadar até 2020 e os juros do serviço da dívida, que vão custar (60 mil milhões €) no mesmo período (Resposta da CE à Pergunta E-006503/2014 de 21.10.2014, do deputado do PCP João Ferreira).

É necessária uma renegociação e reestruturação da dívida pública, no interesse do país e não dos credores, que a deixe a níveis sustentáveis, compatível com a solvabilidade financeira do Estado e a promoção do desenvolvimento, implica um substancial abate do seu volume e do encargo com os juros pagos anualmente.

Há basicamente três maneiras de fazer isso. Alongar os prazos de pagamento, diminuir as taxas de juro, reduzir os montantes em dívida.

A experiência internacional, quase padronizada e mais que testada, das grandes reestruturações das dívidas públicas, envolve os três fatores, prazos, juros e montantes. (Por exemplo, a reestruturação da dívida grega de 21 de fevereiro de 2012 determinou uma redução direta do valor facial da dívida de 53,5% que, combinada com o abaixamento das taxas de juro e o alargamento dos prazos de pagamento, levou a perdas de cerca de 75% para os credores privados. Infelizmente deixou de fora os credores oficiais e esse é um dos motivos por que não resolveu problema nenhum).

No PJR 1120/XII-IV de 15.10.2014, apresentado e debatido nesta AR, propusemos a urgente e inevitável renegociação da dívida, como uma decisão e iniciativa do Estado português para assegurar um serviço da dívida compatível com o desenvolvimento económico, a promoção do investimento, do emprego, das condições de vida e direitos sociais e laborais dos portugueses.

Nomeadamente, a renegociação da dívida direta do Estado, em particular da correspondente ao empréstimo da troica resultante do Memorando de 17 de maio de 2011, com uma redução dos montantes, não inferior a 50% do valor nominal, que em conjunto com a diminuição das taxas de juro e o alargamento dos prazos de pagamento assegure uma redução de, pelo menos, 75% dos seus encargos anuais.

3. Democracia, soberania e independência nacional

Sendo a renegociação da dívida a principal e primeira questão a que o país deve responder, não basta. É uma condição necessária e urgente, mas não suficiente.

Com a dívida, estão no centro das amarras da dependência de Portugal, o euro e o poder monopolista, associado e dominado pelo capital financeiro multinacional, no comando de empresas e setores estratégicos! E sem cortar todos esses nós górdios o país não terá futuro!

Contudo, não são apenas questões económicas, e já isso seria bastante. São questões que afrontam o próprio regime democrático. Inseparável, inerente ao processo de reconstituição monopolista, à integração e submissão às imposições da União Europeia e à chantagem dos mercados financeiros está o empobrecimento e a amputação do regime democrático. Um processo que tende a transferir um número cada vez maior de decisões para estruturas supranacionais – que não são sujeitas a qualquer escrutínio

democrático. Decisões em colisão com a Constituição da República Portuguesa, mas dependentes de entidades como o BCE, cujos mandantes são os senhores da grande finança europeia, das praças financeiras de Frankfurt, de Paris, da City londrina, o diretório das grandes potências, com a Alemanha à cabeça. A que deve acrescentar-se a "privação de liberdade económica" de milhares de cidadãos, cuja situação de "pobreza generalizada e continuada não é compatível com a democracia"⁷.

O grande capital, os seus partidos, os seus ideólogos e comentadores procuram convencer os trabalhadores e o povo que a economia é assim, e que não pode ser de outro modo.

Duas teses centrais são desenvolvidas: a "expulsão" do social da economia, com a concomitante "naturalização" desta; a tese da imperativa ditadura dos mercados financeiros internacionais!⁸ E as duas expulsam logicamente a política e dispensam a democracia.

Na primeira tese procura inculcar-se a ideia de que não há nada a fazer com o "sistema económico". Ele existe para produzir lucros e acumular capital. Essas questões da pobreza, das carências alimentares, do desemprego, da segurança na velhice, são problemas sociais que têm resposta ao nível do "tratamento" social pelas IPSS: sopa dos pobres, bancos alimentares, mercado social de emprego, mecenato social. (O social é a ambulância que se envia aos mortos e feridos da competitividade).

Sobre a outra tese temos a versão de um antigo presidente do grupo parlamentar do partido da Sr.^a Merkel: "A política deve ser orientada em função da realidade supranacional. As expectativas dos mercados financeiros internacionais são uma expressão dessa realidade." **Logo: a política deve ser orientada em função das expectativas dos mercados financeiros internacionais e não das expectativas dos cidadãos!** Ou como dizia Ernâni Lopes (ministro das Finanças do Bloco Central): "Não está em causa o princípio democrático da escolha dos governantes: cada eleitorado continua a ser livre para escolher quem ocupa o poder." Mas "O exercício da soberania deixou de ser um produto da vontade política (...)". **Isto é, o eleitorado escolhe quem ocupa o poder, os mercados financeiros ditam o que faz o poder!**

Alguns mostram-se muito preocupados com uma dita reforma do sistema político e fundamentalmente dos sistemas de representação/sistemas eleitorais, descobrindo engenhosas engenharias eleitorais, os círculos uninominais, a escolha dos candidatos a deputados pelos cidadãos, as primárias. Basta olhar para outras paragens para ver que nada resolvem, que não são solução para nenhum dos grandes problemas que os portugueses enfrentam.

Uma grande parte lança, como atrás se referiu, uma mistificação política, uma evidente manobra de diversão, para fugir de assacar responsabilidades, pela situação em que o país se encontra, às maiorias partidárias e a respetivos governos das últimas décadas. Para outros, é uma forma de encetar e reforçar o ataque formal à Constituição da República Portuguesa, ao regime político democrático, de Abril, nela instituído. Como se a questão política de fundo não fosse a reforma radical, dizemos a rutura, com as opções políticas estratégicas do PS, PSD e CDS que aqui nos conduziram.

No entanto, não deixa de ser notável que, vendo o argueiro no funcionamento do regime, não enxerguem a tranca que vem expropriando os portugueses do seu poder soberano, decidindo por nós, nas escolhas políticas centrais hoje para as nossas vidas, pela imposições supranacionais das estruturas da UE, pela imperativa ditadura dos monopólios e da finança!

Os mesmos, ou em grande parte, os que continuam, de forma mais explícita ou mais implícita, a fazer crer, a advogar, como base estratégica de uma alternativa política, o caminho sem saída de mais federalismo na integração capitalista europeia, socavando ainda mais os graus de liberdade e soberania que ainda nos restam. Um caminho que reforçaria o que há muito o Prof. João Ferreira do Amaral denominou, com toda a justeza, a transformação do Estado português numa enorme Junta de Freguesia.

É, assim, uma pedra de toque na clareza da rutura com a política de direita, e uma condição nuclear no abrir de portas e janelas para uma política alternativa a recuperação pelo Estado português de elementos e instrumentos centrais da soberania e independência nacionais.

⁷ Numa importante abordagem escreve Avelãs Nunes, com citações de Amartya Sen e Paul Krugman: "O alargamento da mancha de pobreza e da exclusão social que delas tem resultado é algo que põe em causa a própria civilização, nomeadamente as condições de vida em democracia. Porque a pobreza não significa apenas baixo nível de rendimento, ela priva as pessoas de capacidades básicas essenciais para a preservação e afirmação da sua dignidade enquanto pessoa: a 'privação de liberdade económica', na forma de pobreza extrema pode tornar a pessoa pobre presa indefesa na violação de outros tipos de liberdade" (Amartya Sen). Uma situação de pobreza generalizada e continuada não é compatível com a democracia: "A concentração extrema do rendimento significa 'uma democracia somente de nome', 'incompatível com a democracia real'" (Paul Krugman).

"Poderá falar-se de democracia real num país como o nosso, com mais de dois milhões de pobres ou muito pobres, num país com cerca de um milhão e meio de desempregados (mais os que não constam das estatísticas oficiais, mais os 300 mil que foram obrigados a emigrar nos últimos três ou quatro anos), dos quais quase metade não recebe qualquer subsídio ou apoio do Estado, num país em que se aumentam os encargos das famílias com a saúde, a educação, os transportes e outros bens essenciais, ao mesmo tempo que se confiscam os salários e as pensões e se mantêm os privilégios dos rendimentos do capital e as rendas das PPP?" (António Avelãs Nunes, in *Seara Nova*, n.º 1723, primavera 2013).

O que significa eliminar/atenuar dependências que amarram o crescimento económico do país, pela absorção brutal da riqueza criada e das receitas do Estado, não deixando excedentes para a despesa social e o investimento produtivo, como sucede com a dívida pública e o seu monstruoso serviço de dívida.

O que significa recuperar instrumentos económicos e financeiros, perdidos com a adesão ao euro, como a emissão de moeda, a taxa de câmbio e a gestão orçamental, e um Banco de Portugal como financiador de último recurso que liberte o país da chantagem dos humores e sobretudo das manipulações e especulações financeiras dos ditos mercados e agências de *rating*!

O que significa recuperar para o Estado alavancas de comando económico, de decisão estratégica e de direção operacional necessárias a uma política económica e financeira de acordo com os interesses nacionais.

O que significa travar e impedir novas perdas de soberania, novos espartilhos como o Tratado Orçamental e a União Bancária, ou um novo golpe no comércio externo, com o que se desenha no Tratado Transatlântico de Comércio e Investimentos (TTIP) entre a União Europeia e os EUA.

O PCP assumiu as suas responsabilidades de grande Partido da Soberania e Independência Nacional, com o conjunto de iniciativas e propostas apresentadas na Assembleia da República e no Parlamento Europeu, com os seguintes eixos centrais:

- ▶ A criação de estruturas nos órgãos de soberania que estudem e preparem o país para a saída do euro, a par do desencadeamento de iniciativas na UE, visando o papel do BCE (estatutos e orientações), a abordagem do processo de dissolução da União Económica e Monetária e a extinção do pacto de estabilidade, e a criação de um programa de apoio aos países cuja permanência no euro se tenha revelado insustentável;
- ▶ O desenvolvimento pelo Estado português de propostas fundamentadas para a realização de uma Conferência Intergovernamental para a revogação e suspensão imediata do Tratado Orçamental, a revogação da União Bancária, e a rejeição do Tratado Transatlântico de Comércio e Investimentos UE/EUA (TTIP);
- ▶ O desenvolvimento de medidas para retomar e assegurar o controlo público e o comando estratégico das empresas e de setores, como a banca e a energia, as comunicações e transportes. A situação atual destas áreas é marcada por um peso crescente, quando não dominante, do capital transnacional, agravando o trespasse de riqueza para o estrangeiro e a perda de capacidade de intervenção e de soberania do país. Em cada ano, são milhares de milhões de euros da riqueza nacional – hoje superiores aos fundos comunitários vindos da União Europeia – que são transferidos para o grande capital estrangeiro sob a forma de lucros, dividendos e juros.

Porém, esta orientação é particularmente urgente e relevante no setor financeiro. A reconsolidação global do sistema bancário, a contenção dos riscos sistémicos, a exigência de uma efetiva regulação e a necessidade de travar a especulação financeira e de canalizar as poupanças e os recursos financeiros para o investimento na produção nacional, impulsionar o crescimento seguro e equilibrado, reclama que a moeda, o crédito e outras atividades financeiras essenciais sejam postas sob controlo e domínio públicos, colocando-as ao serviço dos interesses nacionais.

Depois de as ajudas à banca, entre 2009 e 2014 (incluindo o BES), explicarem 20% da dívida pública portuguesa, 21,5M€! Depois dos já referidos 4,5B€ – 4,5 milhões de milhões de euros dos contribuintes – gastos na UE na salvação da banca, haverá ainda alguém que tenha dúvidas, não sendo banqueiro, sobre a necessidade emergente desta medida?

A proposta (presente no PJR 1120/XII-IV de 15.10.2014) tripartida e integrada, de renegociação das dívidas pública e externa, de preparação e estudo para a saída do euro e de retoma do controlo público da banca, destinada a prover o país de meios para a realização de um projeto soberano e sustentável de crescimento económico e de desenvolvimento social, é inseparável de outras componentes de uma política patriótica e de esquerda para o país. Componentes nomeadamente políticas que aumentem a produção nacional e dinamizem o mercado interno; promovam as exportações e a substituição de importações; ampliem o investimento público produtivo e o desenvolvimento científico e tecnológico; recuperem empresas e setores estratégicos para o Estado, assegurando o controlo público; apoiem as micro, pequenas e médias empresas; reponham e valorizem salários, pensões, prestações sociais, rendimentos e direitos dos trabalhadores e população; combatam o desemprego e a precariedade; defendam os serviços públicos, e em particular a Escola Pública, o Serviço Nacional de Saúde e um sistema de segurança social público e universal; combatam a corrupção e assegurem uma justiça independente, democrática, célere e acessível a todos; assumam uma verdadeira política de justiça fiscal, tributando o grande capital, diversifiquem as fontes de financiamento do Estado e saneiem as contas públicas; articulem a gestão orçamental com o desenvolvimento, a defesa do meio ambiente, do ordenamento do território e de um efetivo desenvolvimento regional; reforcem e diversifiquem as relações comerciais e de cooperação com outros povos. Políticas que assumam a soberania e a independência nacional como questão nuclear na sua conceção e aplicação.

Opções e políticas que, afinal, cumpram a Constituição da República Portuguesa.

A. O programa para a reestruturação da dívida e o debate subsequente

1. Os autores apresentaram, no início de julho deste ano, um "Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa", demonstrando que a recusa da austeridade requer uma reestruturação da dívida.

2. O "Programa Sustentável" propunha uma reestruturação da dívida pública alterando os seus prazos e juros, conduzindo a uma importante redução do seu valor atual, e, ainda, um processo de resolução bancária sistémica para ter efeitos sobre o endividamento externo, registando que os balanços da banca portuguesa não têm a robustez aconselhável. Depois de este Programa ter sido apresentado, a crise do GES e do BES demonstrou a pertinência da sua proposta.

3. A Assembleia da República deliberou organizar um debate acerca da dívida e das eventuais respostas. A presente nota é um contributo para essa reflexão nacional.

B. Cenários alternativos de reestruturação

4. A discussão em Portugal acerca da dívida limita-se, demasiadas vezes, ao debate de argumentos, sem a apresentação de propostas concretas. É certo que do lado dos defensores da tese da sustentabilidade da dívida se apresentam tabelas de simulações de muito longo prazo que asseguram que a dívida pública portuguesa seria sustentável e que poderia ser reduzida a 60% do PIB por volta de 2035, cumprindo o Tratado Orçamental. Mas é igualmente certo que tais simulações se baseiam em premissas em relação ao crescimento económico e taxa de juro que não se afiguram de todo realistas. Em relação aos defensores da reestruturação de dívida, tanto quanto é do conhecimento dos autores, só existem dois trabalhos de análise detalhada: o "Programa Sustentável" dos autores, e o trabalho desenvolvido pela IAC (Iniciativa para uma Auditoria Cidadã à Dívida)¹.

5. Os cenários alternativos de reestruturação que avaliamos nesta nota são, por isso, interpretações de ideias ou metodologias que estão na esfera pública sugeridas por outras pessoas ou instituições. Este exercício é feito com prudência, explicitando as hipóteses interpretativas e com total abertura à consideração de outras propostas.

6. Não foi considerado o cenário de nada fazer. Como o presidente da República demonstrou, embora sem explicitar essa conclusão, esse cenário é inviável e não permite satisfazer os compromissos do Tratado Orçamental: "Pressupondo um crescimento anual do produto nominal de 4% e uma taxa de juro implícita da dívida pública de 4%, para atingir, em 2035, o valor de referência de 60% para o rácio da dívida, seria necessário que o Orçamento registasse, em média, um excedente primário anual de cerca de 3% do PIB. Em 2014, prevê-se que o excedente primário atinja 0,3% do PIB."²

C. Conclusões sobre alternativas de reestruturação

7. O relatório compara dois cenários de base (o do programa sustentável, publicado por estes autores, e o Cenário 1, que inclui o cálculo dos efeitos da preservação integral dos Certificados de Aforro e do Tesouro) com quatro outros cenários: o Cenário 2 (uma reestruturação que protege os credores oficiais, apenas afetando o setor privado), o Cenário 3 (o mesmo do Cenário 2, mas tendo como meta resultados comparáveis aos do Cenário Base em termos de redução da dívida pública), o Cenário 4 (uma reestruturação de 50% do valor facial do capital em dívida), o Cenário 5 (uma versão do Plano Juncker integralmente financiada pela emissão de moeda, sem aumento de endividamento) e finalmente o Cenário 6 (Plano Draghi para a monetarização de dívidas soberanas no valor de um bilião de euros).

8. Comparados com o Cenário Base do nosso programa (e o Cenário 1, que o adapta à proteção dos Certificados de Aforro e do Tesouro), as diferentes alternativas têm efeitos muito diferenciados: todas exigem recorrer, ou em permanência (Cenários 2 e 3) ou durante um período (Cenário 4) a financiamento externo significativo, com o risco da negociação das suas condições; todos produzem um efeito diferente sobre a redução da dívida externa líquida, que pode ser agravada (Cenário 5) ou somente reduzida de forma negligenciável (Cenários 2, 3, 4 e 6). Excetuando o Cenário 4, todos os restantes conseguem um efeito muito menos intenso sobre a redução do défice da balança de rendimentos.

* Não tendo sido possível a presença do orador nesta conferência, por motivos imprevistos, foi remetido o presente texto para publicação. Trata-se do Relatório "Cenários para a Reestruturação da Dívida Portuguesa", da autoria de Ricardo Cabral, Francisco Louçã, Pedro Nuno Santos e Eugénia Pires.

¹ Disponível em http://auditoriacidada.info/sites/default/files/ANEXO_1_PNPAD_0.pdf.

² Prefácio a "Roteiros VIII", março de 2014, em (<http://www.presidencia.pt/?idc=22&idi=82238>).

9. Do ponto de vista da dívida externa bruta das administrações públicas, o Cenário Base e o Cenário 1, bem como o cenário de uma reestruturação imediata de metade do capital em dívida, o Cenário 4, permitem uma redução para menos de 40% do PIB. Em contrapartida, os outros cenários mantêm um nível maior dessa dívida: 58%, 51% e 83% nos casos dos Cenários 2, 3 e 5.

10. Nos casos dos cenários alternativos, os níveis alcançados para a dívida externa líquida do país e para a dívida externa das Administrações Públicas mantêm Portugal numa situação de protetorado e portanto de dependência insustentável.

11. Um plano de investimento europeu, mesmo financiado pela emissão monetária (o que chamamos o Plano não-Juncker) teria de mobilizar um montante vinte e quatro vezes superior para ter um efeito comparável ao do nosso Cenário Base.

12. Mesmo que o BCE desencadeie um plano de monetização da dívida, o designado *quantitative easing* implícito na expansão do balanço do BCE em 1 bilião de euros, este implica apenas uma ligeira redução do valor presente da dívida bruta não consolidada e da dívida externa bruta tanto das Administrações Públicas e do SEE como de Portugal, exigindo sempre uma reestruturação da dívida portuguesa.

1. Introdução

Em 10 de julho deste ano, os autores apresentaram publicamente um "Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa". O seu ponto de partida era a rejeição da política de austeridade: "A política de austeridade imposta, mesmo cumprindo exatamente aquilo que a trióica exige por mais 20 anos, irá fracassar, porque é impossível que funcione: nunca antes um país foi capaz, através de austeridade, de pagar uma dívida externa do nível da portuguesa." No mesmo relatório, os autores manifestaram o seu empenho e compromisso com um "debate nacional aberto sobre as propostas de reestruturação da dívida", considerando que a sua "proposta de reestruturação da dívida bruta não é certamente a única possível. Ao apresentarem os fundamentos e os cálculos em que se baseiam, os autores pretendem contribuir para um debate sobre as soluções para a crise da dívida, que beneficie de outras sugestões e que permita uma decisão nacional à altura das nossas responsabilidades coletivas".

Entretanto, a Assembleia da República, tendo discutido duas petições populares sobre o tema – na sequência de iniciativas da IAC (Iniciativa para uma Auditoria Cidadã à Dívida) e do Manifesto dos 74 –, entendeu organizar um debate sobre alternativas para a dívida. A presente nota é um contributo para esse debate.

Os diferentes cenários aqui considerados resultam da interpretação, pelos autores, de argumentos, sugestões ou ideias que, estando presentes no debate público, nunca foram explicitadas sob a forma de um programa que demonstrasse os seus cálculos ou que expusesse os termos da negociação que propõe. Há, portanto, alguma subjetividade nesta descrição destes cenários e, também por isso, manifestamos mais uma vez a nossa inteira disponibilidade para considerar todas as correções, alternativas e metodologias que outros autores entendam propor.

Para cada simulação, indicamos as metas alcançadas, os instrumentos disponíveis e os cálculos fundamentais. Foi esse o patamar de exigência e de transparência que fixamos para a apresentação do nosso próprio "Programa Sustentável" e que esperamos que venha a ser seguido por todos os que apresentem outros programas e propostas.

2. Iniciativas internacionais sobre a reestruturação das dívidas soberanas

Desde a publicação do *Programa Sustentável*, são de registar algumas iniciativas institucionais quando à necessidade ou forma legal de reestruturação de dívidas soberanas. Essas iniciativas decorrem do descontentamento dos países que integram o G77 quanto à intervenção do FMI na resolução das crises de dívida soberana, aliado aos desenvolvimentos recentes no processo de reestruturação de dívida pública da Argentina, especificamente entre aquele país e os fundos abutres que se recusaram a participar no leilão de troca de dívida pública, conduziu a desenvolvimentos importantes que assinalamos de seguida.

Por um lado, a Assembleia Geral das Nações Unidas aprovou, no dia 9 de setembro, uma resolução³ que visa estabelecer, no prazo de um ano, um quadro legal multilateral para os processos de reestruturação da dívida soberana, salientando que os Estados soberanos têm o direito de decretar unilateralmente este mecanismo, o qual não deve ser frustrado por qualquer medida fruto da atuação de outro Estado soberano ou dos credores comerciais, devendo, pelo contrário, fornecer uma solução abrangente, eficaz e durável, que tenha em consideração todos as partes interessadas. Além de corresponsabilizar os devedores e credores, este mecanismo deve também ter em linha de conta soluções que protejam e previnam o retrocesso em termos de direitos humanos fundamentais, em linha com o estabelecido no Consenso de Monterrey⁴.

³ Vd. http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/68/304&Lang=E.

⁴ Vd. <http://www.un.org/en/events/pastevents/pdfs/MonterreyConsensus.pdf>.

Por outro lado, a Associação Internacional de Mercado de Capitais (ICMA), que representa investidores institucionais e a banca internacional, propôs a adoção de cláusulas de agregação, em alternativa às habituais cláusulas de ação coletiva (CAC), que impeçam que um grupo diminuto de investidores invalide uma operação de reestruturação de dívida soberana e a subsequente clarificação do conceito de *pari passu*⁵. As novas CAC permitem que as decisões acordadas entre o emitente e 75% dos credores se apliquem automaticamente à totalidade dos credores, enquanto o *pari passu* assegura que igualdade de tratamento entre credores não implica obrigação de pagamento aos credores que se recusem a participar numa eventual operação de reestruturação de dívida. O mesmo entendimento foi advogado pelo FMI⁶ num artigo aprovado pelo Conselho Executivo do FMI, embora este não seja vinculativo para os seus membros.

Por último, também o G20 introduziu a questão da reestruturação da dívida no âmbito das suas preocupações. Na sequência da cimeira de Brisbane, de 15 e 16 de novembro, os líderes do G20 anunciaram a sua apreciação pelo progresso recente no âmbito do fortalecimento dos processos de reestruturação de dívida, embora mencionem apenas as propostas do FMI em linha com a tomada de posição do mercado.

3. Cenários

3.0. Cenário Base: o Programa Sustentável.

O Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa, de 10 de julho de 2014.

O Cenário Base com o qual comparamos as diferentes propostas é o do Programa Sustentável, com uma alteração assinalável: o PIB de 2013 foi revisto em alta (171 359 M€) pelo INE, e assim alteram-se ligeiramente todos os quocientes da dívida em relação ao PIB anteriormente estimados.

As principais medidas do programa são:

- (1) a redução do valor presente da dívida pública, alterando os seus juros e prazos;
- (2) o saneamento dos passivos bancários, através de uma resolução sistémica para garantir a solvabilidade e estabilidade da banca;
- (3) a modernização fiscal para assegurar outros meios para estimular a recuperação económica.

Os efeitos das medidas incluídas neste programa (Cenário Base) são: (i) o valor presente da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas seria reduzido a 79% do PIB; (ii) o programa determina, ainda, a redução da dívida bancária de cerca de 24% dos passivos bancários (contabilizados nos finais de 2013), daí resultando uma redução da dívida externa líquida do setor de cerca de 30% do PIB; (iii) ambas as medidas conduzem a uma diminuição anual do défice da balança de rendimentos em 4,7 mM e traduzem-se num efeito equivalente a uma redução do valor presente da dívida externa líquida de 100% (finais de 2013) para 23% do PIB.

Deste modo, o valor presente da dívida consolidada, a medida adotada da dívida relevante para o critério de Maastricht, seria reduzido para 71,8% do PIB, e o valor presente da dívida, líquida de depósitos, para 61,7% do PIB.

O impacto da reestruturação da dívida pública no sistema bancário nacional seria significativo. De facto, de acordo com o Boletim Estatístico do Banco de Portugal (Anexo K), a dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado ao setor financeiro residente era de 73,4 mM€ no final de 2013 (Bilhetes do Tesouro, Obrigações do Tesouro e empréstimos bancários, sendo estes últimos, sobretudo, à Administração Regional e Local e ao Setor Empresarial do Estado).

Assumindo uma taxa de juro implícita dessa dívida de 3,5%, estima-se que as Administrações Públicas e o Setor Empresarial do Estado paguem atualmente ao setor financeiro 2,57 mM€ em juros, por ano, sobre essa dívida.

Após a reestruturação da dívida pública, o Estado passaria a pagar ao setor financeiro 734 milhões de euros por ano, o que equivaleria a uma redução de cerca de 1,8 mM€ nas receitas da banca.

Por outro lado, a redução do valor presente da dívida das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado à banca, pós-reestruturação de dívida, seria de 40,5 mM€ (55,2%).

Em resumo, a reestruturação de dívida pública resultaria numa redução do valor presente dos ativos bancários em 40,5 mM€ e numa redução de cerca de 1,8 mM€ de receitas anuais.

⁵ Vd. <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/>.

⁶ Vd. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>.

Note-se que a resolução bancária proposta no Programa é de dimensão superior porque visa restaurar a solvabilidade do sistema bancário nacional (e não apenas responder à reestruturação de dívida pública). Ela tem, no entanto, a vantagem de proteger o sistema bancário de novos riscos sistémicos, garantindo a robustez dos seus balanços e, portanto, a proteção dos depositantes e a confiança na banca assim resgatada.

Como foi indicado no relatório, a execução deste programa exige uma negociação difícil com os credores, uma resolução bancária executada com grande rigor e ainda medidas complementares, que então assinalámos no texto ou nos nossos cálculos, como as que se destinam a proteger os detentores de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro,⁷ que explicitamos nas páginas seguintes, ou a garantir a condução do processo de resolução, a capitalização da CGD e outras iniciativas.

Pelas razões que expusemos no nosso Programa Sustentável, o principal critério que utilizamos para avaliar os impactos de qualquer programa sobre a dívida é o seu efeito na dívida externa portuguesa.

Avaliamos de seguida os outros cenários.

3.1. Cenário 1. Reestruturação da dívida protegendo integralmente os Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro.

Termos do Cenário 1.

Se se proteger integralmente os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro, excluindo essa dívida pública da reestruturação de dívida, qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e qual a viabilidade deste programa de reestruturação?

A proposta inicial (Cenário Base) não definia a forma como seriam reestruturados os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro, antes apontando duas alternativas e respetivos riscos, sugerindo uma metodologia a adotar para reestruturar os Certificados, protegendo esses investidores. No entanto, por simplificação, os cálculos apresentados na proposta (Cenário Base) contabilizavam o efeito da reestruturação dessa dívida em moldes idênticos à restante. O Cenário 1, aqui apresentado, explicita os cálculos referentes à proteção integral dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro.

A proteção dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro tem impactos muito significativos a nível da liquidez disponível ao Estado e da igualdade de tratamento de credores que foram enunciados no documento inicial. De facto, essa dívida representa apenas 4,4% da dívida pública a reestruturar. No entanto, representava 70% das disponibilidades líquidas do país no final de 2013. Ou seja, o Estado poderia redimir (amortizar) integralmente toda essa dívida, contudo ficaria com muito reduzidas disponibilidades líquidas. Se isso ocorresse, o Estado ver-se-ia provavelmente obrigado a procurar financiar-se nos mercados no muito curto prazo, numa operação de sucesso incerto, algo que o programa sustentável desenhado pelos autores procura evitar para assegurar o sucesso da reestruturação de dívida.

A proposta inerente a este Cenário 1 sugere uma solução alternativa, que se afigura com menor risco. Consiste em manter os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro existentes, excluindo-os da reestruturação de dívida, ao invés de propor prazos mais curtos como os sugeridos no documento inicial (redenção de 40% em 3 anos e de 60% ao fim de 6 anos). O objetivo é que os pequenos investidores sintam que podem continuar a confiar nos Certificados para aplicar as suas poupanças e dessa forma evitar redenções em massa desses Certificados.

O aspeto problemático de tal tratamento diferenciado seria que os restantes credores poderiam argumentar que não seria assegurado igual tratamento dos credores perante a lei, utilizando esse argumento para contestar a reestruturação de dívida. Acresce que os credores do setor oficial também provavelmente considerariam que se estaria a beneficiar credores domésticos face a credores não residentes.

No entanto, este tipo de investidores é tratado, na generalidade dos países, de forma diferenciada dos investidores institucionais. Por outro lado, afigura-se que os pedidos de redenção desses Certificados e o impacto no funcionamento pós-reestruturação deste veículo de financiamento do Estado seria minimizado se essa dívida fosse integralmente protegida da reestruturação, aliviando dessa forma a pressão sobre a Tesouraria do Estado, pós-reestruturação.

⁷ A proteção dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro tem impactos muito significativos a nível da liquidez disponível ao Estado e da igualdade de tratamento de credores. Contudo, este tipo de investidores é tratado, na generalidade dos países, de forma diferenciada dos investidores institucionais. Por outro lado, afigura-se que os pedidos de redenção desses Certificados e o impacto no funcionamento pós-reestruturação deste veículo de financiamento do Estado seria minimizado se essa dívida fosse integralmente protegida da reestruturação, aliviando dessa forma a pressão sobre a Tesouraria do Estado, pós-reestruturação.

Se os Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro fossem protegidos da reestruturação de dívida, então o valor facial da dívida pública direta sujeita à reestruturação de dívida passa a ser de 192,2 mM€ (=204,3-12,2).

A dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado era, no final de 2013, 286,8 mM€. Se, além de depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica, não se reestruturasse Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 259,5 mM€ (=286,8-15,2-12,2).

O valor presente dessa dívida, pós-reestruturação, seria 115,5 mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria 55,3%. Portanto, o valor presente da dívida pública bruta, não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser 142,4 mM€ (=115,5+15,2+11,7), e passaria a representar 83,1% do PIB.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de 144,4 mM€ (=286,8-142,4) no valor presente da dívida pública bruta, não consolidada.

Note-se que parte da dívida bruta continuaria a ser detida por entidades da Administração Pública, pelo que o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado (i.e., "dívida de Maastricht" ou do "Procedimento de défices excessivos") seria inferior – cerca de 129,3 mM€,⁸ incluindo depósitos das Administrações Públicas (75,5% do PIB).

O valor presente da dívida pública na "ótica de Maastricht" líquida de depósitos representaria 65,4% do PIB.⁹ Ou seja, a proteção dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro no âmbito da reestruturação de dívida resultaria numa deterioração de cerca de 4 p.p. do PIB dos rácios de dívida pública, pós-reestruturação. Na medida que utilizamos para comparar com a ótica de Maastricht (utilizada na atualidade), a dívida pública passaria a ser 75,5% do PIB, quando na proposta inicial passaria a ser 71,7% do PIB.

TABELA 1 Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 1 (reestruturação excluindo Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro)

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 1)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	142	83%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	67	39%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanco agregado	515	301%	427	249%	427	249%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	62	36%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	365	213%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	37	22%
Dívida ao Eurossistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	320	187%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	238	139%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	39	23%

⁸ O valor presente, pós-reestruturação, dos empréstimos do Tesouro e dos títulos detidos por diversos fundos da Administração Central (e.g., Segurança Social, Caixa Geral de Aposentações) é estimado em 13,1 mM€ (antes: 29,9 mM€).

⁹ As Administrações Públicas detinham no final de 2013 cerca de 17,3 mM€ em depósitos, a maior parte dos quais confiados à gestão do IGCP (Tesouro, 15,3 mM€) e os restantes, depositados diretamente junto da banca comercial.

O efeito mais importante da proteção dos Certificados de Aforro e do Tesouro seria nas necessidades de liquidez do Estado no curto e no médio prazos, reduzindo significativamente a almofada financeira do Estado. Assim:

- ▶ Nas **contas públicas**: A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental deteriorar-se-ia em cerca de 120M€ por ano a partir de 2016 (em 2015 em 240 M€), valor que tenderia a crescer à medida que essa dívida fosse refinanciada nos mercados. Por conseguinte, o impacto em termos de fluxos seria mínimo.
- ▶ No **Balço das Outras Instituições Financeiras Monetárias** (i.e., sistema bancário nacional): A reestruturação da dívida pública teria um efeito idêntico ao do Cenário Base, ou seja, uma redução de 40,5 mM€ no valor presente dos ativos (a redução do valor de mercado seria superior) e uma redução de 1,8 mM€/ano das receitas anuais.
- ▶ A medida não teria efeitos na **balança externa** (balança corrente e de capital) dado que os Certificados de Aforro e do Tesouro são detidos quase exclusivamente por residentes.
- ▶ No **refinanciamento do stock de dívida pública**: o Estado poderia ter necessidade de ir procurar financiamento aos mercados para amortizar parte dessa dívida, em pequena escala.
- ▶ Em relação ao impacto na **sustentabilidade da dívida pública**: cerca de 4 p.p. do PIB, portanto não seria de dimensão suficientemente grande para colocar em causa a sustentabilidade da dívida pública.
- ▶ Em relação à **dívida externa**: mantém o nível de dívida externa do Cenário Base dado que essa dívida é detida por residentes.
- ▶ Em relação à **balança corrente e de capital**: sem impacto direto.

3.2. Cenário 2. Reestruturação da dívida excluindo a dívida ao setor oficial internacional (FMI, MEE, UE).

Termos do Cenário 2.

Se se proteger a dívida ao setor oficial (FMI, MEE, UE), mantendo todas as restantes características da reestruturação de dívida proposta no "programa sustentável" (pagamento em 10 tranches idênticas, 1/10 avos do valor facial, entre 2045 e 2054, cupão de 1%), qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e qual a viabilidade deste programa de reestruturação?

O valor presente da dívida ao setor oficial, pré-reestruturação, com uma taxa de desconto de 4%, é estimado em 67 mM€ no final de 2013, inferior, portanto, ao seu valor facial de 72 mM€. Por conseguinte, neste Cenário só seria protegida a dívida do "empréstimo da tróica", não se protegendo a dívida pública adquirida pelo BCE no âmbito do *Securities Market Programme*, que se estima no final de 2013 representava cerca de 23 mM€. ¹⁰

Se essa dívida ao setor oficial for protegida da reestruturação de dívida, então o valor facial e o valor presente da dívida pública direta sujeita à reestruturação de dívida passa a ser de 132,2 mM€ (=204,3-72,1) e 137,6 mM€ (=204,6-67), respetivamente.

Pós-reestruturação, o valor presente da atual dívida pública direta passaria a ser 125,8 mM€, sendo que 58,8 mM€ corresponderia ao valor presente da dívida direta do Estado reestruturada e 67 mM€ à dívida ao setor oficial que não seria reestruturada.

A dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado era, no final de 2013, 286,8 mM€. Se, além de depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica, não se reestruturasse a dívida ao setor oficial, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 199,5 mM€ (=286,8-15,2-72,1).

O valor presente dessa dívida, pós-reestruturação seria 88,8mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria 56,6%, não se alterando em relação à proposta inicial. ¹¹ Por isso, o valor presente da dívida pública bruta, não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser 171 mM€ (=88,8+15,2+67), e passaria a representar 100% do PIB.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de 115,8 mM€ (=286,8 – 171) no valor presente da dívida pública bruta, não consolidada.

¹⁰ Ainda há a considerar que tal hipótese possa não ser evidente, porque no caso da reestruturação da dívida da Grécia, o BCE exigiu, com sucesso e em violação das práticas que asseguram igualdade de tratamento de credores, que a dívida da Grécia na posse do BCE não fosse reestruturada.

¹¹ A redução de valor presente média aumenta de 55,5% para 56,6%, mas para cada tipo de dívida mantém-se a redução do valor presente entre a proposta original (Cenário Base) e o Cenário 1.

TABELA 2 Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 2 (reestruturação excluindo o setor oficial)

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 2)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	171	100%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	100	58%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanço agregado	515	301%	427	249%	427	249%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	62	36%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	365	213%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	37	22%
Dívida ao Eurossistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	320	187%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	272	159%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	73	43%

Note-se que parte da dívida bruta continuaria a ser detida por entidades da Administração Pública, pelo que o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado (i.e., "dívida de Maastricht" ou do "Procedimento de défices excessivos") seria inferior – cerca de 157,9 mM€,¹² incluindo depósitos das Administrações Públicas (92,1% do PIB).

O valor presente da dívida pública na "ótica de Maastricht" líquida de depósitos representaria 82% do PIB.¹³

Ou seja, a proteção da dívida ao setor oficial no âmbito da reestruturação de dívida resultaria numa deterioração de 21 p.p. do PIB dos rácios de dívida pública, pós-reestruturação.

Na medida que utilizamos a ótica de Maastricht para comparação (utilizada na atualidade), a dívida pública passaria a ser 92,1% do PIB, quando na proposta inicial passaria a ser 71% do PIB.

¹² O valor presente, pós-reestruturação, dos empréstimos do Tesouro e dos títulos detidos por diversos fundos da Administração Central (e.g., Segurança Social, Caixa Geral de Aposentações) é estimado em 13,1 mM€ (antes: 29,9 mM€). Este valor é subtraído ao montante acima (171 mM€) para obter a estimativa (de forma simplificada) da dívida consolidada das Administrações Públicas (157,9=171-13,1), na ótica de Maastricht. Note-se que, em resultado da metodologia adotada para a reestruturação de dívida, a dívida do Setor Empresarial do Estado (incluindo do Setor Empresarial do Estado fora do perímetro de consolidação das Administrações Públicas) torna-se dívida direta do Estado e, portanto, passa a ser contabilizada na ótica de Maastricht.

¹³ As Administrações Públicas detinham no final de 2013 cerca de 17,3 mM€ em depósitos, a maior parte dos quais confiados à gestão do IGCP (Tesouro, 15,3 mM€), estando os restantes depositados diretamente junto da banca comercial.

TABELA 3 Efeitos do Cenário 2

	Antes (4T2013)			
	Dívida externa bruta (valor facial)	Taxa de juro bruta implícita (média)	Despesa com juros	
	(M€)	%	(M€)	(% PIB)
Portugal	370 622	2,2%	8139,2	4,7%
Administrações Públicas	141 854	3,7%	5291,2	3,1%
Banca comercial	86 759	1,5%	1301,4	0,8%
Banco de Portugal	59 565	0,3%	148,9	0,1%
Outros setores	57 333	2,0%	1146,7	0,7%
Investimento direto estrangeiro	25 111	1,0%	251,1	0,1%

	Após a reestruturação (01.0.2015)				
	Dívida externa bruta (valor facial)	Taxa de juro nominal (pós-reestruturação)	Despesa com juros		Redução anual da despesa com juros
	(M€)	(%)	(M€)	(% PIB)	(M€)
Portugal	320 318	1,5%	4887,3	2,9%	3251,9
Administrações Públicas	148 400	2,0%	2925,0	1,7%	2366,2
Banca comercial	36 509	1,5%	547,6	0,3%	753,8
Banco de Portugal	59 565	0,3%	148,9	0,1%	0,0
Outros setores	50 733	2,0%	1014,7	0,6%	132,0
Investimento direto estrangeiro	25 111	1,0%	251,1	0,2%	0,0

O efeito da reestruturação da dívida pública no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional) seria idêntico ao do Cenário Base, ou seja, uma redução de 40,5 mM€ no valor presente dos ativos bancários (a redução do valor de mercado seria superior) e uma redução de 1,8 mM€/ano das receitas anuais do sistema bancário.

Além da deterioração significativa no rácio da dívida pública, a proteção da dívida ao setor oficial teria um impacto muito significativo na viabilidade do programa sustentável da reestruturação de dívida portuguesa, pelos seus efeitos:

- ▶ Nas **contas públicas**: A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental deteriorar-se-ia em, pelo menos, 1,5 mM€ por ano a partir de 2016 (em 2015 em 2,2 mM€), valor que tenderia a crescer à medida que a dívida do setor oficial fosse refinanciada nos mercados. Ou seja, a partir de 2016, a despesa anual com juros, consolidada, das Administrações Públicas descenderia de cerca de 7,9 mM€ para 4,1 mM€ e a das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado descenderia de cerca de 9,0 mM€ para 4,1 mM€. Em relação às Administrações Públicas, ao invés de uma redução da despesa de 5,3 mM€/ano, a reestruturação passaria a resultar numa redução da despesa de 3,8 mM€/ano. Ao invés de um ligeiro saldo primário, as Administrações Públicas passariam a registar défice orçamental (de menos de 1% do PIB).
- ▶ Mas os efeitos na **balança externa** (balança corrente e de capital) seriam ainda mais significativos: a despesa anual com juros das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado, transferida para não residentes (Balança de Rendimentos), descenderia de cerca de 5,3 mM€ para cerca de 2,9 mM€ anuais. Ou seja, uma poupança externa de 2,4 mM€ por ano, ao invés da poupança de 3,9 mM€ do Cenário Base.
- ▶ No **refinanciamento do stock de dívida pública**: se a dívida ao setor oficial fosse protegida da reestruturação, então o Estado teria necessidade de ir procurar financiamento aos mercados para amortizar a dívida do setor oficial (e, em particular, a dívida ao FMI que tem maturidades mais curtas) e para financiar o seu défice orçamental, pouco tempo depois de reestruturar a dívida. Tal poderia não ser possível e, mesmo se possível, deveria resultar em muito elevadas taxas de juro no novo financiamento. Portanto, se o Estado protegesse os credores do setor oficial, ficaria obrigado a recorrer aos mercados financeiros e, se isso não for possível, a um novo resgate externo. No Cenário Base, o Estado não teria quaisquer necessidades de financiamento no curto prazo e teria necessidades diminutas de financiamento no médio prazo.

- ▶ Em relação ao impacto na **sustentabilidade da dívida pública**: pós-reestruturação, o valor presente da dívida pública consolidada, equivalente à ótica de Maastricht, seria 92,1% do PIB. Portanto, o nível de dívida pública seria ainda demasiado elevado.
- ▶ Em relação à **dívida externa**: a dívida externa líquida, pós-reestruturação fica em 43% do PIB, por conseguinte, no limiar do que é considerado um nível sustentável de dívida externa que poderá não ser suficiente para evitar que o país enfrente nova crise de dívida externa no curto prazo.
- ▶ Em relação à **balança corrente e de capital**, a melhoria desta em resultado da reestruturação de dívida passaria a ser de 3,3 mM€ (antes 4,7 mM€), ou seja 1,9% do PIB (antes 2,7% do PIB).

Em conclusão, esta reestruturação de dívida não asseguraria que a dívida pública assumisse uma trajetória sustentável.

3.3. Cenário 3. Reestruturação excluindo o setor público oficial internacional, com o objetivo de reduzir a dívida externa líquida para cerca de 23% do PIB (os mesmos resultados obtidos pelo Cenário Base).

Termos do Cenário 3.

Se se proteger a dívida ao setor oficial (FMI, MEE, UE), qual o montante da reestruturação da dívida do setor privado de forma a atingir um nível próximo de redução de dívida ao da proposta inicial (valor presente da dívida consolidada, "critério de Maastricht", de 71,8% do PIB e valor presente da dívida consolidada, líquida de depósitos, de 61,7% do PIB).

Qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e na viabilidade do programa sustentável de reestruturação da dívida portuguesa?

Nesse caso, uma possível opção seria alterar os termos da troca para os credores do setor privado: a extensão de maturidades passaria a ser de 35 a 44 anos (antes: 30 a 39 anos) e o cupão da dívida reestruturada de 0,27% (antes: 1%). Ou seja, as Novas Obrigações do Tesouro passariam a vencer entre 2050 e 2059 e a taxa de juro face ao valor facial de 0,27%.

O valor presente da dívida ao setor oficial, pré-reestruturação, com uma taxa de desconto de 4%, é estimado em 67 mM€ no final de 2013, inferior, portanto, ao seu valor facial de 72 mM€. Por conseguinte, só seria protegida a dívida do "empréstimo da tróica", não se protegendo a dívida pública adquirida pelo BCE no âmbito do *Securities Market Programme*, que se estima no final de 2013 representava cerca de 23 mM€. ¹⁴

A dívida bruta, não consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado era, no final de 2013, 286,8 mM€. Se além de depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica não se reestruturasse a dívida ao setor oficial, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 199,5 mM€ (=286,8-15,2-72,1).

O valor presente dessa dívida, pós reestruturação seria 53,2 mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria 73,3% (antes: 56,6%). Portanto, o valor presente da dívida pública bruta, não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser 135,4 mM€ (=53,2+15,2+67), e passaria a representar 79% do PIB.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de 151,4 mM€ (=286,8-135,4) no valor presente da dívida pública bruta não consolidada.

Note-se que parte da dívida pública bruta (29,9 mM€) é detida por entidades da Administração Pública. O valor presente dessa dívida, pós-reestruturação passaria a ser de 8 mM€ (no Cenário Base: 13,1 mM€). Em consequência, pós-reestruturação, o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado (i.e., "dívida de Maastricht" ou do "Procedimento de défices excessivos") passaria a ser de cerca de 127,4 mM€ (= 135,4-8,0) e representaria 74,3% do PIB, 2,5 p.p. acima do que seria possível com a proposta inicial (Cenário Base).

O valor presente da dívida pública na "ótica de Maastricht" líquida de depósitos passaria a representar 64,2% do PIB. Ou seja, a proteção da dívida ao setor oficial no âmbito da reestruturação de dívida resultaria num aumento muito significativo das perdas assumidas tanto por credores privados como pelas instituições do Estado que detêm dívida pública (que sofreriam perdas de valor

¹⁴ Tal hipótese pode não ser viável, porque no caso da reestruturação da dívida da Grécia, o BCE exigiu, com sucesso, em violação das práticas que asseguram igualdade de tratamento de credores, que a dívida da Grécia na posse do BCE não fosse reestruturada. Nesse caso a reestruturação da dívida pública detida por credores do setor privado e público nacional teria de sofrer uma redução ainda maior do seu valor presente. Ou seja, o alongamento de maturidades teria que ser ainda superior e a nova taxa de juro do cupão inferior a 0,27%.

presente 5 mM€ superiores às do Cenário Base). Em termos de valor presente, os investidores do setor privado e do setor público, ao invés de recuperarem 44,8% do capital em dívida, passariam a recuperar apenas 26,7%, sofrendo perdas de 73,3%. Se se pretendesse proteger ainda a dívida pública detida pelo BCE as perdas seriam ainda superiores.

TABELA 4 Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 3

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 3)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	135	79%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	87	51%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanço agregado	515	301%	427	249%	427	249%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	62	36%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	365	213%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	37	22%
Dívida ao Eurossistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	320	187%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	258	151%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	59	34%

Em consequência, o efeito da reestruturação da dívida pública no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional) seria mais pesado do que o do Cenário Base, traduzindo-se numa redução de 53,8 mM€ (Cenário Base: 40,5 mM€) no valor presente dos ativos bancários (a redução do valor de mercado seria superior) e numa redução de 2,37 mM€/ano (Cenário Base: 1,8 mM€/ano) das receitas anuais do sistema bancário.

Contudo, além desta deterioração significativa na dívida pública detida pelos credores privados, a proteção da dívida ao setor oficial teria um impacto muito significativo na viabilidade do programa sustentável da reestruturação de dívida portuguesa, pelos seus efeitos:

- **Nas contas públicas:** O impacto seria mínimo. A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental deteriorar-se-ia em 2,2 mM€ em 2015 (juros pagos sobre a dívida do setor oficial) e em montante negligenciável a partir de 2016, valor que tenderia a crescer à medida que a dívida do setor oficial fosse refinanciada nos mercados. Ou seja, a partir de 2016, a despesa anual com juros, consolidada, das Administrações Públicas desceria de cerca de 7,9 mM€ para 2,7 mM€ e a das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado desceria de cerca de 9,0 mM€ para 2,7 mM€. Ou seja, as reduções da despesa com juros seriam, a partir de 2016, muito parecidas com a proposta inicial (Cenário Base), mas tenderiam a diminuir à medida que essa dívida fosse sendo refinanciada.
- **No Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias** (i.e., sistema bancário nacional): A reestruturação da dívida pública teria um efeito substancialmente pior do que o do Cenário Base com uma redução de 53,8 mM€ no valor presente dos ativos bancários (a redução do valor de mercado seria superior) e uma redução de 2,37 mM€/ano das receitas anuais do sistema bancário.
- **Mas os efeitos na balança externa** (balança corrente e de capital) seriam significativos: a despesa anual com juros das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado, transferida para não residentes (Balança de Rendimentos), desceria

de cerca de 5,3 mM€ para cerca de 2,4 mM€ anuais. Ou seja, uma poupança externa de 2,9 mM€ por ano, ao invés da poupança de 3,9 mM€ do “programa sustentável” (Cenário Base).

- ▶ No refinanciamento do **stock de dívida pública**: se a dívida ao setor oficial fosse protegida da reestruturação, então o Estado teria necessidade de ir procurar financiamento aos mercados para amortizar a dívida do setor oficial (e, em particular, a dívida ao FMI que tem maturidades mais curtas) e para financiar o seu défice orçamental, pouco tempo depois de reestruturar a dívida. Tal poderia não ser possível e, mesmo se possível, deveria resultar em taxas de juro mais elevadas no novo financiamento. Portanto, se o Estado protegesse os credores do setor oficial, ficaria obrigado a recorrer aos mercados financeiros e, se isso não for possível, a um novo resgate externo. No Cenário Base do “Programa Sustentável”, o Estado não teria quaisquer necessidades de financiamento no curto prazo e teria necessidades diminutas de financiamento no médio prazo.
- ▶ Em relação ao impacto na **sustentabilidade da dívida pública**: pós-reestruturação, o valor presente da dívida pública consolidada, equivalente à ótica de Maastricht, seria de 74,3% do PIB, muito similar ao proposto inicialmente (Cenário Base), assegurando que a dívida assumisse uma trajetória sustentável. Contudo, o valor presente da dívida pública detida por não residentes representaria 51% do PIB.
- ▶ Em relação à **dívida externa**: a dívida externa líquida, pós-reestruturação ficaria em 34% do PIB.
- ▶ Em relação à **balança corrente e de capital**, a melhoria desta em resultado da reestruturação de dívida passaria a ser 3,8 mM€ (antes 4,7 mM€), ou seja 2,2% do PIB (antes 2,7% do PIB).

Neste cenário, as necessidades de financiamento externo criam uma vulnerabilidade do programa e tornam difícil uma trajetória de libertação do protetorado.

3.4. Cenário 4. Redução do capital em dívida, com juros mais altos do que no Cenário Base e prazos mais curtos.

Termos do Cenário 4.

Vários economistas defendem que, ao invés da reestruturação de dívida proposta, baseada em extensão de maturidades e redução de taxa de juro, se deveria antes optar por uma reestruturação de dívida que reduzisse capital em dívida e não reduzisse de forma tão acentuada a taxa de juro (que passaria para 2%) nem aumentasse tanto a maturidade da dívida.

Neste cenário considera-se que a reestruturação de dívida pública resultaria numa oferta de troca por Novas Obrigações do Tesouro com valor facial idêntico de 1/10 do valor facial original, com maturidades entre cinco e nove anos (a vencer entre), com cupão de 2% e carência de juros em 2015. Só se faria a reestruturação de dívida 2020 e 2024 e não seria feito qualquer processo de resolução bancária. A dívida ao setor oficial seria abrangida pela reestruturação.

Qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e na viabilidade do programa sustentável de reestruturação da dívida portuguesa?

A dívida bruta, não consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado era, no final de 2013, 286,8 mM€. Protegendo depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 271,6 mM€ (=286,8-15,2).

Nesta simulação do Cenário 4, determinada por uma redução de 50% do valor facial do capital em dívida, com uma redução do cupão para 2% e extensão das maturidades,¹⁵ o valor presente dessa dívida, pós-reestruturação, passaria a ser 119,6mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria 55,6%. Portanto, o valor presente da dívida pública bruta não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser 134,8 mM€ (=119,6+15,2), e passaria a representar 79% do PIB.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de cerca de 152 mM€ (= 286,8 – 134,8) no valor presente da dívida pública bruta não consolidada.

¹⁵ A tipologia deste Cenário, como dos restantes, é definida pelos autores, porque não foi apresentada na sociedade nenhuma proposta concreta por quem sugeriu caminhos deste tipo. Por segurança, apresentamos uma proposta de redução facial de 50% do capital em dívida, que corresponderia a três a seis vezes mais do que o valor referido pelas várias sugestões de eliminação do que tem sido considerado “dívida ilegítima” (que incluiria despesa determinada por eventual corrupção, como a compra dos submarinos, o diferencial das taxas de juro do empréstimo da troica em relação ao que seria suportável pela economia, as rendas definidas pelo excesso da taxa de juro implícita nos contratos das parcerias público-privado e outras despesas).

Note-se que parte da dívida pública bruta (29,9mM€) é detida por entidades da Administração Pública. O valor presente dessa dívida, pós-reestruturação, passaria a ser de 13,2 mM€ (no Cenário Base: 13,1 mM€). Em consequência, pós-reestruturação, o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado (i.e., "dívida de Maastricht" ou do "Procedimento de défices excessivos") passaria a ser de cerca 121,6 mM€ (= 134,8 – 13,2) e representaria 71% do PIB (similar ao Cenário Base).

O valor presente da dívida pública na "ótica de Maastricht" líquida de depósitos passaria a representar 61% do PIB.

Por conseguinte, seria possível desenhar uma reestruturação de dívida pública baseada num corte no valor facial de 50% do capital em dívida, redução do cupão para 2% e extensão de maturidades que se traduziria numa redução do valor presente da dívida pública próxima da redução estimada na proposta inicial (Cenário Base).

De acordo com o Boletim Estatístico do Banco de Portugal (Anexo K), a dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado ao Setor financeiro residente era 73,4 mM€ no final de 2013 (Bilhetes do Tesouro, Obrigações do Tesouro e empréstimos bancários, sendo estes últimos, sobretudo, à Administração Regional e Local e ao Setor Empresarial do Estado).

Assumindo uma taxa de juro implícita dessa dívida de 3,5%, estima-se que as Administrações Públicas e o Setor Empresarial do Estado paguem atualmente ao Setor financeiro 2,57 mM€ em juros, por ano, sobre essa dívida.

Após a reestruturação da dívida pública nos moldes definidos no Cenário 4, o Estado passaria a pagar ao setor financeiro 734 milhões de euros por ano, o que equivaleria a uma redução de cerca de 1,8 mM€/ano nas receitas da banca.

Por outro lado, a redução do valor presente da dívida das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado à banca, pós-reestruturação de dívida, seria 41,1 mM€ (56%), um valor ligeiramente superior ao do Cenário Base (40,5 mM€).

O efeito da reestruturação da dívida pública no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional) seria, portanto, muito similar ao do Cenário Base, ou seja, uma redução de 41,1 mM€ (Cenário Base: 40,5 mM€) no valor presente dos ativos bancários e uma redução de 1,8 mM€/ano das receitas anuais do sistema bancário (Cenário Base: 1,8 mM€/ano).

TABELA 5 Efeitos do Cenário 4

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 4)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	151	88%
Valor presente	285	166%	136	79%	135	79%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	74	43%
Valor presente	148	86%	67	39%	65	38%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanço agregado	515	301%	427	249%	460	268%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	-4	-2%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	464	271%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	87	51%
Dívida ao Eurossistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	267	156%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	288	168%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	88	51%

Contudo, é a redução do valor de mercado dessa dívida seria provavelmente muito superior a esse montante. De facto, as normas contabilísticas obrigam, para uma parte significativa da dívida pública à banca, que a banca contabilize essa dívida ao seu valor de mercado, pelo que a redução do valor de mercado dos ativos da banca seria provavelmente superior aos 56% de redução do valor presente.

Assume-se que a redução do valor de mercado dos títulos de dívida pública, pós-reestruturação, seria 75% do seu valor facial original. Se assim fosse, a banca veria o valor de mercado dos seus créditos – às Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado – deteriorar-se em 55 mM€ (Cenário Base: 55 mM€).

Dado que no Cenário 4 não há resolução bancária, o valor dos ativos bancários e do balanço agregado da banca cairiam 55mM€. Os capitais próprios da banca passariam a ser negativos e, portanto, seria necessária uma recapitalização maciça da banca (de mais de 50 mM€).

A alteração dos moldes da reestruturação de dívida teria um impacto muito significativo na viabilidade do programa sustentável da reestruturação de dívida portuguesa:

- ▶ O efeito mais significativo ocorreria no **refinanciamento do stock de dívida pública** a partir de 2020 e até 2024. Em cada ano teriam de ser refinanciados 27,2 mM€ de dívida pública, poucos anos após incumprimento que afetaria de igual forma o setor oficial. Não é de crer que o Estado conseguisse refinar tal montante de dívida por si só. O mais provável é que entrasse novamente em incumprimento passados poucos anos da reestruturação de dívida.
- ▶ O impacto **nas contas públicas** seria inicialmente mínimo. A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental seria idêntica à do Cenário Base entre 2015 e 2019. Contudo, a partir de 2020, teria tendência a crescer aceleradamente à medida que a dívida do setor oficial fosse refinanciada nos mercados, ou seja, a partir de 2016, a despesa anual com juros consolidada, das Administrações Públicas desceria de cerca de 7,9 mM€ para 2,7 mM€ e a das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado desceria de cerca de 9,0 mM€ para 2,7 mM€. Por isso, as reduções da despesa com juros seriam idênticas à da proposta inicial (Cenário Base), mas tenderiam a diminuir à medida que essa dívida fosse sendo refinanciada.
- ▶ Em relação à **balança corrente e de capital**, a melhoria desta em resultado da reestruturação de dívida seria de 4,7 mM€ (antes 4,7 mM€), isto é, 2,7% do PIB (antes 2,7% do PIB).

Sendo certo que todas as propostas são de negociação e entram em conflito com os interesses dos credores, esta é certamente uma das mais difíceis de todas, por assumir um corte no valor facial de cerca de 50%, para procurar alcançar efeitos comparáveis com os do Cenário Base. Ainda assim, como se verifica na tabela, em vez de se alcançar uma dívida externa líquida de 23% do PIB (Cenário Base), com esta metodologia chega-se a 51%, um valor ainda insustentável para o futuro.

3.5. Cenário 5. Plano Juncker e Plano não-Juncker: o financiamento europeu em substituição de uma reestruturação da dívida.

Termos do Cenário 5.

Alguns economistas e políticos argumentam que, em alternativa à reestruturação de dívida, que poderia ter consequências imprevisíveis, se poderia desenhar um novo programa de investimento a fundo perdido a nível europeu.

Jean-Claude Juncker, presidente da Comissão Europeia, propôs um programa de investimento "público-privado" de 315 mM€, com a duração de três anos, financiado por fundos existentes (da União Europeia), por empréstimos do Banco Europeu de Investimento e, predominantemente, pelo setor privado. Os objetivos do programa seriam criar emprego para os jovens, estimular o crescimento da economia e "reindustrializar a Europa". As regras europeias da disciplina orçamental (e.g., pacto Orçamental) seriam mantidas.

Qual o impacto de um programa desse tipo nos níveis de dívida pública e externa?

Se fosse definido um programa europeu de investimento adequado para as necessidades atuais da economia, o fundamental de tal programa seria a componente de dinheiro "novo" no programa, i.e., dinheiro que vai para além do que já está planeado se nada for feito. Por outro lado, a componente de dinheiro privado do programa deveria ter menor relevância, porque só será possível mobilizar fundos privados em escala se o investimento público resultar num aumento significativo do retorno que seria possível garantir ao setor privado. E de tal incentivo resultaria um efeito de *crowding out*, com a substituição de investimento privado que se faria mesmo se não existisse tal programa de investimento público.

Logo à partida, os fundos públicos indicados para o programa de investimento são radicalmente menores do que os 315mM€ anunciados e correspondem a uma antecipação de investimento privado que nada permite supor que ocorreria – e que, se ocorresse, aumentaria a dívida externa e pública dos Estados recetores.

O programa de engenharia financeira proposto por Juncker baseia-se num financiamento europeu muito reduzido, tomando como ponto de partida o Orçamento da União, sem qualquer reforço (16mM€¹⁶), a que se alia o BEI com uma dotação de 5mM€, e projetando um efeito multiplicador de 15/1,¹⁷ o que não é sustentado por nenhuma experiência recente ou passada e não corresponde a uma expectativa razoável de investimento privado.

Porém, para efeitos de cálculo do impacto, assumimos de seguida um cenário diferente, um Plano não-Juncker, estudando o que aconteceria mesmo que 300 mM€ correspondessem, na totalidade, a novos dinheiros públicos a fundo perdido. Assume-se para este efeito não-Juncker que os fundos resultam não de financiamento (dívida com taxa de juro superior a 0% e maturidade finita), mas da impressão de novos euros pelo Banco Central Europeu (dívida perpétua, com taxa de juro 0%). Isto porque financiamento adicional resultaria diretamente num acréscimo da despesa pública com dívida (ou indiretamente, via Orçamento da Comissão Europeia).

Suporemos então que um Plano não-Juncker cria 300mM€ de financiamento por emissão monetária, que correspondem a 100mM€ por ano. A questão seguinte é: como seriam repartidos tais fundos pelos países membros da zona euro? Se o programa fosse bem estruturado, então os fundos seriam atribuídos para que zonas com maior recessão e com maior desemprego beneficiassem de mais fundos. Tal beneficiaria países como Portugal. Mas dada a natureza política da zona euro e do seu governo económico, é pouco provável que isso venha a ocorrer. Mais provável é que os fundos fossem atribuídos com base no PIB da região. Assim, assume-se nos cálculos abaixo que Portugal receberia 1,7% dos fundos, dado que representa 1,7% do PIB da zona euro. De facto, a Comissão indicou que o critério para a aprovação de propostas de investimento seria a sua qualidade, sem cuidar de quotas nacionais, reservando-se, assim, um poder único de decisão. Não podendo antecipar os resultados desse escrutínio, assumimos que a proporção de projetos aprovados para Portugal seria de 1/15, para efeitos de simulação dos impactos.

Assim, tal programa poderia resultar em transferências para Portugal de 1,7 mM€ por ano (1% do PIB), durante três anos, supondo-se que sendo a fundo perdido para investimento. Assume-se ainda que se trata de fundos para aplicações privadas e públicas, isto é, que se traduzem numa melhoria da balança corrente e de capital nesse montante. O valor presente de tais transferências para o país (com taxa de desconto de 4%) é 4,9 mM€, ou seja, seria equivalente a uma redução da dívida externa líquida em 4,9 mM€ (2,8% do PIB), passando de 100% do PIB para 97% do PIB.

Em contraste, o *Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa* (Cenário Base) resultaria numa melhoria permanente da balança corrente e de capital portuguesa de 4,7 mM€ por ano (redução da despesa com juros da balança de rendimentos). O valor presente de tal melhoria na dívida externa líquida do país seria de 117,5 mM€ (68,6% do PIB).

Deste modo, mesmo o programa de investimento não-Juncker teria um efeito que representaria, para Portugal, 4,2% (=4,9 mM€/117,5 mM€) do impacto do "programa sustentável" proposto pelos autores e que, por conseguinte, não teria a dimensão necessária para alterar a dinâmica de dívida externa (e doméstica) e assim para alterar o condicionamento e dependência económica do país.

Acresce que com o nosso *Programa Sustentável*, o Estado beneficia diretamente da reestruturação de dívida, com uma diminuição da despesa com juros consolidada das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado em 6,3 mM€ por ano (3,7% do PIB), com valor presente 157,5 mM€ (91,9% do PIB). Assim, o programa de investimento não-Juncker teria um impacto negligenciável nas contas públicas, no melhor dos casos. A reestruturação da dívida é sempre incontornável para corrigir os problemas estruturais das contas públicas e da economia portuguesa.

O programa Juncker não teria aparentemente efeito no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional), dado que a dívida pública não seria reestruturada.

Em conclusão, o programa de investimento europeu, mesmo que na forma mais benéfica aqui apresentada, e por maioria de razão se concretizado em toda a dimensão proposta por Juncker e mobilizando os fundos privados que constituem o essencial do seu financiamento, não é suficiente para alterar a dinâmica de dívida enfrentada pelo país. O programa de investimento europeu teria de ser de dimensão 24 vezes maior (= 117,5 mM€/4,9 mM€) para ter um efeito similar ao programa sustentável proposto pelos autores.

¹⁶ Considerando 8mM€ de fundos já orçamentados e uma garantia de 8mM€.

¹⁷ Se considerarmos os fundos verdadeiramente adiantados para o Fundo Europeu de Investimento Estratégico, 8mM€ da Comissão e 5mM€ do BEI, esse efeito multiplicador é de 30/1; no entanto, se apenas considerarmos o esforço da Comissão, o contributo dilui-se para 40/1.

3.6. Cenário 6. Plano Draghi: Monetização de dívida pública (*quantitative easing*).

Termos do Cenário 6.

O BCE anunciou estar a estudar um plano que visaria expandir o seu balanço em 1 bilião de euros. Inicialmente previa-se que desse montante até 400 mM€ se destinassem a empréstimos a quatro anos para a banca e o restante fosse utilizado na compra de dívida privada. Mas diversos autores¹⁸ argumentam que o objetivo de Draghi é a monetização de dívida pública e que esse programa poderia ter início já no início de 2015. Neste cenário assume-se que Mario Draghi consegue, com o apoio da maioria do Conselho do BCE, dar início a um programa de monetização de dívida pública com a dimensão de 1 bilião de euros (1 B€).

Qual o impacto de um programa desse tipo nos níveis de dívida pública e externa? Será que um tal programa seria suficiente para evitar a reestruturação de dívida?

Muitos economistas consideram que a crise do euro só poderá ser resolvida quando se iniciar um programa de monetização de dívida pelo BCE. Nesta secção analisa-se os efeitos de tal programa na dívida pública e externa do país, comparando tais efeitos com os obtidos com o programa sustentável para a reestruturação da dívida portuguesa.

Assume-se que o BCE iria adquirir 1B€ de dívida pública dos países membros da zona euro no mercado secundário, em proporção da percentagem ajustada do capital do BCE de cada banco central nacional (*adjusted capital key*).

Considera-se apenas o efeito direto¹⁹ das compras de dívida pública na redução das despesas com juros e assume-se que essas compras seriam permanentes, i.e., a dívida pública adquirida iria permanecer para sempre no balanço do BCE, o que significa que quando a dívida pública chegasse a maturidade o BCE iria realizar novas compras de dívida.

Os Estatutos do BCE proíbem aquisições diretas de dívida pública, ou seja o BCE não poderia comprar dívida pública diretamente aos Estados durante emissões primárias. Assim, o BCE ver-se-ia obrigado a comprar essa dívida no mercado secundário, a um preço em teoria mais alto do que conseguiria no mercado primário de dívida pública, porque os intermediários financeiros (bancos) derivam, natural e obviamente, uma margem financeira. Assume-se que essa margem de intermediação financeira seria, em média, 1,5%.

A percentagem ajustada do capital do BCE detida pelo Banco de Portugal é 2,49% desde janeiro de 2014. Assim sendo, do envelope financeiro de 1 B€ assumido para o Plano Draghi, assume-se que 2,49% seria destinado à aquisição de dívida pública portuguesa. Em resultado, na prática, o Plano Draghi seria equivalente à aquisição de 24,52 mM€ (=1B€*98,52%*2,49%) de dívida pública portuguesa no mercado primário, marginalmente acima das compras de obrigações adquiridas em mercado secundário no âmbito do *Securities Market Programme* (SMP) fechado em 2012.²⁰

Assume-se que a taxa de juro média dessa dívida (que seria sobretudo de longo prazo) é 4%.²¹ Logo a despesa do Estado com juros sobre essa dívida seria estimada em 980,8 M€ por ano.

De acordo com as regras atuais, o BCE reteria 20% dos resultados que derivasse do programa de monetização de dívida, sendo 80% distribuídos aos Bancos Centrais Nacionais de acordo com a percentagem ajustada do capital.

Contudo, a taxa de juro da dívida pública portuguesa é, por exemplo, superior à da dívida da Alemanha (e superior à maior parte das dívidas públicas da zona euro), pelo que se colocaria a questão se se fariam ajustamentos ou não.²² Neste cenário, assume-se que

¹⁸ http://www.ft.com/intl/cms/s/63384466-344f-11e4-b81c-00144feabdc0.Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F63384466-344f-11e4-b81c-00144feabdc0.html%3Fsiteedition%3Duk&siteedition=uk&_i_referer=#axzz3CYfYjHk3

¹⁹ Parágrafo introduzido no documento a 30.12.2014. Vide igualmente nota de rodapé n.º 21.

²⁰ O SMP adquiriu cerca de 23 mM€ de OT, com maturidade média de quatro anos no seu pico. Neste momento o valor de OT em carteira será da ordem dos 15 mM€.

²¹ Embora o efeito indireto das compras de dívida pública pelo BCE – resultantes do impacto (psicológico) nos mercados dessas compras de dívida pública na redução da taxa de juro média da dívida pública – seja significativo, este não é considerado nesta simulação. Isto porque, no caso português, o programa do BCE visa comprar 24,9 mM€ de dívida pública portuguesa. Mas até 2014, o setor oficial internacional chegou a deter cerca de 100 mM€ de dívida pública portuguesa. Portanto, assume-se que as futuras compras de 24,9 mM€ de dívida pública portuguesa contribuiriam para reduzir a taxa de juro média da dívida pública de 2015 em diante no mesmo montante que o obtido entre 2010 e 2014 com os empréstimos do setor oficial e o SMP. Ou seja, o efeito líquido de compra de dívida pública pelo BCE seria evitar que a taxa de juro média subisse de 2015 em diante, mas não contribuiria para uma redução adicional da taxa de juro média da dívida pública portuguesa. Nota introduzida no documento a 30.12.2014.

²² Num país com moeda própria, o Banco Central compra a dívida pública emitindo para o efeito nova moeda. O governo paga juros sobre essa dívida pública ao Banco Central. E o Banco Central regista esses juros como lucros e paga esses lucros na forma de dividendos ao governo. Portanto, do ponto de vista das contas públicas, a despesa líquida com juros dessa dívida pública poderia passar, em teoria, a ser nula. Na zona euro a situação complica-se porque o BCE retém 20% para as suas reservas e porque a dívida pública de cada país tem taxas significativamente diferentes. Assim, se a taxa de juro média da dívida de longo prazo monetizada fosse 4% no caso português e 1% no caso alemão, então a despesa líquida com juros da dívida pública portuguesa monetizada seria positiva, enquanto a despesa líquida com juros da dívida pública alemã monetizada seria negativa (em contraste com o cenário do país com moeda própria, com despesa líquida com juros nula).

não se faria tal ajustamento e que o Banco de Portugal devolveria 50% do montante da despesa com juros na forma de dividendos. Esta é uma estimativa otimista, dado o enquadramento atual vigente.

Assumindo uma taxa de desconto de 4%, tal programa de monetização de dívida seria, então, equivalente a uma redução do valor presente da dívida externa do país de 12,2 mM€ (7,1 % do PIB de 2013) e idêntica redução do valor presente da dívida pública do país.

TABELA 6 Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 6 (Plano Draghi de monetização de 1 B€ de dívida pública)

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 6)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	273	159%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	136	79%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanço agregado	515	301%	427	249%	515	301%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	51	30%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	464	271%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	87	51%
Dívida ao Eurossistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	371	217%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	359	210%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	159	93%

Verifica-se, portanto, uma ligeira redução do valor presente da dívida bruta não consolidada e da dívida externa bruta tanto das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado como de Portugal. Assim sendo, uma reestruturação da dívida portuguesa é sempre necessária, mesmo que o BCE desencadeie um plano de monetização da dívida em grande escala, como é necessário para a sustentabilidade da zona euro.

4. Conclusão

Ao longo deste relatório, utilizamos os mesmos critérios e metodologias que tínhamos desenvolvido no *Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa*, indicando as metas, os instrumentos e os cálculos que fundamentam as conclusões apresentadas em cada cenário.

Exploramos, assim, diversas alternativas que têm vindo a ser sugeridas no espaço público, embora nenhuma delas tenha sido concretizada. Na tabela seguinte indicamos as principais conclusões de cada cenário.

TABELA 7 Comparação entre os resultados dos vários cenários

Cenários	Condições	Dívida externa líquida Portugal (% PIB)	Dívida pública na ótica de Maastricht	Balança de rendimentos	Dívida ext. bruta AP (% PIB)
Cenário Base	Programa Sust.: juro 1% mantém valor facial e prazo passa para 2045-54, com resolução bancária sistémica	23%	71,7%	Redução de défice da balança de rendimentos: 4,7mM€/ano	39%
Cenário 1	Certificados de Aforro e do Tesouro excluídos da reestruturação; outra dívida reestruturada seg. Cenário Base	23%	75,5%	Redução do défice em 4,7 mM€/ano	39%
Cenário 2	Reest. sem dívida setor oficial nem banca	43%	92,1%	Redução de défice em 3,3mM€/ano	58%
Cenário 3	Reest. como no Cenário Base, sem dívida setor oficial nem banca (mas juro 0,27% e prazo 2050-9)	34%	74,3%	Redução de défice em 3,8mM€/ano	51%
Cenário 4	Reest. de 50% do capital, com juro a 2% e prazos 2020-24	51%	71%	Igual a Cenário Base	38%
Cenário 5	Plano não-Juncker, financiamento público de investimento	97%	~130%	Redução em 1,7mM€/ano durante três anos	~86%
Cenário 6	Plano Draghi, Monetização de 1B€ de dívida pública da zona euro (24,9 mM€ de dívida pública portuguesa)	93%	~123%	490M€/ano (e idêntica redução da despesa pública com juros)	~79%

Outras diferenças entre o Cenário Base e os cenários seguintes aqui tratados é que, enquanto no primeiro caso não é necessário recorrer a financiamento externo para os efeitos do programa de reestruturação, esse financiamento é sempre necessário nos restantes casos, como indicado atrás.

Além disso, usando o nosso critério mais importante, o da evolução da dívida externa líquida, e comparando com os 23% atingidos pelo Cenário Base e Cenário 1, os restantes cenários são insatisfatórios. Assim, o Cenário 2 determina uma dívida externa líquida de 43%, o Cenário 3, que é o que mais se aproxima dos objetivos que fixamos, de 34%, o Cenário 4 de 51% e o Cenário 5 de 97% – em todos estes casos mantendo uma situação de dependência e de protetorado. Consideramos em todos os cenários alternativos que não havia atuação sobre a dívida da banca.

No que diz respeito à evolução da dívida externa bruta das administrações públicas, os cenários alternativos, tomando como comparação os 39% alcançados pelo Cenário Base e pelo Cenário 1, atingem valores idênticos no caso do Cenário 4, com a reestruturação do valor facial de metade do capital em dívida, mas superiores nos restantes casos (58%, 51% e 83% respetivamente nos Cenários 2, 3 e 5)

Verificamos, ainda, que o cenário que mais se diferencia dos restantes é o do Plano Juncker. Mesmo simulando as condições mais vantajosas que esse plano poderia ter adotado mas rejeitou (o que chamamos o Plano não-Juncker, com a emissão monetária para financiar integralmente o investimento), o efeito na redução do défice seria diminuto e o efeito na dívida pública na ótica de Maastricht seria nulo. Em contrapartida, o Plano Juncker, na base de financiamento privado, agravaria a dívida na ótica de Maastricht.

Finalmente, o Plano Draghi, que corresponde a uma necessidade para a sustentabilidade da zona euro, mas cujas condições de aprovação ainda podem ser dificultadas pela resistência alemã, conduziria a uma emissão monetária em grande escala. Ainda assim, os efeitos dessa operação na dívida externa portuguesa seriam reduzidos, pelo que uma reestruturação é sempre necessária.

Todos estes cenários têm impactos no balanço dos bancos. O único cenário que não consideramos – não fazer nada – tem igualmente um impacto colossal, porque mantém a incerteza sobre o risco sistémico do setor bancário, o que é a pior das alternativas.

Acresce ainda que os sucessivos colapsos ou crises bancárias (BCP, BPN, BPP, BES) ou a necessidade de recapitalização pública dos outros maiores bancos) demonstraram a tese, que defendemos no *Programa Sustentável*, segundo a qual é necessária uma correção sistémica que proteja a confiança no setor bancário e que restabeleça a credibilidade da sua operação.

A Tabela seguinte resume esses impactos e as soluções apresentadas:

TABELA 8 Efeitos diretos da reestruturação de dívida pública no sistema bancário

Cenários	Impacto no valor presente da dívida do Estado à banca	Impacto no pagamento do Estado de juros/ano à banca	Redução do balanço agregado	Problemas e Remédios
Cenário Base	40,5mM	1,8mM	17,1%	Resolução bancária sistémica para proteger o balanço dos bancos, sem necessidade de recapitalização da banca privada
Cenário 1	Idêntico a C. Base	1,8mM	17,1%	<i>idem</i>
Cenário 2	Idêntico a C. Base	1,8mM	17,1%	Sem resolução, seria necessária recapitalização de mais de 80mM
Cenário 3	53,8mM	2,37mM	17,1%	Sem resolução, seria necessária recapitalização de mais de 80mM
Cenário 4	41,1mM	1,8mM	10,7%	Sem resolução, seria necessária recapitalização de mais de 50mM
Cenário 5	=	=	=	=
Cenário 6	=	=	=	=

Nos Cenários 2, 3 e 4 é assumido que não é feita qualquer resolução bancária. Mas o sistema bancário nacional registaria elevadas perdas devido à reestruturação de dívida pública e teria de ser recapitalizado, pois se não o fosse não só não cumpriria os requisitos de capital como também provavelmente entraria em colapso. Note-se que o Estado não seria capaz de obter financiamento nos mercados de dimensão suficiente para recapitalizar a banca. O Estado só seria capaz de recapitalizar a banca se emitisse nova dívida, a entregasse ao sistema bancário e esta fosse aceite pelo BCE nas operações regulares de financiamento. Mas tal metodologia iria resultar na nacionalização completa da banca nacional e no agravamento concomitante dos rácios de dívida pública e de dívida externa (em mais de 45% do PIB). Acresce que o BCE, num caso anterior (recapitalização do Bankia em Espanha), considerou que tal metodologia seria uma forma de monetização de dívida pública pelo que se opôs a essa metodologia de recapitalização bancária. Em suma, os Cenários 2, 3 e 4 não asseguram a estabilidade e viabilidade do sistema bancário nacional.²³

No caso dos Cenários 5 e 6, não existem impactos diretos nos balanços do sistema bancário.

Os efeitos no sistema bancário devem ser considerados por duas razões essenciais. Em primeiro lugar, porque a banca recebe os depósitos que constituem as poupanças e deve ser preservada uma grande confiança na sua estabilidade. Os sucessivos casos que conduziram a crises bancárias ou a falências (BCP, BPN, BPP, BES) ou à necessidade de recapitalização da banca (BPI, BCP, BANIF, CGD) sublinham a importância de uma correção dos balanços da banca. Como argumentamos em tempo certo no Programa Sustentável, um sistema bancário saudável não pode depender de financiamentos de liquidez diários do BCE. Um balanço mais robusto em condições que dispensem a dependência de liquidez é a condição para a recuperação da confiança, corrigindo as deformações e os riscos sistémicos da banca nacional. Em segundo lugar, os outros cenários que não apresentem propostas de resolução bancária sistémica têm de conduzir a uma recapitalização que deve ser financiada de alguma forma. Se a reestruturação da dívida procura evitar a situação de protetorado, esta deficiência é importante e ameaçadora.

Do mesmo modo, não fazer nada, ou só atuar a curto prazo na banca, como tem ocorrido, mantém o mesmo grau de risco sistémico ou até o acentua, como o atraso na resolução do BES veio demonstrar cabalmente.

Por tudo isto e comparando todos os outros cenários com o Programa Sustentável, a nossa conclusão é que, para simultaneamente atingirem as metas e ganharem as margens de liberdade e de decisão geradas pelo Cenário Base (ou no Cenário 1, que adapta o Cenário Base aos cálculos do suporte dos Certificados de Aforro e de Tesouro), os outros processos de reestruturação não são sustentáveis e teriam de ser modificados.

Nota dos Autores:

O grupo de investigação que propôs o *Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa* é constituído por Ricardo Cabral, membro da Direção do Instituto of Public Policy Thomas Jefferson-Correia da Serra (IPP T.J-CS) e vice-reitor da Universidade da Madeira; Francisco Louçã, professor catedrático de Economia no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa (ISEG-UTL); Eugénia Pires, investigadora na Universidade de Londres (SOAS); e Pedro Nuno Santos, economista e deputado na Assembleia da República. Os autores agradecem o apoio da bolsista de investigação Marlene Teixeira e todos os comentários que receberam a versões preliminares do texto.

²³ Parágrafo introduzido no relatório a 30.12.2014.

A NECESSÁRIA RUTURA COM AS POLÍTICAS DE DIREITA

1. Algumas observações prévias – A dívida na zona do euro

- As dificuldades que, em 2011, levaram à assinatura do chamado Programa de Ajustamento/Ajuda e o impacto económico, social e político das medidas que se seguiram, colocaram a questão da Dívida Externa – **do seu peso, da sustentabilidade do seu serviço à luz dos bloqueamentos que estão a travar a modernização da nossa economia, do seu financiamento** – no centro das preocupações e dos problemas enfrentados pela sociedade portuguesa.

A verdade, no entanto, é que sem perder de vista que a responsabilidade da Dívida é em primeiro lugar do devedor – isto é, a responsabilidade da dívida pública é do Estado português – considero que a dívida pública externa, o seu serviço e o seu financiamento devem ser avaliados tendo em conta o quadro europeu e, em particular, os problemas que a implantação de uma União Bancária está a enfrentar.

Tenho esta opinião por três tipos de razões:

- **a primeira é óbvia mas convém tê-la presente** – estamos integrados numa União Monetária – a caminho de uma União Bancária – com tudo o que isso representa de condicionalismos e compromissos que limita a nossa capacidade de condução de Políticas Públicas autónomas;
- **a segunda decorre da convicção de que além das responsabilidades e dos erros próprios que nos conduziram**, em 2011, a uma situação financeira insustentável, só foi possível – perante os mercados financeiros – atingir os nossos níveis de endividamento externo, num período tão curto, porque estávamos a “viver” debaixo de um “aparente escudo protetor” – o do Euro – que havia feito atenuar ou mesmo desaparecer o “Risco Soberano”;
- **a terceira decorre do facto de estar convencido de que o futuro do Grande Projeto de Integração da Europa** e sobretudo do papel que neste está reservado às economias devedoras – em particular às chamadas economias periféricas que se debatem com dívidas elevadas – depende fortemente da resposta que a Europa do euro vier a dar à questão da dívida.

Antes de entrar diretamente na nossa situação e nos caminhos que – no quadro do Euro – se abrem à nossa economia, parece-me assim importante compreender a importância desta questão, à luz dos problemas com que a Europa do euro se debate. O que vou procurar fazer de forma muito sintética.

Desde logo existe um consenso entre os economistas de que a resposta para os atuais níveis de dívida – tanto pública como privada – depende, em grande parte, do crescimento.

O que nos conduz à primeira interrogação, tanto sobre os bloqueamentos que estão a travar o relançamento das economias devedoras da zona euro, como das próprias economias excedentárias – caso da Alemanha.

Mario Draghi, o presidente do BCE, tem, ao longo de 2014, demonstrado a sua preocupação com os riscos que persistem em ameaçar o projeto do euro, ao mesmo tempo que indica qual devia ser, na sua opinião, a resposta da Europa. Esta devia ser conduzida ao longo de três eixos:

- uma política monetária preparada para utilizar de forma determinada técnicas e instrumentos não convencionais – isto é, compra direta de ativos (quantitative easing);
- um aumento dos investimentos públicos e a adoção de políticas fiscais de estímulo da procura, nas economias com a situação orçamental controlada;
- o lançamento de reformas estruturais, nas economias menos eficientes e menos competitivas.

Neste contexto, e dadas as dificuldades com que a zona euro continua a debater-se e a travar para o relançamento da atividade económica, importa, a meu ver, identificar as causas de tal evolução, acreditando que a explicação se encontra na convergência de três tipos de fatores (além, naturalmente, dos problemas estruturais de difícil resolução como os que resultam do envelhecimento da população europeia):

- **A insuficiência da resposta das Políticas Públicas aos apelos do presidente do BCE.**

Para o compreender basta ter presente a fragilidade do programa de investimentos lançado pelo novo presidente da Comissão, que continua a insistir numa aplicação estritamente rígida dos programas de austeridade.

Ao mesmo tempo o governo alemão, confrontado com uma forte desaceleração do crescimento, lançou um programa de investimentos correspondente a uns meros 0,1% do PIB;

- O segundo tipo de fatores prende-se com o deficiente funcionamento dos mecanismos de intermediação financeira da zona euro. O Mercado Bancário, que na Europa do Euro é responsável por 70% a 80% de todo o financiamento da atividade económica, atravessa um período de reorganização e de redimensionamento, o que tem afetado o financiamento de muitas empresas, em particular PME;
- O último dos fatores é o que assume maior importância à luz do tema que aqui nos ocupa – a dívida. O excesso de endividamento, quer público, quer privado, que caracteriza a situação das economias devedoras da zona euro.

Em relação a esta última questão e sobretudo ao serviço da dívida, sabemos que na generalidade destas economias, este está a condicionar as políticas públicas e a travar o investimento.

Considero, aliás, surpreendente, mas significativa, a ausência de referências oficiais a esta questão.

Apesar de assumir uma importância central, no contexto dos problemas e dos bloqueamentos com que a Europa do euro se está a debater, nem a Comissão, nem o BCE se têm referido aos níveis de endividamento, que deixaram de ser meros problemas nacionais, com que cada país se deve preocupar, para se transformar numa questão que assume hoje uma dimensão transeuropeia.

Compreende-se que esta atitude reflete a posição assumida pelas economias credoras, com a Alemanha à cabeça e que, desde o início da crise, tem feito arrastar a resposta europeia às pressões que se abateram sobre a zona euro.

Atitude que explica igualmente que a Comissão continue a insistir no limite de 60%, estabelecido no Tratado de Maastricht, apesar de o nível médio de endividamento na zona euro ser hoje superior a 90%.

Ao apontar para um retorno para os 60% do Tratado por volta da década de 30, sabe que – mesmo admitindo taxas favoráveis de crescimento e de juros – tal implica, para as economias mais endividadas, um esforço, com consequências económicas, sociais e políticas difíceis de absorver.

Em particular, no que se refere às políticas fiscal e orçamental, sabe que tal objetivo só é alcançável com excedentes primários mantidos ao longo de muitos anos e que no caso das economias periféricas tendem a variar entre 4% e 7% do PIB.

Estes excedentes só são possíveis com a combinação de uma forte redução da despesa, com pesadas cargas fiscais sobre a generalidade dos contribuintes

A verdade é que, além das economias devedoras, a necessidade de financiar volumes elevados de dívida – tanto pública, como das empresas – abre à Europa do euro a possibilidade de reorganizar os seus mercados financeiros, fazendo crescer o peso da intermediação não bancária no financiamento da atividade económica.

Trata-se de criar um mercado de dívida soberana integrado a nível da zona euro. O que, a par do desenvolvimento de um mercado especializado no financiamento de PME, permitiria consolidar o processo de criação da União Bancária. Permitiria mesmo dar um novo passo no movimento de integração monetária, criando a sua União Financeira (Bancária + Capitais). Passo de que, a prazo, depende o avanço do projeto do euro.

Parece-me importante chamar aqui a atenção para as implicações que sobre a criação de um Mercado Europeu de Dívida Soberana não deixará de ter a decisão do BCE de avançar com compras diretas de dívida pública nos mercados secundários.

Se tal vier a acontecer de forma significativa, os efeitos serão complexos e muito importantes. **As taxas de juro das dívidas soberanas tenderão a baixar, as pressões e as ameaças especulativas a reduzir-se ou mesmo a desaparecer e o próprio custo das emissões nos mercados primários a baixar.**

Além disso, a partir do momento em que o BCE passe a intervir nos mercados secundários de dívida soberana e mesmo que no futuro – encerrado ou reduzido o programa de compra de ativos – bastar-lhe-á manter a disponibilidade para o voltar a fazer, se necessário, para controlar ou mesmo neutralizar pressões ou ondas especulativas, como as que se desencadearam no período anterior à crise de 2010 e 2011, no contexto da crise grega.

Deste modo, estariam criadas nos mercados de dívida externa da Europa condições favoráveis à adoção de soluções tanto Institucionais – como a criação de fundos e/ou de agências especializadas no financiamento público – como legais e regulamentares (que podem passar pela revisão dos dispositivos relevantes dos Tratados) para os excessos de dívida que hoje contribuem para a travagem do crescimento.

Considero mesmo mais importantes os efeitos de uma política monetária não convencional que passe pela compra de ativos, sobre os mercados de capitais (dívida soberana e das empresas) do que sobre a própria atividade económica – na medida em que permaneço convencido que esta política, só por si e por mais que injete liquidez adicional no balanço dos bancos ou mesmo diretamente nos mercados – hipótese que, como sabemos, muito limitada na Europa do Euro – sem uma ativação da procura, sobretudo do

Investimento, não será capaz de induzir mais do que um crescimento anémico, insuficiente para absorver o desemprego em tempo útil.

É neste contexto que permaneço convencido que a Europa do euro vai ter de reconhecer que a consolidação do Grande Projeto Europeu depende da capacidade para ultrapassar os obstáculos que estão a travar o crescimento económico e que, entre estes, avulta o peso dos serviços das dívidas externas da generalidade das economias devedoras.

2. A dívida pública externa em Portugal

Na minha opinião é à luz do quadro prevalecente na Europa do Euro que se compreende a dimensão e a complexidade dos desafios que a dívida externa global e, em particular, a dívida externa pública, coloca à nossa economia, sendo prudente admitir que dificilmente a posição da Alemanha em relação a esta questão se vai alterar de forma significativa nos próximos anos, o nível de endividamento atingido coloca-nos dois tipos de questões:

Abro aqui um parêntesis para referir as implicações potenciais sobre a posição alemã, de intervenções significativas do BCE nos mercados secundários da dívida soberana. A ocorrerem de facto – pessoalmente mantenho algum ceticismo, devido exatamente à obstinada oposição do Bundesbank e do governo alemão – permaneço convencido que isso forçaria um ajustamento da posição alemã, que abriria o caminho a um salto qualitativo.

- ▶ a primeira, tem implicações estruturais. É o serviço atual da dívida pública externa suscetível de travar ou mesmo de bloquear o necessário – e urgente – esforço de modernização da nossa economia?
- ▶ a segunda, refere-se à atitude, à orientação que o nosso País deve adotar, tanto em relação aos credores atuais – soberanos, agências internacionais ou investidores privados – como em relação aos mercados financeiros, de que dependem os fluxos futuros de financiamento externo.

A primeira questão não é tema deste painel e já foi decerto discutida em painéis anteriores.

Não custa no entanto admitir que o Serviço da Dívida Externa representa hoje – numa economia com uma fraca acumulação de capital e com baixos níveis globais de Poupança – uma pesada drenagem de recursos financeiros que está a condicionar fortemente tanto o Investimento Público como o Privado.

Sendo certo que neste momento estamos a beneficiar de condições benignas dos mercados financeiros – tanto em termos de taxas como de procura de risco soberano por parte dos investidores. Condições que resultam da convergência de um complexo conjunto de fatores excecionais que tudo indica irá manter-se no futuro próximo, mas que pode vir a alterar-se (irá alterar-se, só não se sabe quando) agravando o serviço da dívida externa.

Quanto à segunda questão – atitude a adotar – considero que a orientação deve assentar em dois vetores centrais de atuação que na verdade se cruzam:

- ▶ devemos procurar preservar a nossa credibilidade externa;
- ▶ devemos empenhar-nos a nível europeu na defesa de soluções que permitam reduzir os efeitos negativos que decorrem do serviço de níveis excessivos de dívida pública externa.

Na verdade fortalecer a credibilidade externa é crucial por dois tipos de razões:

- ▶ manter abertos os mercados financeiros externos;
- ▶ aumentar a nossa capacidade negocial no interior da zona euro, em particular aliviar a pressão permanente da própria Comissão que na minha opinião tem por vezes atingido níveis quase intoleráveis, para um país-membro que, apesar de tudo, mantém a sua soberania política.

Neste contexto, manter a credibilidade significa percorrer um caminho muito estreito e cheio de dificuldades.

Considero que a preservação e o fortalecimento da credibilidade antes de ser um problema técnico – **de conceção e de execução de políticas públicas com objetivos claros e sustentáveis** – é uma questão política.

Aproximamo-nos de um novo ciclo político, num quadro europeu em mudança e é crucial que o governo que venha a ter a responsabilidade de dirigir o nosso país possa assentar a sua ação em dois vetores:

- ▶ um programa dirigido às duas questões centrais que nos preocupam a TODOS – estabilização e financiamento da dívida pública; relançamento do crescimento;
- ▶ uma base política de apoio à execução do programa referido. Execução que vai sempre significar opções com implicações sociais e económicas difíceis.

Não tenho, naturalmente, tempo para elaborar sobre os elementos que, na minha opinião, devem ser considerados em tal programa; deixo apenas algumas referências.

- ▶ Não é sustentável, independentemente das opções ideológicas ou doutrinárias de cada um, continuar a acumular dívida para financiar défices.
- ▶ Contudo também não é possível manter a atual carga fiscal indefinidamente se queremos gerar e libertar poupança capaz de financiar investimento.

Tal significa que é necessário controlar de forma racional a despesa, preservando no essencial funções sociais que são um dos pilares de um regime democrático.

O caminho seguido até aqui foi o caminho tecnicamente mais fácil e de efeitos imediatos – torna-se necessário dar um passo e (modernizar/reformar) o Estado.

Tudo isto significa um programa que aponte metas plurianuais que comprometam politicamente.

- ▶ No âmbito de um tal programa, considero mais duas questões:
 - um programa dirigido à modernização do nosso tecido produtivo: o mesmo é dizer PME.

Tal significa um adequado quadro fiscal e uma reorganização do nosso sistema financeiro;

Se formos capazes de fazer emergir de forma visível novas fontes de financiamento de PME (além do tradicional Crédito Bancário de curto-prazo) podemos dar um impulso a um movimento de modernização do nosso **tecido produtivo**.

- Estabelecimento de um quadro articulado – fiscal, jurídico/regulamentar, regulatório e administrativo – favorável à atração de investimento externo (falo de um quadro global e articulado, não de medidas avulsas).

Não tenho tempo para mais, mas queria deixar duas observações finais:

- ▶ **a primeira, é ainda sobre a dívida pública.**

Considero que existe neste momento uma janela de oportunidade para o desenvolvimento de um verdadeiro mercado doméstico da dívida pública. Esta convicção decorre do movimento muito complexo de reorganização e de redimensionamento que está a atravessar o nosso mercado bancário. Na linha, aliás, do que está a acontecer noutros países europeus. Embora o mercado doméstico potencial não tenha dimensão para responder, por si só, às necessidades de financiamento do Estado, pode aumentar significativamente o seu contributo com inúmeras vantagens;

- ▶ **a última observação com que quero terminar é apesar de tudo de otimismo.**

Como economista, considero que, apesar das dificuldades, existe um potencial na nossa economia de que temos de tirar partido. Há um novo talento empresarial e de gestão a emergir, estão a surgir inovações e um novo tipo de empresas mais competitivas. Temos de criar as condições para que ganhe impulso um movimento de modernização e de crescimento.

Em primeiro lugar, queria agradecer o convite para participar nesta importante Conferência sobre A Dívida Pública. É uma honra regressar à Assembleia da República, em especial a esta sala, onde passei algumas noites.

Queria cumprimentar o Sr. presidente da COFAP, Dr. Eduardo Cabrita, bem como os meus colegas de painel, os Srs. deputados e toda a restante assistência.

Para responder à questão deste painel, "Que soluções para Portugal?", julgo que, de alguma forma, teremos de colocar a pergunta relativa ao painel anterior, ou seja, se a dívida pública portuguesa é sustentável, tendo em consideração o elevado nível de endividamento já atingido e, simultaneamente, a necessidade de o Estado português continuar a financiar-se para garantir o reembolso dos empréstimos, assim como o pagamento de despesas que não são cobertas pelas respetivas receitas.

Para garantir essa sustentabilidade, é necessário haver condições favoráveis em termos de financiamento. Estas condições dependem fundamentalmente da reputação do devedor, cuja credibilidade se ganha com três requisitos, sendo que o primeiro consiste num historial de bom pagador. E aqui acho importante recordar que, desde a fundação da República, Portugal honrou sempre os seus compromissos perante terceiros relativamente às responsabilidades com a dívida pública, sendo esse um aspeto essencial quando estamos perante os nossos credores.

Gostaria também de desmistificar uma afirmação, que é recorrente, que em democracia é impossível controlar as contas públicas, sendo esse controlo o segundo requisito.

O terceiro requisito tem que ver com a comprovação da capacidade de o Estado gerar os recursos necessários para fazer face aos seus compromissos futuros e, estando a falar de um Estado, é necessário haver um enquadramento legal adequado.

Observando a evolução do rácio da dívida pública nos últimos 40 anos de democracia portuguesa, verificamos que existem fundamentalmente quatro períodos.

No primeiro período, que vai até meados da década de 1980, há uma evolução muito significativa da dívida pública, o que é natural, pois tem que ver com a constituição do Estado Social e com todo um conjunto de processos associados a um crescimento do Estado, que não é único em Portugal e que também ocorreu em de todos os outros países da União Europeia.

Seguidamente, verifica-se um período, de cerca de 15 anos, em que há uma estabilidade da dívida pública, entre 1985 e 2000. No terceiro período nota-se um crescimento da dívida, até ao início da crise, em 2007.

Finalmente, no quarto período, nos últimos cinco anos, verificamos que há um crescimento exponencial.

As razões subjacentes a esta evolução já foram referidas pelo Prof. Dr. Paulo Trigo Pereira, pelo que vou só recuperar um pouco os fatores determinantes da dinâmica da dívida pública: temos o saldo primário, o efeito dos juros e o efeito de variação do PIB, a que, em conjunto, se dá o nome do efeito bola de neve, o efeito *snowball*, e, depois, temos um efeito residual, que está relacionado com todos os outros fatores que afetam a dívida pública e não estão contemplados no Orçamento.

No primeiro período que referi anteriormente, havia muita desorçamentação, muitas despesas que eram feitas e não estavam devidamente orçamentadas. Também nesse mesmo período, temos o efeito das nacionalizações, que implicaram a emissão de dívida pública, e, portanto, verificamos que este aumento da dívida resultou de défices primários, em média, de 2,6% ao ano. Este efeito residual foi muito significativo neste período e foi parcialmente compensado pelo efeito conjunto dos juros e do PIB. Ou seja, o PIB nominal era mais elevado do que a taxa nominal dos juros, o que teve que ver com o facto de, neste período, as taxas de juro serem relativamente baixas, nomeadamente se tivermos em conta que parte de todos os empréstimos eram impostos no sistema financeiro, e parte provinha da emissão de dívida pública para pagar as nacionalizações, com taxas de juro muito baixas.

O segundo período é de estabilidade, em que temos, em média, saldos primários positivos e em que o efeito dos juros é compensado integralmente pelo efeito da variação do PIB, com um efeito residual marginalmente positivo. Neste caso, até se admitia que este efeito residual pudesse ser negativo, mas foi um período em que se fizeram privatizações, o que teve um efeito, digamos, de redução da dívida pública.

No terceiro período, de 2001 a 2008, voltámos a ter um aumento da dívida pública provocado por défices primários, em que um crescimento mais anémico não foi suficiente para compensar o valor dos juros e, portanto, provocou um crescimento da dívida pública – de valores inferiores a 60% passou-se para valores da ordem dos 70%.

No quarto período, nos últimos cinco anos, tivemos a situação anómala em que todos os fatores contribuíram para o crescimento da dívida pública, não só os défices primários, como, naturalmente, o efeito dos juros e o facto de ter havido um decréscimo do PIB neste período, o que também provocou que, em média, tivéssemos um aumento médio anual de dívida pública da ordem dos 9%.

O efeito residual prende-se, fundamentalmente, com a emissão dos chamados CoCo, para financiar o sistema bancário, e os depósitos que o setor público, nomeadamente, o Instituto de Gestão de Tesouraria e do Crédito Público, constituiu durante este período.

Podemos, assim, verificar que o aspeto essencial para definir a estabilidade do rácio da dívida pública é o saldo primário. No período em que tivemos, em média, saldos primários positivos, verificamos que tivemos rácios da dívida pública estáveis.

Vou agora incidir mais no período posterior à crise, ou seja, na sequência da crise financeira de 2008. Esta foi uma situação não exclusiva de Portugal, mas de todos os países da União Europeia e dos Estados Unidos da América, em que se verificou um crescimento acelerado da dívida provocado por pacotes-estímulo à economia, por medidas tomadas com vista à estabilização do setor financeiro e pela recessão económica.

Verificamos que, em 2007, Portugal tinha um rácio da dívida pública na média dos valores dos Estados Unidos e da União Europeia. Nestes cinco anos, os Estados Unidos passaram o rácio da dívida pública de cerca de 70% para mais de 100% e na União Europeia o rácio atingiu 96% do PIB, tendo aumentado 25%.

No entanto, é importante também referir que o aumento da dívida pública em Portugal não resultou apenas desta crise, porque o aumento em Portugal foi o dobro do que ocorreu na União Europeia. Houve um aumento de cerca de 56%, e apenas a Grécia, apesar de passar por uma reestruturação, teve um aumento superior, de cerca de 62%, assim como a Irlanda. E não é por acaso que foram estes os países que tiveram necessidade de ter um programa de ajustamento.

O que fiz, em seguida, foi verificar como é que poderíamos ter um cenário compatível com o Tratado Orçamental. Tendo em conta que a situação legal existente não foi suficiente para impedir este crescimento da dívida pública, aprovou-se um Tratado Orçamental que impõe, globalmente, orçamentos nacionais em situação de equilíbrio ou excedentária e estabeleceu-se limites para a dívida pública, sugerindo a constitucionalização destas normas.

As regras fundamentais são as seguintes: enquanto não for atingido o objetivo de médio prazo, o ajustamento anual do saldo estrutural não pode ser inferior a 0,5% do PIB, e, quando o rácio da dívida pública excede os 60%, o Estado deve reduzir, na parte do excesso, a uma taxa média de um vigésimo ao ano.

No cenário compatível com o pacto orçamental, considere um conjunto de hipóteses, que têm sido mais ou menos seguidas.

Admiti que o rácio da dívida pública, no final de 2015, seria aquele que está previsto no Orçamento do Estado e admiti uma taxa de crescimento do PIB nominal de 3%, em que podemos admitir cerca de 1,5% em termos reais e 1,5% para o deflator, sendo este o valor previsto para o Orçamento do Estado de 2015.

Foi igualmente considerada uma taxa de juro implícita da dívida pública da ordem dos 4%, que tem implícita uma taxa de juro real bastante significativa, de quase 3%, tendo em conta o valor da inflação atual.

Foi igualmente ponderada uma redução gradual da receita, que desceria para 42%, em 2020, e para 40%, em 2030, mantendo a receita de capital, e admite-se que o efeito residual, para ajustamento de défice de dívida, seria nulo a partir de 2016. A redução daquele efeito residual em 2015, como aqui já foi explicado, tem que ver fundamentalmente com a utilização de parte dos depósitos existentes pelo Instituto de Gestão de Tesouraria e do Crédito Público para reduzir o nível da dívida pública, mas esta é uma redução pontual, que não pode manter-se nos anos seguintes.

Quais são as restrições adicionais decorrentes do Tratado Orçamental? Uma primeira tem que ver com a redução do défice estrutural em 0,5% do PIB, e aqui utilizei o défice observado, admitindo que a redução do défice estrutural seria igual à do défice orçamental, e, em 2018, ano em que termina o fim do período transitório, ter-se-ia de reduzir a dívida pública num vigésimo da diferença entre o valor da dívida pública e os 60%, o que implicaria uma redução de 3% do PIB. Esta situação obrigaria a ter contas equilibradas até atingir o rácio da dívida pública que se verificaria em 2042.

Esta situação implica um grande esforço em termos de política orçamental restritiva. Ou seja, admitindo que, em 2015, se verificará um défice de 2,7%, tal implicaria que até 2018 teríamos de atingir um défice de menos 0,5%, o que tem implícito um saldo primário de 4%, ou seja, como aqui já foi referido, estamos a falar num grau de exigência muito difícil de ser atingido.

Se olharmos para a evolução da despesa em percentagem do PIB, vemos de uma forma mais evidente esse grau de exigência, ou seja, em três ou quatro anos passaríamos de uma despesa primária – estou a falar da despesa sem juros – de 42,5% para 38%, ficando com uma despesa inferior ao valor que tinha ocorrido em 1997. Estamos a falar de um esforço muito grande em termos de finanças públicas.

Tenho aqui representada a evolução do rácio da dívida pública e olhando para os fatores determinantes da dinâmica da dívida pública, isto implicaria uma redução de menos 2,7% ao ano do rácio da dívida pública, com saldos primários da ordem dos 3,6%, em média, o que me parece, e também tem sido um pouco a opinião dos diferentes intervenores nos painéis anteriores, muito difícil de ser atingido.

Daí que tenha tentado apresentar um cenário alternativo que, não cumprindo de uma forma estrita o Tratado Orçamental, garantisse em simultâneo uma sustentabilidade da dívida pública, isto é, que garantisse a redução da dívida pública sem haver um esforço de contenção orçamental tão elevado como o que está implícito no Tratado Orçamental.

Há aqui um problema claro, como também já foi referido, que reside principalmente nos primeiros anos e que se traduz num esforço muito grande nos próximos quatro anos.

Por outro lado, também tenho algumas críticas, até quanto à forma como está definido o Tratado Orçamental, nomeadamente através da definição de um saldo estrutural. Sabemos que o saldo estrutural é de uma definição complexa, de difícil compreensão e, por outro lado, o seu cálculo depende de muitos fatores, varia quando se alteram as projeções, varia quando se alteram os pressupostos. Verificamos que o saldo estrutural agora calculado com a nova metodologia pela Comissão Europeia é totalmente diferente do que tinha sido calculado no ano anterior e parece-me que, para ter um objetivo de política, devemos ter objetivos claros e facilmente quantificáveis, o que não é o caso do saldo estrutural.

O saldo estrutural é um bom instrumento para avaliar a natureza da política orçamental, para saber se é contracionista ou expansionista, mas colocá-lo como objetivo parece-me difícil, porque, conforme as hipóteses formuladas, temos valores diferentes para o saldo estrutural.

Vemos, claramente, que o saldo primário é o melhor instrumento para garantir a estabilidade da dívida pública. Daí que o princípio que está subjacente a este novo cenário é um saldo primário que permita a redução gradual do rácio da dívida pública relativamente ao PIB.

Neste cenário alternativo, mantive os pressupostos do cenário anterior e coloquei algumas restrições no sentido de a contenção orçamental ser mais realista. Ou seja, em 2016, a despesa primária, em termos nominais, ser igual à de 2015; entre 2016 e 2020 podíamos ter um crescimento, com a manutenção do valor real da despesa primária, ou seja, a despesa cresceria segundo o valor da inflação, e, partir de 2020, já seria compatível ter um crescimento real da própria despesa.

Neste caso, tentei que isto fosse compatível com a evolução das pensões do regime geral contributivo, de acordo com as previsões do Orçamento do Estado para 2014, pressupondo que não há a reforma da segurança social, considereei uma condição de recurso para pensões do regime não contributivo. Estudos feitos mostram claramente situações em que muitos dos pensionistas do regime não contributivo poderiam não receber essas pensões porque têm outros recursos e estas deveriam ser destinadas, fundamentalmente, a quem tem dificuldades, como o próprio nome indica.

Neste caso, o grau de exigência é menor do que o do caso anterior. Nos próximos três anos, manteríamos o défice ao nível do previsto no Orçamento do Estado para 2015, de cerca de 2,5%, o que tem implícito um saldo primário de 2,2%, que depois poderia ir crescendo gradualmente até atingir os 3%. Este cenário já permitia uma redução gradual da dívida pública.

Quando há pouco referi uma obrigatoriedade de um saldo estrutural ou mesmo de um saldo global, e não de um saldo primário, esse fator provoca uma situação de desigualdade entre os países mais endividados relativamente aos outros. Um país que tem uma dívida de 60%, para atingir um défice de 0,5% precisa de um saldo primário inferior a 2%. Como vimos, Portugal, para atingir um défice de 0,5%, precisa de um saldo primário de 4%, ou seja, o grau de exigência é muito diferente e, portanto, é um aspeto que penso que se devia ter em consideração.

Os valores da despesa por mim apresentados mostram que a despesa fica sempre acima do valor de 2015, e estamos a ter despesa primária que ainda é superior ao valor de 2008, isto é, o valor antes da crise, porque não podemos nunca comparar a despesa com os valores anómalos que ocorreram em 2009/2010, temos de olhar para um patamar da ordem dos valores verificados em 2007 e em 2008. Aliás, se observarmos o PIB nominal, este encontra-se num valor dessa ordem de grandeza.

Fiz uma simulação muito simples, num Orçamento muito simplificado, com uma evolução da receita corrente em que para os impostos indiretos para as contribuições sociais, bem como para as outras receitas correntes, teríamos uma evolução compatível com o PIB nominal, e relativamente aos impostos diretos sobre o rendimento e património há uma redução que seria compatível com as reformas do IRC e do IRS. Por isso, há aqui, neste cenário, uma redução dos impostos sobre o rendimento e património.

Em relação à despesa primária, temos as prestações sociais a evoluírem de acordo com as necessidades que estão implícitas nas pensões. Até 2020, considerou-se um valor idêntico para as despesas com pessoal, para as outras despesas correntes, para os subsídios e para as despesas de capital. A partir de 2020, há possibilidade de estas despesas começarem a crescer a um ritmo um pouco superior ao valor da inflação.

Em termos de prestações sociais, temos aqui representado um crescimento que não implicaria mais cortes em termos das pensões do regime contributivo. Quanto ao regime não contributivo, tenho aquela redução de 2,7% para 1,9%. Os estudos apontam para cerca de 50% de redução se utilizasse uma condição de recurso, mas aqui apresentei um valor relativamente mais baixo, e só depois considerei as outras prestações sociais que englobam o subsídio de desemprego, a ação social e as prestações em espécie.

Há um outro ponto em que, por vezes, também se distorce um pouco a realidade, que é o do esforço relativo aos encargos com os juros. Diz-se que, atualmente, os encargos são elevados. É evidente que são elevados, mas durante os últimos 40 anos houve períodos em que esses encargos foram muito superiores aos valores atuais. Se verificarmos o que está representado, vemos que o seu peso no PIB, em média, seria da ordem dos 4,4%. Para 2014, o peso foi de cerca de 5%. No período entre 1980 e 1995, em média, o peso dos juros no PIB foi de 6,2%, tendo atingido 7,8%.

Quando olhamos para a percentagem da receita, verificamos que o valor se situa entre os 10% e os 11% e que também houve um período em que 20% das receitas foram destinadas ao pagamento de juros.

Neste caso, em 2045, teríamos a evolução da dívida pública a atingir os cerca de 60%, com valores em que os saldos primários, em vez de serem próximos dos 4%, estariam na ordem dos 2,8%. O que teríamos, então, de fazer para atingir estes valores?

Por um lado, penso que é fundamental definir despesas plurianuais e, portanto, num quadro plurianual, deviam constar para os próximos três ou quatro anos limites máximos das despesas, sem juros, das administrações. Os tetos para as despesas, sem juros, e com contrapartida em receitas gerais, quer para a administração central, quer para a segurança social, deviam ser vinculativos e indicativos para as administrações regionais e locais, mas tendo em conta, naturalmente, as restrições previstas na lei do enquadramento orçamental, nomeadamente quanto ao endividamento e ao equilíbrio orçamental das autarquias locais.

Vou apresentar agora uma proposta que, provavelmente, será mais controversa e que existe em Espanha. Trata-se de garantir a senioridade no pagamento do serviço da dívida pública. É importante para ganhar credibilidade, mas não é tão relevante como as propostas anteriores sobre os tetos da despesa.

Outro ponto que penso ser importante é o da maior flexibilidade na gestão dos serviços. Coloco algumas hipóteses, nomeadamente a da possibilidade de utilizarem o saldo das dotações orçamentais, e, por contrapartida, haver uma maior centralização na tesouraria do Estado, e a de simplificar a lei do Orçamento do Estado, que está cada vez mais complexa. Tem aquilo que os Srs. deputados, na gíria, costumam chamar de "os cavaleiros orçamentais" e penso que os devíamos restringir ao máximo e simplificar a lei do Orçamento do Estado, nomeadamente acabando com as cativações das dotações orçamentais para as tornar mais transparentes, para saber exatamente quais são as despesas e para tornar mais responsáveis os respetivos serviços.

Portanto, em termos de conclusões, posso referir que a confiança dos investidores só se conquista se houver a firme convicção de que Portugal tomará as medidas adequadas para garantir a sustentabilidade das finanças públicas.

Penso que os partidos deviam comprometer-se e o Prof. Dr. Paulo Trigo Pereira já referiu, nesse sentido, alguns desses aspetos, mas quero reforçar três deles: garantir a redução gradual e consistente do rácio da dívida pública, haver saldos primários claramente positivos, assim como a imposição dos tetos de despesas plurianuais. Aliás, os exemplos externos que existem de sucesso na contenção da despesa pública e da consolidação orçamental apresentam muitas situações de imposição de tetos de despesas plurianuais.

Naturalmente que não está em causa a capacidade de os governos definirem políticas alternativas mas, sim, a consciência de uma restrição orçamental relativamente ao máximo global da despesa pública, tendo em consideração o atual estado de desenvolvimento económico do país e a situação das finanças públicas.

Obviamente que a natureza da despesa pública seria sempre da responsabilidade de cada governo, que poderá repartir essa despesa de acordo com as suas preferências político-ideológicas.

Tenho em anexo várias informações que deixo à Assembleia da República e que poderão utilizar.

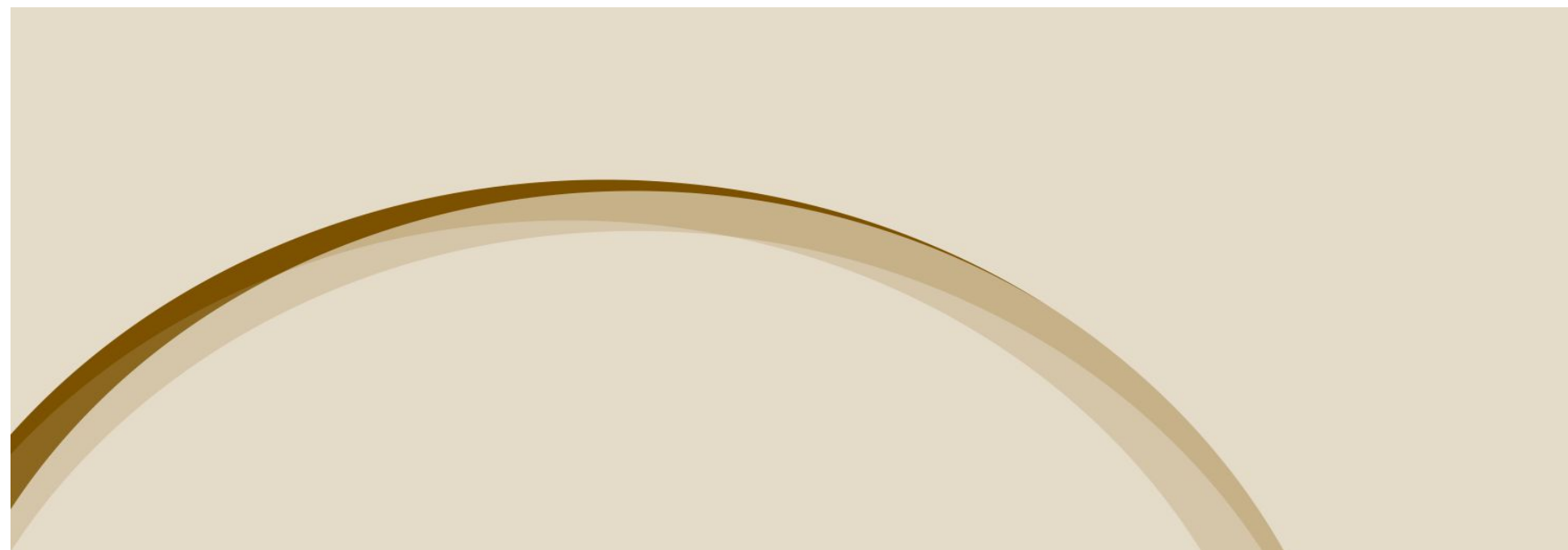
Muito obrigado.

Conferência parlamentar sobre a dívida pública

Que soluções para Portugal?

Norberto Rosa

16 de dezembro de 2014

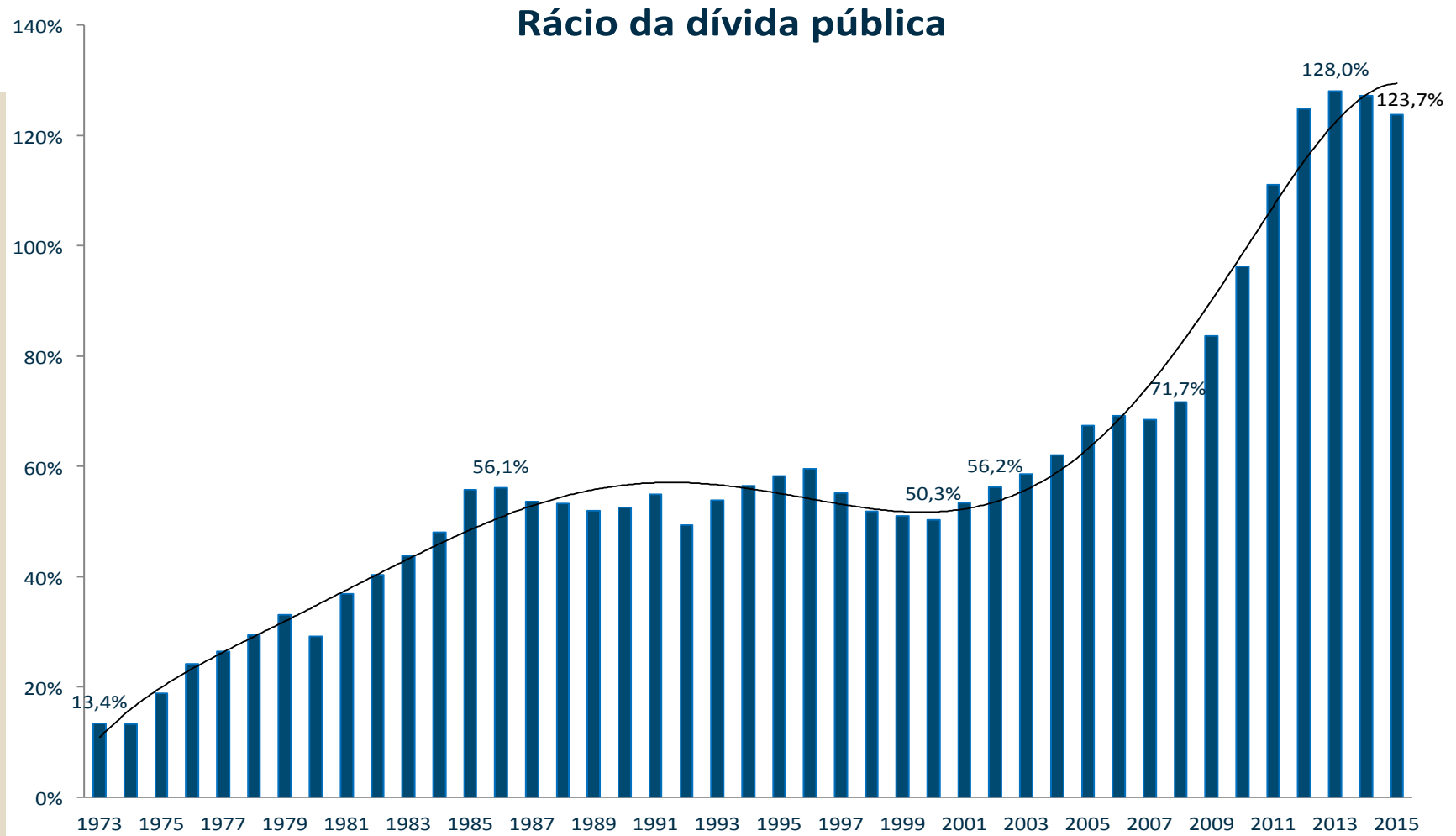


Índice da apresentação:

- **A importância da reputação do devedor**
- **O caso português**
- **O pacto orçamental**
- **Um cenário compatível com o pacto orçamental**
- **Novas regras para o equilíbrio orçamental**
- **Cenário alternativo**
- **Que soluções para Portugal?**

- **Conclusões**

- **O acesso a condições favoráveis de financiamento depende fundamentalmente da reputação do devedor.**
- **Essa reputação ganha-se com três requisitos:**
 - 1. Um historial de bom pagador:**
 - Continuar a afirmar que a República portuguesa, desde a sua fundação, sempre honrou os compromissos assumidos por Portugal perante terceiros relativamente às responsabilidades com a dívida pública.
 - Desmistificar uma afirmação recorrente que, em democracia, é impossível controlar as contas públicas.
 - 2. A comprovação da capacidade de o Estado gerar recursos necessários para fazer face aos seus compromissos futuros.**
 - 3. Um enquadramento legal adequado.**

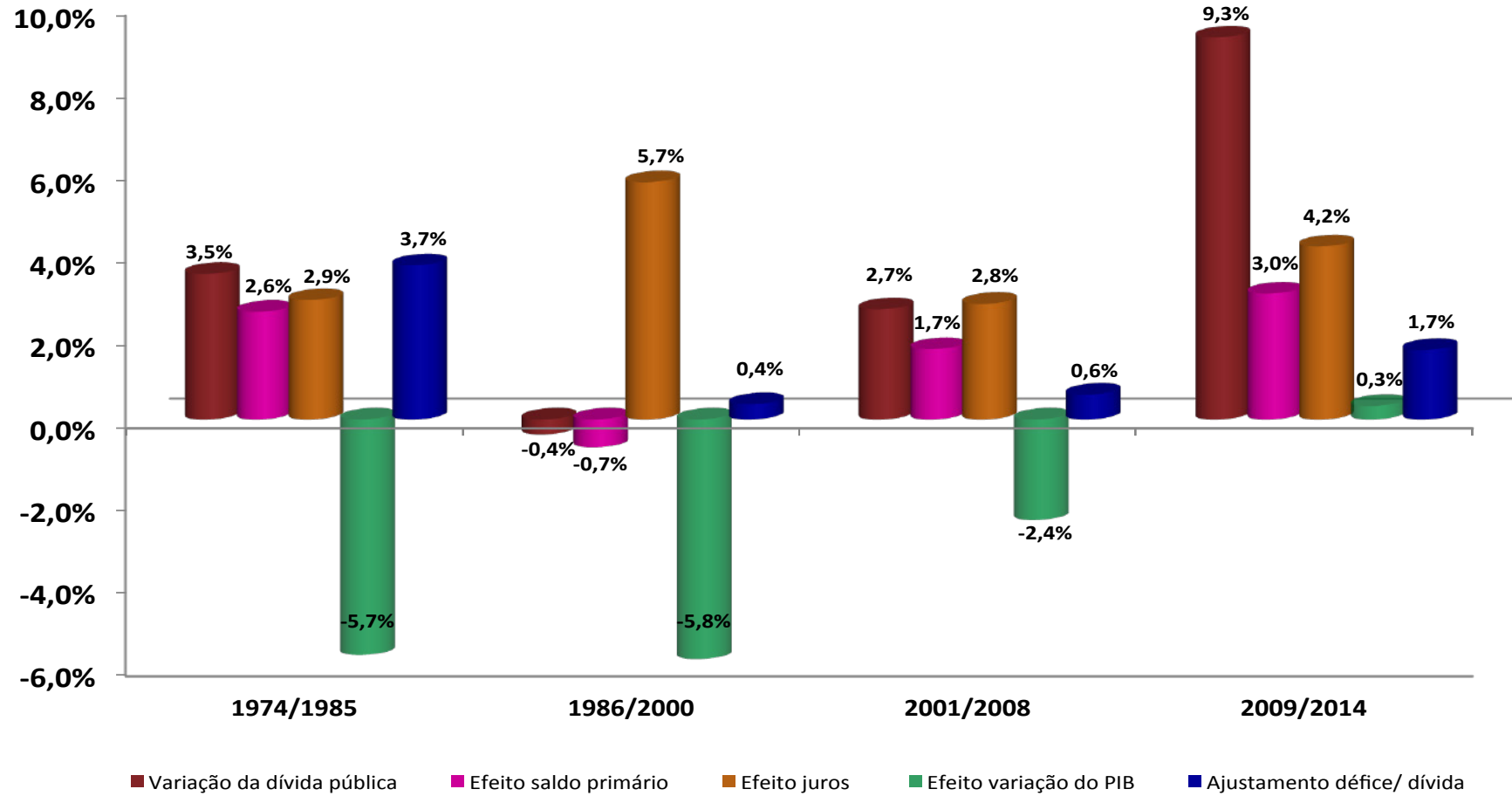


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

O caso português

Dinâmica da dívida pública

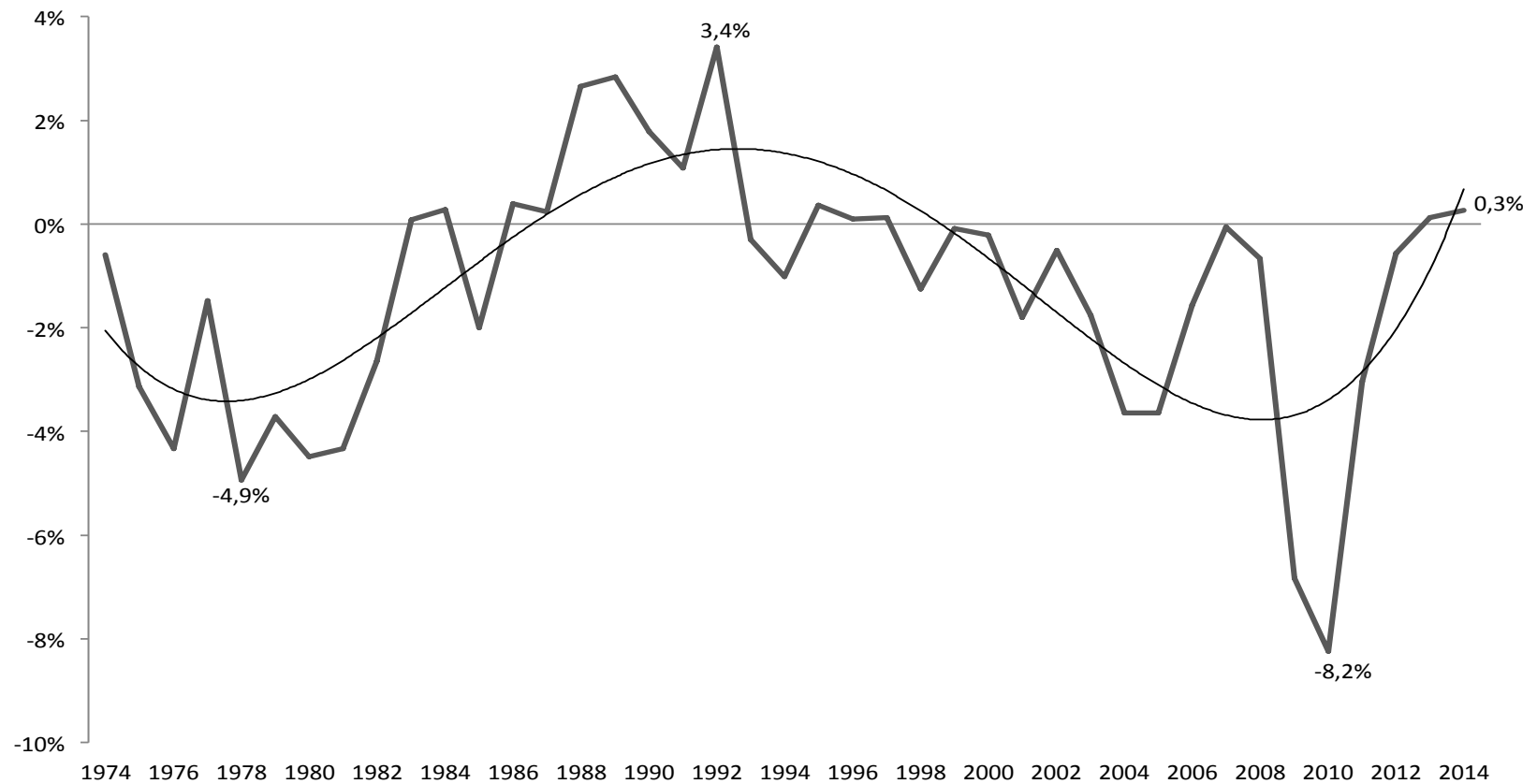
Valores médios anuais



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

5

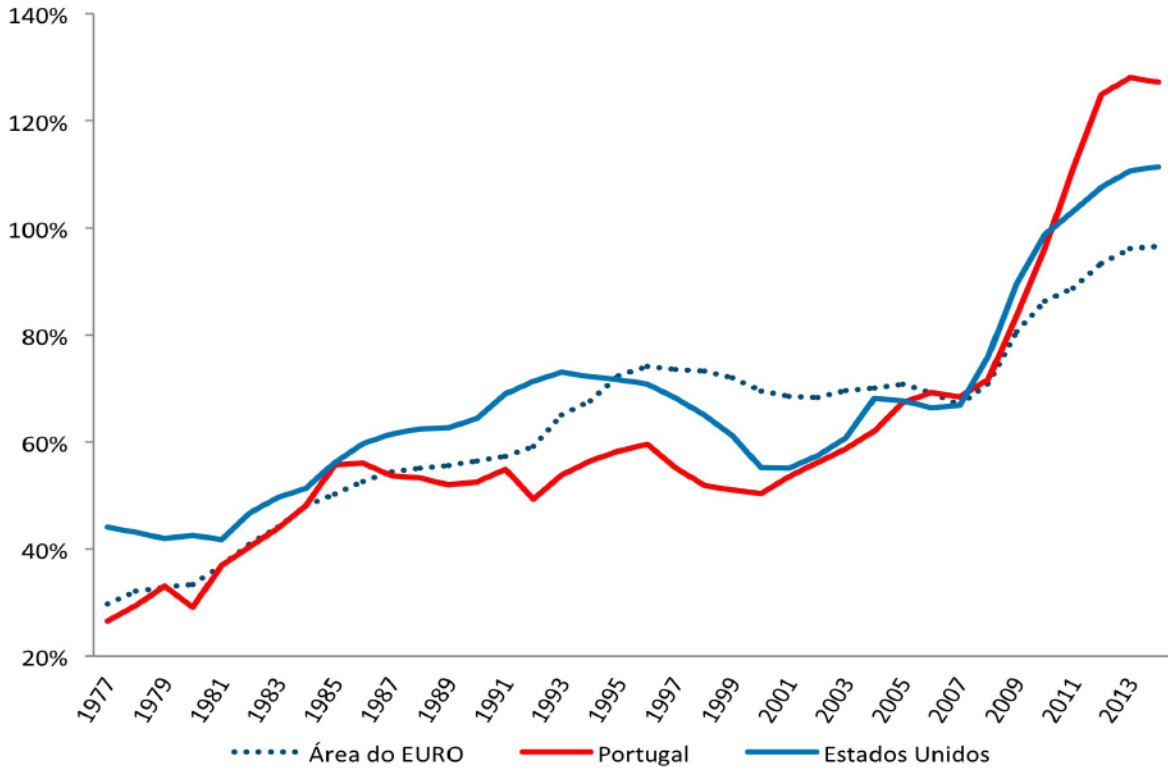
Efeito saldo primário



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Dívida pública em percentagem do PIB

Na sequência da crise financeira de 2008, verificou-se um crescimento acelerado da dívida, provocado fundamentalmente pelos pacotes de estímulo à economia, pelas medidas tomadas com vista à estabilização do sector financeiro e pela recessão económica.



- A média do rácio da dívida pública atingiu 96% nos países da Área de Euro e ultrapassou os 110% nos Estados Unidos.
- No período de seis anos (2009-2014), o rácio da dívida pública da UE sobe 25 p.p., enquanto o rácio da dívida pública portuguesa sobe 56 p.p. para 128%. Apenas a Grécia (+62 p.p.), apesar da reestruturação da dívida, e a Irlanda (+78,8 p.p.) registaram aumentos superiores a Portugal.

- **As restrições legais, e mesmo constitucionais, aos défices orçamentais manifestaram-se ineficazes.**
- **Para obviar as insuficiências do atual enquadramento legal e tendo em consideração que os crescentes níveis de endividamento público tinham de ser estabilizados e colocados numa trajetória sustentável, que assegurasse a confiança do mercado, foi aprovado o pacto orçamental.**
- **O pacto orçamental impõe orçamentos nacionais em situação de equilíbrio ou excedentária e limites para a dívida pública, sugerindo a constitucionalização destas normas.**
- **Enquanto não for atingido o objetivo de médio prazo, o ajustamento anual do saldo estrutural não pode ser inferior a 0,5% do PIB.**
- **Quando o rácio da dívida pública exceder os 60% do PIB, o Estado deverá reduzi-la, na parte em excesso, a uma taxa média de um vigésimo ao ano.**

Todas as projeções apresentadas têm os seguintes pressupostos:

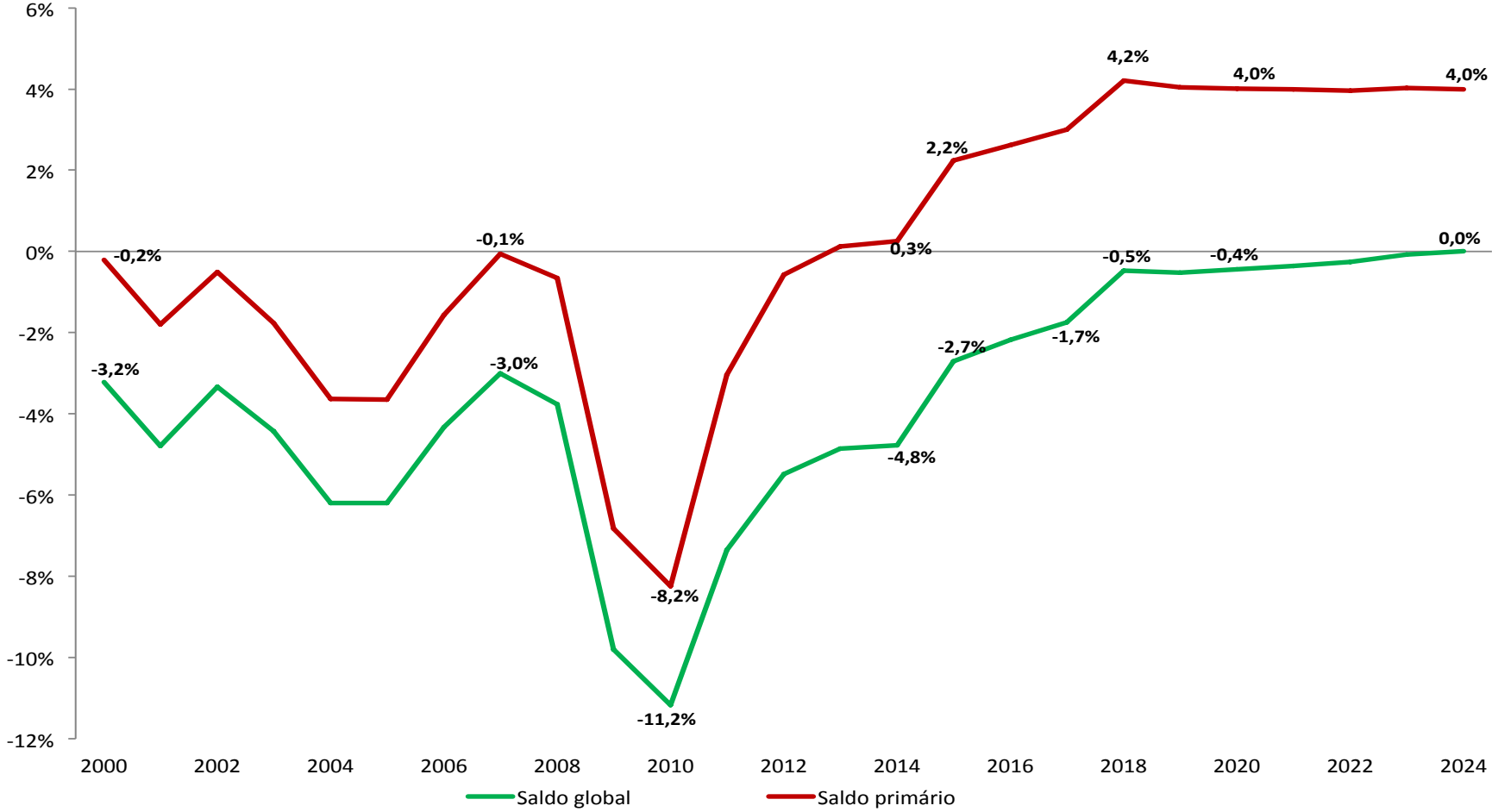
- **Rácio da dívida pública de 123,7%, no final de 2015, conforme previsto no Orçamento do Estado.**
- **Taxa de crescimento nominal do PIB de 3%.**
- **Taxa de juro implícita na dívida pública de 4%.**
- **Redução gradual da receita total para 42,0% do PIB em 2020 e 40,0% em 2030.**
- **Receita de capital de cerca de 0,9% do PIB.**
- **Um efeito nulo do ajustamento défice/dívida a partir de 2016.**

Restrições adicionais decorrentes do pacto orçamental:

- **Redução do défice orçamental (estrutural?) em 0,5% do PIB em 2016 e 2017.**
- **Diminuição do rácio da dívida pública em 3 p.p. do PIB em 2018 (fim do período transitório).**
- **Contas públicas equilibradas até o rácio da dívida pública descer abaixo dos 60% do PIB – 2042.**

Um cenário compatível com o pacto orçamental

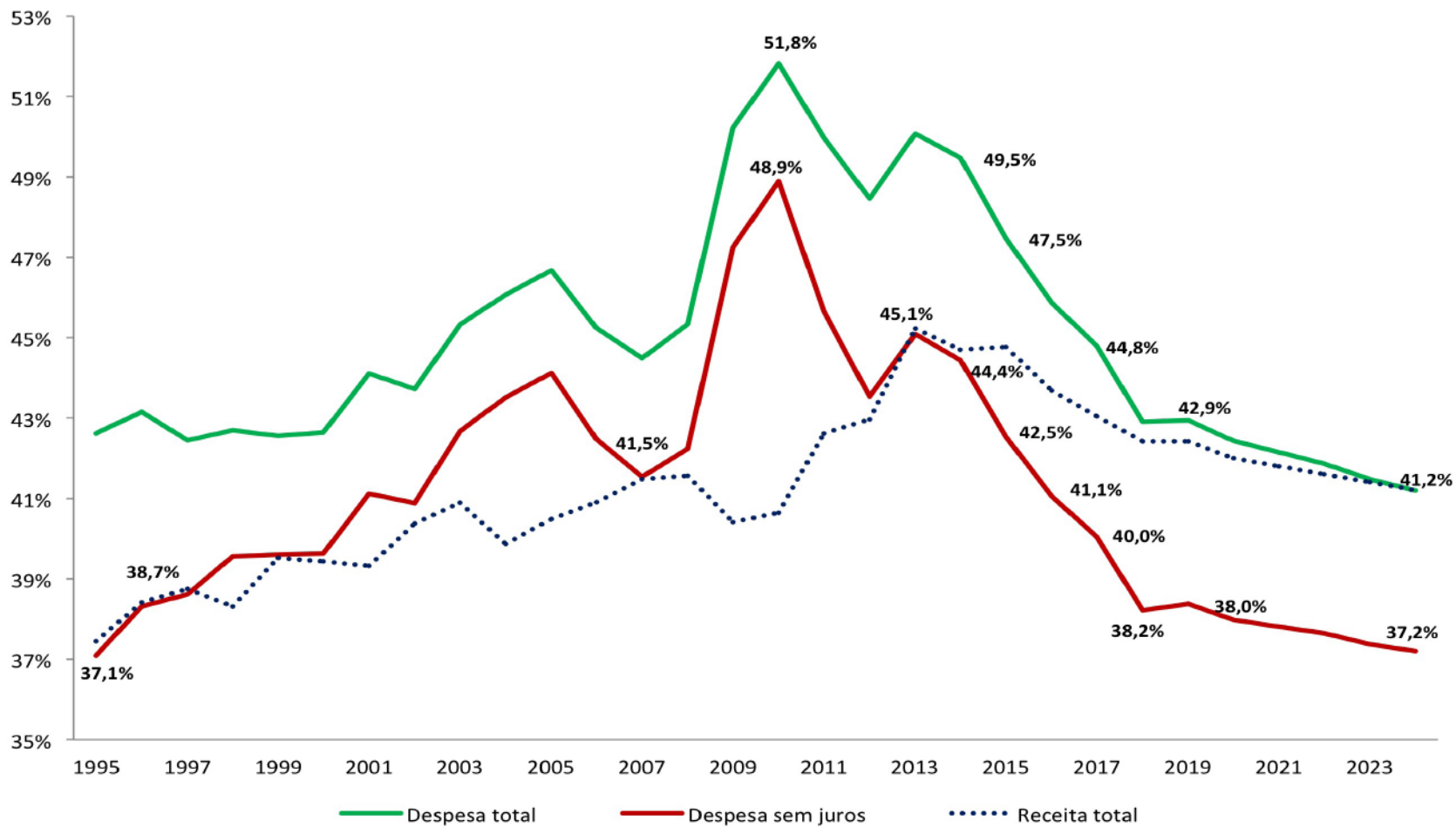
(em percentagem do PIB)



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Um cenário compatível com o pacto orçamental

(em percentagem do PIB)

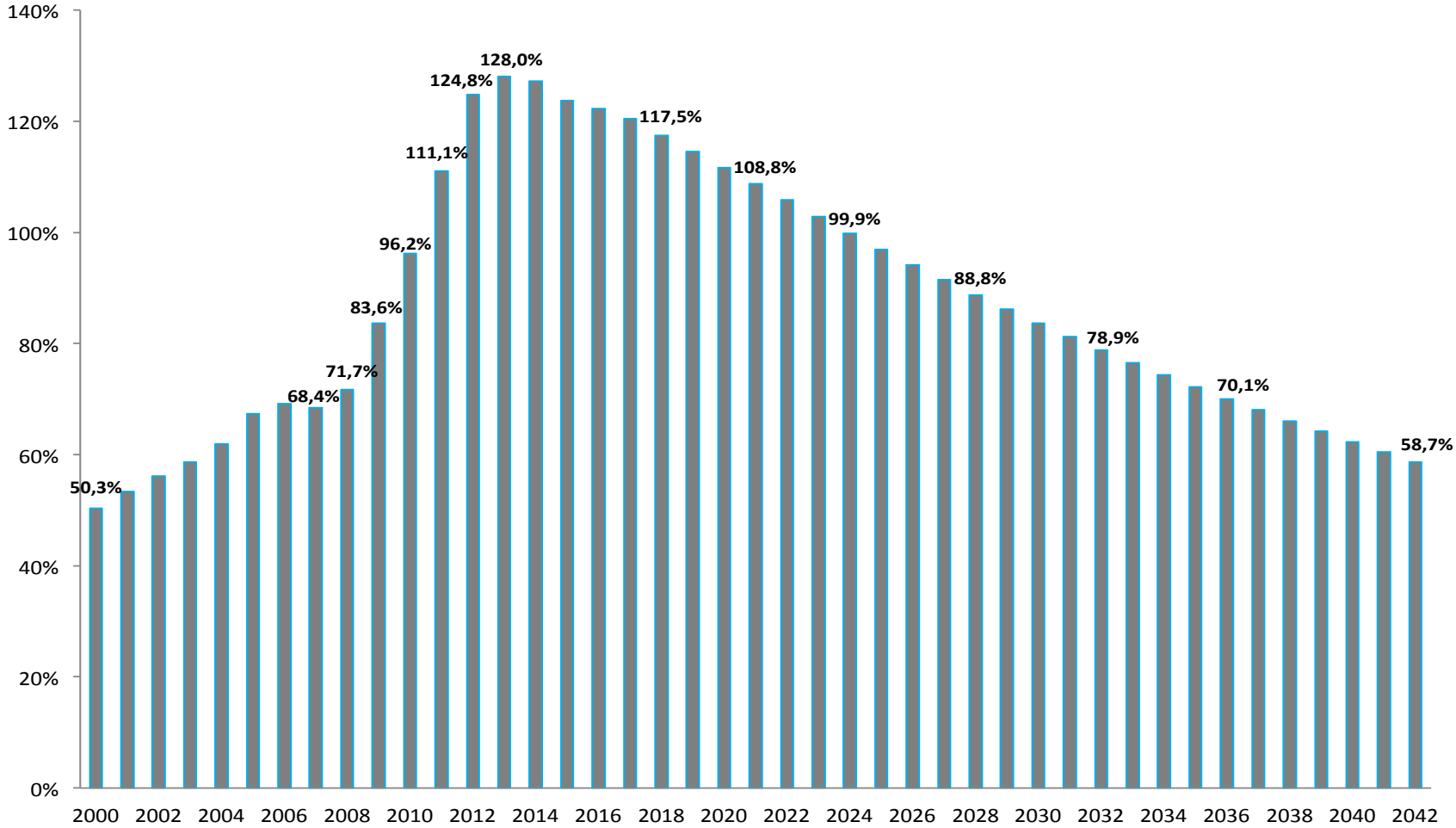


16 de dezembro de 2014

Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

11

Dívida pública em percentagem do PIB

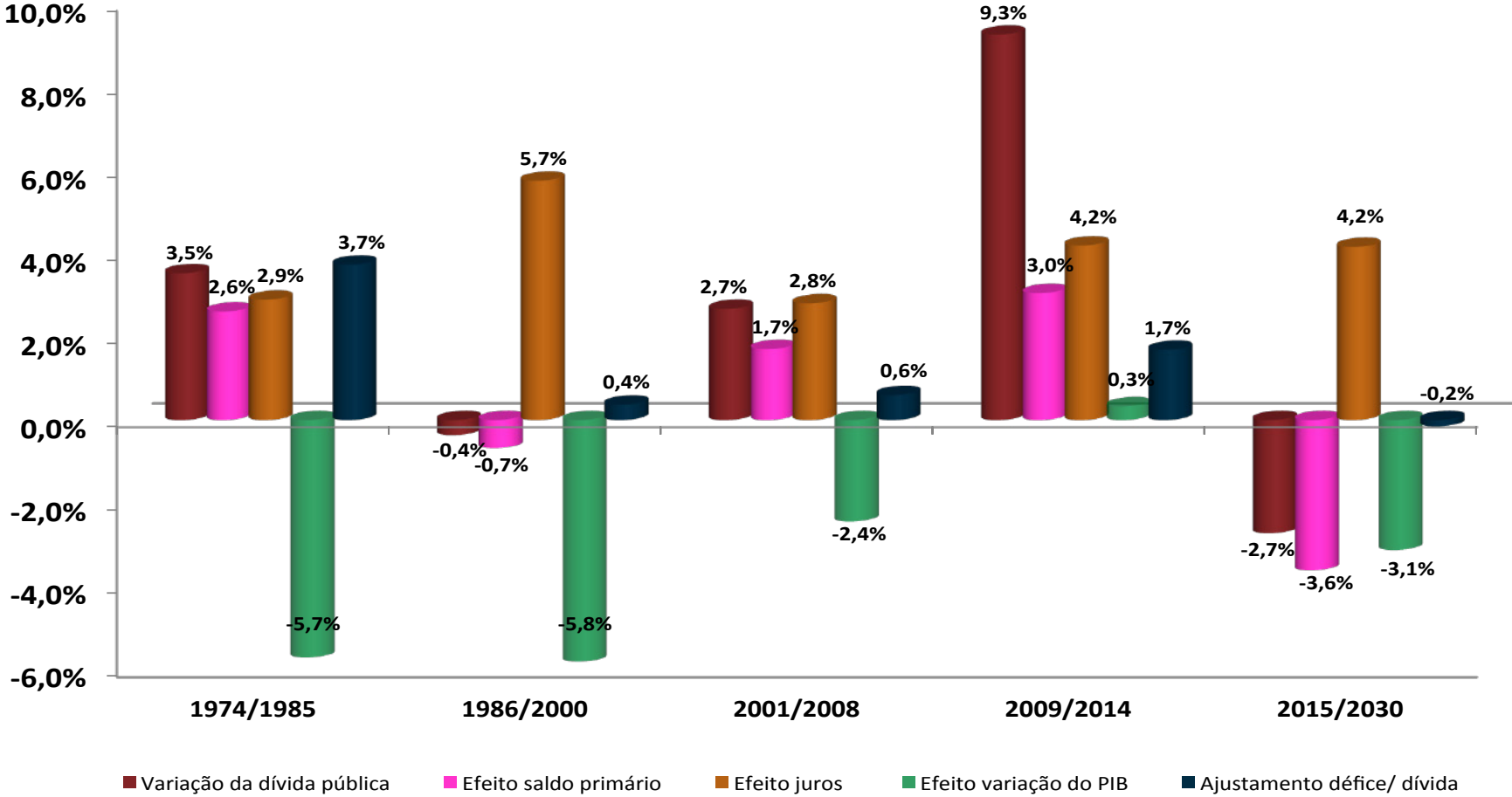


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Um cenário compatível com o pacto orçamental

Dinâmica da dívida pública

Valores médios anuais



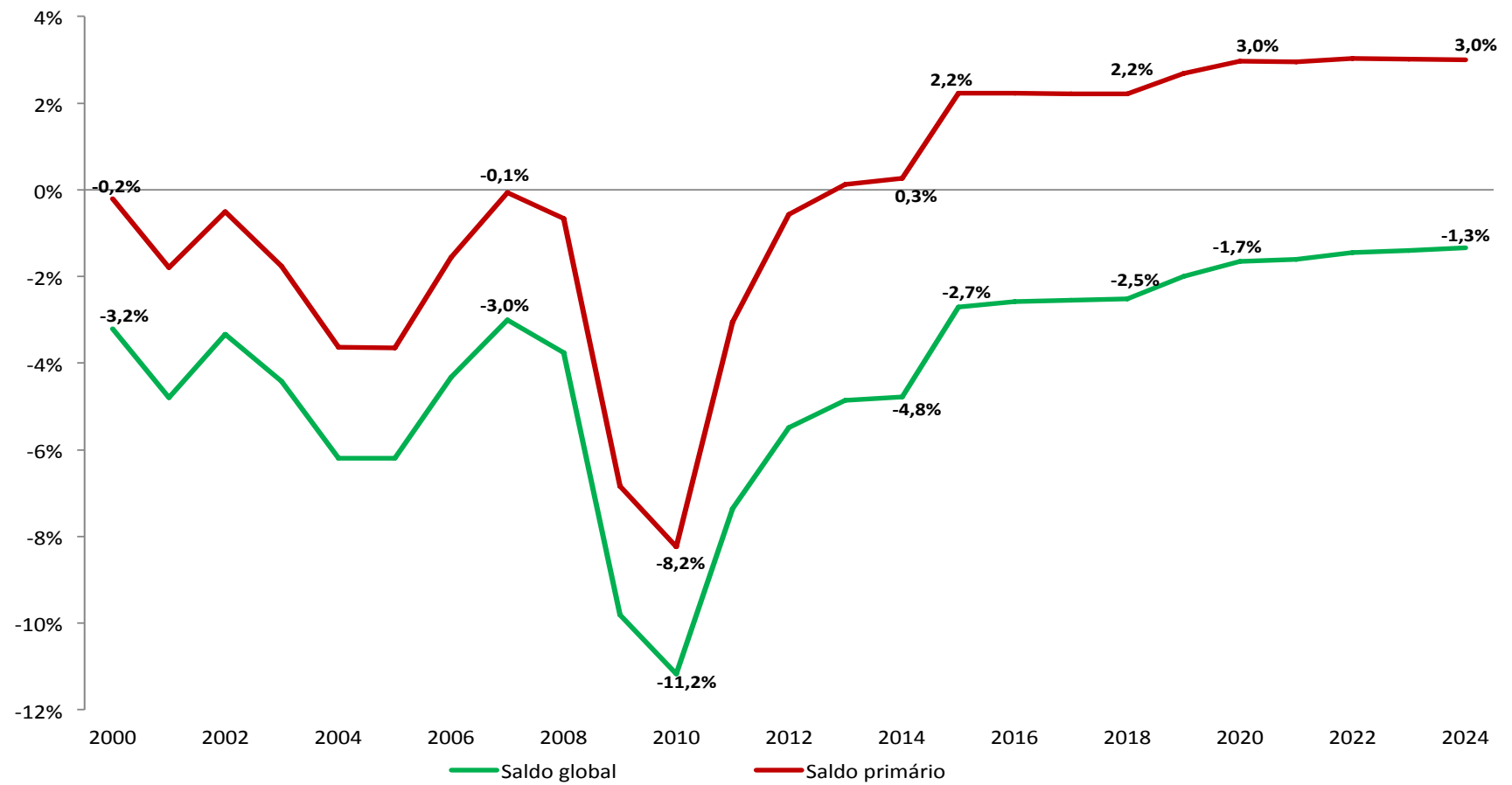
Nova regra para o equilíbrio orçamental

- **Um enquadramento legal sobre saldos orçamentais, mesmo vertido para a Constituição, não garante o cumprimento desses saldos e muito menos a estabilidade do rácio da dívida pública.**
- **Complexificar adicionalmente a forma de cálculo do saldo orçamental, introduzindo *a priori* objetivos para um saldo estrutural de muito difícil compreensão e em se verificam revisões sistemáticas do seu valor, com desvantagens evidentes para os países mais endividados, não parece ser a melhor solução.**
- **O melhor instrumento para garantir a estabilidade da dívida pública é o saldo primário.**
- **O saldo primário das administrações públicas deve ser sempre positivo e com um valor que permita a redução gradual do rácio da dívida pública, relativamente ao PIB, para os valores de referência de 60%.**

- **Mantêm-se os pressupostos do cenário anterior, mas admite-se o não cumprimento estrito das restrições do pacto orçamental.**
- **Em alternativa, tendo em conta o elevado grau de exigência do cenário anterior, considerou-se uma redução gradual e permanente do rácio da dívida pública sujeito às seguintes restrições:**
- **Manutenção do valor nominal da despesa primária para 2016.**
- **Manutenção do valor real da despesa primária entre 2016 e 2020.**
- **Crescimento médio, em termos reais, da despesa primária de 1% entre 2020 e 2030.**
- **Evolução das pensões do regime geral contributivo de acordo com as projeções do OE 2014 (sem reforma da segurança social).**
- **Evolução das pensões da CGA de acordo com as projeções disponíveis.**
- **Imposição de uma condição de recursos às pensões do regime não contributivo.**

Cenário alternativo

(em percentagem do PIB)

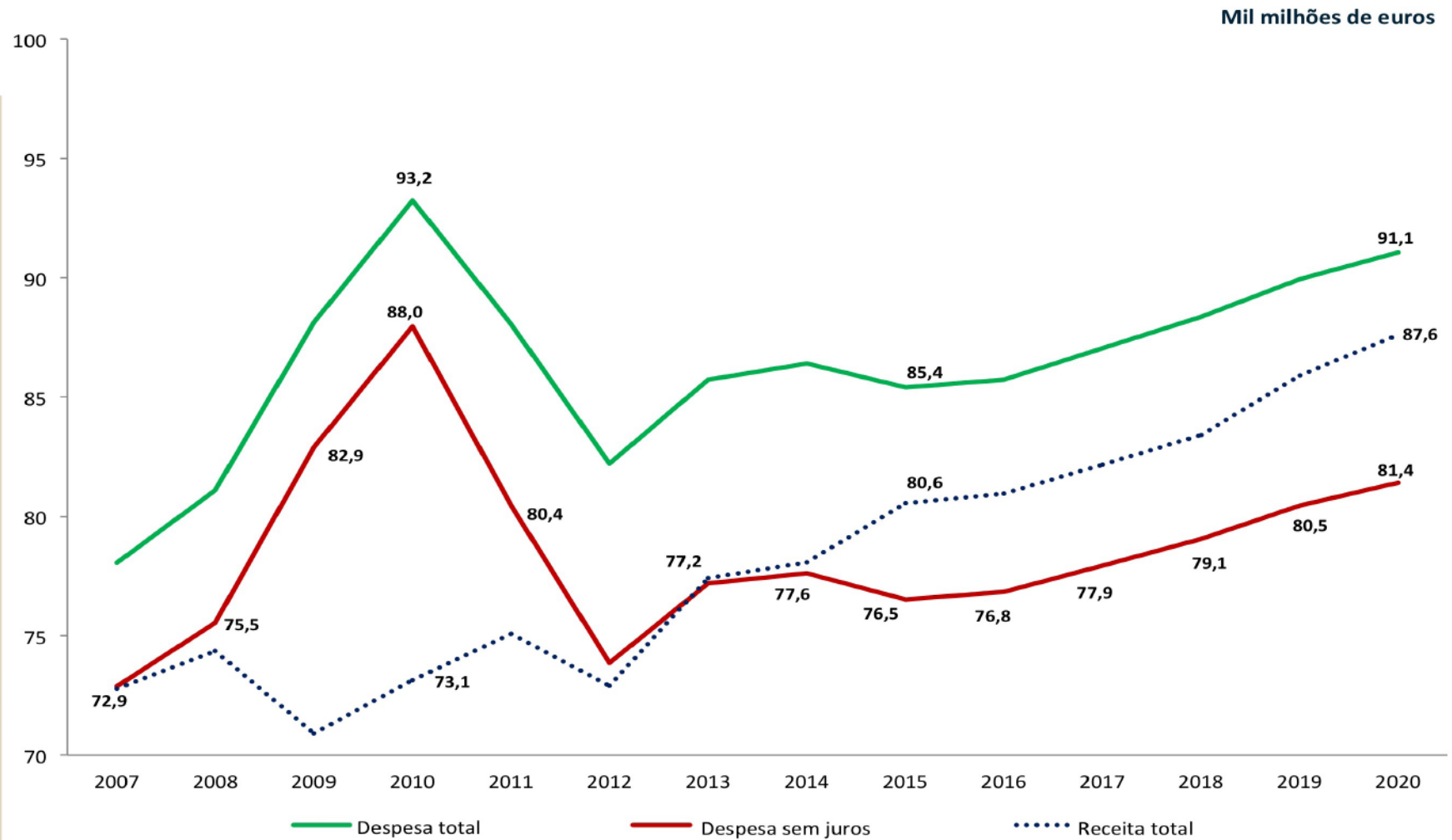


16 de dezembro de 2014

Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

16

Cenário alternativo



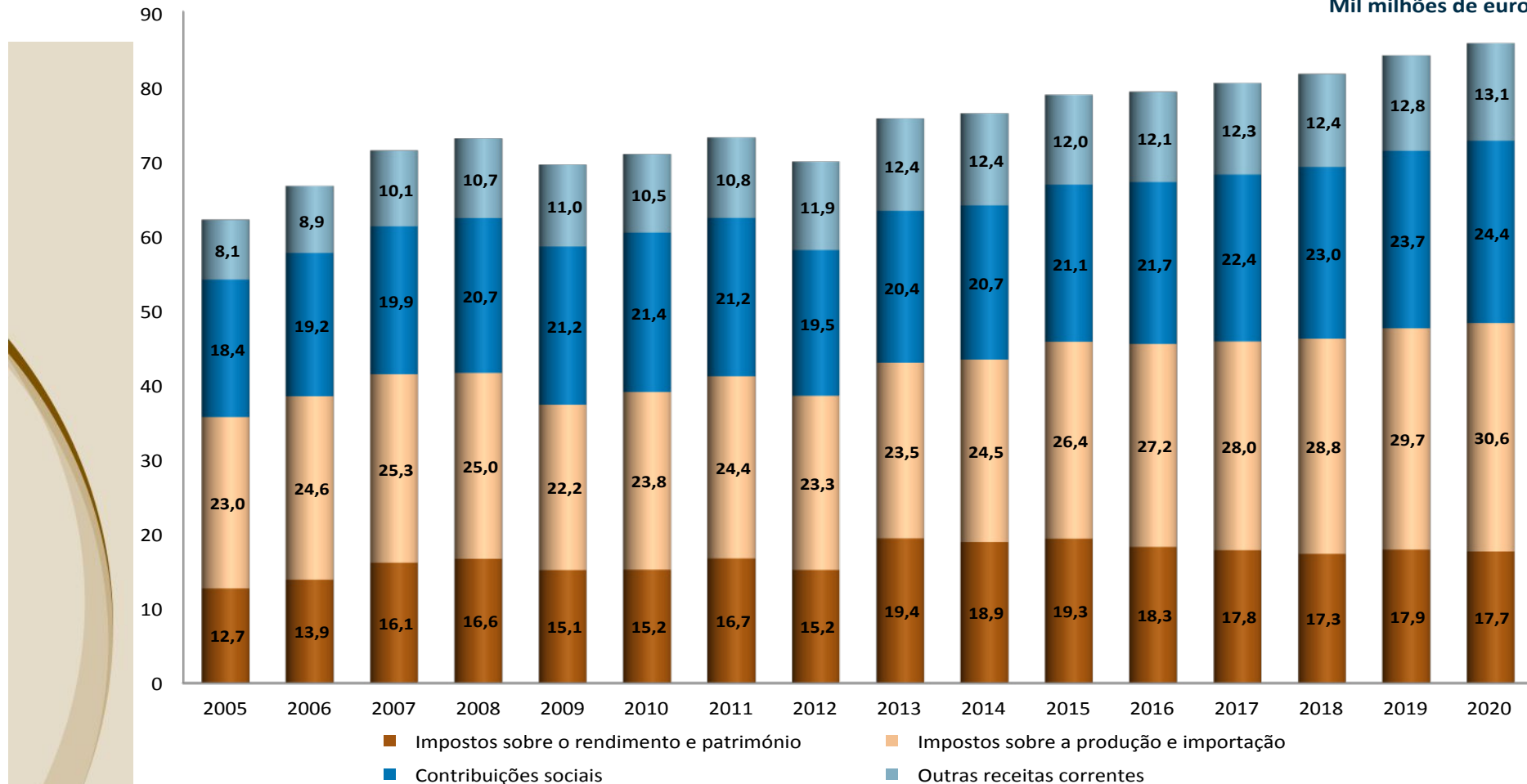
16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

17

Cenário alternativo

Receita corrente

Mil milhões de euros

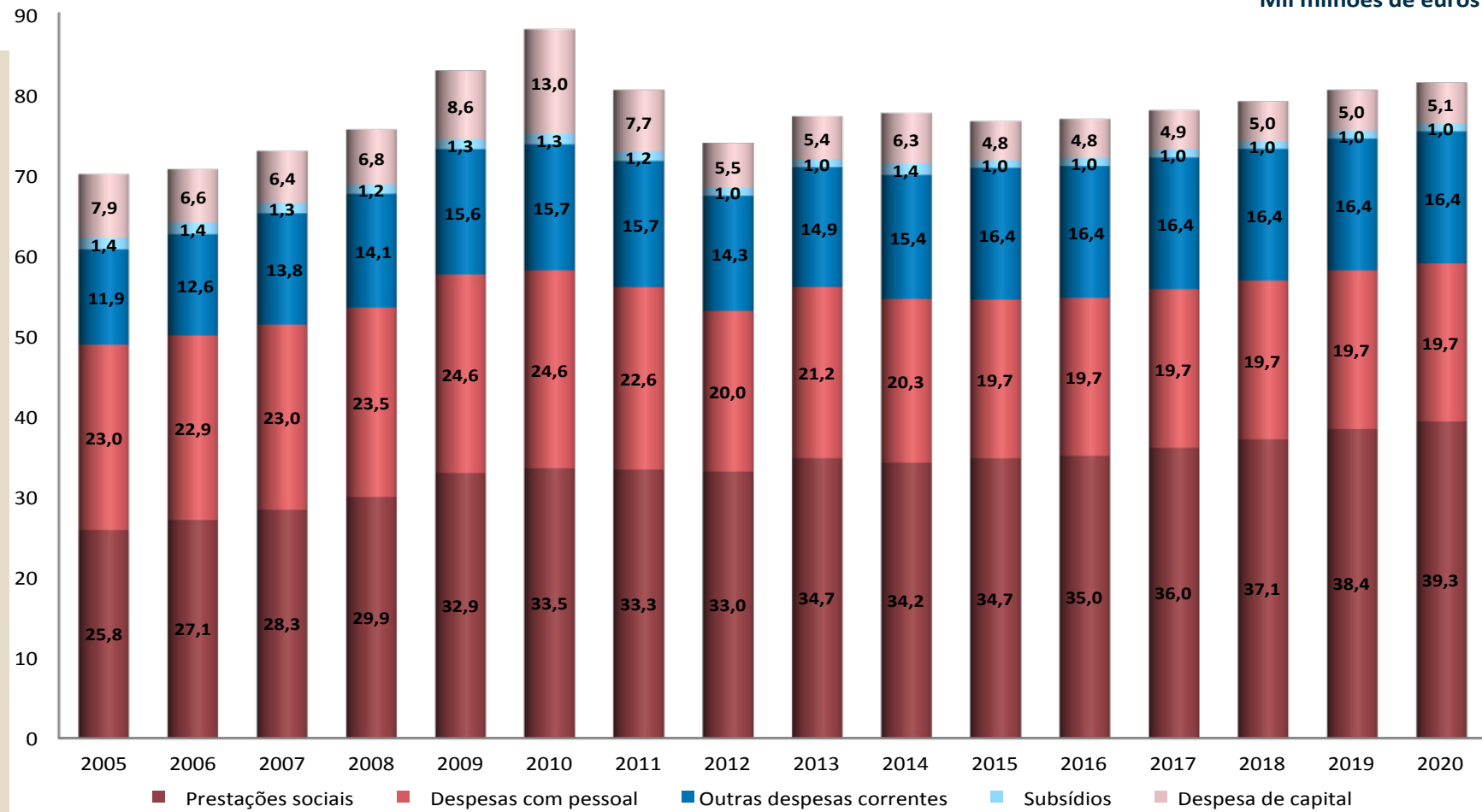


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Cenário alternativo

Despesa primária

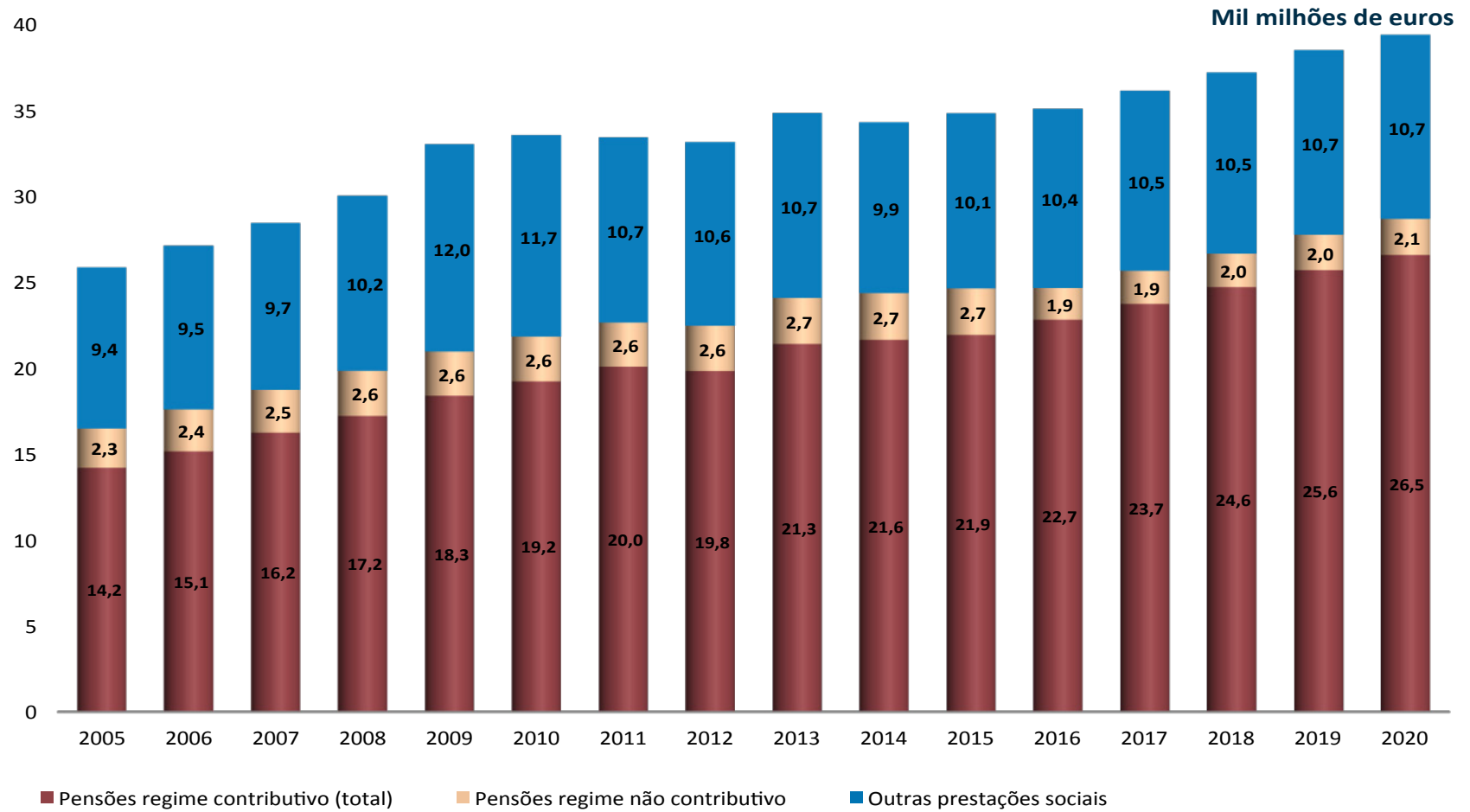
Mil milhões de euros



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Cenário alternativo

Prestações sociais

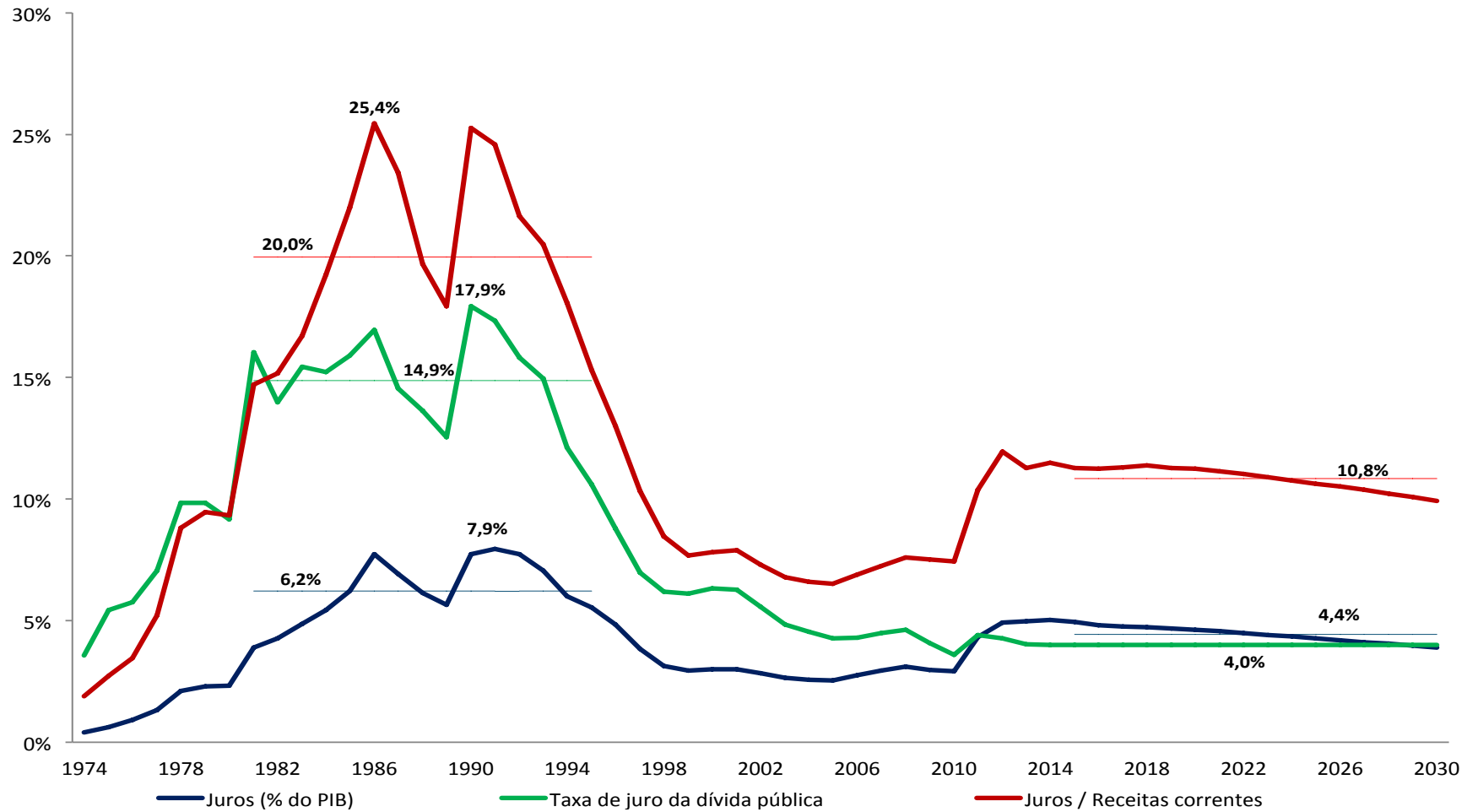


16 de dezembro de 2014

Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

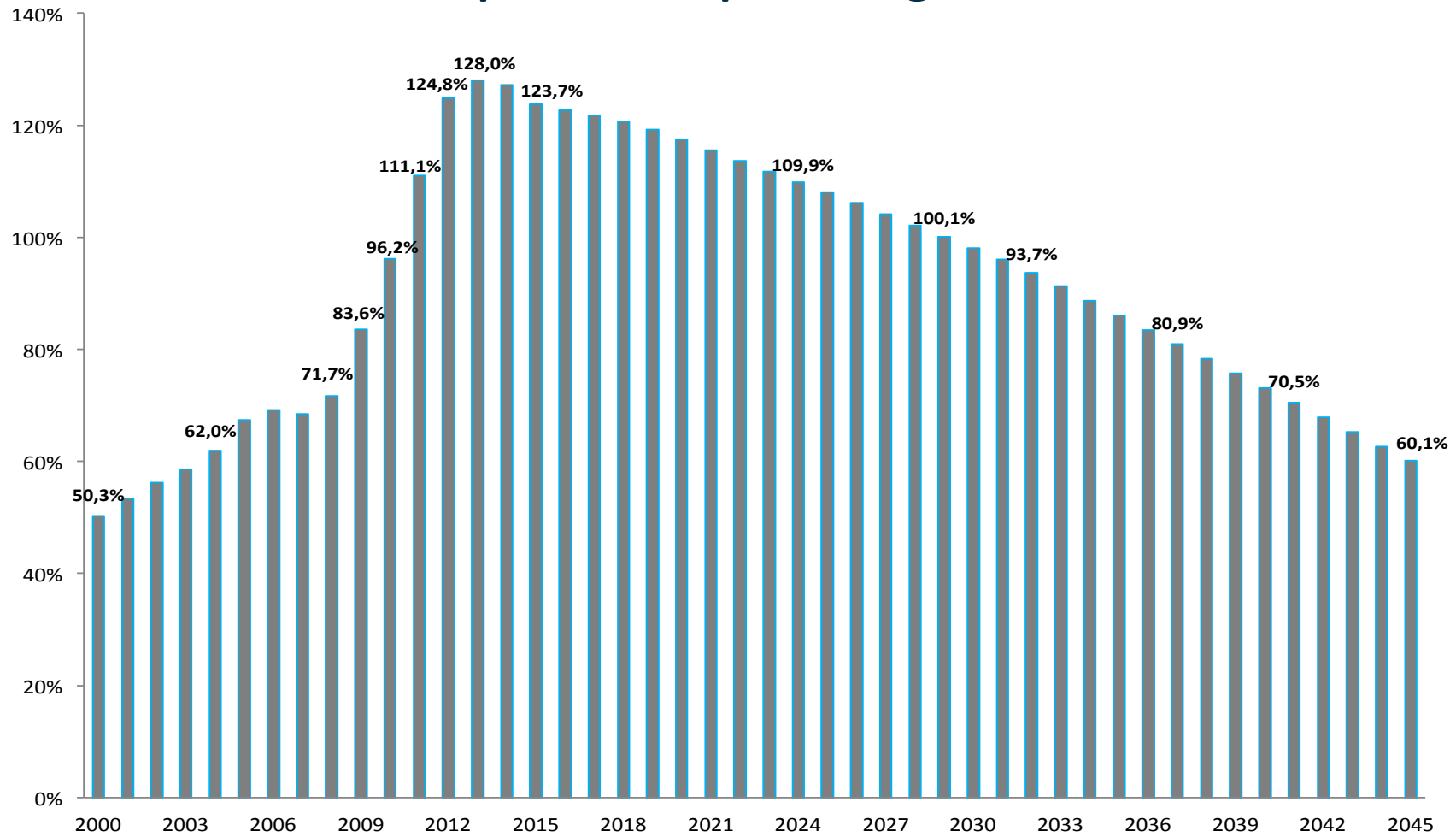
20

Encargos com juros



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Dívida pública em porcentagem do PIB

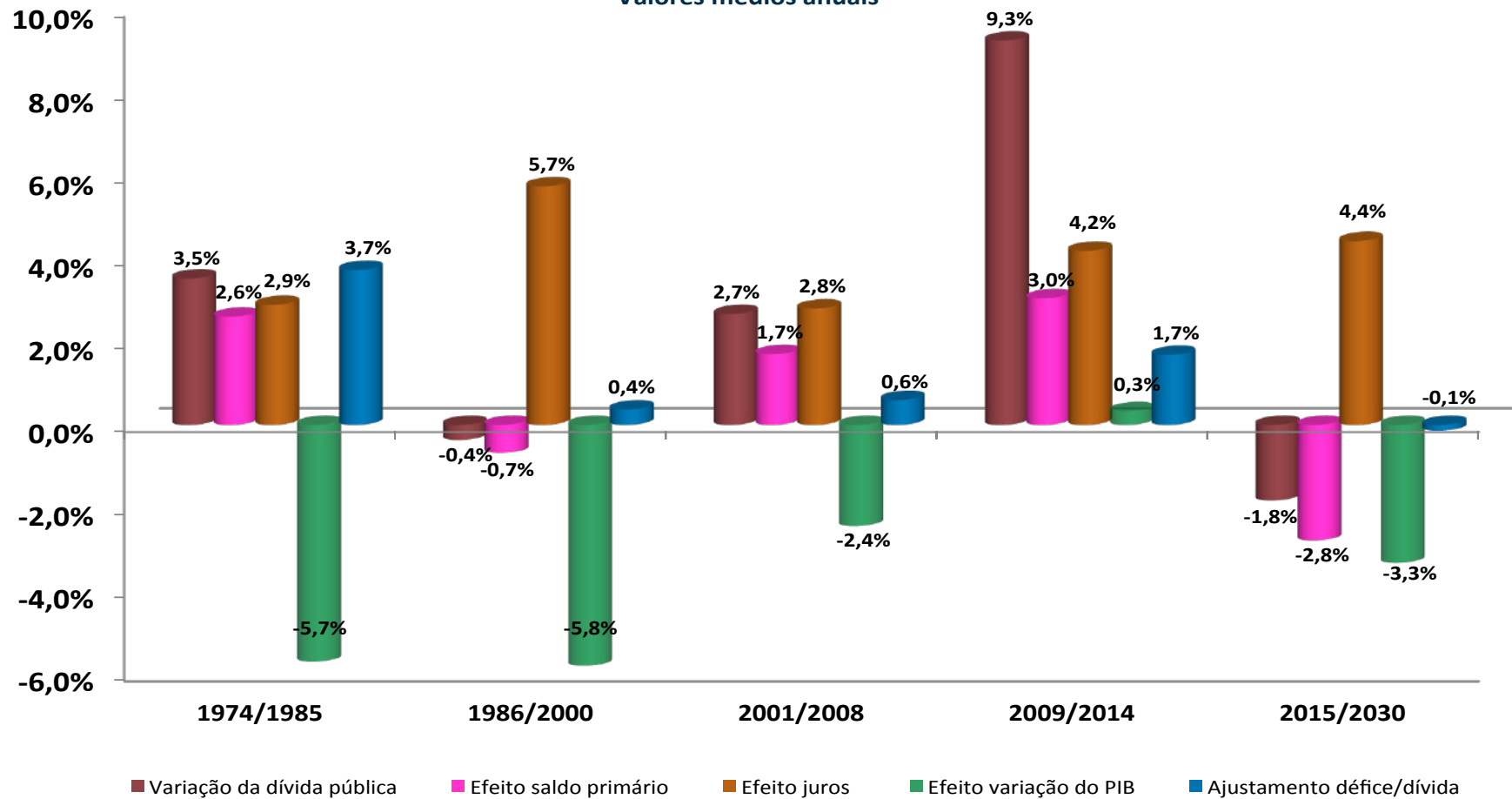


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Cenário alternativo

Dinâmica da dívida pública

Valores médios anuais



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

23

Que soluções para Portugal?

- **No quadro plurianual de programação orçamental devem constar, para os próximos 3/4 anos, os limites máximos das despesas, sem juros, das administrações públicas, desagregados pela Administração Central, Administração Regional e Local e segurança social, compatíveis com o valor do saldo primário que permita a redução gradual do rácio da dívida pública para os valores de referência de 60%.**
- **O quadro plurianual de programação orçamental e as Grandes Opções do Plano devem ser elaborados em consonância com os objetivos estabelecidos no Programa de Estabilidade e Crescimento e apresentados à Assembleia da República até 30 de abril.**
- **Os tetos para a despesa, sem juros e com contrapartida em receitas gerais, da Administração Central e da segurança social devem ser vinculativos.**
- **Os tetos para a despesa, sem juros, das administrações regionais e locais, ainda que não vinculativos, devem manter-se subordinados ao estabelecido nos artigos 12.º-A (Endividamento das regiões autónomas e das autarquias locais) e 87.º (Equilíbrio orçamental e limites de endividamento).**

- **Incluir uma norma na lei do enquadramento orçamental que garanta a senioridade no pagamento do serviço da dívida pública titularizada.**
- **Possibilidade de os serviços utilizarem, nos anos seguintes, os saldos das dotações orçamentais apurados no final do ano.**
- **Reforçar o princípio da centralização da tesouraria do Estado, através da proibição de os organismos públicos integrados na Administração Central poderem recorrer ao crédito bancário.**
- **Simplificar a lei do Orçamento do Estado** (a lei do Orçamento do Estado de 2014 tem 345 páginas e 214 artigos, dez anos antes a proposta de lei do Orçamento do Estado tinha 97 páginas e 71 artigos):
 - **Não introduzindo normas que não decorram da mera necessidade de aprovação do orçamento.**
 - **Acabando com as cativações das dotações orçamentais.**

Conclusões

- **A confiança dos investidores só se conquista se houver a firme convicção de que Portugal tomará as medidas adequadas para garantir a sustentabilidade das finanças públicas.**
- **Os partidos devem comprometer-se a elaborar e a fazer cumprir orçamentos que tenham subjacente:**
 - **a redução gradual e consistente do rácio da dívida pública para 60% do PIB;**
 - **saldos primários claramente positivos e nos 3%;**
 - **a imposição de tetos de despesa plurianuais.**
- **Não está em causa a capacidade de os diferentes governos definirem políticas alternativas, mas a consciência de uma restrição orçamental relativamente ao máximo global de despesa pública, tendo em consideração o atual estágio de desenvolvimento económico do país e a situação das finanças públicas.**
- **A natureza da despesa pública será sempre da responsabilidade de cada governo, o qual poderá repartir essa despesa de acordo com as suas preferências político-ideológicas.**

Conferência Parlamentar sobre a dívida pública

Questões?

ANEXO

- **Condicionantes da evolução do rácio da dívida pública**
- **Um enquadramento legal adequado?**
- **O caso português**
- **Comparações internacionais – dívida pública e saldos primários**
- **Cenário compatível com o pacto orçamental**
- **Cenário alternativo**
- **Comparações internacionais – tetos para a despesa plurianual**

A evolução do rácio da dívida pública sobre o PIB (d) depende dos seguintes fatores:

- Taxa de crescimento nominal do PIB (g)
- Taxa de juro implícita na dívida pública (i)
- Saldo primário em percentagem do PIB (p)
- Ajustamento défice/variação da dívida em percentagem do PIB (ε)

Os juros da dívida pública em percentagem do PIB podem ser representados por:

$$j_t = \frac{i_t}{1 + g_t} * d_{t-1}$$

em que a taxa de juro implícita da dívida pública é:

$$i_t = \text{juros}_t / \text{dívida pública}_{t-1}$$

A evolução do rácio da dívida pública pode ser expressa pelas seguintes equações:

$$\Delta d_t = -p_t + j_t - \frac{g_t}{1 + g_t} * d_{t-1} + \varepsilon_t$$

Ou:

$$\Delta d_t = -p_t + \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} * d_{t-1} + \varepsilon_t$$

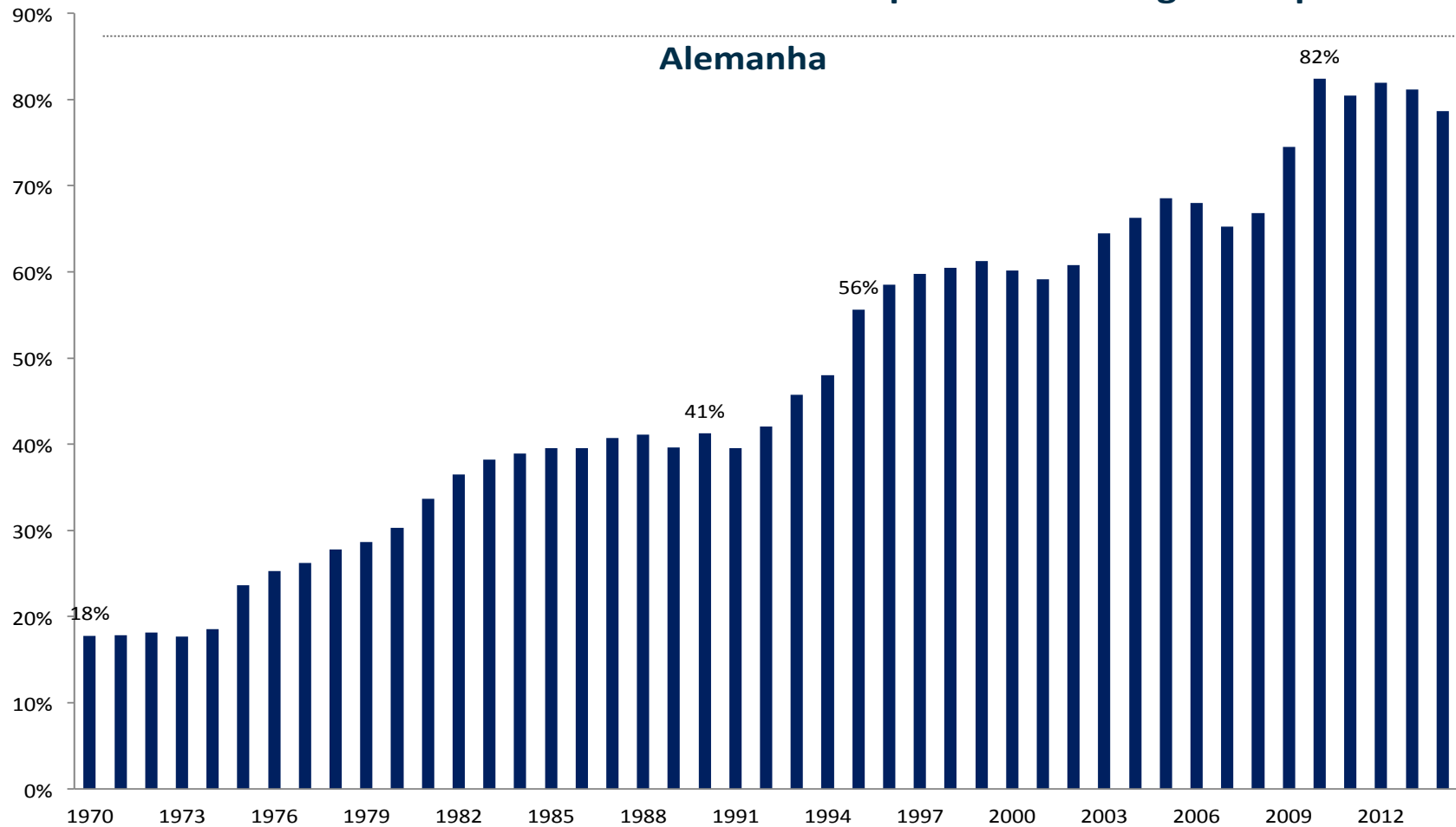
$$\textit{snowball effect} = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} * d_{t-1}$$

O saldo primário deve ser sempre superior ao *snowball effect*, no pressuposto de que o ajustamento défice/variação da dívida é nulo.

Um enquadramento legal adequado?

- **Os princípios e regras orçamentais, considerados os mais adequados pelas organizações internacionais (como a OCDE), incluindo os princípios e regras subjacentes ao tratado orçamental, estão, na sua generalidade, contemplados na lei do Enquadramento Orçamental e devidamente enquadrados na Constituição.**
- **Um enquadramento legal adequado é condição necessária, mas não suficiente, para garantir a sustentabilidade das finanças públicas.**
- **Veja-se o caso da Alemanha.**

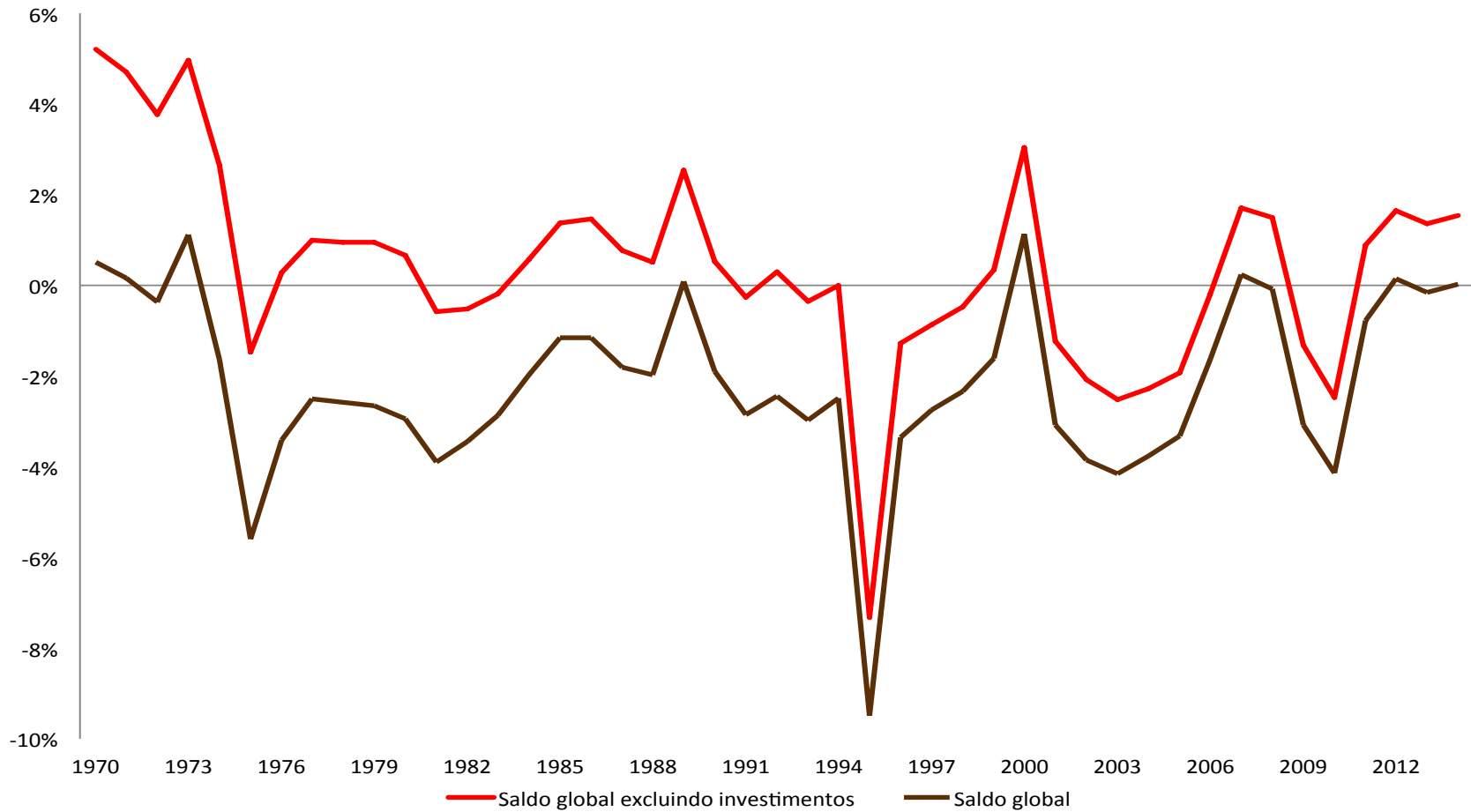
Um enquadramento legal adequado?



Após a constitucionalização da regra de ouro (saldo global excluindo os investimentos não negativo, o rácio da dívida em percentagem do PIB aumentou mais de 60%.

Um enquadramento legal adequado?

Alemanha



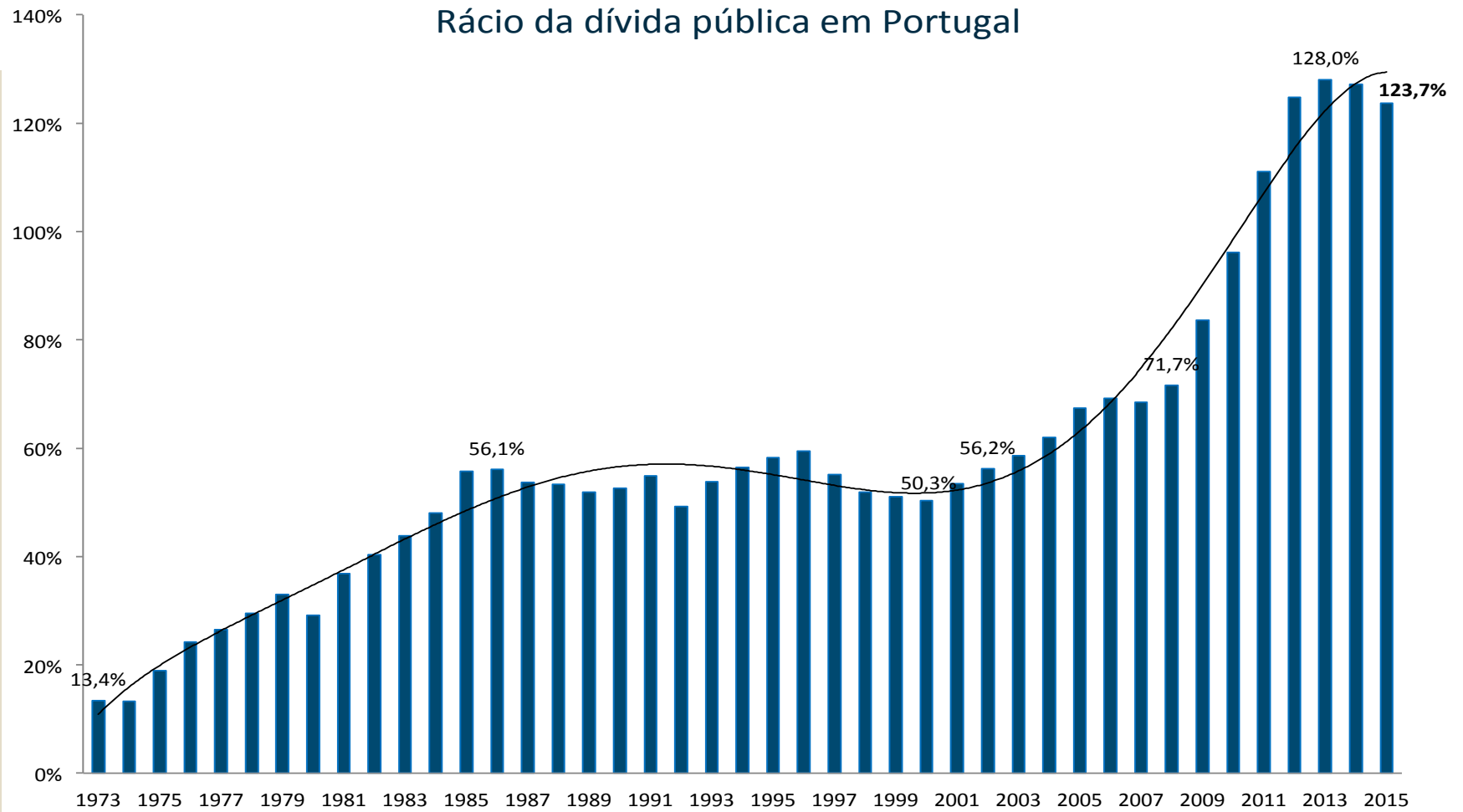
O saldo global, excluindo os investimentos, na ótica das contas nacionais, foi negativo em 18 anos.

16 de dezembro de 2014

Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

33

O caso português



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

34

O caso português

DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflator do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Variação da dívida pública (6)=(7)+(8)+ (9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/ dívida (11)
1974	3,6%	18,4%	2,9%	15,0%	13,3%	-0,1%	0,6%	0,4%	-2,1%	-1,7%	1,0%
1975	5,4%	15,8%	-5,1%	22,0%	18,9%	5,6%	3,1%	0,6%	-1,8%	-1,2%	3,6%
1976	5,8%	19,6%	2,3%	16,9%	24,2%	5,3%	4,3%	0,9%	-3,1%	-2,2%	3,1%
1977	7,0%	28,5%	6,0%	21,2%	26,5%	2,3%	1,5%	1,3%	-5,4%	-4,0%	4,9%
1978	9,9%	23,7%	6,2%	16,5%	29,5%	3,0%	4,9%	2,1%	-5,1%	-3,0%	1,0%
1979	9,8%	27,1%	7,1%	18,7%	33,0%	3,6%	3,7%	2,3%	-6,3%	-4,0%	3,9%
1980	9,2%	30,0%	4,8%	24,1%	29,1%	-3,9%	4,5%	2,3%	-7,6%	-5,3%	-3,1%
1981	16,0%	20,1%	2,2%	17,6%	36,9%	7,7%	4,3%	3,9%	-4,9%	-1,0%	4,4%
1982	14,0%	20,9%	2,2%	18,4%	40,3%	3,5%	2,6%	4,3%	-6,4%	-2,1%	2,9%
1983	15,4%	27,8%	1,0%	26,5%	43,8%	3,5%	-0,1%	4,9%	-8,8%	-3,9%	7,5%
1984	15,2%	22,8%	-1,0%	24,1%	48,1%	4,3%	-0,3%	5,4%	-8,1%	-2,7%	7,3%
1985	15,9%	22,8%	1,6%	20,8%	55,7%	7,6%	2,0%	6,2%	-8,9%	-2,7%	8,3%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_t)* Rácio da dívida pública_(t-1)

O caso português

DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflator do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Variação da dívida pública (6)=(7)+(8)+ (9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/ dívida (11)
1986	16,9%	22,2%	3,3%	18,3%	56,1%	0,4%	-0,4%	7,7%	-10,1%	-2,4%	3,1%
1987	14,5%	17,8%	7,6%	9,5%	53,7%	-2,4%	-0,2%	6,9%	-8,5%	-1,6%	-0,6%
1988	13,6%	19,4%	5,3%	13,3%	53,3%	-0,4%	-2,7%	6,1%	-8,7%	-2,6%	4,9%
1989	12,5%	18,1%	6,6%	10,8%	51,9%	-1,4%	-2,8%	5,7%	-8,2%	-2,5%	4,0%
1990	17,9%	20,1%	7,9%	11,3%	52,5%	0,6%	-1,8%	7,7%	-8,7%	-0,9%	3,3%
1991	17,3%	14,7%	3,4%	10,9%	54,9%	2,3%	-1,1%	7,9%	-6,7%	1,2%	2,2%
1992	15,8%	12,4%	3,1%	9,0%	49,3%	-5,6%	-3,4%	7,7%	-6,1%	1,7%	-3,8%
1993	15,0%	4,6%	-0,7%	5,3%	53,8%	4,5%	0,3%	7,1%	-2,2%	4,9%	-0,7%
1994	12,1%	8,4%	1,5%	6,8%	56,5%	2,7%	1,0%	6,0%	-4,2%	1,8%	-0,2%
1995	10,6%	8,1%	2,3%	5,6%	58,3%	1,8%	-0,4%	5,5%	-4,2%	1,3%	0,9%
1996	8,8%	6,0%	3,5%	2,4%	59,5%	1,2%	-0,1%	4,8%	-3,3%	1,5%	-0,2%
1997	7,0%	8,5%	4,4%	3,9%	55,2%	-4,3%	-0,1%	3,8%	-4,7%	-0,8%	-3,4%
1998	6,2%	8,8%	4,8%	3,8%	51,8%	-3,4%	1,2%	3,1%	-4,5%	-1,3%	-3,3%
1999	6,1%	7,4%	3,9%	3,4%	51,0%	-0,8%	0,1%	2,9%	-3,6%	-0,6%	-0,2%
2000	6,3%	7,4%	3,8%	3,5%	50,3%	-0,7%	0,2%	3,0%	-3,5%	-0,5%	-0,4%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_{t-1})* Rácio da dívida pública_(t-1)

O caso português

DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento média do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento média do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflator do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Variação da dívida pública (6)=(7)+(8)+(9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/dívida (11)	Efeito saldo primário + ajustamento défice/dívida (12)=(7)+(11)
												Valores acumulados
1974/1985	10,6%	23,1%	2,5%	20,2%	55,7%	42,3%	31,3%	34,7%	-68,4%	-33,7%	44,8%	76,1%
1986/2000	12,1%	12,3%	4,1%	7,9%	50,3%	-5,4%	-10,1%	86,2%	-87,0%	-0,8%	5,6%	-4,6%
2001/2008	4,9%	4,2%	1,1%	3,1%	71,7%	21,3%	13,6%	22,4%	-19,5%	2,9%	4,8%	18,4%
												Valores médios
1974/1985	10,6%	23,1%	2,5%	20,2%	55,7%	3,5%	2,6%	2,9%	-5,7%	-2,8%	3,7%	6,3%
1986/2000	12,1%	12,3%	4,1%	7,9%	50,3%	-0,4%	-0,7%	5,7%	-5,8%	-0,1%	0,4%	-0,3%
2001/2008	4,9%	4,2%	1,1%	3,1%	71,7%	2,7%	1,7%	2,8%	-2,4%	0,4%	0,6%	2,3%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_{t-1})* Rácio da dívida pública_{t-1}

O caso português

DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflator do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Variação da dívida pública (6)=(7)+(8)+ (9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/dívida (11)
2001	6,3%	5,7%	1,9%	3,7%	53,4%	3,1%	1,8%	3,0%	-2,7%	0,3%	1,0%
2002	5,6%	5,0%	0,8%	4,2%	56,2%	2,8%	0,5%	2,8%	-2,5%	0,3%	2,0%
2003	4,8%	2,5%	-0,9%	3,4%	58,7%	2,5%	1,8%	2,7%	-1,4%	1,3%	-0,6%
2004	4,5%	4,3%	1,8%	2,4%	62,0%	3,3%	3,6%	2,6%	-2,4%	0,2%	-0,5%
2005	4,3%	4,1%	0,8%	3,3%	67,4%	5,4%	3,6%	2,6%	-2,5%	0,1%	1,7%
2006	4,3%	4,8%	1,6%	3,2%	69,2%	1,8%	1,6%	2,8%	-3,1%	-0,3%	0,5%
2007	4,5%	5,5%	2,5%	3,0%	68,4%	-0,7%	0,1%	2,9%	-3,6%	-0,7%	-0,1%
2008	4,6%	1,9%	0,2%	1,7%	71,7%	3,2%	0,7%	3,1%	-1,3%	1,8%	0,8%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_{t-1})* Rácio da dívida pública_{t-1}

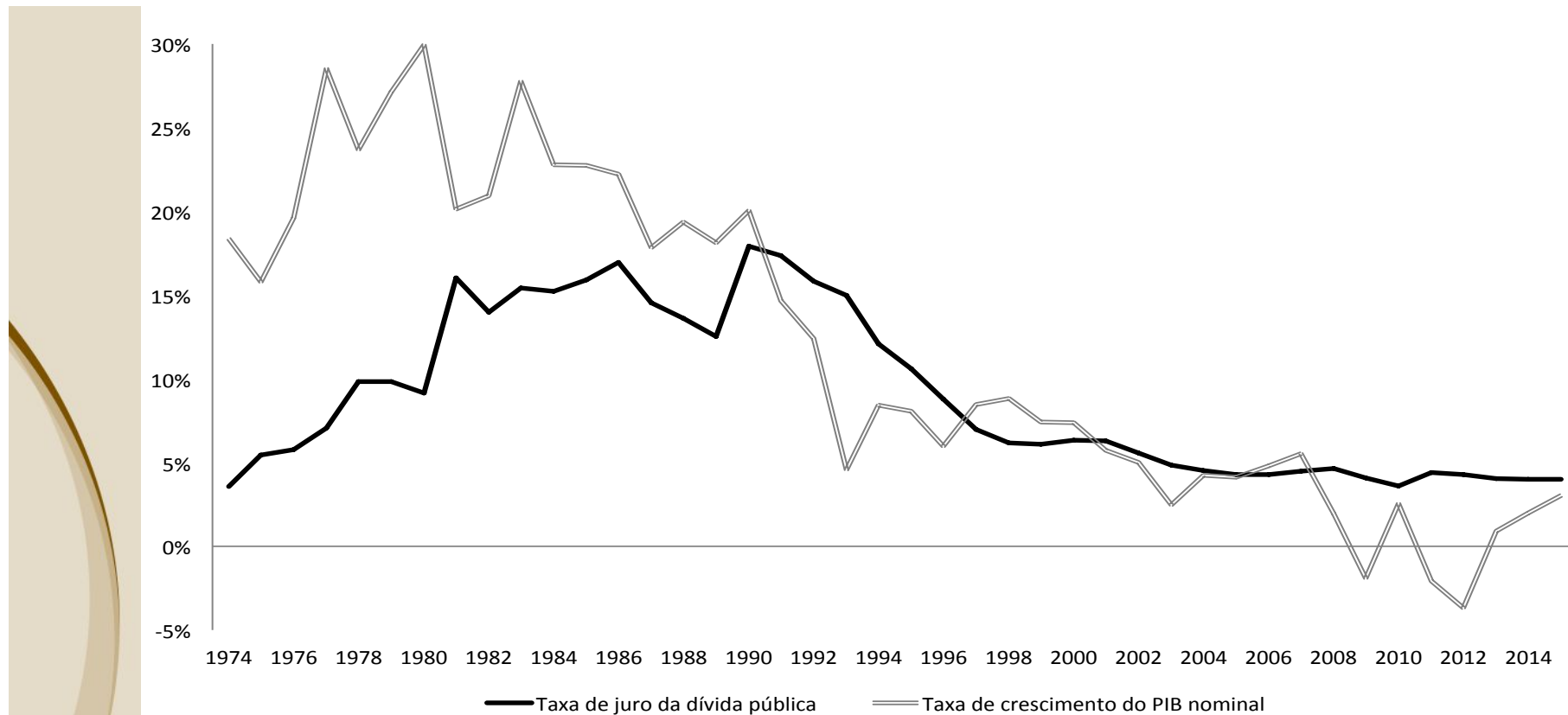
O caso português

DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflator do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Varição da dívida pública (6)=(7)+(8)+ (9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/dívida (11)
2009	4,1%	-1,9%	-3,0%	1,1%	83,6%	11,9%	6,8%	3,0%	1,4%	4,4%	0,7%
2010	3,6%	2,6%	1,9%	0,6%	96,2%	12,6%	8,2%	2,9%	-2,1%	0,8%	3,5%
2011	4,4%	-2,1%	-1,8%	-0,3%	111,1%	14,9%	3,0%	4,3%	2,1%	6,4%	5,5%
2012	4,3%	-3,7%	-3,3%	-0,4%	124,8%	13,7%	0,6%	4,9%	4,3%	9,2%	4,0%
2013	4,0%	0,9%	-1,4%	2,3%	128,0%	3,2%	-0,1%	5,0%	-1,1%	3,9%	-0,5%
2014	4,0%	2,0%	1,0%	1,0%	127,2%	-0,8%	-0,3%	5,0%	-2,5%	2,5%	-3,1%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_t)* Rácio da dívida pública_(t-1)

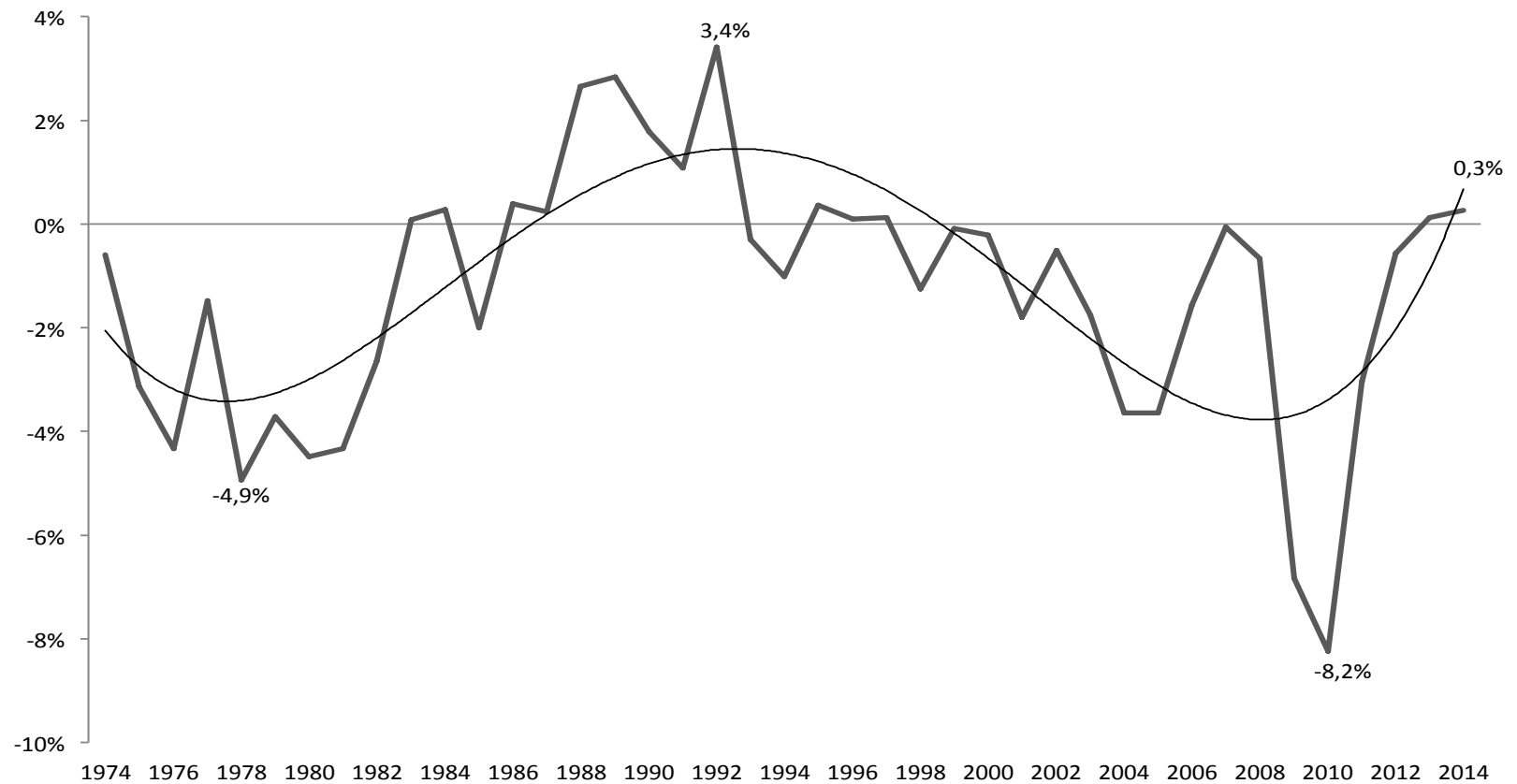
Efeito *snowball*



16 de dezembro de 2014

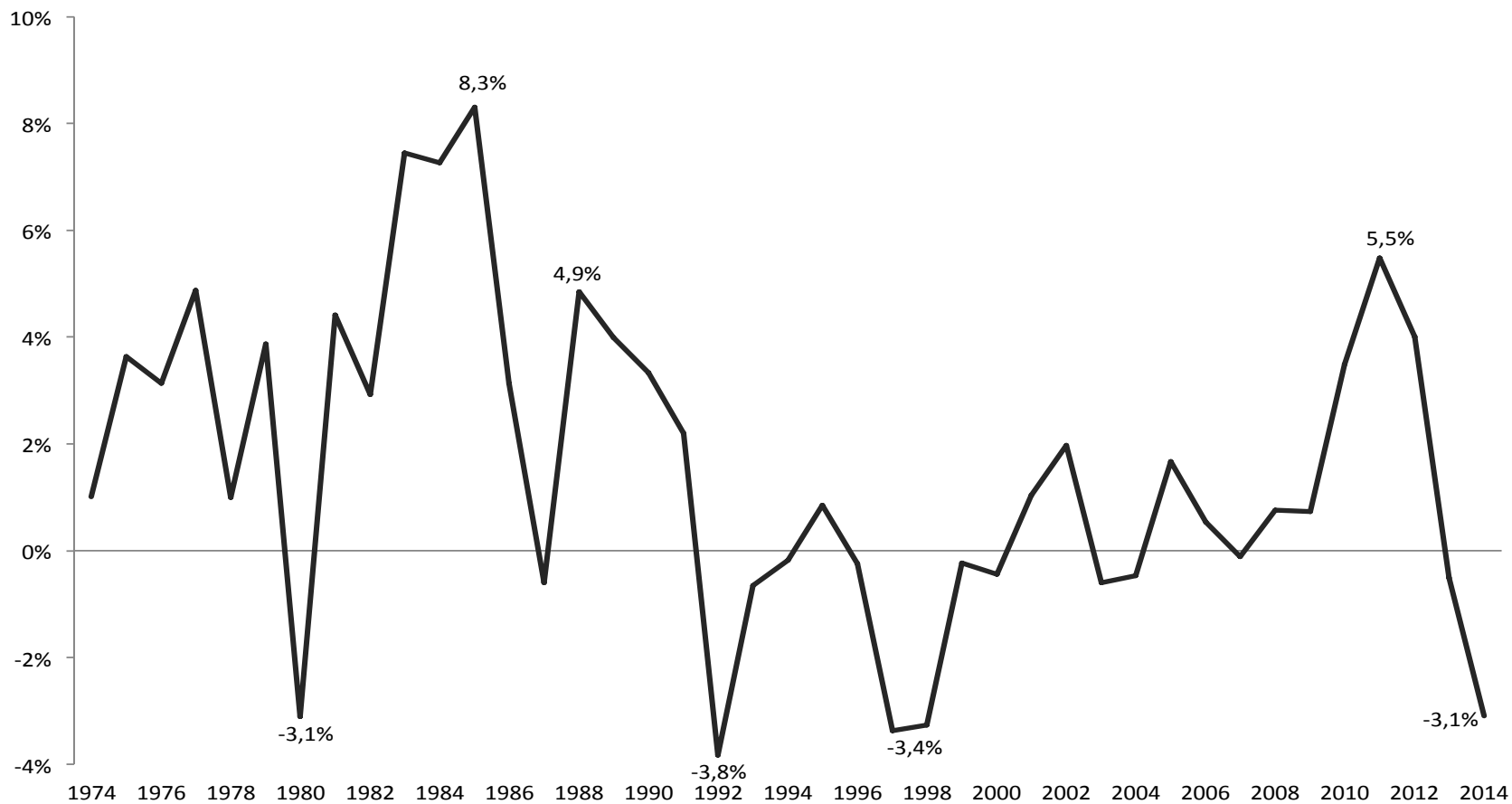
Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Efeito saldo primário



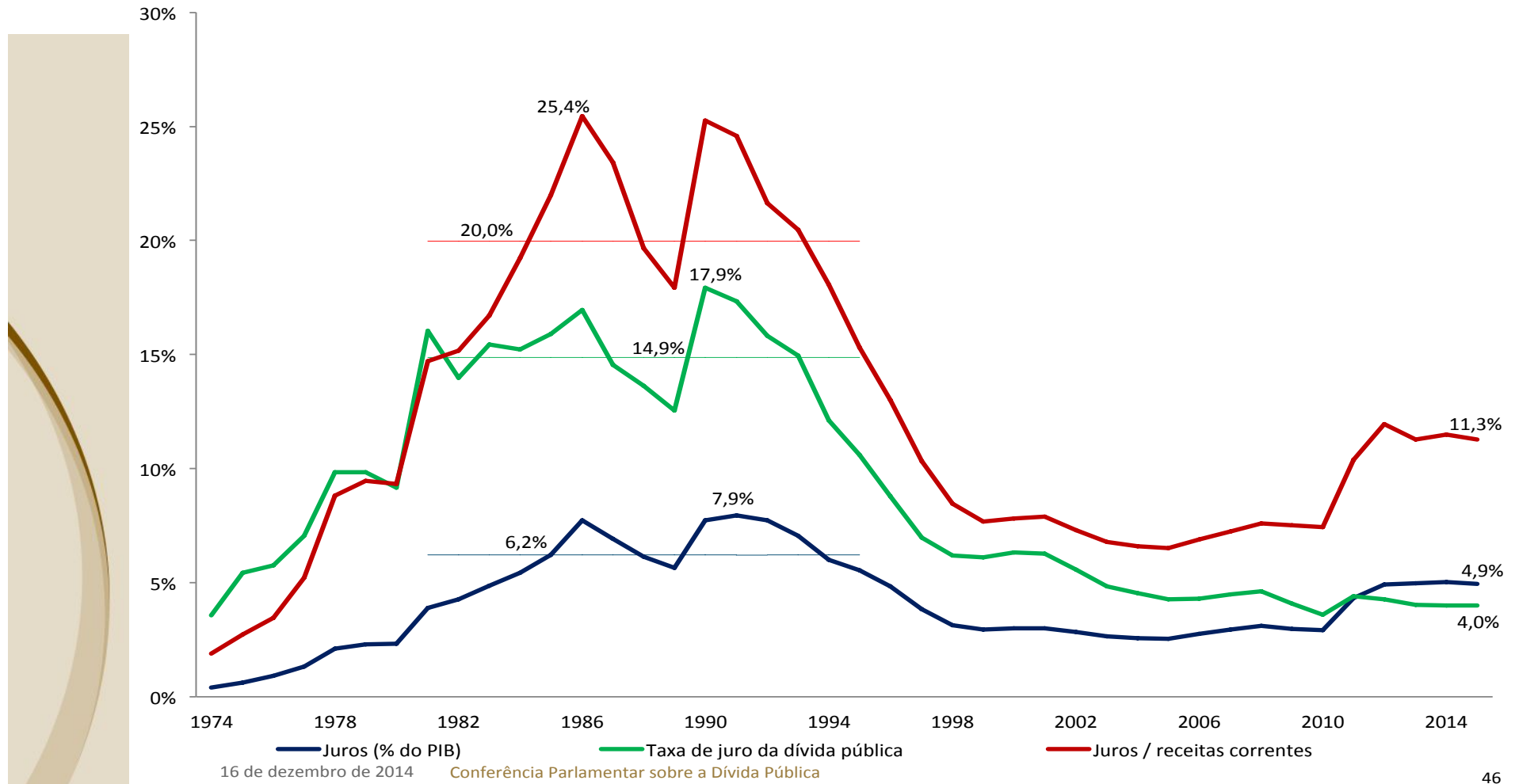
16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Efeito ajustamento déficit/dívida



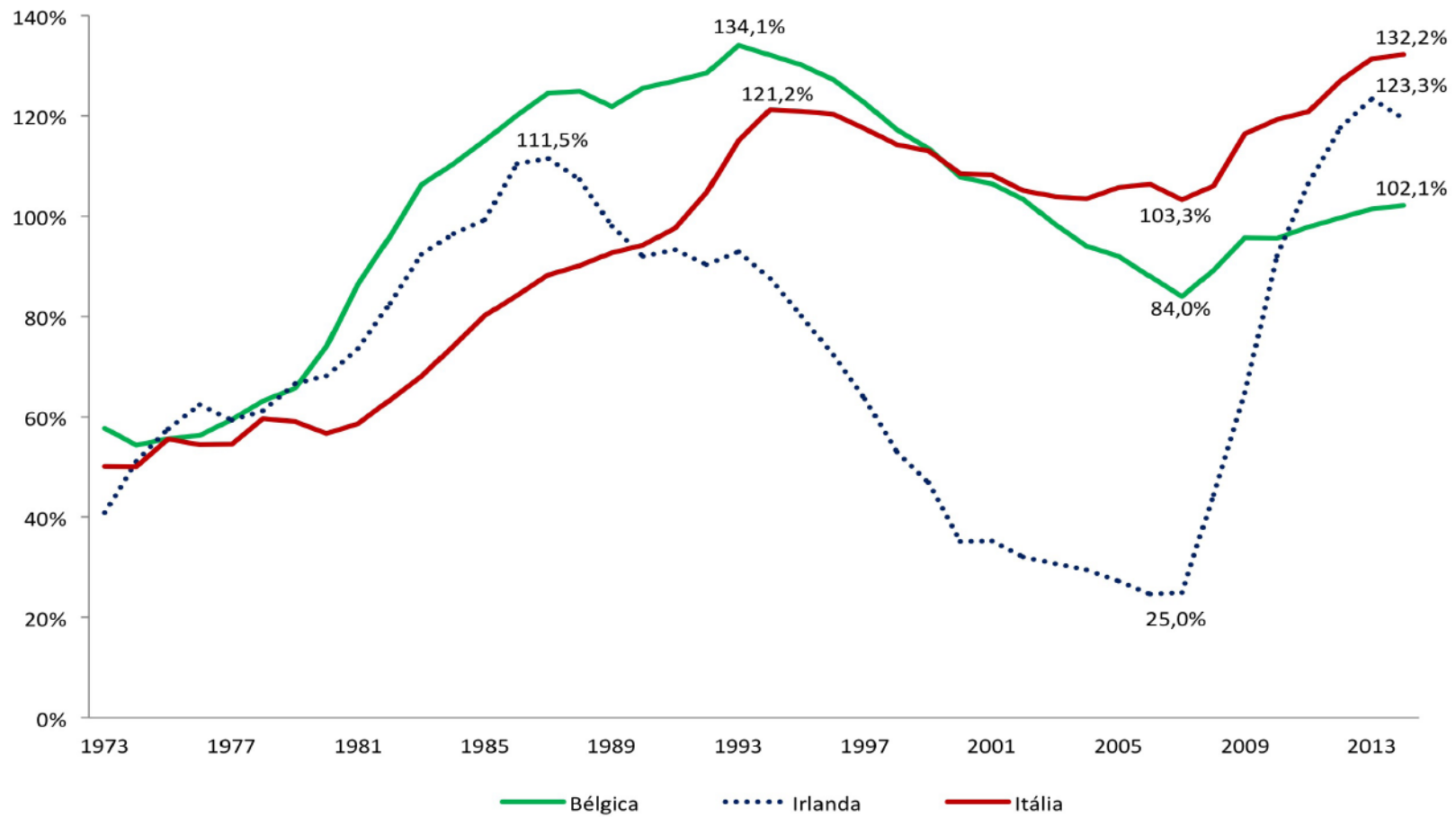
16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Solvabilidade do Estado – encargos com juros



Comparações internacionais

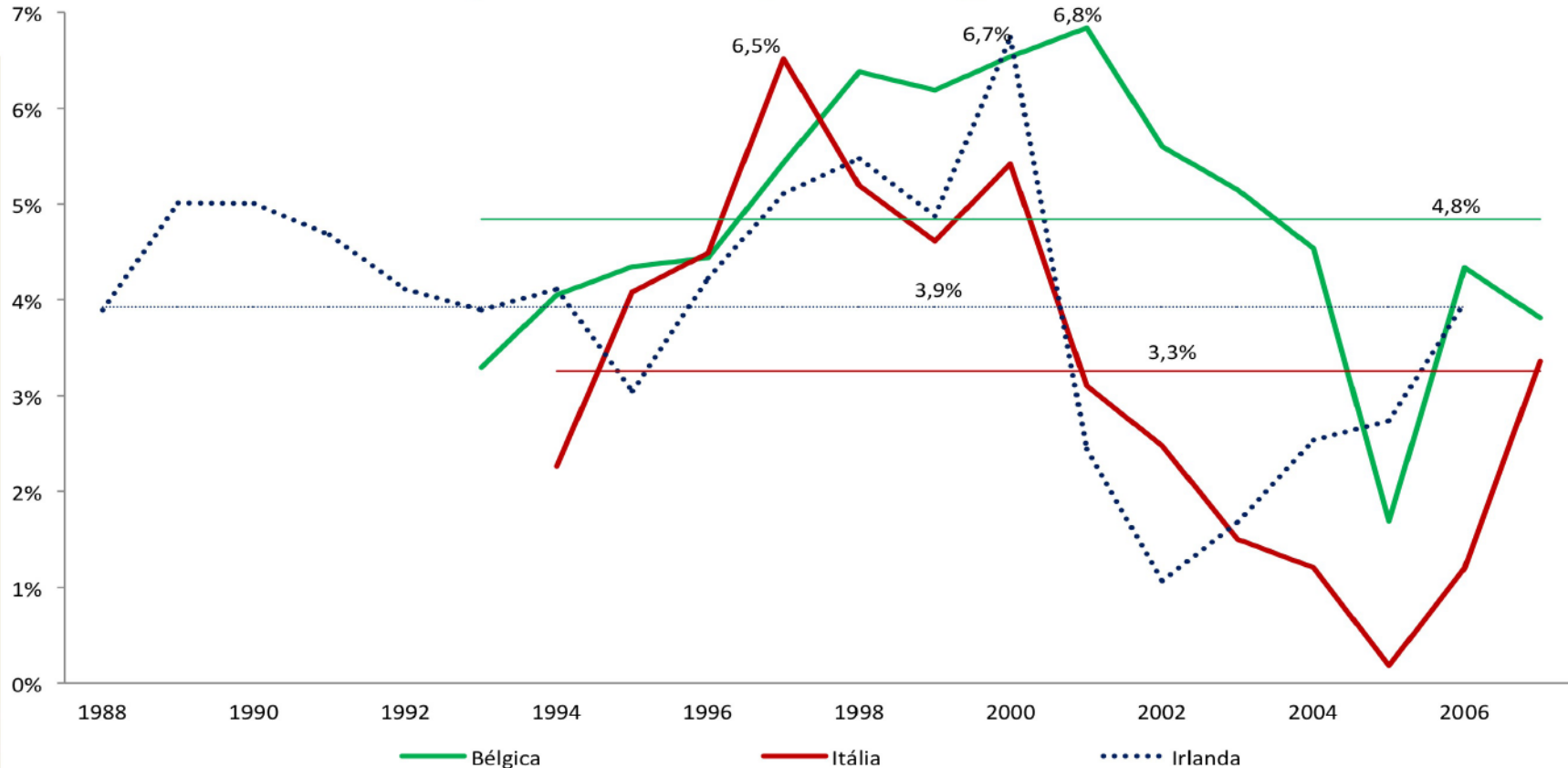
Dívida pública em percentagem do PIB



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Comparações internacionais

Saldo primário em percentagem do PIB



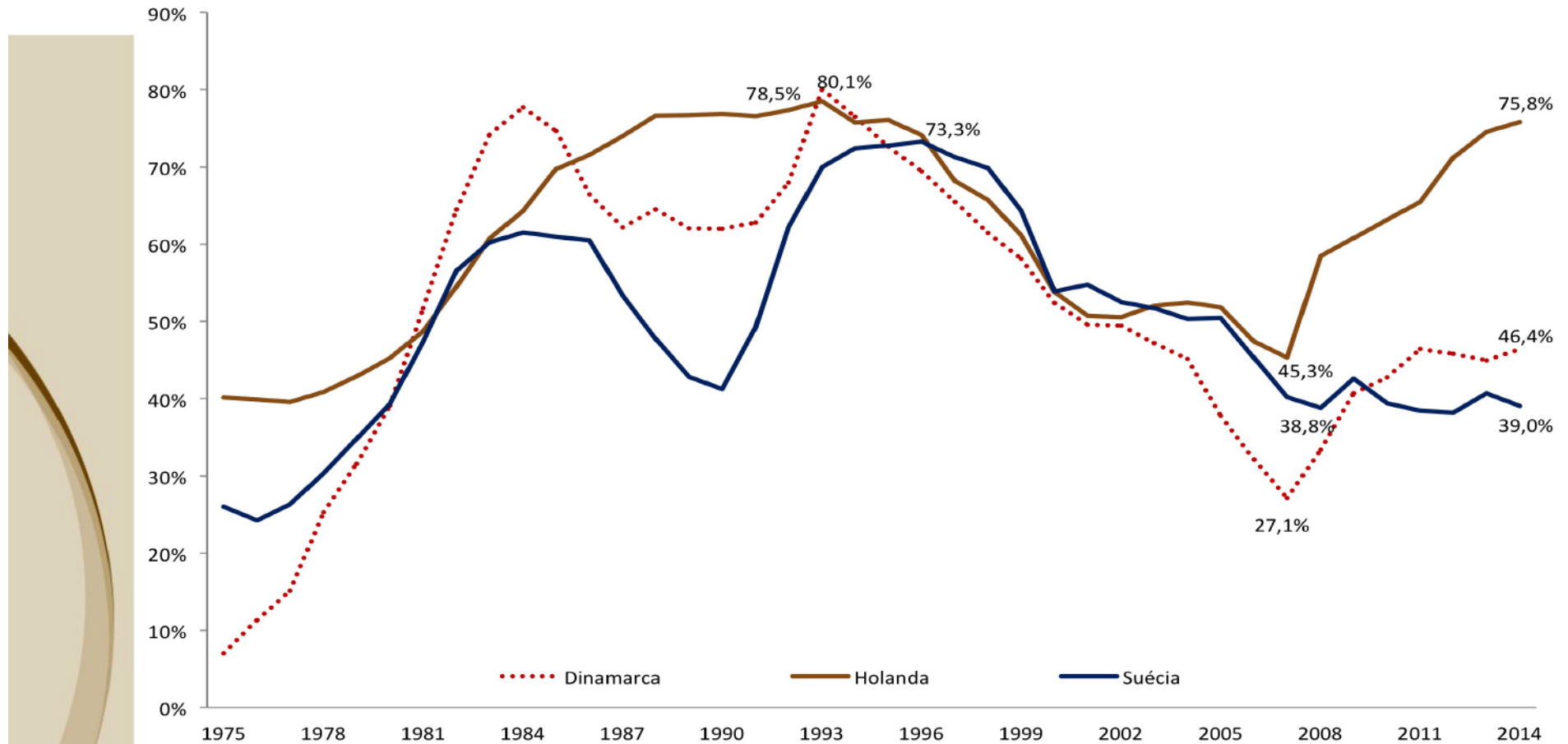
Os países que obtiveram maior sucesso na redução do rácio da dívida pública, entre meados das décadas de 1990 e 2007, foram aqueles que mantiveram de forma continuada e consistente elevados saldos primários.

16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

48

Comparações internacionais

Dívida pública em percentagem do PIB

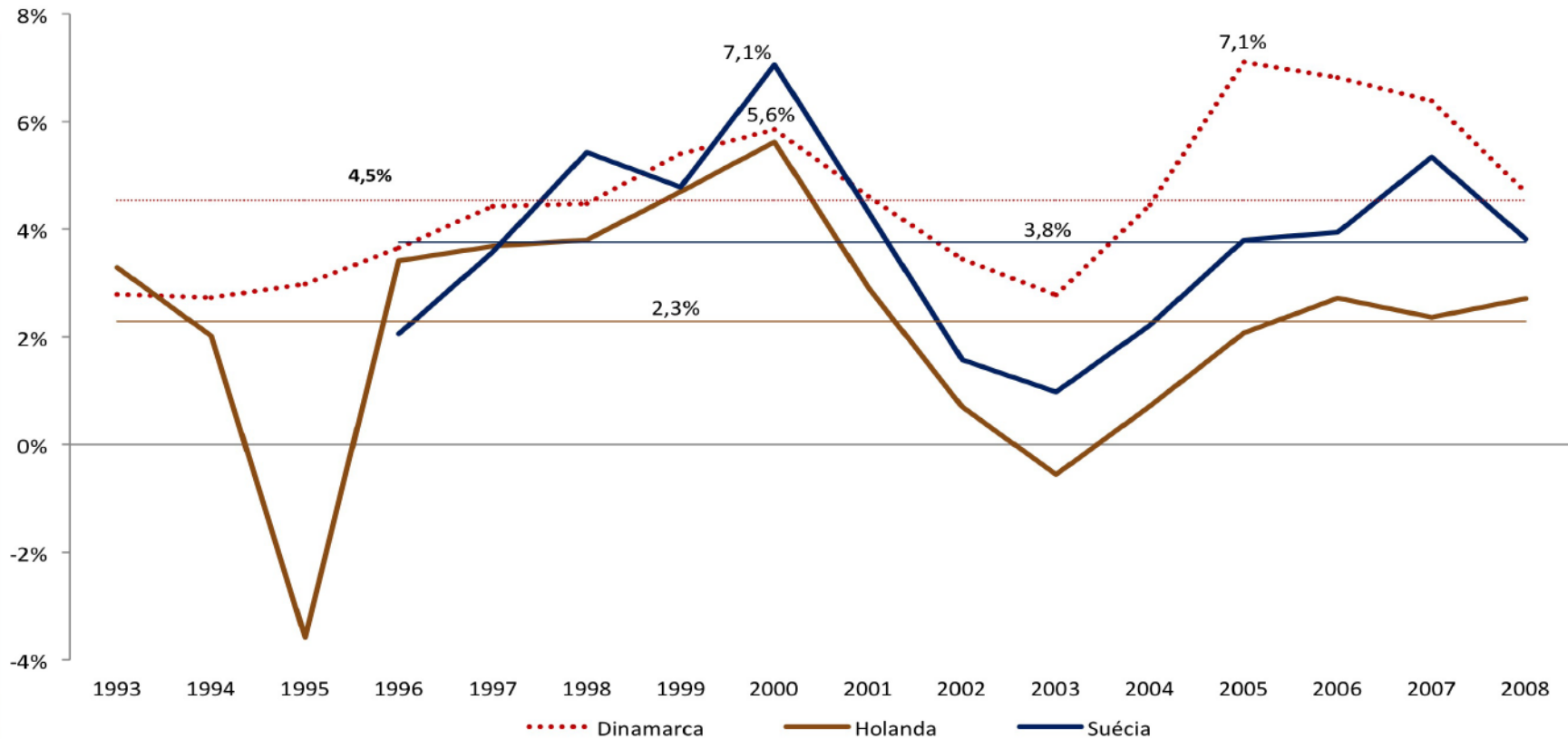


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

49

Comparações internacionais

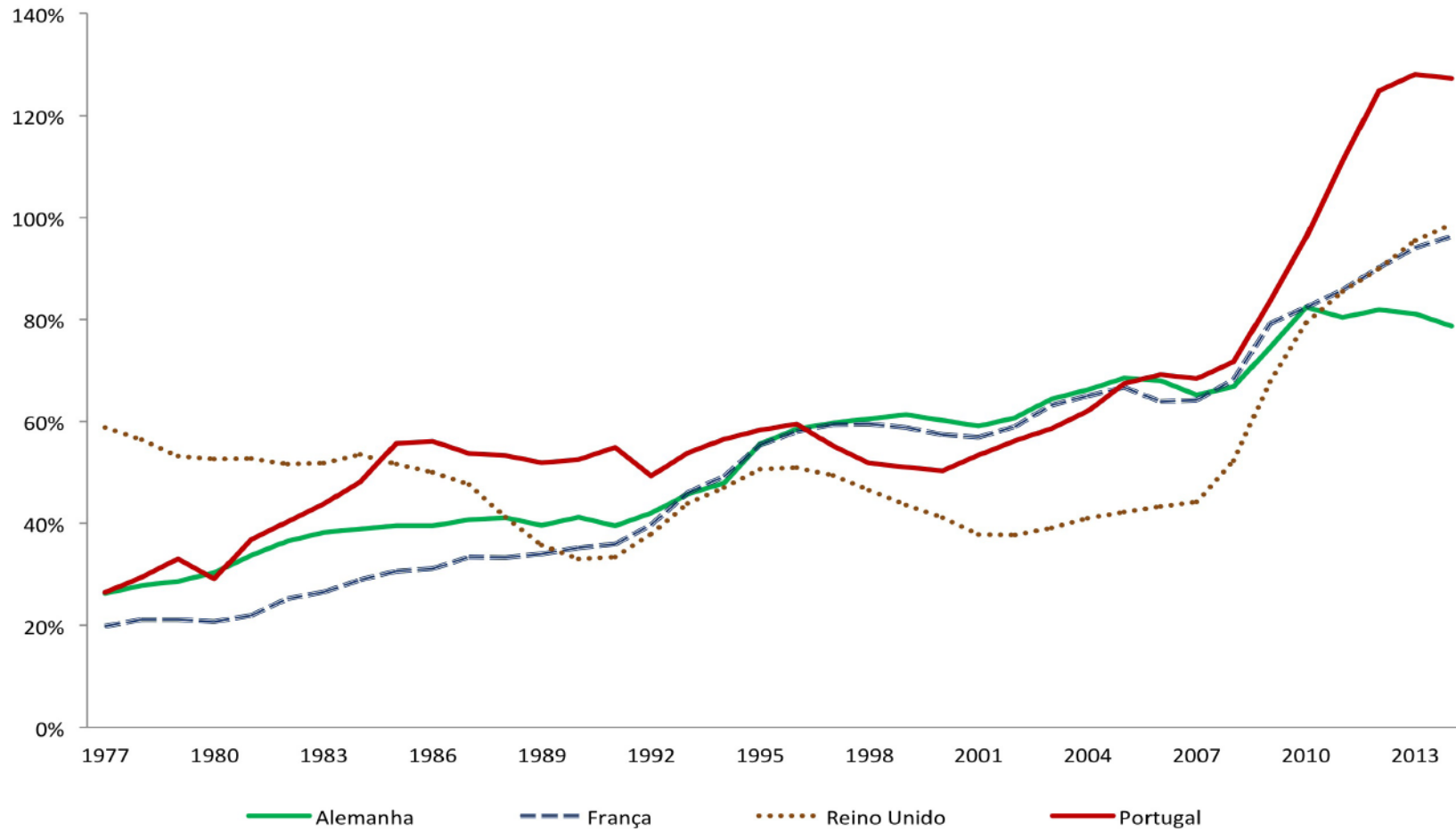
Saldo primário em percentagem do PIB



Os países que obtiveram maior sucesso na redução do rácio da dívida pública, entre meados da década de 1990 e 2007, foram aqueles que mantiveram de forma continuada e consistente elevados saldos primários.

Comparações internacionais

Dívida pública em percentagem do PIB



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

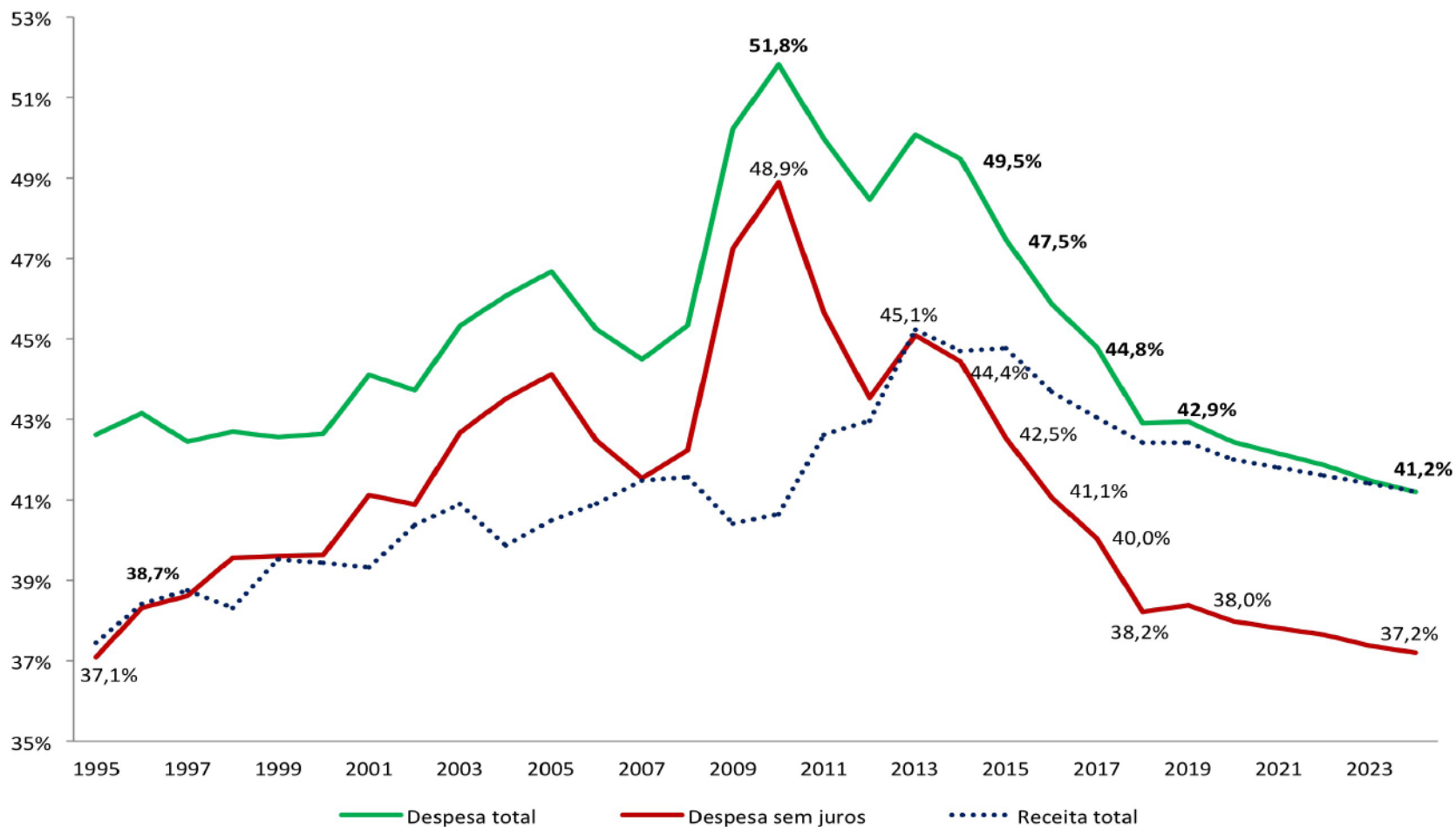
Um cenário compatível com o pacto orçamental



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Um cenário compatível com o pacto orçamental

(em percentagem do PIB)



16 de dezembro de 2014

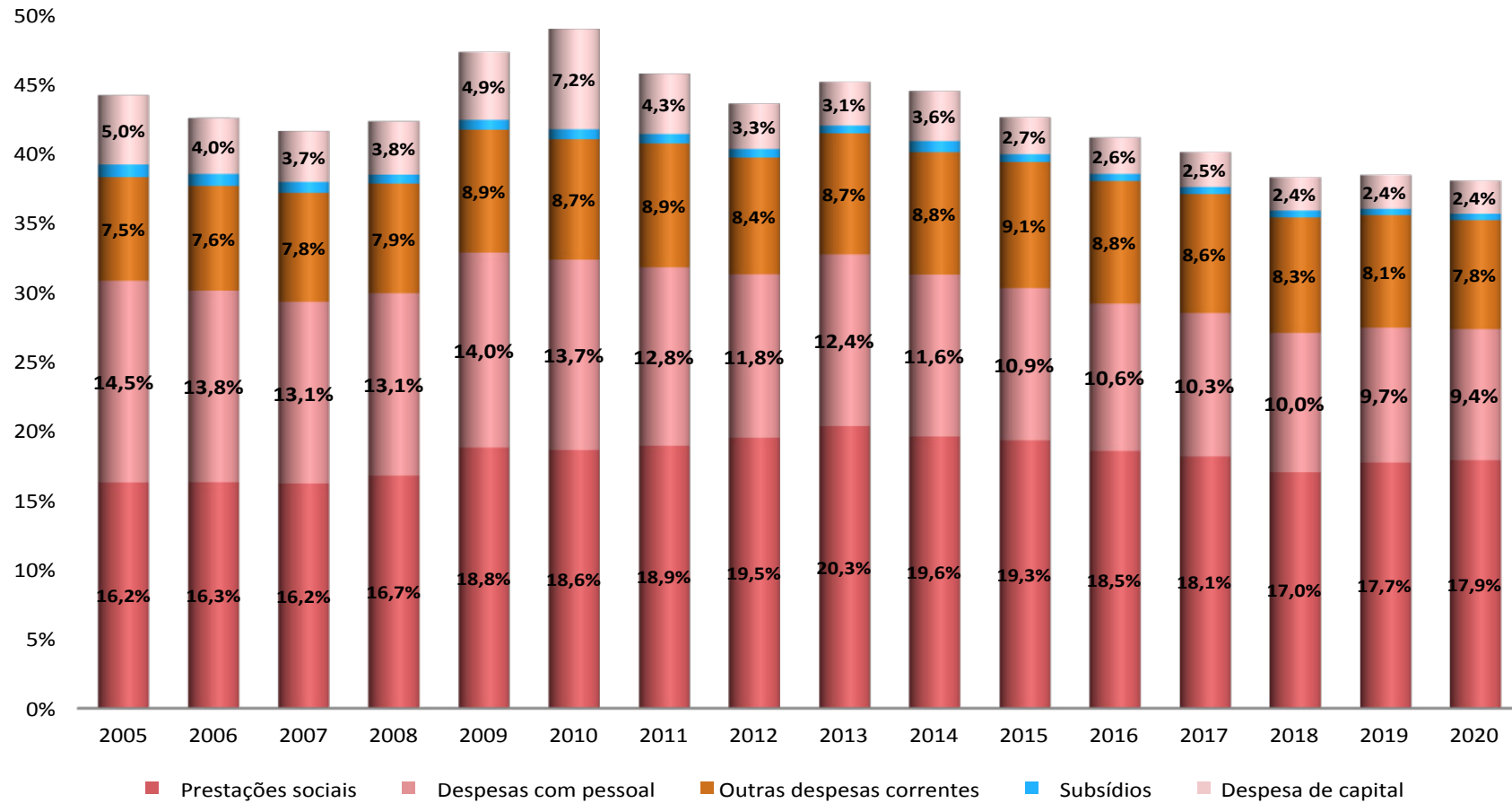
Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

53

Um cenário compatível com o pacto orçamental

Despesa primária

(em percentagem do PIB)

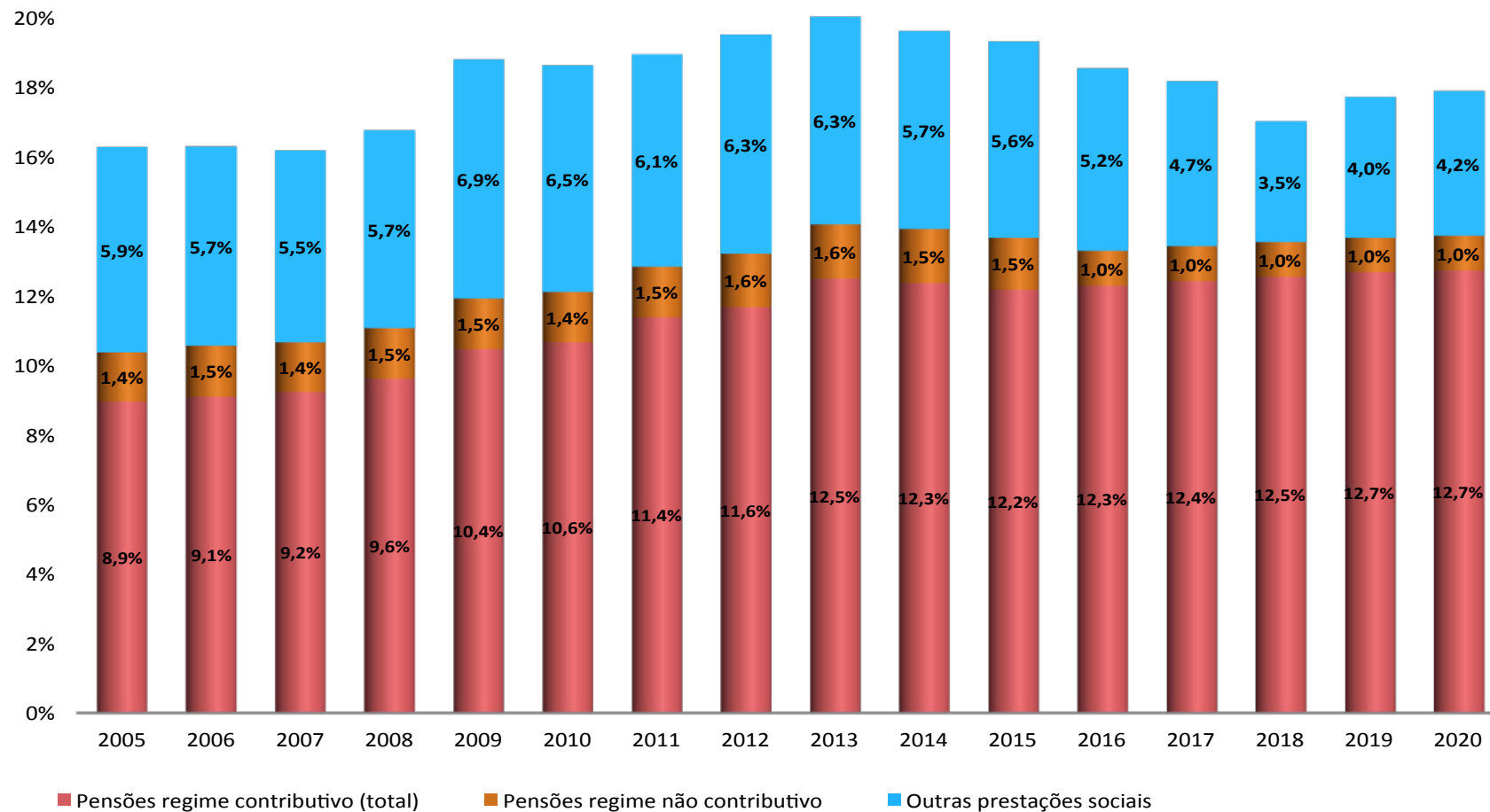


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Um cenário compatível com o pacto orçamental

Prestações sociais

(em percentagem do PIB)

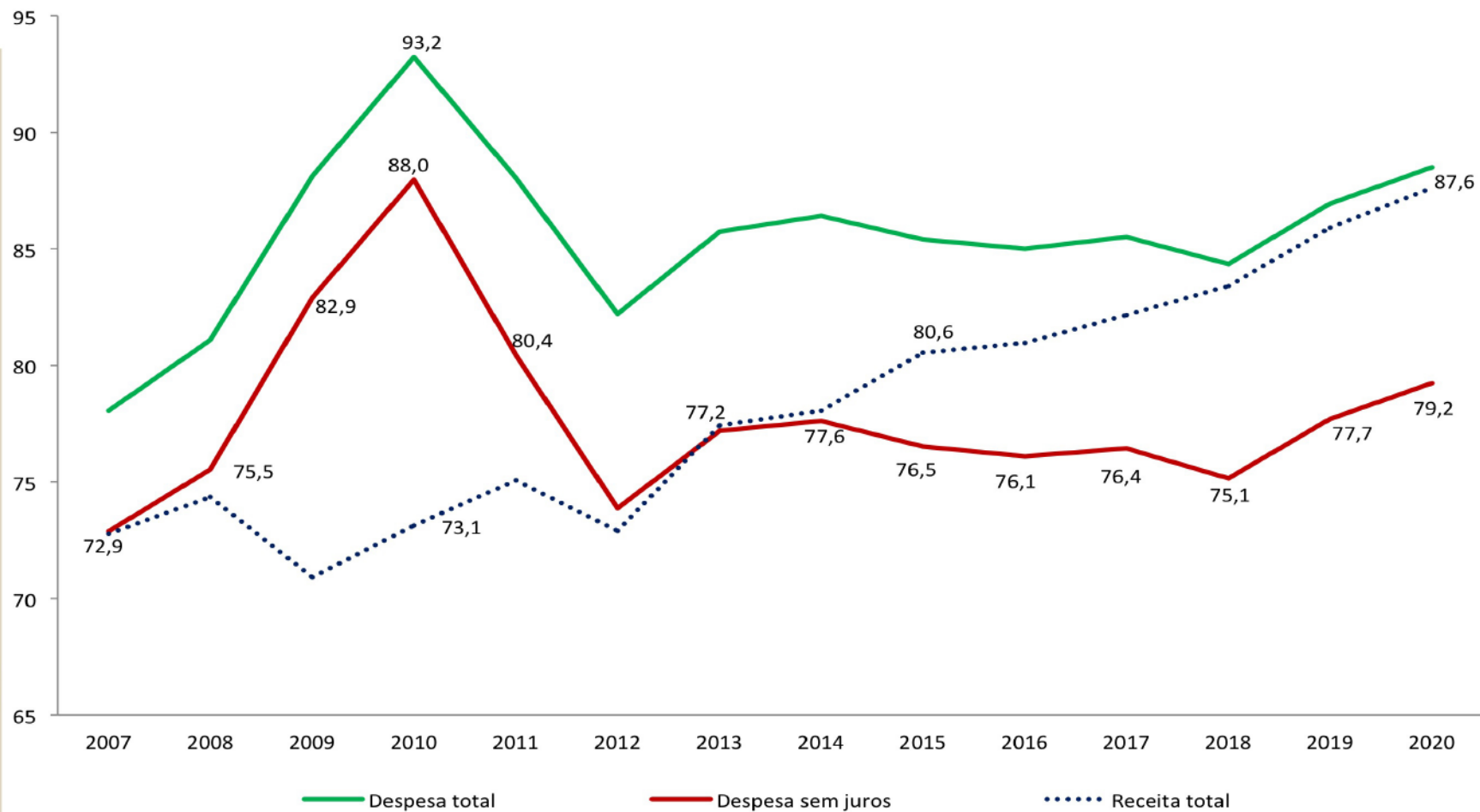


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

55

Um cenário compatível com o pacto orçamental

Mil milhões de euros



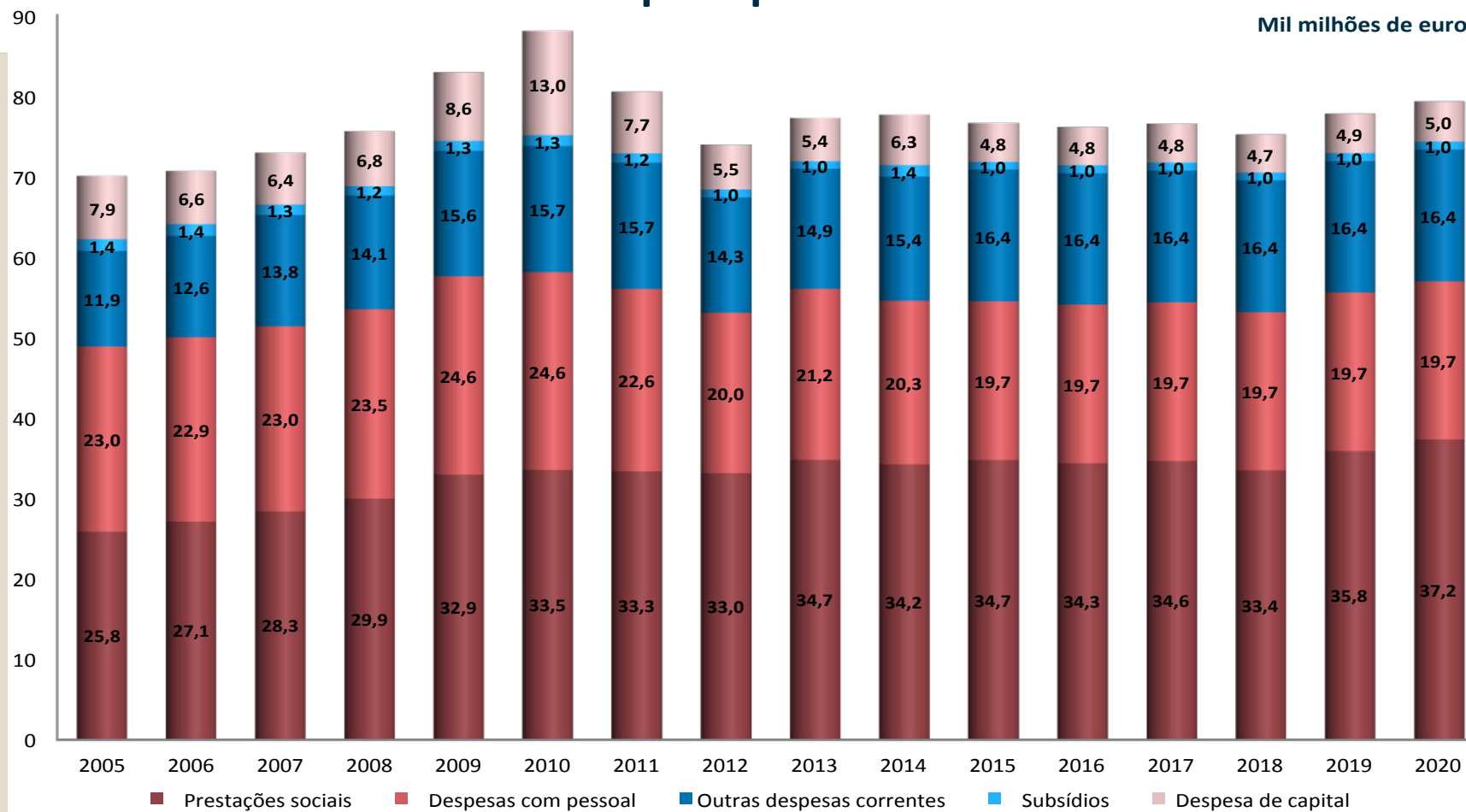
16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

56

Um cenário compatível com o pacto orçamental

Despesa primária

Mil milhões de euros

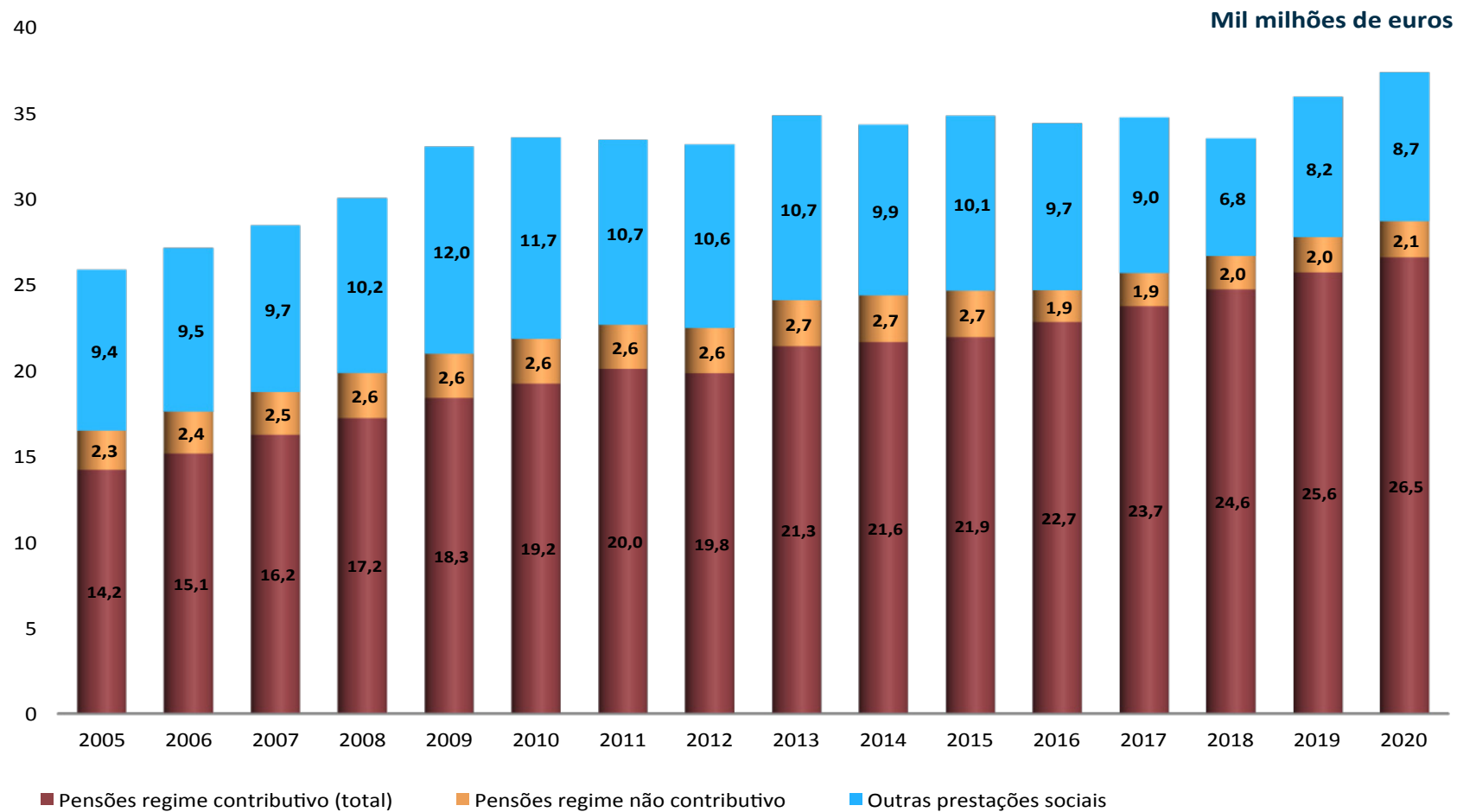


16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

57

Um cenário compatível com o pacto orçamental

Prestações sociais



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

58

Um cenário compatível com o pacto orçamental

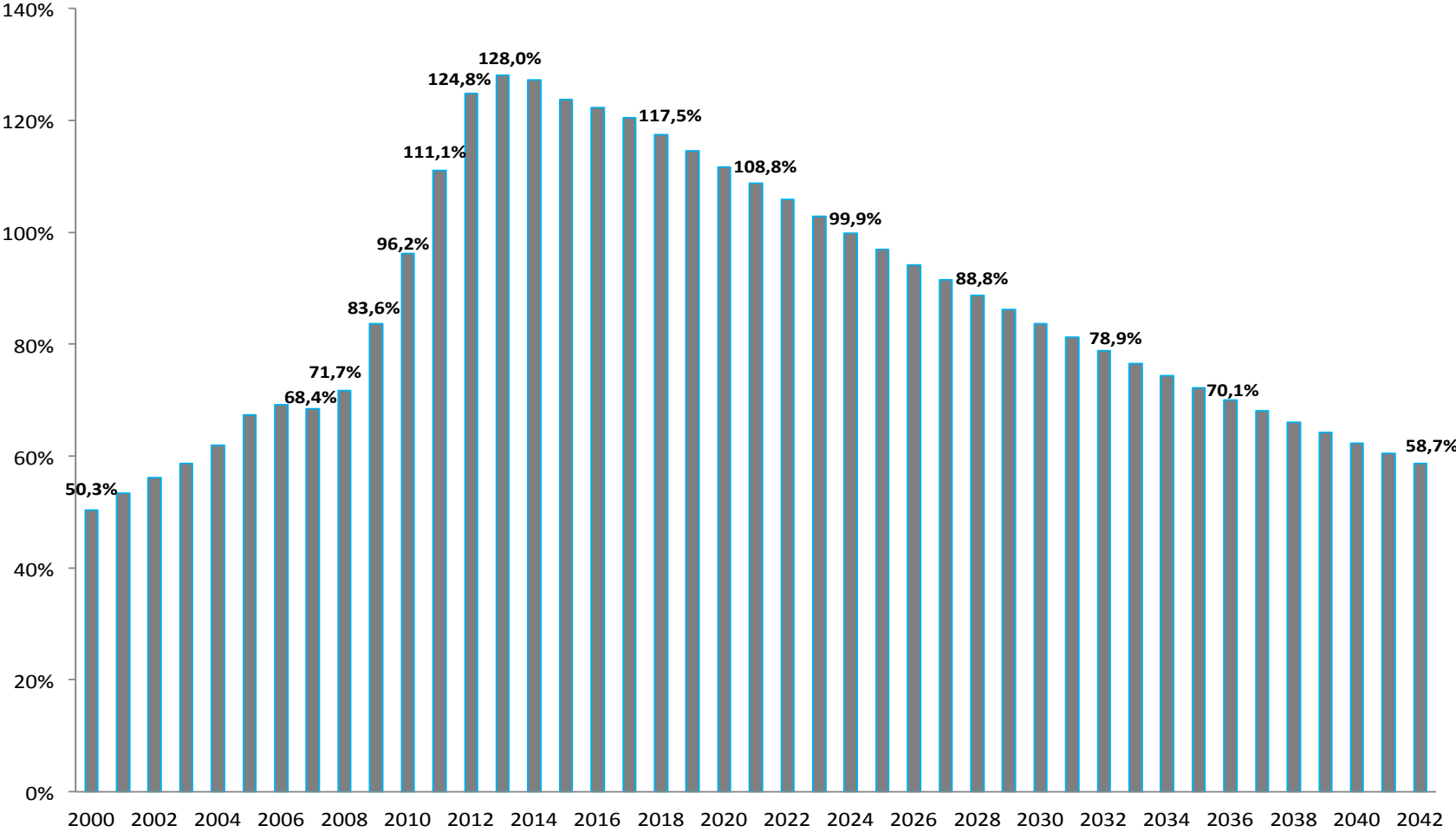
DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflator do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Variação da dívida pública (6)=(7)+(8)+ (9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/dívida (11)
2015	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	123,7%	-3,5%	-2,2%	4,9%	-3,7%	1,2%	-2,5%
2016	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	122,3%	-1,4%	-2,6%	4,8%	-3,6%	1,2%	0,0%
2017	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	120,5%	-1,8%	-3,0%	4,7%	-3,6%	1,2%	0,0%
2018	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	117,5%	-3,0%	-4,2%	4,7%	-3,5%	1,2%	0,0%
2019	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	114,6%	-2,9%	-4,0%	4,6%	-3,4%	1,1%	0,0%
2020	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	111,7%	-2,9%	-4,0%	4,4%	-3,3%	1,1%	0,0%
2021	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	108,8%	-2,9%	-4,0%	4,3%	-3,3%	1,1%	0,0%
2022	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	105,9%	-2,9%	-4,0%	4,2%	-3,2%	1,1%	0,0%
2023	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	102,9%	-3,0%	-4,0%	4,1%	-3,1%	1,0%	0,0%
2024	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	99,9%	-3,0%	-4,0%	4,0%	-3,0%	1,0%	0,0%
2025	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	97,0%	-2,9%	-3,9%	3,9%	-2,9%	1,0%	0,0%
2026	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	94,2%	-2,8%	-3,7%	3,8%	-2,8%	0,9%	0,0%
2027	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	91,5%	-2,7%	-3,6%	3,7%	-2,7%	0,9%	0,0%
2028	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	88,8%	-2,7%	-3,6%	3,6%	-2,7%	0,9%	0,0%
2029	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	86,2%	-2,6%	-3,5%	3,4%	-2,6%	0,9%	0,0%
2030	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	83,7%	-2,5%	-3,3%	3,3%	-2,5%	0,8%	0,0%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_{t-1})* Rácio da dívida pública_t

Um cenário compatível com o pacto orçamental

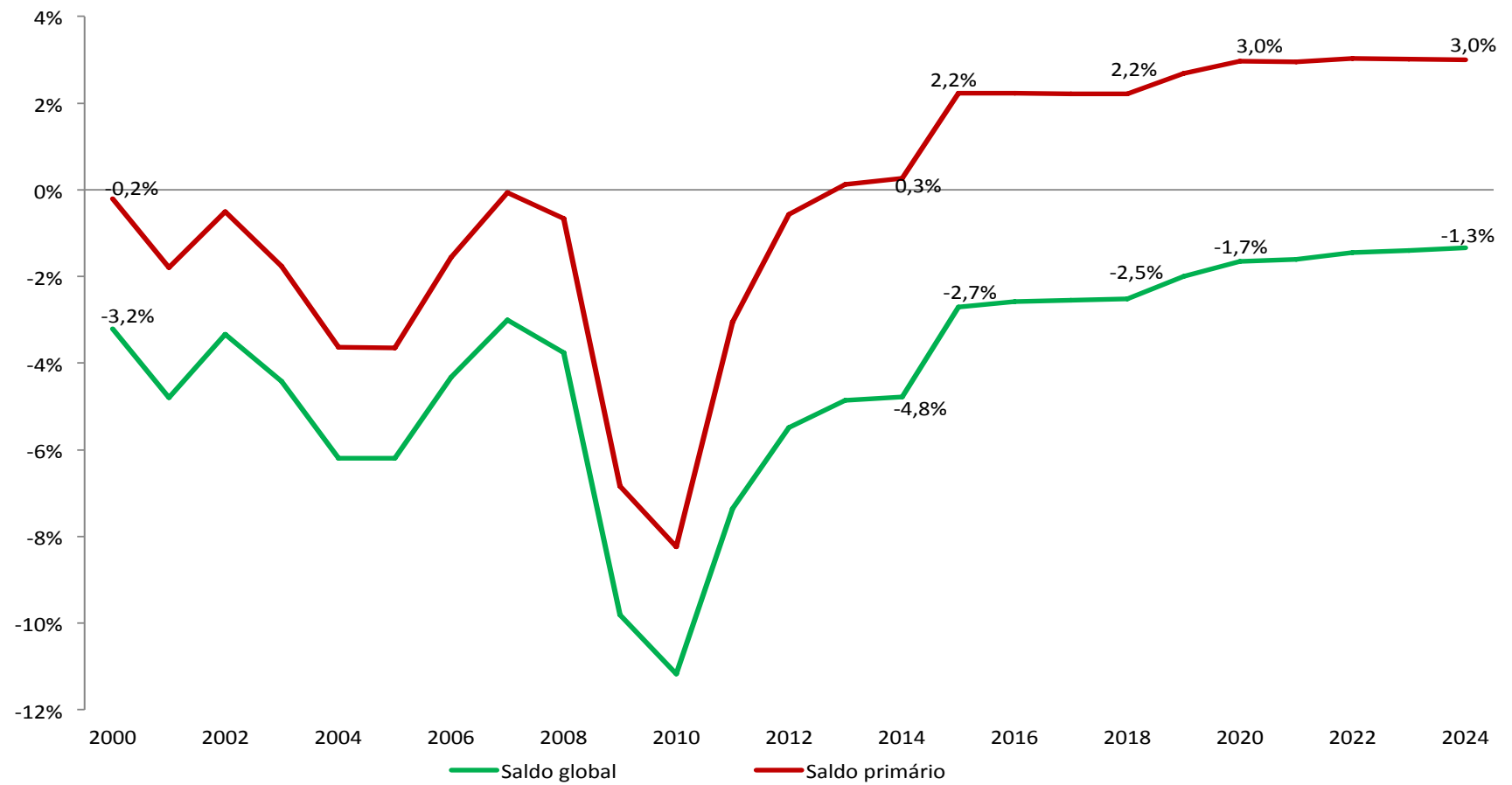
Dívida pública em percentagem do PIB



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Cenário alternativo

(em percentagem do PIB)



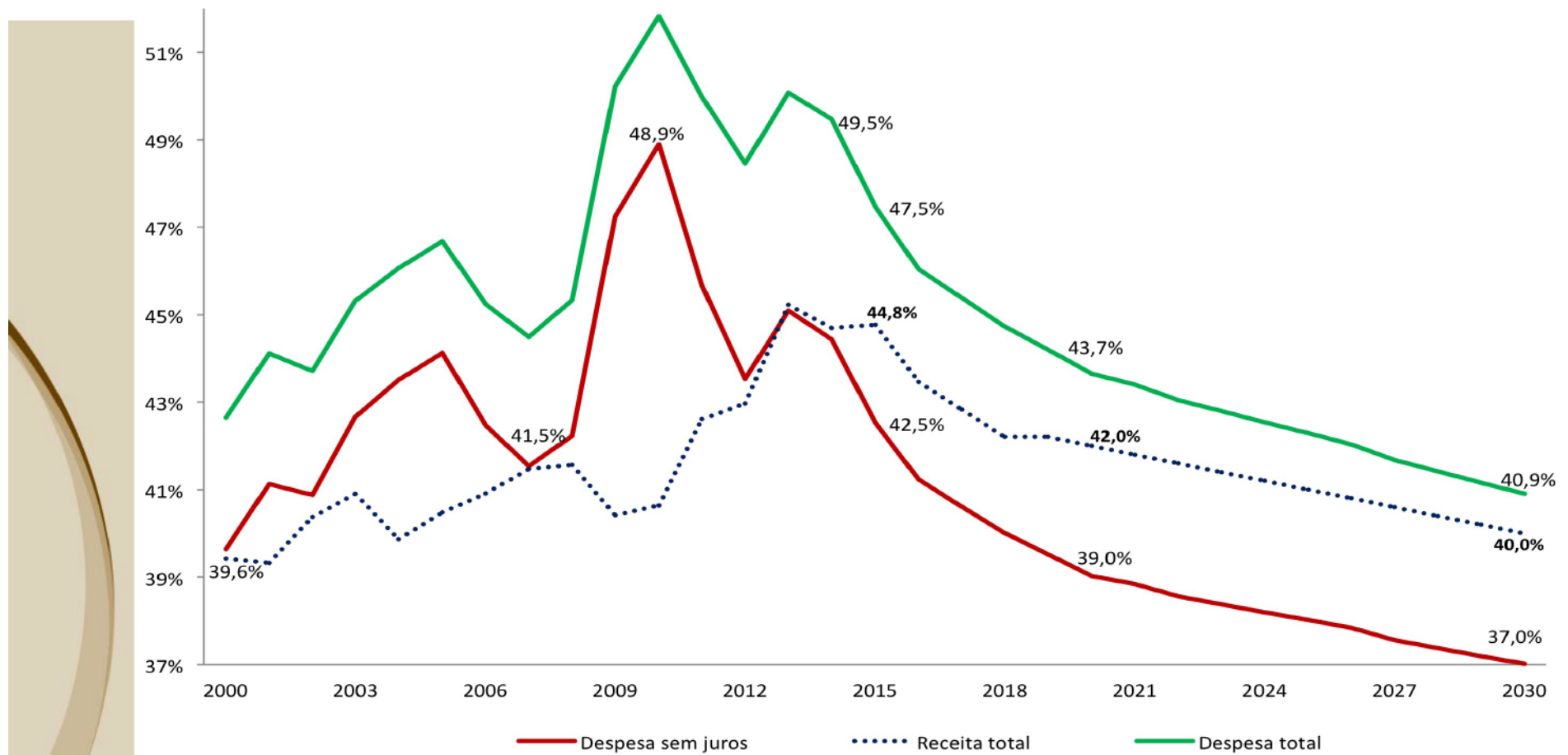
16 de dezembro de 2014

Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

62

Cenário alternativo

(em percentagem do PIB)



16 de dezembro de 2014

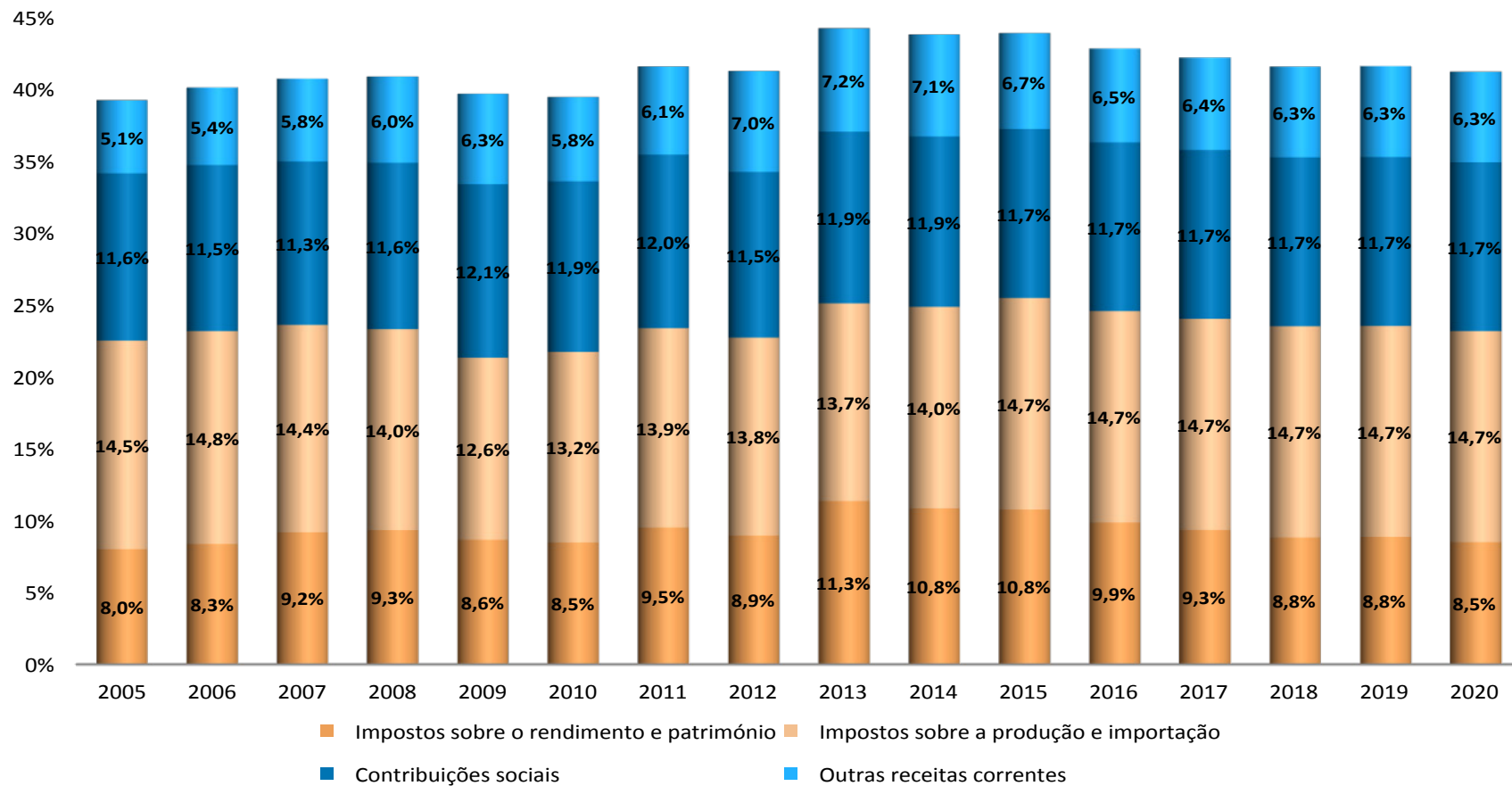
Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

63

Cenário alternativo

Receita corrente

(em percentagem do PIB)



16 de dezembro de 2014

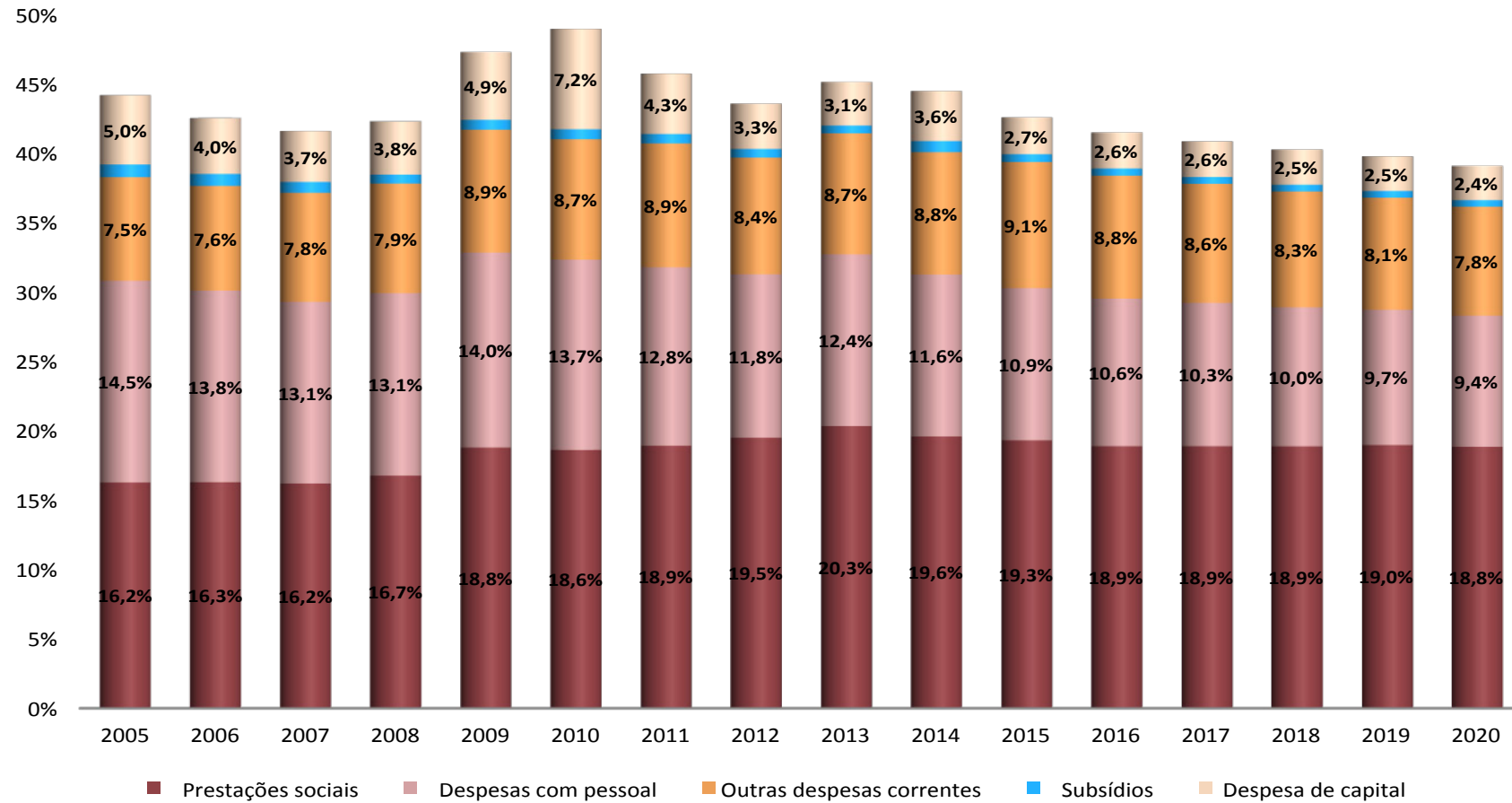
Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

64

Cenário alternativo

Despesa primária

(em percentagem do PIB)



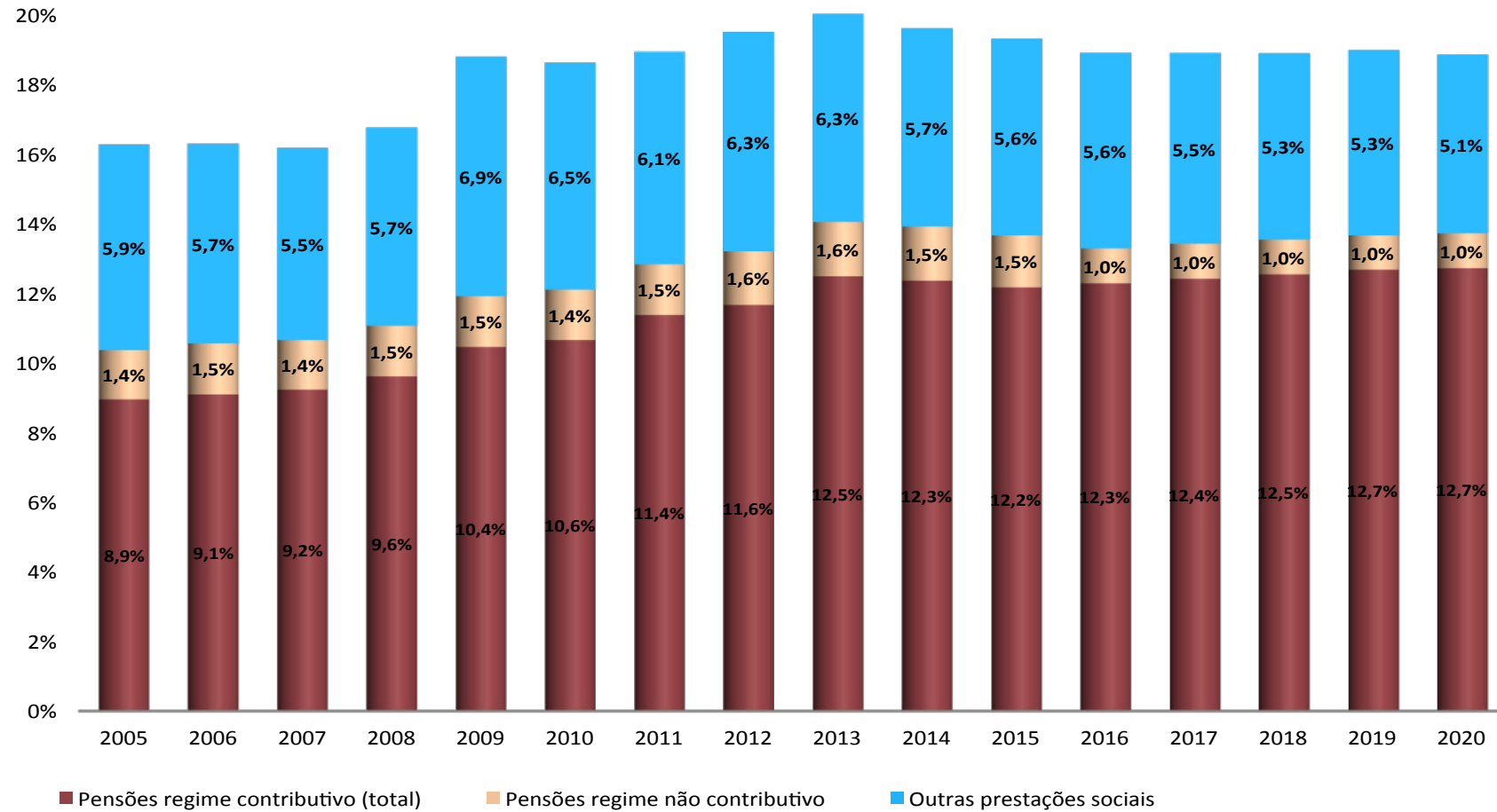
16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

65

Cenário alternativo

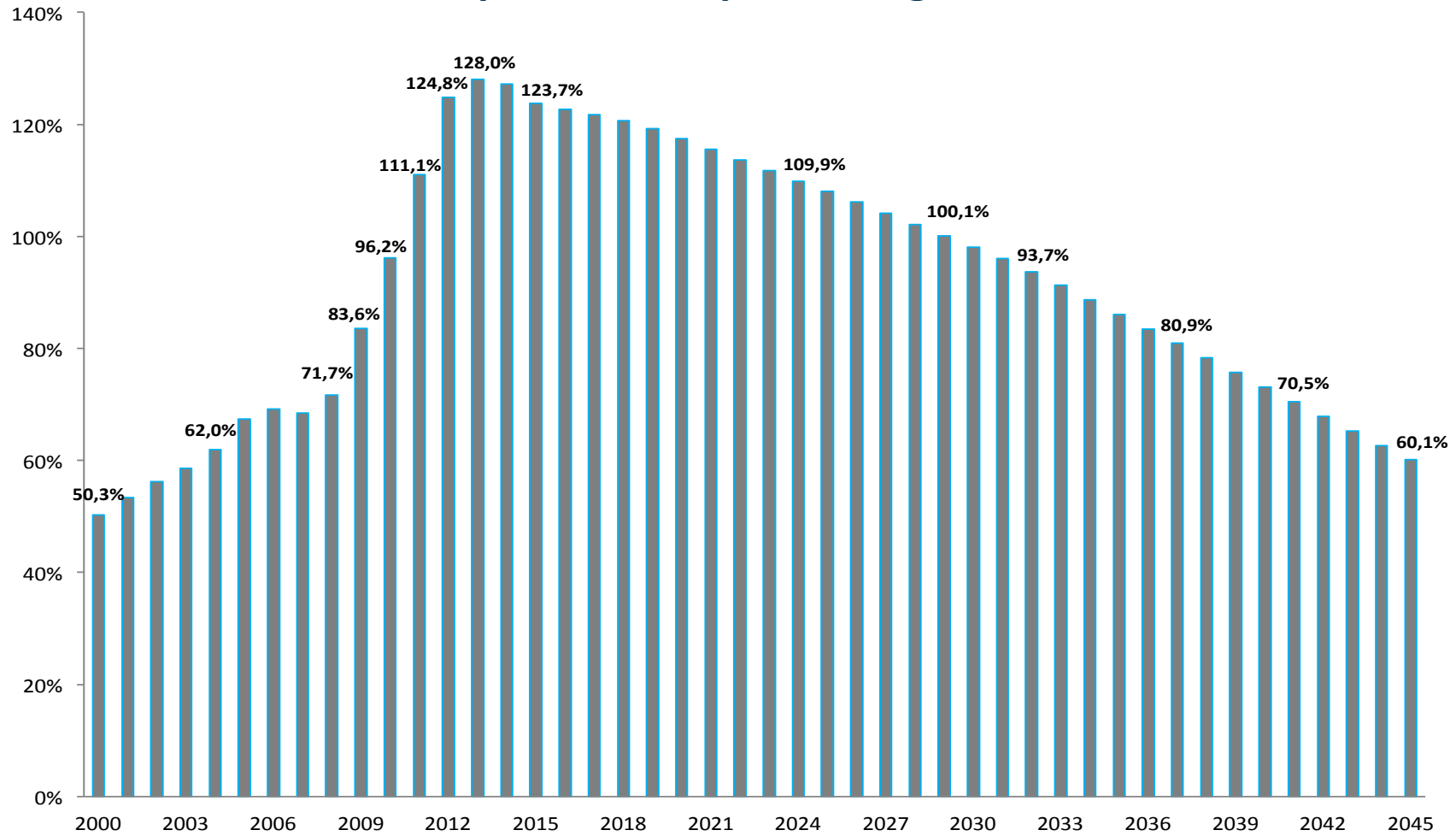
Prestações sociais

(em percentagem do PIB)



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Dívida pública em percentagem do PIB



16 de dezembro de 2014 Conferência Parlamentar sobre a Dívida Pública

Cenário alternativo

DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento média do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento média do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflador do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Varição da dívida pública (6)=(7)+(8)+(9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/dívida (11)	Efeito saldo primário + ajustamento défice/dívida (12)=(7)+(11)
												Valores acumulados
1974/1985	10,6%	23,1%	2,5%	20,2%	55,7%	42,3%	31,3%	34,7%	-68,4%	-33,7%	44,8%	76,1%
1986/2000	12,1%	12,3%	4,1%	7,9%	50,3%	-5,4%	-10,1%	86,2%	-87,0%	-0,8%	5,6%	-4,6%
2001/2008	4,9%	4,2%	1,1%	3,1%	71,7%	21,3%	13,6%	22,4%	-19,5%	2,9%	4,8%	18,4%
2009/2014	4,1%	-0,4%	-1,1%	0,7%	127,2%	55,5%	18,3%	25,2%	2,0%	27,1%	10,1%	28,4%
2015/2030	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	98,1%	-29,1%	-44,5%	70,8%	-53,2%	17,7%	-2,2%	-46,8%
												Valores médios
1974/1985	10,6%	23,1%	2,5%	20,2%	55,7%	3,5%	2,6%	2,9%	-5,7%	-2,8%	3,7%	6,3%
1986/2000	12,1%	12,3%	4,1%	7,9%	50,3%	-0,4%	-0,7%	5,7%	-5,8%	-0,1%	0,4%	-0,3%
2001/2008	4,9%	4,2%	1,1%	3,1%	71,7%	2,7%	1,7%	2,8%	-2,4%	0,4%	0,6%	2,3%
2009/2014	4,1%	-0,4%	-1,1%	0,7%	127,2%	9,3%	3,0%	4,2%	0,3%	4,5%	1,7%	4,7%
2015/2030	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	98,1%	-1,8%	-2,8%	4,4%	-3,3%	1,1%	-0,1%	-2,9%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_{t-1})* Rácio da dívida pública_(t-1)

Cenário alternativo

DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

Anos	Taxa de juro média da dívida pública (1)	Taxa de crescimento média do PIB nominal (2)	Taxa de crescimento média do PIB real (3)	Taxa de crescimento do deflator do PIB (4)	Dívida pública final do período (5)	Varição da dívida pública (6)=(7)+(8)+ (9)+(11)	Efeito saldo primário (7)	Efeito juros (8)	Efeito variação do PIB* (9)	Snowball effect (10)=(8)+(9)	Ajustamento défice/ dívida (11)
2015	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	123,7%	-3,5%	-2,2%	4,9%	-3,7%	1,2%	-2,5%
2016	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	122,7%	-1,0%	-2,2%	4,8%	-3,6%	1,2%	0,0%
2017	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	121,7%	-1,0%	-2,2%	4,8%	-3,6%	1,2%	0,0%
2018	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	120,7%	-1,0%	-2,2%	4,7%	-3,5%	1,2%	0,0%
2019	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	119,2%	-1,5%	-2,7%	4,7%	-3,5%	1,2%	0,0%
2020	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	117,4%	-1,8%	-3,0%	4,6%	-3,5%	1,2%	0,0%
2021	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	115,6%	-1,8%	-3,0%	4,6%	-3,4%	1,1%	0,0%
2022	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	113,7%	-1,9%	-3,0%	4,5%	-3,4%	1,1%	0,0%
2023	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	111,8%	-1,9%	-3,0%	4,4%	-3,3%	1,1%	0,0%
2024	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	109,9%	-1,9%	-3,0%	4,3%	-3,3%	1,1%	0,0%
2025	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	108,0%	-1,9%	-3,0%	4,3%	-3,2%	1,1%	0,0%
2026	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	106,1%	-1,9%	-3,0%	4,2%	-3,1%	1,0%	0,0%
2027	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	104,1%	-2,0%	-3,0%	4,1%	-3,1%	1,0%	0,0%
2028	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	102,1%	-2,0%	-3,0%	4,0%	-3,0%	1,0%	0,0%
2029	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	100,1%	-2,0%	-3,0%	4,0%	-3,0%	1,0%	0,0%
2030	4,0%	3,0%	1,5%	1,5%	98,1%	-2,0%	-3,0%	3,9%	-2,9%	1,0%	0,0%

* Taxa de crescimento do PIB_t/(1+Taxa de crescimento do PIB_{t-1})* Rácio da dívida pública_(t-1)

Áustria

- **O Parlamento é obrigado a adotar um plano de quatro anos, fixando o limite das despesas para o governo federal, em termos nominais, para as cinco principais rubricas orçamentais.**

República Checa

- **Os tetos da despesa da administração central, a médio prazo (três anos), são vinculativos e calculados com base no objetivo do défice e nas projeções da receita.**

Finlândia

- **Limites máximos de despesas plurianuais da administração central (quatro anos), a preços constantes, cobrindo cerca de 80% da despesa.**

Holanda

- **No início do mandato do governo definem-se, em termos reais e para os próximos quatro anos, os limites máximos da despesa.**

Suécia

- **O governo é obrigado a estabelecer limites máximos da despesa, em termos nominais, da administração central (excluindo os juros) e da segurança social para os três anos seguintes.**
- **Para garantir que as despesas não excedem o valor previsto, devido a acontecimentos inesperados, as despesas orçamentadas devem ser sempre inferiores aos valores definidos no teto.**
- **A regra de orçamento equilibrado abrange a administração local.**

Reino Unido

- **O governo define tetos plurianuais para as despesas previsíveis (como salários, aquisição de bens e serviços e investimentos). Os departamentos são responsáveis por manterem esses limites de despesa.**
- **As restantes despesas, como as da segurança social, juros da dívida pública, pensões do setor público e contribuições para a União Europeia, são classificadas como " despesas geridas anualmente " e não são consideradas para a definição dos tetos plurianuais.**
- **Os departamentos poderão renunciar a realizar parte da despesa que lhe está atribuída (dentro de determinados limites) por contrapartida de um aumento correspondente no próximo orçamento.**



António Filipe e Eduardo Cabrita

ENCERRAMENTO

ANTÓNIO FILIPE E EDUARDO CABRITA

Começo, naturalmente, por agradecer a este painel e peço só uns minutos mais para convidar o Sr. vice-presidente da Assembleia da República António Filipe a juntar-se a nós nesta fase de encerramento.

Nesta fase de encerramento, quero apenas transmitir duas ou três mensagens muito simples, não vou fazer nenhuma síntese do debate, que, aliás, seria absurdo a esta hora.

O meu primeiro agradecimento dirige-se a todos os participantes e a todos aqueles que prepararam esta Conferência em condições muito exigentes de tempo – este debate foi preparado num período de tempo mínimo –, à equipa da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública (COFAP) e aos serviços de apoio e às estruturas de apoio do Parlamento, pois ela envolveu um número muito significativo de convidados, quer nacionais, quer estrangeiros, que permitiram a realização deste debate.

Como segunda nota, quero referir que o debate foi filmado e gravado; parte dos conferencistas entregaram comunicações escritas e documentos de apoio e a COFAP irá proceder à passagem a escrito das declarações proferidas, de modo a promover aqui, como é tradicional, em debates com esta qualidade e para reflexão futura, a sua publicação com a maior brevidade.

A terceira nota é para acentuar que o debate não acaba aqui; está provada a sua atualidade e a sua centralidade, quer na agenda portuguesa, quer na agenda europeia.

Neste momento, dispenso-me de outras considerações, dando desde já a palavra ao Sr. vice-presidente da Assembleia da República António Filipe.

ANTÓNIO FILIPE – Muito boa tarde a todos os resistentes, como disse há pouco o Sr. presidente da COFAP, Eduardo Cabrita.

Em nome da Sr.^a presidente da Assembleia da República, queria reiterar os agradecimentos a todos os participantes, saudar a COFAP por esta iniciativa, esta maratona, mas esta é uma Comissão habituada a várias maratonas, sendo, assim, mais uma levada a efeito pela COFAP.

Queria salientar a qualidade e a intensidade dos trabalhos desta Conferência, que, naturalmente, não interessa apenas aos deputados da COFAP, é do interesse geral dos deputados da Assembleia da República, diria mesmo que é do interesse geral dos cidadãos portugueses. Não faço parte da COFAP, mas tive a possibilidade de participar em alguns momentos da Conferência, o que fiz com enorme proveito.

Naturalmente que, no momento em que estamos, de grande azáfama parlamentar, em múltiplas comissões, quer permanentes, quer de inquérito, os deputados estão muito ocupados e, portanto, muitos deles teriam gostado de participar nos trabalhos desta Conferência e não o puderam fazer.

Obviamente que os trabalhos vão ficar registados e esta Conferência será transmitida em diferido através do Canal Parlamento, provavelmente em mais do que uma ocasião. Além disso, ficará em Arquivo do Canal Parlamento e, portanto, será consultável a qualquer momento por qualquer cidadão que esteja interessado em fazê-lo, o que, como é natural, vivamente se recomenda.

Será efetuada, como disse o Sr. presidente da COFAP, uma publicação com as comunicações aqui feitas e, portanto, creio que foi um excelente contributo da Assembleia da República para uma discussão que é necessária.

Esta Conferência é um ponto de partida. Já vários deputados e grupos parlamentares têm colocado na agenda política a questão da renegociação da dívida, mas é a primeira iniciativa da Assembleia da República como tal, no seu conjunto, a promover um debate sobre esta matéria.

A Conferência terá uma sequela. Na próxima sexta-feira, de manhã, no Plenário da Assembleia da República, será realizado um debate temático precisamente sobre esta matéria, em que, naturalmente, os grupos parlamentares e o governo terão a possibilidade, enquanto tal, de se pronunciarem formalmente sobre esta matéria.

Tendo em conta o que foi aqui dito sobre os antecedentes históricos que temos em matéria de dívida e de reestruturações de dívida, este será um debate não apenas para o presente, mas para o futuro, para os anos vindouros. Provavelmente, daqui por 100 anos, quem estiver nesta sala poderá discutir o problema da renegociação da dívida no final do século XXI, tendo em conta a experiência histórica do início do século.

Queria, mais uma vez, reiterar os agradecimentos da Assembleia da República a todos os que participaram nesta iniciativa e desejar a todos uma boa noite. Muito obrigado.

Está encerrada a Conferência.

PROGRAMA DA CONFERÊNCIA

09h00 | ABERTURA

Eduardo Cabrita (Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)

09h15

I PAINEL | EXPERIÊNCIAS DE REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Jeffrey Anderson (Diretor-geral para os Assuntos Europeus no Instituto de Finanças Internacionais)

Jorge Argüello (Embaixador da Argentina em Portugal)

Stuart Holland (Professor na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra)

Yannis Manuelides (Advogado na Sociedade de Advogados Allen & Overy)

MODERADOR: **Virgílio Macedo** (1.º vice-presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)

II PAINEL | DIMENSÕES ECONÓMICO-JURÍDICAS DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Eduardo Paz Ferreira (Presidente do Instituto de Direito Económico-Financeiro e Fiscal da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa)

Jacob Kirkegaard (Investigador no Instituto Peterson para a Economia Internacional)

Paola Pabón (Deputada da Assembleia Nacional do Equador)

Stephen Miller (Advogado na Sociedade de Advogados Allen & Overy)

MODERADOR: **Eduardo Cabrita** (Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)

15h00

III PAINEL | A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

João Cravinho (Antigo presidente da Comissão de Economia e Finanças)

João Duque (Professor no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa)

José Castro Caldas (Investigador do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra)

Paulo Trigo Pereira (Professor no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa)

MODERADOR: **Virgílio Macedo** (1.º vice-presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)

IV PAINEL | QUE SOLUÇÕES PARA PORTUGAL?

Agostinho Lopes (Antigo deputado)

Francisco Louçã* (Professor no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa)

João Costa Pinto (Presidente do Conselho de Auditoria do Banco de Portugal)

João Leão** (Professor no Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa – Instituto Universitário de Lisboa)

Norberto Rosa (Antigo secretário de Estado do Orçamento)

MODERADOR: **Eduardo Cabrita** (Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)

* Por motivos imprevistos, este orador não esteve presente.

** Este orador optou por não publicar a sua intervenção.

18h30 | ENCERRAMENTO

António Filipe (Vice-presidente da Assembleia da República)

Eduardo Cabrita (Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública)

NOTAS BIOGRÁFICAS DOS ORADORES

AGOSTINHO LOPES

Licenciado em Engenharia Químico-Industrial, foi deputado à Assembleia da República em diversas legislaturas. É responsável pela Comissão de Assuntos Económicos junto do Comité Central do Partido Comunista Português.

EDUARDO PAZ FERREIRA

É professor catedrático da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (FDUL), presidente do Instituto de Direito Económico-Financeiro e Fiscal da FDUL e presidente do Instituto Europeu da FDUL, entre outras funções exercidas. Foi presidente do Conselho Fiscal da Caixa Geral de Depósitos, presidente da Associação Fiscal Portuguesa e vogal do Conselho Superior do Ministério Público, entre outros.

FRANCISCO LOUÇÃ

É professor catedrático no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa (ISEG), tendo sido deputado à Assembleia da República em diversas legislaturas, em cuja qualidade integrou várias comissões competentes na área da Economia. É autor e coautor de diversos livros e artigos, nacionais e internacionais, na área da Economia.

JACOB KIRKEGAARD

É investigador do Instituto Peterson para a Economia Internacional. Exerceu funções junto do ministro da Defesa dinamarquês e no setor privado financeiro.

JEFFREY ANDERSON

É diretor-geral para os Assuntos Europeus no Instituto de Finanças Internacionais (IIF), com ênfase nas questões originadas pela crise da zona euro. Entre 1992 e 2012, foi diretor do Departamento Europeu do IIF, onde acompanhou a evolução das economias da Europa central e de leste.

JOÃO COSTA PINTO

É presidente do Conselho de Auditoria do Banco de Portugal. Foi vice-governador, administrador e diretor do Departamento de Estrangeiro do Banco de Portugal, consultor do Banco Mundial, presidente do Banco Nacional Ultramarino e do Banco Comércio e Indústria e presidente executivo do Grupo Crédito Agrícola.

JOÃO CRAVINHO

Subscritor do “Manifesto dos 74 – Reestruturar a dívida insustentável e promover o crescimento, recusando a austeridade”, exerceu funções como ministro da Indústria e Tecnologia no IV Governo Provisório, e como ministro do Equipamento, do Planeamento e da Administração do Território no XIII Governo Constitucional. Foi deputado à Assembleia da República em diversas legislaturas, tendo sido presidente da Comissão de Economia e Finanças. Foi Conselheiro de Estado e professor convidado em diversas instituições universitárias.

JOÃO DUQUE

É professor catedrático no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa (ISEG) e membro do Conselho Consultivo do Instituto de Gestão do Crédito Público, entre outras funções. Foi presidente do ISEG e exerceu funções na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, onde foi assessor do Conselho Diretivo e diretor do Gabinete de Estudos. Foi coordenador científico do metrado em Finanças do ISEG.

JORGE ARGÜELLO

É embaixador da Argentina em Portugal. Foi embaixador da Argentina nos Estados Unidos da América e, previamente, na Organização das Nações Unidas. Foi deputado e desempenhou funções na União Interparlamentar.

JOSÉ CASTRO CALDAS

É investigador do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra, onde integra o Núcleo Ciência Economia e Sociedade (NECES), Observatório Sobre Crises e Alternativas e o Observatório do Risco. Economista, é membro da Comissão de Auditoria da Iniciativa para uma Auditoria Cidadã à Dívida. Foi professor auxiliar do departamento de Economia do ISCTE-IUL – Instituto Universitário de Lisboa e investigador do DINÂMIA (Centro de Estudos sobre a Mudança Socioeconómica e o Território, do ISCTE-IUL) de que foi vice-presidente e membro da direção em diversos mandatos.

NORBERTO ROSA

É economista e consultor do Conselho de Administração do Banco de Portugal e foi secretário de Estado do Orçamento nos XII e XV Governos Constitucionais. Exerceu funções como administrador e vice-presidente da Caixa Geral de Depósitos (CGD) e como representante da CGD na Associação Portuguesa de Bancos. Foi, ainda, administrador não executivo da Sociedade Interbancária de Serviços (SIBS).

PAOLA PABÓN

É deputada à Assembleia Nacional do Equador pelo Movimiento Alianza PAIS e integra a Comissão de Governos Autónomos, Descentralização, Competências e Organização do Território. É mestre em Ciências Políticas e Sociais.

PAULO TRIGO PEREIRA

É professor catedrático no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa (ISEG), tendo sido investigador visitante em diversas instituições universitárias estrangeiras. Autor e coautor de diversos livros e artigos sobre Economia e Finanças Públicas, foi coordenador científico do mestrado de Economia e Finanças Públicas do ISEG e coordenador do doutoramento em Economia na mesma instituição.

STEPHEN MILLER

É advogado/sócio da sociedade de advogados internacional Allen & Overy, possuindo experiência em projetos de reestruturação de dívida pública.

STUART HOLLAND

É professor convidado na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Foi assessor do primeiro-ministro britânico Harold Wilson e do antigo presidente da Comissão Europeia Jacques Delors, tendo sido também deputado ao Parlamento britânico. Assessorou as presidências portuguesa (2000) e grega (2003) do Conselho Europeu. É investigador principal do Instituto de Investigação Europeia e Social, em Köszeg, na Hungria.

YANNIS MANUELIDES

É advogado/sócio da sociedade de advogados internacional Allen & Overy. Participou na comissão de credores privados que negociou com a Grécia a sua dívida soberana. Tem experiência prévia na área de reestruturação de dívidas, entre outras.

FICHA TÉCNICA

Título:

A dívida pública

Conferência: Assembleia da República, 16 de dezembro de 2014 (PDF)

Iniciativa: Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

Fotografia: Luís Saraiva

Edição: Assembleia da República. Divisão de Edições

Revisão e coordenação editorial: Conceição Garvão

Transcrições: Ana Mira e Maria Amélia Martins

Paginação: Mário Charola a partir do design gráfico original de Linha de Letras

ISBN: 978-972-556-668-8

Lisboa, dezembro de 2016

© Assembleia da República

Direitos reservados nos termos do artigo n.º 52 da lei n.º 28/2003, de 30 de julho.

