

ANEXO E

SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

Abel M Mateus

The progress of the enormous debts which at present oppress, and will in the long-run probably ruin, all the great nations of Europe, has been pretty uniform. (Adam Smith)

Os elevados níveis da dívida pública colocam Portugal entre os países mais endividados da União Europeia e do mundo, fazendo do desendividamento uma das prioridades das políticas orçamentais do País. Mas, o caso português não é só de excesso de endividamento do setor público, mas também de sobre-endividamento do setor privado, e, conseqüentemente, sobre-endividamento externo. Na origem das crises dos países do Euro estão estas dívidas gémeas, ou seja, a dívida pública e a dívida externa. A Bélgica e Itália, com elevados níveis de endividamento público escaparam à crise financeira, porque tinham dívida externa reduzida ou mesmo excedente, enquanto Portugal, Irlanda, Grécia e em menor grau Espanha, tinham elevadas dívidas externas. Os três primeiros países enfrentaram mesmo o fecho do acesso aos mercados financeiros, necessitando de recorrer às Instituições Comunitárias e FMI para o financiamento de um programa de ajustamento. Podemos mesmo dizer que a crise dos países periféricos do Euro foi uma crise da balança de pagamentos.

Este capítulo vai procurar responder a questões fundamentais da Política Orçamental que vão dominar a discussão política na próxima década. Como chegámos a este nível de dívida pública? Qual a situação atual do mercado da dívida pública e quais os principais atores e fatores que influenciam o seu preço? Quais devem ser os níveis máximos e ótimos da dívida pública para a economia portuguesa, e qual a sua correspondência com os ditames do Tratado Orçamental da UE? Serão estes níveis exequíveis? Será a dívida pública portuguesa sustentável?

Muito sinteticamente as respostas a estas perguntas complexas são: os principais fatores que levaram ao elevado nível de endividamento público foi o acumular dos défices primários, a estagnação do PIB e o efeito de bola de neve dos custos da dívida. Mesmo assim, a dívida chegou às vésperas da crise financeira global, em 2007, com um rácio da dívida oficial de 68,4%, ligeiramente acima do valor de referência do PEC. O que fez explodir a dívida para 126% em 2012 foram os enormes défices primários gerados (19,6 pp do PIB), em particular em 2009 e 2010; os efeitos acumulados da subida da taxa de juro real e da queda do PIB (20 pp do PIB), a recapitalização dos bancos (9,5 pp do PIB) e a reclassificação das empresas públicas (cerca de 10 pp do PIB). Este episódio mostra como em apenas 4 anos se pode agravar extraordinariamente o endividamento, devido a choques sobre a economia com respostas inadequadas.

Porém, como veremos, as estatísticas oficiais subestimam gravemente a transferência de recursos financeiros para o Estado devido aos enormes encaixes das privatizações e contabilidade criativa prosseguida durante o período 1995 a 2012. Tendo em conta alguns destes fatores, a situação nas vésperas da crise financeira global já era bastante mais débil.

Não se transmite nem aos mercados financeiros nem aos cidadãos informação fidedigna e transparente sobre o mercado da dívida pública em Portugal. Como se demonstrará, pela análise dos detentores da dívida portuguesa, foi a intervenção do Sistema Europeu de Bancos Centrais (BCE e BdP) que levou a uma forte descida do preço da dívida pública portuguesa (e dos países da crise do Euro). Os credores oficiais que detinham uma parte negligenciável da dívida antes da crise, detêm hoje 51% do stock. O total do auxílio oficial do EFSM/EFSS e FMI foi de 70,2 mil milhões de Euros. Contudo, se somarmos a compra de dívida pelo BCE e BdP, hoje esse auxílio totaliza 125,6 mil milhões de Euros. Tem-se dado aos mercados o sinal de que este auxílio oficial se está a reduzir por causa dos reembolsos antecipados ao FMI, o que não é confirmado pelas estatísticas, pois o total do auxílio subiu de 113 em dezembro de 2015 para 126 mil milhões em setembro de 2017.

A sustentabilidade da dívida pública depende do trinómio: crescimento do PIB nominal, taxa de juro nominal implícita na dívida e défice orçamental primário. A sustentabilidade da dívida externa depende do crescimento do PIB nominal, taxas de juro do endividamento externo e o défice da balança de pagamentos, expurgado do pagamento de juros. É da constelação destas variáveis que depende o ritmo de desendividamento da nossa economia.

Desde já devemos responder a uma questão prévia que por vezes é colocada em instituições parlamentares: deve um país pagar a sua dívida, quando se encontra em situação de crise financeira ou de estagnação económica? Esta questão pode ser abordada na perspetiva dos princípios legais internacionais, em que um país deve respeitar os contratos que governos constitucionais subscrevem. Contudo, poderá haver circunstâncias de força maior em que deverá entrar em acordo com os credores privados e oficiais para negociar um possível reescalonamento ou mesmo um *hair-cut*.¹ Estas negociações decorrem no âmbito do Club de Paris ou de Londres e são normalmente lideradas pelo FMI.² Porém, o facto de Portugal já não pertencer ao grupo dos países em desenvolvimento, que são os que recorrem a estes mecanismos, e por outro lado, ser membro da zona Euro, coloca uma especial responsabilidade em honrar os seus compromissos financeiros internos e externos.³ Existem muitos

¹ Normalmente o país nesta situação é colocado em posição de *default* pelas agências de *rating*, e as negociações com os credores privados são lideradas por um grupo maioritário de credores. Os acordos que acabam por ser feitos envolvem normalmente um conjunto de opções que têm em vista afastar situações de *hold-up* por uma minoria de credores através de cláusulas coletivas (*collective action*). Estas opções podem envolver pagamentos imediatos com fortes descontos, ou substituição dos títulos por outros com maior tempo de vencimento e/ou de menor taxa de juro, com um *hair-cut* implícito. O problema sério de *hold-up* corresponde ao interesse que grupos minoritários têm em não aderir para serem pagos sem redução do valor atualizado, pois depois da reconversão da dívida a maioria já aceitou a sua redução, pelo que o valor residual pode ser satisfeito naquelas condições.

² O Instituto de Finanças Internacionais adotou um Código de conduta em 2004 conhecidos como Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring que foram usados e atualizados no caso da reestruturação grega, e que regem a relação entre os emissores de dívida soberanos e os credores privados. Estes princípios foram endossados pela Reunião Ministerial dos G20 de Berlim de novembro de 2004. Podem consultar-se em https://www.iif.com/system/files/32370132_pcg_report_2016-vf.pdf.

³ A problemática da reestruturação da dívida portuguesa foi discutida pelo FMI com o Governo na conceção do programa de ajustamento em maio de 2011 e depois internamente em princípios de 2012, contudo foi decidido não avançar por esta via porque os custos dessa reestruturação (atraso no regresso ao acesso dos mercados e aumento dos *spreads*) ultrapassariam os benefícios (estimados no início de 2011 em 18% do PIB), e também devido à falta de *firewalls* na zona Euro, e porque tal operação iria causar perturbações profundas nos bancos nacionais e estrangeiros. Aliás, a participação privada na reestruturação da dívida grega (PSI) não resolveu o

países que ao longo da história tiveram *default* da sua dívida pública, como Reinhart e Rogoff (2010) documentam. Contudo, à exceção da Grécia em 2011, não houve nenhum país desenvolvido pós II Guerra Mundial que tenha entrado em default. Os custos para a Grécia da renegociação da dívida foram enormes, para além da procrastinação no programa de ajustamento, pelo que a sua exclusão dos mercados financeiros internacionais já dura mais de seis anos. O custo para os países subdesenvolvidos⁴, mesmo aqueles que tiveram um default ordeiro, acompanhado pelas instituições financeiras internacionais, é também substancial, com períodos mais ou menos longos de interrupção no acesso aos mercados, e elevados spreads na dívida subsequentes.⁵

A evolução do Mercado da Dívida Pública desde início de 2016 mostra uma grande fragilidade, apesar da redução recente dos *spreads* devido à saída dos Défices Excessivos, e de uma situação financeira e económica de franca recuperação a nível Europeu e global. Foi a intervenção do BP e dos aforradores nacionais, que compraram todo o acréscimo de dívida, enquanto os não residentes foram vendedores líquidos, que contiveram a subida dos preços da dívida.

Com o novo regime orçamental desde 2016, resultante do ajustamento, Portugal entrou numa trajetória descendente da dívida pública, o que contrasta com toda a história das finanças públicas das duas últimas décadas. O FMI, a Comissão Europeia e o Ministério das Finanças (Relatórios dos Orçamentos) apresentam projeções da dívida pública. Os cenários de base destas instituições projetam rácios descendentes, mas que apresentam diferenças de cerca de 30 pontos percentuais para o ano horizonte de 2030, o que nos parece um intervalo excessivo. O intervalo situa-se entre um rácio da dívida de 90% (OGE-2018) e 117% do PIB (Comissão) para 2030. O cenário do OGE-2018 pressupõe a manutenção das taxas de juro do QE do BCE indefinidamente, o que não é compatível com os dados históricos e com o que já se está a passar nos EUA depois deste país ter terminado o QE. São mais realistas as projeções do FMI (article IV, out 2017) que projetam uma dívida de 100% para 2030.

Contudo, existem riscos elevados para a sustentabilidade com perda de acesso aos mercados, nomeadamente os efeitos do termo do QE do BCE pode adicionar entre 150 a 250 pontos base aos custos da dívida, e a carteira de empréstimos em risco da banca continua a níveis excessivamente

problema da estabilidade financeira, devido ao buraco de cerca de 50 mil milhões de Euros que abriu primeiro nos bancos gregos e depois cipriotas, que tiveram que acabar por ser salvos através do aumento da dívida pública. Ver IMF, Portugal: Post-Evaluation of Exceptional Access under the 2011 Extended Arrangement, IMF Country Report 16/302, 2016, pg. 32 e seguintes.

⁴ Um estudo empírico do FMI (Forni, L. G. Palomba, J. Pereira and C. Richmond, Sovereign Debt Restructuring and Growth, IMF 16/147) mostra que três anos depois da reestruturação o crescimento é cerca de 5 por cento inferior ao dos países que não enfrentaram a reestruturação. A exceção é para os países que concluem uma reestruturação ordeira e final, que resulta em crescimento logo nos anos posteriores, sobretudo para os países que depois de concluída a reestruturação ficam com baixos níveis de dívida.

⁵ Mesmo assim, não podemos deixar de assinalar a alteração da posição do FMI desde o início dos anos 2000. As IFI colocadas perante a realidade das crises da dívida da América Latina e Asiáticas, em que elevados níveis de dívida eram um obstáculo à recuperação económica destes países, passaram a adotar a posição de que era necessária uma partilha de custos entre devedores e credores – excetuando evidentemente as IFI. A partir daquela data, e caso haja um rácio da dívida pública ou externa extraordinariamente elevados, o FMI não entra em nenhum *stand-by*, ou outro tipo de ajuda financeira, sem haver uma prévia renegociação e redução da dívida que coloque o país numa trajetória sustentável da dívida. É esta a posição que o FMI tem manifestado em relação à Grécia desde 2014, apesar de ter havido em 2011 uma renegociação que o FMI passou a considerar insuficiente, depois das políticas de ajustamento daquele país serem insuficientes.

elevados (20%), pelo que esta pode requerer novas recapitalizações. Como o episódio de 2009-2012 mostra, os choques sobre a economia de uma nova crise financeira internacional que não se pode afastar no futuro podem provocar uma nova explosão da dívida e/ou a perda de acesso aos mercados. É, pois, fundamental que a Política Orçamental reduza os riscos de tal acontecer.

Para evitar os efeitos de choques adversos, as políticas possíveis seriam as dirigidas a aumentar a taxa de crescimento do PIB potencial de 1,5 para pelo menos 2% a 2,5%, mediante melhoria da produtividade, estímulo investimento e inovação. Em alternativa, o excedente primário teria que subir de 2,5% para 3,5% do PIB.

Mas não se pode dissociar do problema da sustentabilidade da dívida externa. Portugal é depois da Grécia o país com maior endividamento externo (Dívida Externa bruta de 202%, e Posição Líquida de 99% em finais de 2017) da UE. Ambos os rácios estão em trajetória descendente desde 2014, com a conta corrente equilibrada e de capital excedentária, mas para evitar os efeitos de choques adversos, será necessário gerar um excedente da balança corrente de 2% a 3% do PIB.⁶

A teoria económica ainda não nos permite responder satisfatoriamente à questão de qual o nível ótimo de dívida pública. Em geral, o que os organismos financeiros internacionais estipulam são *benchmark* que resultam de trabalhos empíricos. Os modelos teóricos e financeiros não são ainda suficientemente ricos para nos dar uma resposta sobre o nível ótimo, existindo importantes contribuições, que iremos analisar, sobre níveis prudenciais.

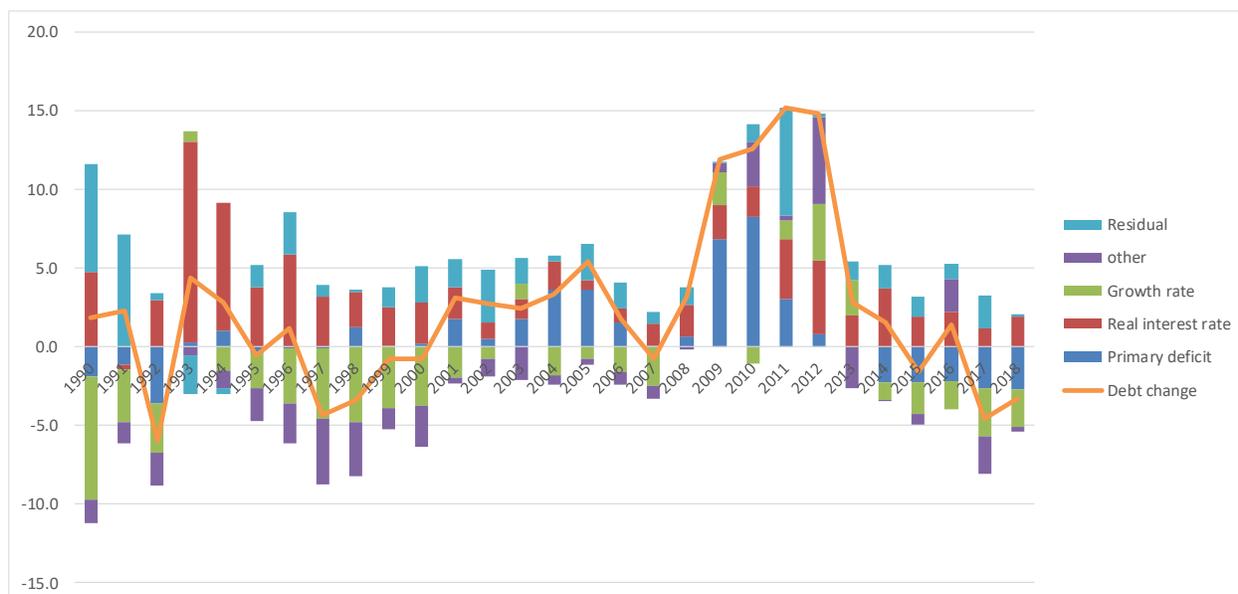
Este Anexo começa por abordar as causas do endividamento público e externo, a situação do mercado da dívida pública em termos de quantidades e preços, as metodologias para análise do problema da sustentabilidade da dívida pública e da externa dos diferentes organismos internacionais, discutindo os diferentes limiares de referência das taxas de endividamento, uma referência à teoria económica da taxa ótima de endividamento e finalmente aplicar estes critérios às projeções da dívida pública e externa portuguesas.

1. Causas do endividamento público; porque explodiu a dívida?

Usando a metodologia da equação dinâmica da dívida pública o Gráfico 1 apresenta os principais fatores de variação anual da Dívida Pública. Partindo do rácio de 55% do PIB em 1990, até 2003 o acréscimo tinha sido de apenas 3,4 pp, embora a contribuição dos fatores se tenha alterado significativamente. O Quadro 1 mostra os valores acumulados para três períodos bem distintos da sua evolução. O primeiro, de 1990 a 2005, mostra um acréscimo da dívida de 13,9 pp, com o défice primário a contribuir com 7,1 e os efeitos automáticos 4,7 pp. Não deixa de ser surpreendente que dos 27,5 pp das receitas de privatizações (24,6) e transferências de fundos de pensões (2,9) apenas 2 pp foram utilizados na redução da dívida!

⁶ Ver Relatório do FMI, Article IV, de outubro de 2017.

Gráfico 1



Fonte: Cálculos do autor. Fin Publicas\Modelos ...\Dados\Sustentabilidade\Debt sustainability IMF.wks\History Debt

Quadro 1

	Acumulado 1990-2005	Acumulado 2006-2014	Acumulado 2015-2020
Change in gross public sector debt	13.9	63.2	-13.1
Identified debt creating flows	-15.7	48.7	-18.0
Primary deficit (negative=surplus)	7.1	18.9	-14.8
Primary (non interest) revenue and grants	39.6	47.0	43.0
Primary (noninterest) expenditure	39.1	44.9	40.9
Automatic debt dynamics 5/	4.7	25.2	-1.3
Interest rate/growth differential 6/	4.7	25.2	-1.8
Of which: real interest rate	55.0	22.7	11.1
Of which: real GDP growth	-42.2	2.9	-13.0
Exchange rate depreciation 7/	0.0	0.0	0.0
Other identified debt-creating flows	-27.5	4.6	-1.9
Privatization revenue (negative)	-24.6	-3.4	0.0
Increase in deposits and other (- means drawn down of deposits)	-2.9	-2.0	-3.6
Recapitalization banking sector	0.0	10.0	2.4
Residual, including asset changes 8/	29.7	14.5	4.9

Fonte: Cálculos do autor.

Porém, os fatores dentro do chamado efeito de bola de neve (automático) variaram substancialmente ao longo deste período. Antes da entrada no Euro os elevados impactos positivos das taxas de juro reais foram compensados pelo crescimento do PIB, mas depois de 2001 ambos os efeitos se reduziram significativamente. De facto, de 2001 a 2014 a quase estagnação da economia em nada contribuiu para

o que normalmente é a redução da dívida – em termos acumulados o fator crescimento do PIB contribui com -0,4 pp do PIB.

No segundo período, caracterizado pela crise, de 2006 a 2014, a Dívida Pública cresceu 63,2 pp. Para este crescimento contribuíram o acumular de défices primários (18,9) e sobretudo a subida da taxa de juro real (22,7). Há também que referir a revisão estatística que incorpora os défices acumulados das empresas públicas, na componente residual (14,5) e a recapitalização do setor bancário (10).

Portugal chegou às vésperas da crise financeira global, em 2007, com um rácio da dívida oficial de 68,4%, ligeiramente acima do valor de referência do PEC. O que fez explodir a dívida para 126% em 2012 foram os enormes défices primários gerados (19,6 pp do PIB), em particular em 2009 e 2010; os efeitos acumulados da subida da taxa de juro real e da queda do PIB (23,6 pp do PIB), e a recapitalização dos bancos (9,5 pp do PIB). Este episódio mostra como em apenas 4 anos se pode agravar extraordinariamente o endividamento, devido a choques sobre a economia com respostas inadequadas.

O terceiro período corresponde ao início do processo de desendividamento (2015-2020). Neste período, que considera evidentemente uma parte de variáveis projetadas, o rácio cai de 13 pp, quase na totalidade explicados pelos excedentes primários gerados. O efeito de aumento da dívida devido à taxa de juro real (11.1) é anulado pelo efeito de crescimento do PIB (13).

As elevadas receitas das privatizações, que representam transferências de recursos financeiros para o Estado, e a dívida contingente associada às PPP, para além dos défices das empresas públicas que são contabilizados muito depois de terem ocorrido, exigem uma reavaliação da evolução da dívida, em termos de transferências de recursos financeiros para o Estado, incluindo os compromissos efetivos assumidos pelo Estado.

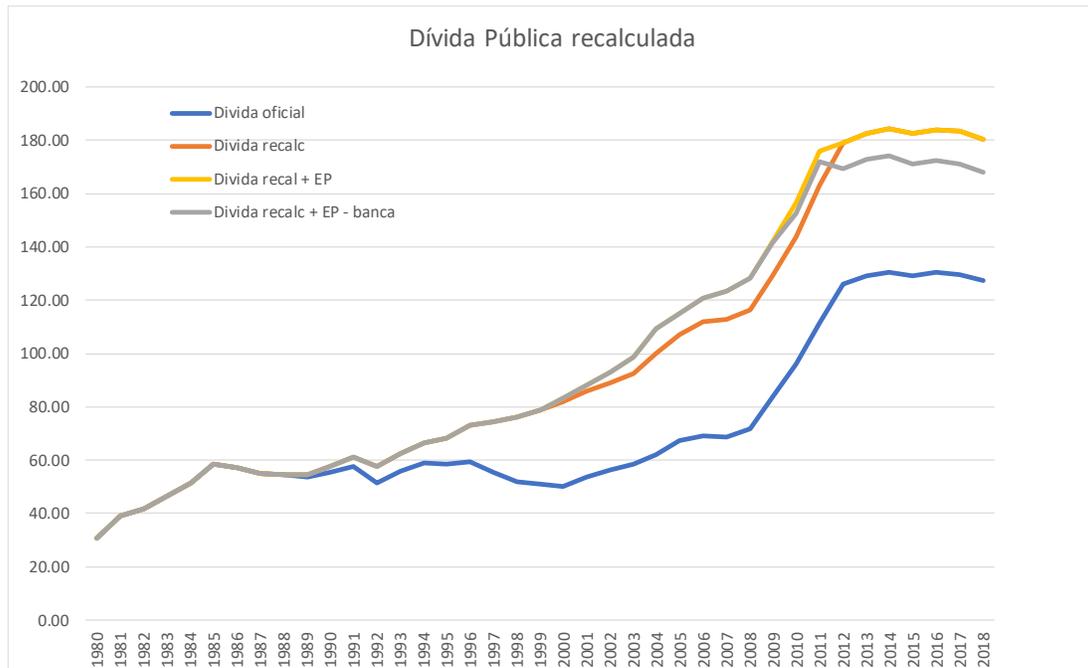
O Gráfico 2 dá-nos o rácio da dívida pública recalculada a partir de 1980 (dívida recalculada), pela adição das receitas de privatizações, das transferências dos fundos de pensões fora do perímetro do Estado, e as responsabilidades contingentes associadas com as PPP, que começa a destacar-se da dívida oficial em 1990 com as receitas das privatizações, e chega às vésperas da crise financeira global em 2007 com um valor de 112% do PIB, 44,5 pp acima do oficial. A série recalculada + EP distribui os prejuízos das empresas públicas que são contabilizados de uma assentada em 2012, pelos anos anteriores, mostrando que em 2007 a dívida ainda era superior, ou seja, registando 123% do PIB.

As duas séries de dívida recalculadas atingem em 2018 o rácio de 180% do PIB, 53 pp acima da oficial.

Calculamos uma terceira dívida que expurga da anterior o auxílio ao sistema financeiro, que se pode considerar como não derivada de operações diretas do Estado. Nesse caso a dívida terminaria em 168% do PIB.

Estes cálculos demonstram a enorme transferência de recursos financeiros que o Estado tem absorvido em Portugal, para além dos impostos.

Gráfico 2

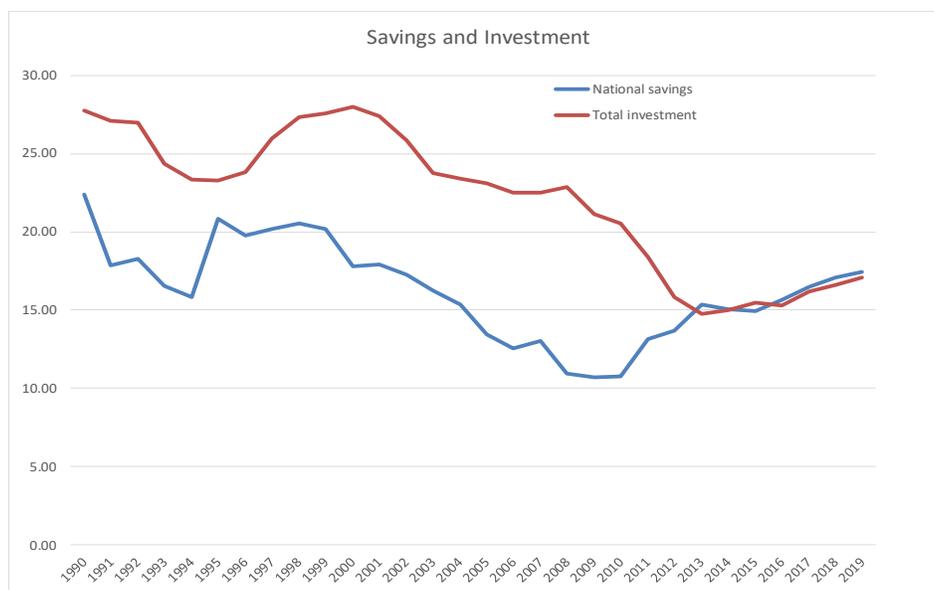


Fonte: Cálculos do autor.

Modelos...\Dados\Basic Data\PT-Fiscal rule

Mas não basta analisar a evolução do endividamento público para avaliar a evolução macroeconómica, avaliar os seus desequilíbrios e medir os riscos de uma crise económica e financeira. A história da macroeconomia portuguesa mostra que houve uma associação estreita entre o endividamento público e externo, e que nas géneses das três crises que levaram à perda de acesso aos mercados estiveram os desequilíbrios externos persistentes.

Gráfico 3

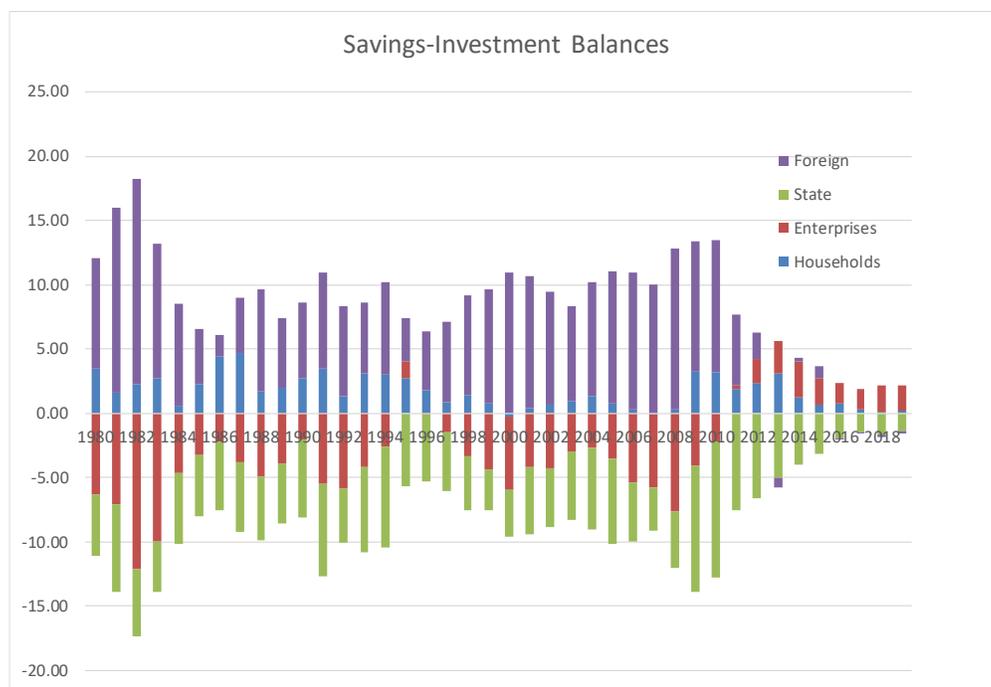


Fonte: Ameco e cálculos do autor.

O Gráfico 3 mostra claramente que houve ao longo do período de 1990 até 2013, depois do programa de ajustamento ter começado a produzir os seus efeitos, um elevado défice externo, que se traduziu no excesso de investimento sobre a poupança nacional.⁷ O Gráfico 4 mostra claramente a presença dos chamados défices gémeos em Portugal, com os défices do Estado – e em parte das empresas – a serem compensados pela poupança externa via entrada de capitais. Salem e Font (2016) mostram, através de um modelo de erros com correção, que os *spreads* da dívida pública após a crise de 2009 dos países periféricos do Euro dispararam muito para além do que seria justificado pelos indicadores orçamentais, e que são os desequilíbrios externos que justificam essa sobrevalorização.

Gráfico 4

⁷ Como sabemos pela identidade do equilíbrio macroeconómico podemos medir o desequilíbrio tanto pelo excesso de investimento em relação à poupança nacional, como pelo excesso de procura agregada (consumos mais investimento mais importações) em relação à oferta agregada (esta medida pela produção nacional mais exportações).



Fonte: Ameco e cálculos do autor.

Modelos ... \Dados \Sustentabilidade \FCF Savings.xls

Como fizemos notar, nas várias edições do livro *Economia Portuguesa*, desde 1998, o desequilíbrio entre poupança e investimento resulta da agregação dos desequilíbrios dos diferentes agentes económicos, e que estes mais tarde ou mais cedo entrarão em crise financeira, se estes desequilíbrios persistirem, devido à acumulação de dívida. Estes equilíbrios são tão válidos numa economia com moeda própria como numa economia inserida numa zona monetária mais vasta.

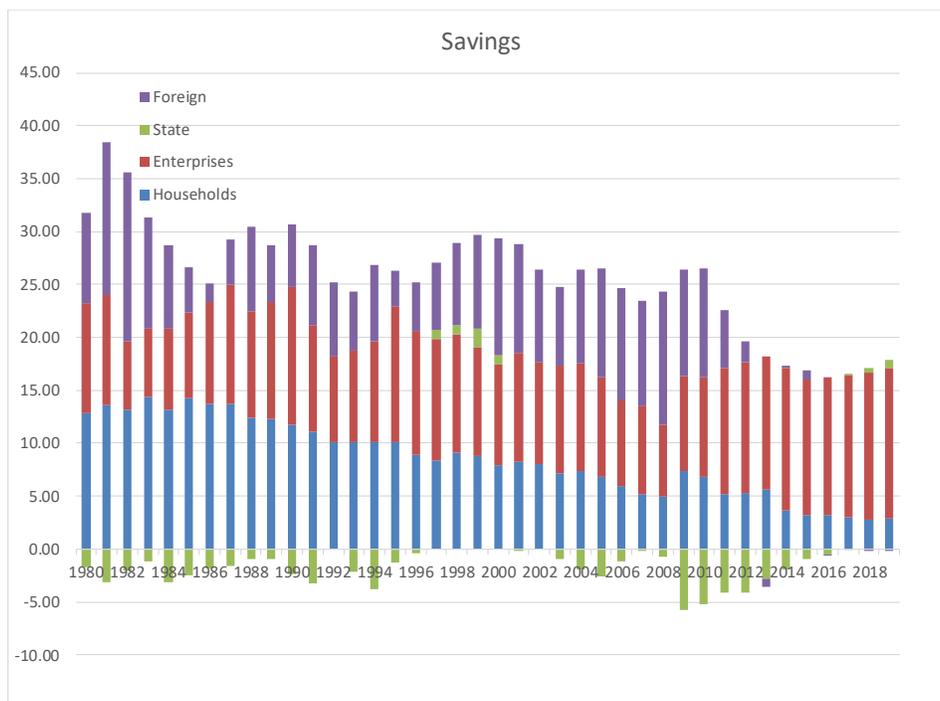
Os Gráficos 5 e 6 mostram a evolução da poupança e investimento dos agentes económicos entre 1980 e 2018. Do lado da poupança é visível uma queda continuada da poupança das famílias, que se prolonga mesmo depois do programa de ajustamento. A taxa de poupança em relação ao PIB cai de mais de 10% no início dos anos 1990 para cerca de metade nas vésperas da crise de 2008. Também a poupança das empresas societárias cai cerca de 6 pp entre 1995 e 2008. Porém, já no início dos anos 1990 eram substanciais os desequilíbrios externos, e estes nunca vieram a ser corrigidos.

A taxa de investimento que estava em 27% em 1991 sofre uma redução de 5 pp até 2008. Esta redução apenas se deve à queda do investimento em casa de habitação, devido ao ciclo imobiliário, pois o investimento das empresas societárias mantém-se em cerca de 14% do PIB (média 1998-2008) e o público em 4,3% do PIB.

O que é surpreendente na evolução da economia portuguesa é como os desequilíbrios macroeconómicos persistiram por tanto tempo (cerca de duas décadas) e a níveis tão elevados: o défice médio da conta corrente foi de 8,2% entre 1990 e 2011. Fica a dúvida do contra factual de que caso Portugal não pertencesse a uma zona monetária os “alarmes” não teriam soado mais cedo, e mesmo se

o acesso ao mercado internacional não teria sido perdido bastante antes, obrigando a um ajustamento macroeconómico cinco anos mais cedo, pelo menos.⁸

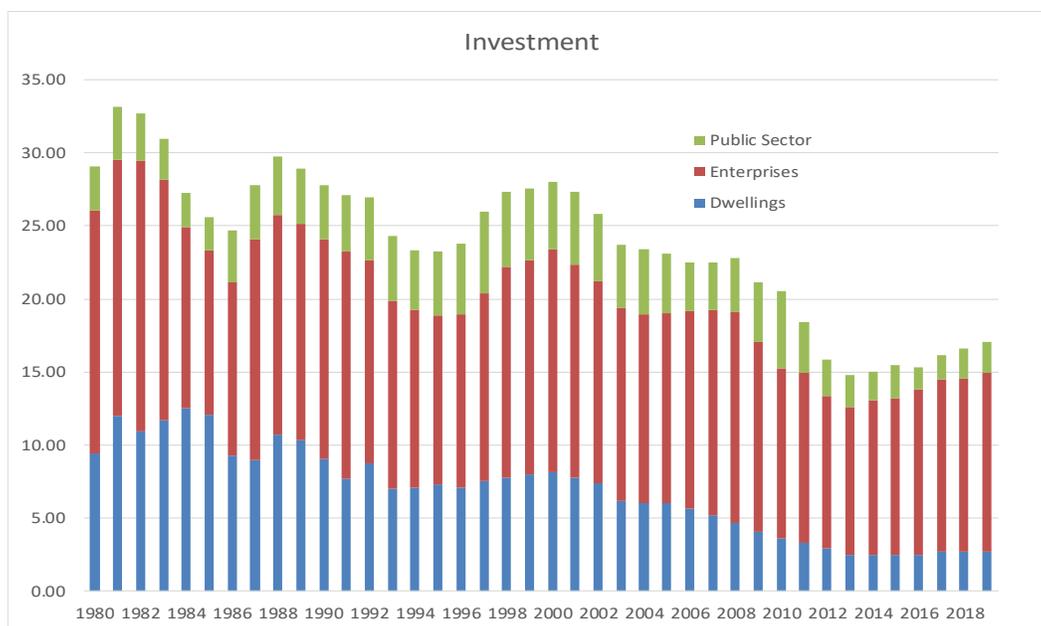
Gráfico 5



Fonte: Ameco e cálculos do autor.

Gráfico 6

⁸ O nosso trabalho sobre indicadores macroeconómicos tais como a subestimação sistemática dos défices e dívida públicas também não davam os sinais aos mercados internacionais da verdadeira situação do país. Embora o problema não tenha sido tão grave como no caso da Grécia, esta atuação de falta de transparência acaba por ter sérias consequências na reputação do país.



Fonte: Ameco e cálculos do autor.

Vimos já que a taxa de investimento, excluindo as casas de habitação, não sofreu grande redução ao longo da década anterior a 2008. Contudo, a outra evidência que os dados mostram, é que há uma redução drástica da eficiência marginal do investimento, que esteve associado à “longa estagnação” (*long slump*) da nossa economia. Para esta redução de produtividade total dos fatores contribuíram, entre outros, (i) uma afetação do investimento não só a favor de setores menos produtivos, como o imobiliário e infraestruturas físicas, como a empresas menos produtivas;^{9,10}(ii) forte desequilíbrio entre a produção de bens transacionáveis e não transacionáveis devido aos incentivos de crédito e políticas económicas dos sucessivos Governos,¹¹ (iii) distorções na atribuição de crédito pelos intermediários financeiros, por subavaliação de risco em largos setores da economia¹² e influência política nesta atribuição. E fatores institucionais que vão desde insuficiências na política económica até à atuação dos setores da justiça.¹³

⁹ Braguinsky, S., L. Branstetter and L. Regateiro (2011). *The Incredible Shrinking Portuguese Firm*. NBER WP 17265 argumenta que a deslocação para a esquerda (menor dimensão) da distribuição das empresas por dimensão é devida à elevada proteção dos trabalhadores permanentes no mercado de trabalho.

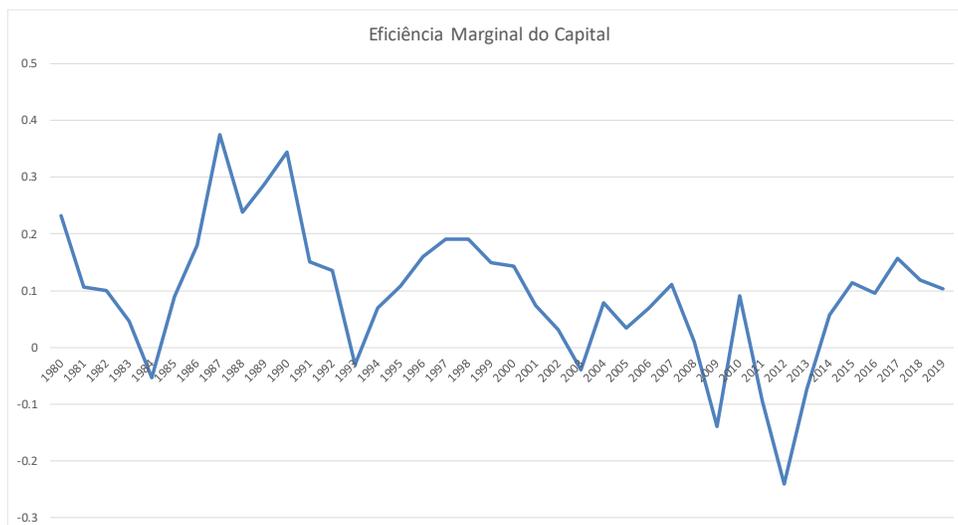
¹⁰ Restuccia, D. and R. Rogerson (2014). *Misallocation and Productivity*. University of Toronto e Dias, D., C. R. Marques and C. Richmond (2016). *A Tale of Two Sectors: Why is Misallocation Higher in Services than in Manufacturing?* IMF WP 16/220. Dias, D., C. R. Marques and C. Richmond (2016). *Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis*. *Journal of Macroeconomics*, 49, 46-70.

¹¹ Mateus, A. (2010). *Boom and Long Slump in a Small Economy of the Eurozone*, mimeo.

¹² Reis, R. (2013). *The Portuguese Slump-Crash and the Euro Crisis*. Brookings Institution

¹³ É no período dos governos socialistas de Sócrates que se verificam os grandes casos de corrupção, que só a partir de 2013-2014 passaram a ser investigados. As instituições de prevenção e controlo destes fenómenos, em sociedade democrática, falharam seriamente.

Gráfico 7



Fonte: Ameco

Tem havido uma certa controvérsia se a grande estagnação da economia portuguesa foi provocada por uma perda de competitividade devido à sobrevalorização da moeda quando Portugal introduz o Euro e seguida por um aumento dos salários que não foi acompanhado pela produtividade; ou por um excesso de procura refletida num excesso de investimento em relação à poupança alimentada pelo influxo de capitais. Quando se dá o *sudden stop* neste influxo rebenta a crise financeira. O FMI é acusado por Eichenbaum e Rebelo (2016)¹⁴ de ter mudado de paradigma a partir de 2004, deixando de chamar a atenção para o excesso de endividamento, e passar a dar ênfase a fatores estruturais que estariam a reduzir o crescimento da produtividade, e ao deixar de enfatizar o *gap* da poupança e endividamento “permitted” que a dívida tivesse explodido. A nossa opinião (ver A. Mateus, *Adjustment Programs in the Euro Countries e Long Slump in a Small Economy of the Euro*) é que ambos os fatores contribuíram para a crise económica e financeira do País, e que é difícil distinguir entre os dois sem um modelo de equilíbrio geral calibrado. Uma taxa de câmbio real sobreavaliada, que é de difícil medição no caso de uma zona monetária, estimula a procura agregada, quando acomodada pelo crédito bancário, e assim também tem implicações sobre o défice externo, para além do impacto direto sobre a falta de competitividade e substituição de produção nacional por importações. O erro de política económica foi não dar a importância devida ao défice externo e ao excesso de procura financiado pelo influxo de capitais.

Um dos indicadores mais utilizados para medir a situação financeira externa de um país é a Posição do Investimento Internacional Líquida (PIIL) (Net International Investment Position) que se encontra no Gráfico 8. O que a sua evolução mostra é que houve uma forte deterioração entre 1977 e 1984, após o 25 de Abril de 1974, que resultou no esgotamento das reservas de divisas do Banco de Portugal, e

¹⁴ The Portuguese Crisis and the IMF, in IMF, *The IMF and the Crisis in Greece, Ireland and Portugal*. Independent Evaluation Office, 2016.

obligou o governo a pedir o auxílio do FMI em 1977 e depois mais uma vez em 1983, para o desenho de um programa de ajustamento assente num *stand-by*. As crises de 1977 e 1982 foram crises da balança de pagamentos “esgotamento de divisas no Banco de Portugal” para pagamentos externos: importações de bens e serviços, saída de capitais e serviço da dívida.

Os desequilíbrios macroeconómicos foram provocados por uma forte subida dos salários e despesa pública, num contexto de taxa de câmbio fixa e baixas taxas de juro reais. As políticas de ajustamento assentaram na desvalorização, subida das taxas de juro, controlo de crédito e corte de subsídios. A economia reagiu imediatamente e o programa foi considerado um sucesso.¹⁵

A posição melhora espetacularmente entre 1987 e 1996 com a entrada de capitais, quando o país empreendeu uma política de forte subida de taxas de juro com estabilidade cambial para combater a inflação e preparar a entrada no Euro.

Gráfico 8



Fonte: FMI, IFS antes de 1995 e Eurostat depois.

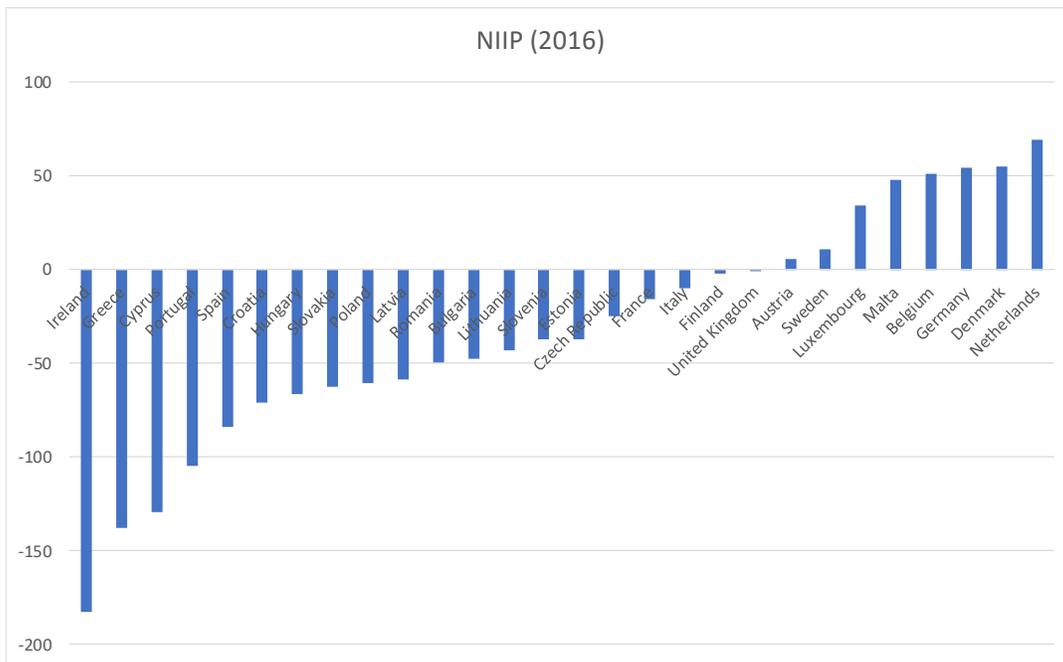
Modelos Institucionais Política Orçamental\Dados\Sustentabilidade\Net Inter Inv Public Debt Total debt.xls

Após a entrada no Euro o défice externo deteriora-se rapidamente. A par de políticas expansionistas orçamentais e de crédito, vários economistas questionaram a taxa de câmbio irrevogável a que o Escudo se converteu no Euro, por causa da política de sobrevalorização da moeda como instrumento anti-inflacionista praticada nos anos 1990, em forte contraste com a Irlanda que havia seguido uma política de subvalorização da moeda ancorada num pacto social com baixa subida de salários acompanhada de corte de impostos e controlo do défice orçamental. O rácio do PIIL, ultrapassa o que é considerado pelo

¹⁵ Para uma descrição detalhada destes programas ver Mateus, A., *Economia Portuguesa*. Edição Principia, 2012.

FMI um nível crítico dos -50% em 2002, chega aos -108% em 2009, em plena crise global, e o recorde próximo dos -120% em 2014. Como o Gráfico 9 mostra, Portugal encontra-se com a Grécia, entre os países com maior endividamento externo da UE (e mesmo do mundo). Os casos da Irlanda e Chipre são especiais por causa de serem centros financeiros internacionais.

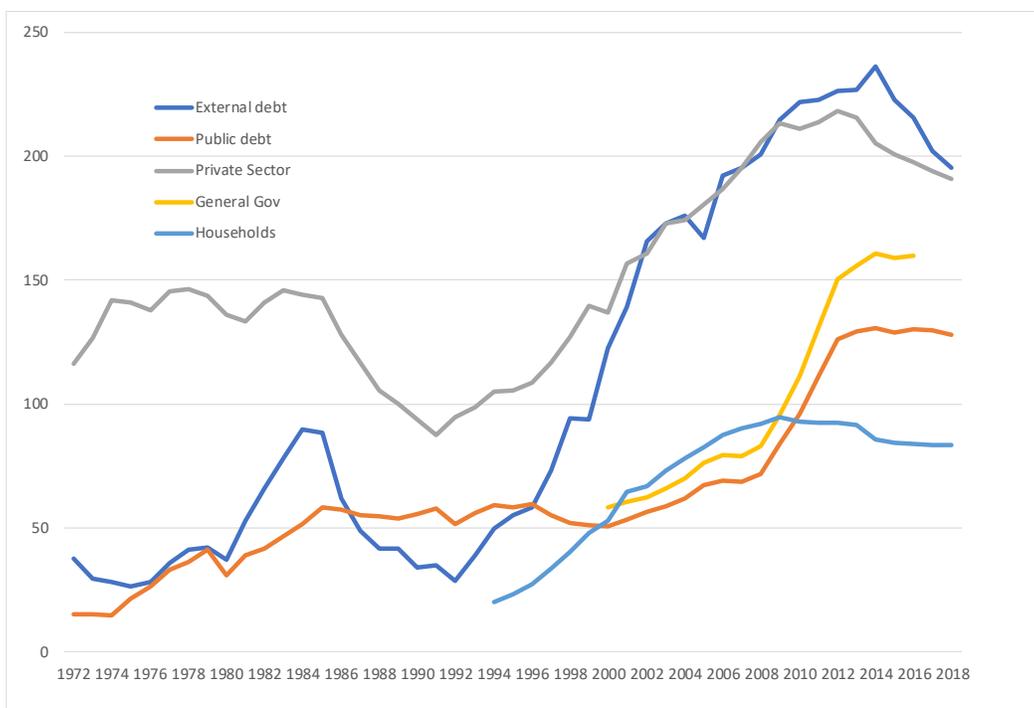
Gráfico 9



Fonte: Eurostat

Gráfico 10

Dívida Externa, Pública e Privada sobre PIB



Fonte: Endividamento externo: FMI, IFS até 2012 e depois relatórios do FMI sobre Portugal; Setor Privado: Banco de Portugal para 1972-2014 e cálculos do autor; Governo Geral inclui empresas públicas e outros organismos (definição do Banco de Portugal), dados do BP para 2000-2014 e cálculos do autor.

O Gráfico 10 mostra evidência do elevado nível de endividamento de todos os agentes económicos: privados (famílias e sociedades) e públicos. A taxa de endividamento público subiu de 15% para 51% do PIB entre 1972 e 1984, enquanto que a do endividamento privado subia de 116% para 146% do PIB,¹⁶ sobretudo por causa das empresas. Esta expansão do crédito provocou um aumento da dívida externa bruta de 38 para 90% do PIB no mesmo período, o que originou as duas crises financeiras de finais dos anos 1970 e começo dos anos 1980.¹⁷

A forte expansão do crédito externo, que levou a uma subida da taxa de endividamento bruto de 55% em 1995 para 222% do PIB em 2010, foi originada pela expansão da dívida pública de 58 para 96%, mas também das empresas de 82% para 118% do PIB e das famílias (sendo a maior parte crédito hipotecário) de 23% para 93%.

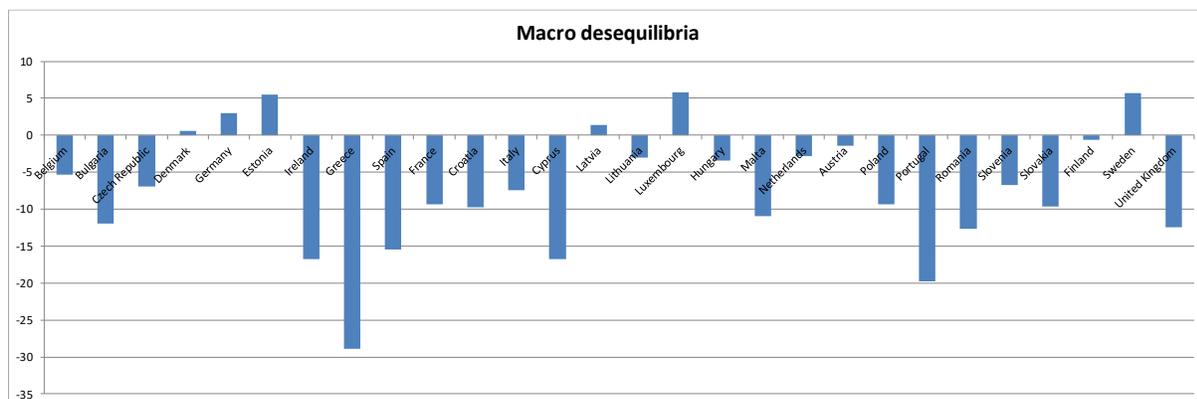
É, pois, incontestável que por trás da crise financeira portuguesa de 2011 esteve um forte endividamento externo que resultou de sobre-endividamento de todos os agentes económicos. Já vimos acima os fatores reais que originaram este sobre-endividamento. Mas se olharmos agora para os fatores

¹⁶ É uma das características da economia portuguesa já ao longo do século XX de que a principal fonte de financiamento das empresas é o crédito bancário (as grandes empresas familiares mantinham baixos níveis de capitais próprios para manter o controlo), pelo que a intermediação financeira sempre foi bastante desenvolvida em Portugal.

¹⁷ A segunda crise, de 1983 a 1985, foi originada pela política deliberada do Estado de contornar as restrições de crédito interno impostas pelo programa de ajustamento através de financiamentos externos das empresas públicas.

próximos que levaram à crise verificamos também uma crise de financiamento externo agora a níveis muito mais elevados do que nas crises dos anos 1977-1984. O *sudden stop* dos financiamentos externos começou logo durante a crise global em que a banca internacional começou a reduzir drasticamente as suas posições transfronteiriças. Mas os mercados passaram a dar mais atenção às economias periféricas do Euro com elevados défices públicos e externos, acentuando a retirada de posições destes países. O Gráfico 11 mostra que a soma destes desequilíbrios em 2010 era mais elevada para Grécia, Portugal e Irlanda (seguidos de Chipre e Espanha).

Gráfico 11

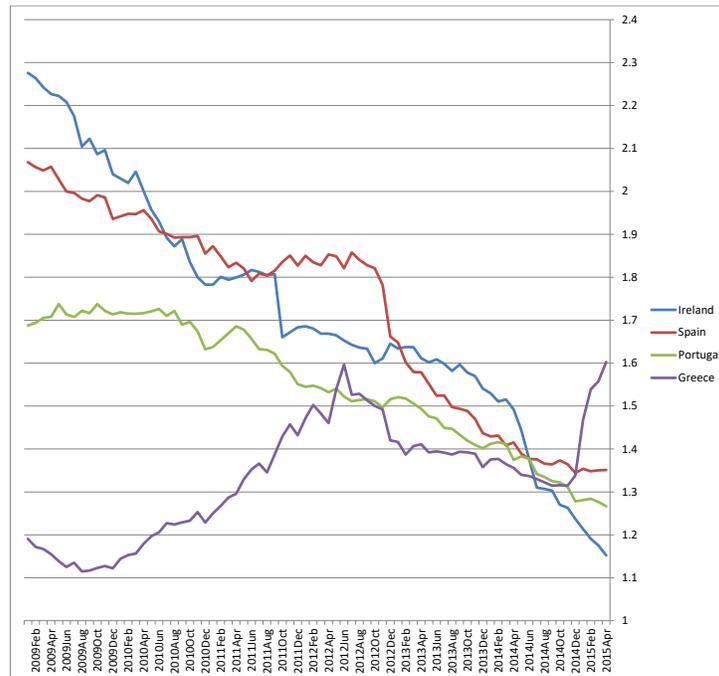


Fonte: Ameco

A forte redução dos financiamentos dos bancos portugueses via bilateral e do mercado interbancário foi sendo substituída pelo recurso a financiamentos cada vez mais longos do BCE, que adotou uma postura mais acomodatória com a crise financeira. O Estado continua a financiar-se, em grande parte no mercado interno, através dos bancos, com o *revolving* da dívida a curto prazo. Porém, em princípios de 2011 a fonte bancária começa a ser posta em causa. A ligação banca-Estado é posta em causa pelos bancos por causa do risco crescente que correm com os títulos da dívida (taxas de juro a subir com acumulação de prejuízos mais risco de *default*), e pelo BCE que também põe em causa a solidez dos bancos por causa do risco que correm e a sua solvabilidade. Assim, em março de 2011 dá-se a perda de acesso ao mercado pelo Estado.

Embora seja pouco acentuado, um dos instrumentos fundamentais utilizados nos ajustamentos das economias da crise do Euro foi a redução dos rácios de transformação dos bancos (rácios entre empréstimos sobre depósitos), (Gráfico 12) impostos pelos programas com FMI-CE-BCE, mas também pela Comissão Europeia, DGComp, para serem aprovados os apoios de Estado aos bancos nacionais destes países, no âmbito dos programas de auxílio. Esta redução era necessária para diminuir a dependência dos bancos de financiamentos externos (fundos alheios), mas teve uma forte implicação na redução dos empréstimos às empresas e famílias destes países. Enquanto nos anos 1980 os programas de ajustamento do FMI assentavam no controlo e redução do crédito bancário, agora a redução destes rácios tinha o mesmo impacto na redução do endividamento dos agentes privados com reflexo na redução do externo.

Gráfico 12: Rádios de Empréstimos sobre Depósitos dos Bancos



Fonte: BCE

Concluimos, assim, que o problema da dívida externa leva a um problema da dívida pública pela atuação simultânea de recusa de financiamento pela banca privada nacional e do BCE. A influência dos investidores privados internacionais nota-se, sobretudo, pela forte subida dos *spreads* e CDS nos mercados internacionais a refletir o risco de crédito dos títulos da dívida portuguesa.¹⁸

2. Mercado da dívida pública: detentores e preços

Não se transmite nem aos mercados financeiros nem aos cidadãos informação fidedigna e transparente sobre o mercado da dívida pública em Portugal. Como se demonstrará, pela análise dos detentores da dívida portuguesa, foi a intervenção do Sistema Europeu de Bancos Centrais (BCE e BdP) que levou a uma forte descida do preço da dívida pública portuguesa (e dos países da crise do Euro). Os credores oficiais que detinham uma parte negligenciável da dívida antes da crise, detêm hoje 51% do stock. O total do auxílio oficial do EFSM/EFSS e FMI foi de 70,2 mil milhões de Euros. Contudo, se somarmos a compra de dívida pelo BCE e BdP, hoje esse auxílio totaliza 125,6 mil milhões de Euros. Tem-se dado aos mercados o sinal de que este auxílio oficial se está a reduzir por causa dos reembolsos antecipados ao FMI, o que não é confirmado pelas estatísticas, pois o total do auxílio subiu de 113 em dezembro de 2015 para 126 mil milhões em setembro de 2017.

¹⁸ Embora estes possam influenciar via mercados primário (ausência de tomadores) e secundário (vendedores líquidos).

A evolução do Mercado da Dívida Pública desde início de 2016 mostra uma grande fragilidade. Apesar da redução dos *spreads* devido à saída dos Défices Excessivos que ocorreu desde abril de 2017, foi a intervenção do BdP e dos aforradores nacionais, que compraram todo o acréscimo de dívida, enquanto que os não residentes foram vendedores líquidos, que contiveram a subida dos preços da dívida desde janeiro de 2016. Anteriormente já o BCE havia intervindo fortemente, tendo atingido o stock da dívida na sua carteira 16% do total em dezembro de 2013 (Quadros 2 e 3).

Quadro 2

Detentores da Dívida do Estado													
	Dez 2013	Dez 2014	Mar-15	Jun-15	Set 2015	Dez 2015	Mar-16	Jun-16	Set 2016	Dez 2016	Mar-17	Jun-17	Set-2017
Não residentes - outros	1,288	16,559	29,328	24,915	24,958	29,400	21,028	19,003	18,698	12,536	13,021	16,107	19,083
EFSM/EFSF	51,600	51,600	51,600	51,600	51,600	51,600	51,600	51,600	51,600	51,600	51,628	51,628	51,628
BCE	32,680	26,055	26,501	26,477	27,087	22,636	20,459	23,475	24,000	21,265	21,602	22,018	22,075
IMF	18,600	27,377	22,867	20,567	20,503	18,600	18,300	18,600	18,500	16,200	14,558	12,998	10,230
Não Residentes	104,169	121,591	130,296	123,559	124,148	122,236	111,386	112,678	112,798	101,602	100,810	102,751	103,015
Banco Portugal	2,043	2,171	4,417	8,826	15,801	20,373	25,005	32,864	35,999	40,168	40,804	41,590	41,697
Bancos Portugueses	31,210	30,072	29,666	29,344	31,324	29,087	31,438	30,571	29,798	29,336	31,426	33,884	33,303
Outras inst. Residentes	66,831	63,292	56,462	58,912	54,451	54,667	59,490	58,632	61,400	65,177	66,984	66,420	67,259
d.q. não negociável	17,392	23,332	26,068	27,371	27,560	29,647	30,014	31,302	32,784	32,705	34,183	33,934	36,406
d.q. Cert aforro e Cert Tes	12,158	17,189	19,256	19,618	20,117	20,720	21,675	22,578	23,445	24,203	24,997	25,642	26,391
Residentes	100,084	95,536	90,545	97,082	101,575	104,127	115,933	122,068	127,197	134,681	139,213	141,894	142,259
Total	204,252	217,126	220,841	220,641	225,723	226,363	227,319	234,746	239,995	236,283	240,023	244,644	245,274
p.m. Negociável mercado	50,728	56,519	59,722	56,456	51,848	54,420	50,503	46,334	47,314	45,008	45,821	48,593	49,936
d.q. em residentes	49,440	39,961	30,394	31,541	26,891	25,020	29,475	27,331	28,616	32,472	32,800	32,486	30,853
BTs	19,046	16,242	14,430	13,202	13,493	15,023	13,755	15,054	15,699	15,136	15,035	16,864	14,693
Dívida de curto prazo	36,438	39,574	40,498	40,574	41,053	44,669	43,769	46,356	48,483	47,841	49,218	50,798	51,099

Fonte: IGCP boletins Mensais e Banco de Portugal

Quadro 3

Em Percentagem do Total													
	Dez 2013	Dez 2014	Mar-15	Jun-15	Set 2015	Dez 2015	Mar-16	Jun-16	Set 2016	Dez 2016	Mar-17	Jun-17	Set-2017
Não residentes - outros	0.6	7.6	13.3	11.3	11.1	13.0	9.3	8.1	7.8	5.3	5.4	6.6	7.8
EFSM/EFSF	25.3	23.8	23.4	23.4	22.9	22.8	22.7	22.0	21.5	21.8	21.5	21.1	21.0
BCE	16.0	12.0	12.0	12.0	12.0	10.0	9.0	10.0	10.0	9.0	9.0	9.0	9.0
IMF	9.1	12.6	10.4	9.3	9.1	8.2	8.1	7.9	7.7	6.9	6.1	5.3	4.2
Não Residentes	51.0	56.0	59.0	56.0	55.0	54.0	49.0	48.0	47.0	43.0	42.0	42.0	42.0
Banco Portugal	1.0	1.0	2.0	4.0	7.0	9.0	11.0	14.0	15.0	17.0	17.0	17.0	17.0
Bancos Portugueses	15.3	13.8	13.4	13.3	13.9	12.8	13.8	13.0	12.4	12.4	13.1	13.9	13.6
Outras inst. Residentes	32.7	29.2	25.6	26.7	24.1	24.2	26.2	25.0	25.6	27.6	27.9	27.1	27.4
d.q. não negociável	8.5	10.7	11.8	12.4	12.2	13.1	13.2	13.3	13.7	13.8	14.2	13.9	14.8
d.q. Cert aforro e Cert Tes	6.0	7.9	8.7	8.9	8.9	9.2	9.5	9.6	9.8	10.2	10.4	10.5	10.8
Residentes	49.0	44.0	41.0	44.0	45.0	46.0	51.0	52.0	53.0	57.0	58.0	58.0	58.0
Total	100.0												
Percentagem mercado	24.8	26.0	27.0	25.6	23.0	24.0	22.2	19.7	19.7	19.0	19.1	19.9	20.4
Percentagem curto prazo	17.8	18.2	18.3	18.4	18.2	19.7	19.3	19.7	20.2	20.2	20.5	20.8	20.8

Fonte: Quadro 2

O Quadro 4 mostra a variação do stock da dívida entre dezembro de 2014 e setembro de 2017, e entre dezembro de 2015 e setembro de 2017, que corresponde com a atual legislatura. A primeira coluna mostra que para um aumento do stock da dívida de 28 mil milhões de Euros, o stock do Banco de

Portugal subiu de 39,5 mil milhões e a carteira dos aforradores nacionais 13 mil milhões, o que permitiu o reembolso do FMI em 17 mil milhões. A segunda coluna mostra que os não residentes privados foram vendedores líquidos em 10 mil milhões que adicionados ao reembolso do FMI foram compensados pelas compras maciças do Banco de Portugal e a subida destes ativos na carteira dos aforradores nacionais.

Quadro 4

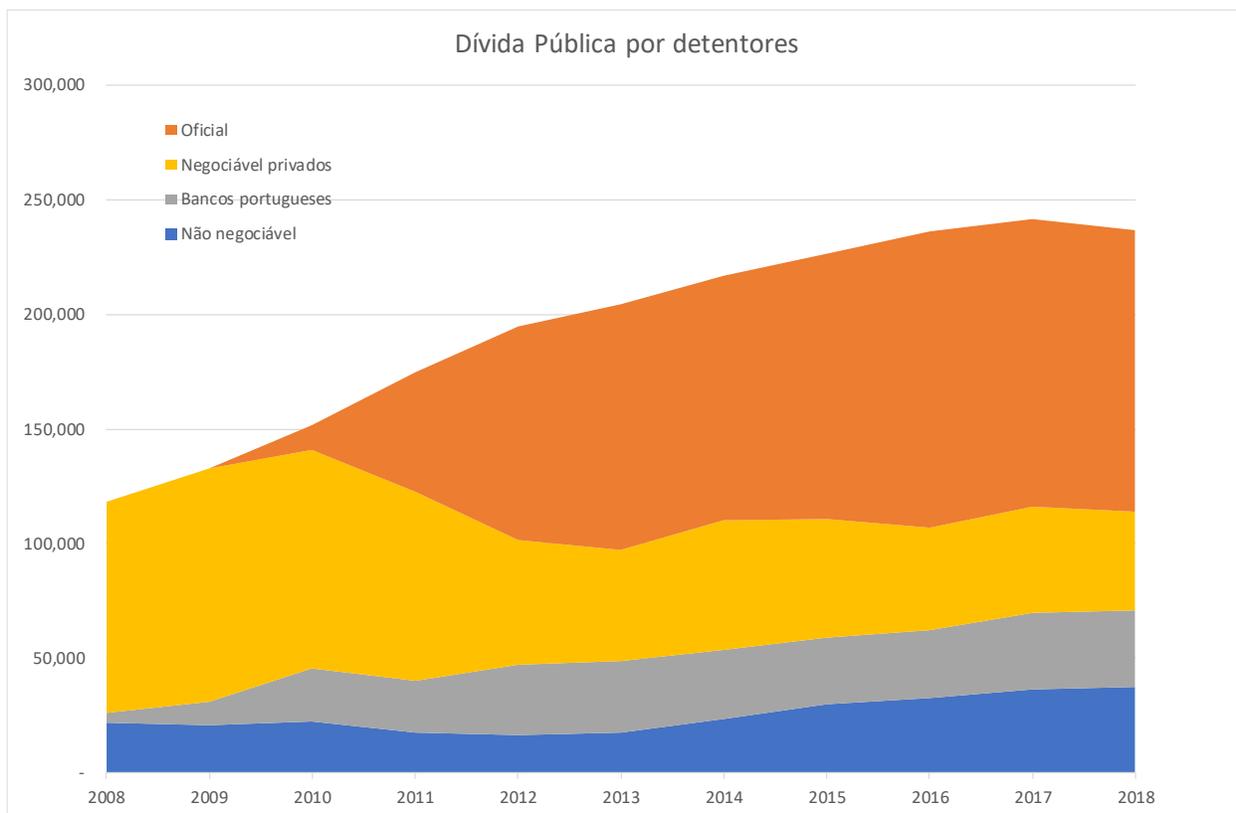
Variação dos stocks	Set 2017 v. Dez 2014	Set 2017 v. Dez 2015
Não residentes - outros	2,524	-10,317
EFSM/EFSF	28	28
BCE	-3,981	-562
IMF	-17,147	-8,370
Não Residentes	-18,576	-19,221
Banco Portugal	39,525	21,324
Bancos Portugueses	3,231	4,216
Outras inst. Residentes	3,967	12,592
d.q. não negociável	13,074	6,759
d.q. Cert aforro e Cert Tes	9,202	5,671
Residentes	46,723	38,132
Total	28,148	18,911

Fonte: Quadro 3

O Quadro 3 e o Gráfico 12 mostram que os organismos oficiais detêm em setembro de 2017 51% do stock da dívida portuguesa, valor que era negligenciável antes da crise financeira em Portugal. Outros detentores que aumentaram os stocks entre 2008 e 2018 foram os bancos portugueses que necessitavam de títulos para colateral nas operações com o BCE, e os privados em certificados. A dívida negociável em mãos de detentores privados reduziu-se de 102 mil milhões de Euros em 2009 para 49 mil milhões em 2013. Em 2017 aquele valor era de 46 mil milhões, depois de uma significativa redução em 2016. Estas estatísticas revelam que menos de 50 mil milhões de Euros corresponde a dívida no mercado da negociação,¹⁹ o que representa apenas 0,5% do total do mercado do Euro de dívida pública, um valor que mostra como a dívida portuguesa é hoje marginal neste mercado.

¹⁹ A maioria dos títulos detidos pelo setor bancário são utilizados para colateral nas operações de refinanciamento junto do BCE, pelo que a margem de manobra dos bancos no mercado de negociação é apenas marginal.

Gráfico 12



Fonte: IGCP e Banco de Portugal.

As necessidades de financiamento bruto situam-se em cerca de €42 mil milhões de Euros por ano, o que pode ser considerado de risco médio/elevado, equivalente a 22% do PIB. A percentagem da dívida a curto prazo era de 21% em setembro de 2017, o que leva a um risco elevado.²⁰ O montante de dívida em *roll-over* corresponde a cerca de 25% da dívida, que embora se tenha reduzido, continua elevado.

Quadro 5

²⁰ Segundo a classificação da Comissão Europeia (Debt Monitor 2016).

Financiamento da Dívida Pública						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Financiamento bruto	46,093	55,147	55,298	48,846	47,203	41,804
Amortizações	34,945	40,808	43,452	38,472	34,011	27,312
Financiamento líquido	11,148	14,339	11,846	10,374	13,192	14,492
Financiamento bruto (tesouraria)		29,070	29,048	22,456	21,701	19,219
Em perc. PIB						
Financiamento bruto	27.1	31.9	30.8	26.4	24.7	21.3
Financiamento líquido	6.5	8.3	6.6	5.6	6.9	7.4
Financiamento bruto (tesouraria)		16.8	16.2	12.1	11.4	9.8

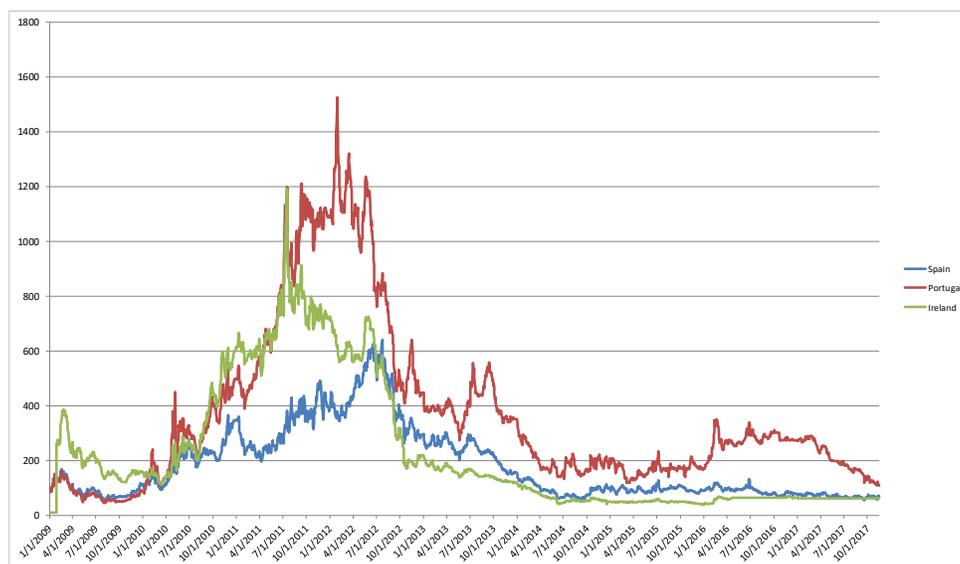
Fonte: IGCP, Relatórios anuais (2013-2016) e OGE 2018 (2017 e seg.)

O Gráfico 13 mostra a evolução dos CDS a 5 da dívida pública da Espanha, Irlanda e Portugal, para o período 2009 a 2017. Este é um dos indicadores mais utilizados para medir o grau de risco de um ativo. O gráfico mostra claramente o eclodir da crise em princípios de 2010, tendo apenas amainado a partir de julho de 2012 com a afirmação de do BCE de que faria tudo ao seu alcance para preservar o Euro. A partir de princípios de 2014 o risco da dívida portuguesa desce acentuadamente, para voltar a subir em princípio de 2016 com a entrada do governo PS apoiado pelo BE e PCP. A partir de abril de 2017 os CDS da dívida portuguesa voltam a aproximar-se dos da Irlanda e Espanha com a saída de Portugal dos défices excessivos.

Evolução semelhante se pode verificar dos *spreads* da dívida pública a 10 anos no Gráfico 14. Em setembro de 2017 o *spread* da dívida portuguesa era ainda o segundo mais elevado da zona Euro, com 195 bp, seguido da Itália, Chipre e Espanha.

Gráfico 13

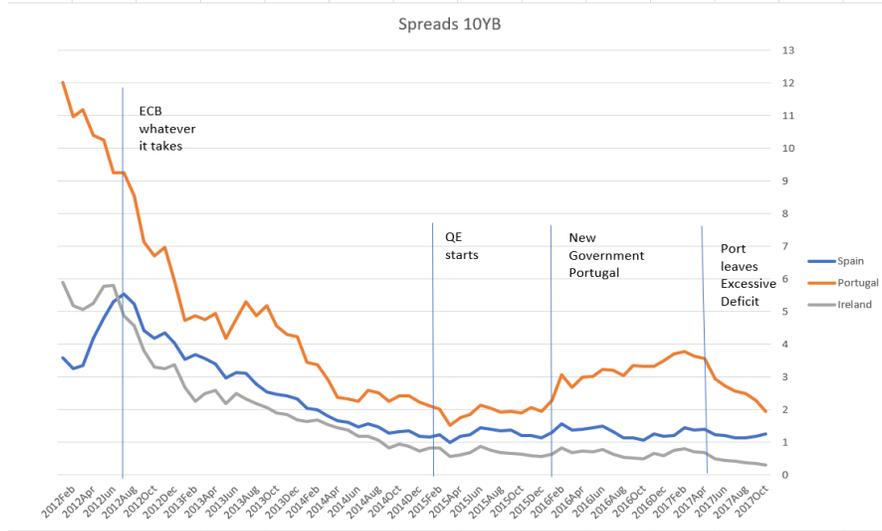
CDS da dívida a 5 anos



Fonte: Blomberg

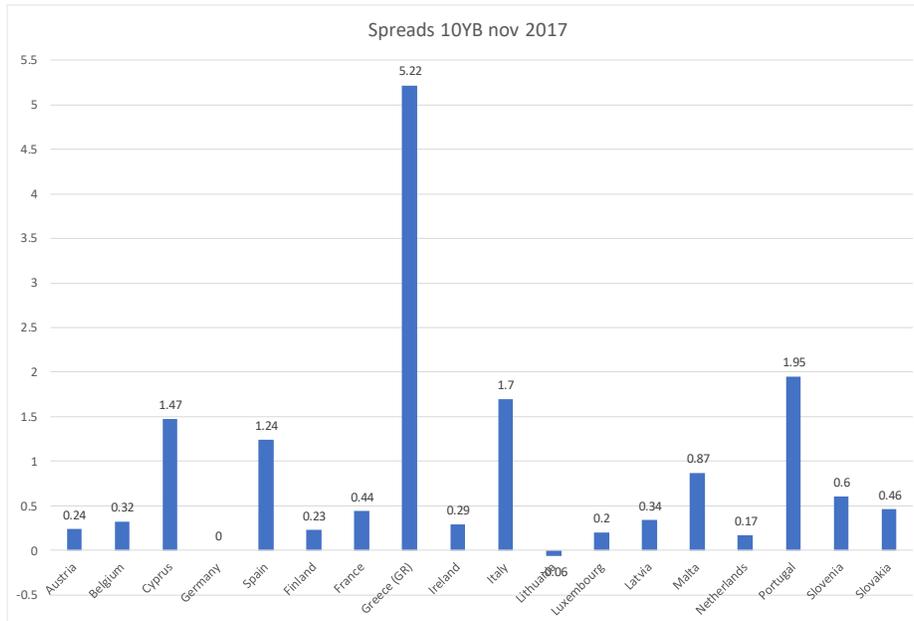
Gráfico 14

Spreads da Dívida Pública a 10 anos em relação às Bunds alemãs



Fonte: BCE

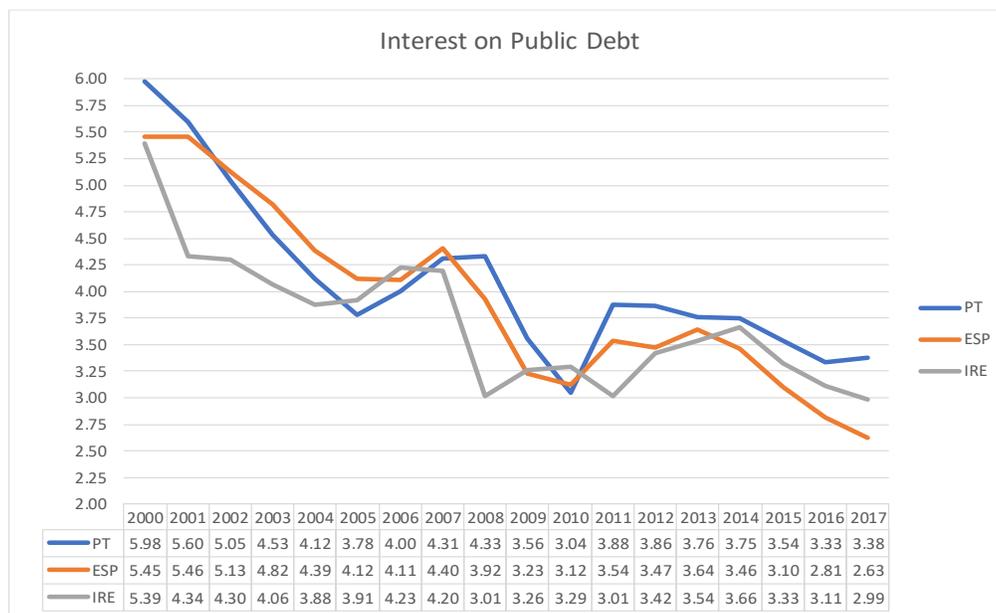
Gráfico 15



Fonte: BCE

Assim, em Portugal a taxa de juro implícita na dívida pública encontra-se a níveis bastante baixos (Gráfico 16), devido ao encurtar do *spread* v.a.v a dívida alemã, e também porque as taxas de juro da dívida alemã encontram-se a níveis historicamente baixos, por causa da intervenção do BCE e as baixas expectativas inflacionistas. Embora a taxa de juro de Portugal seja mesmo assim a mais alta dos países da crise, é de esperar que venha a subir com a redução do QE, em curso.

Gráfico 16



Fonte: Ameco

3. Metodologias para análise da sustentabilidade da dívida pública

Dinâmica da dívida pública

Vamos apresentar a simples dinâmica da dívida pública de livro de texto. A restrição orçamental anual requer que a despesa do Estado (G_t) mais o pagamento de juros da dívida ($i_t D_{t-1}$) devem ser financiados por uma das seguintes fontes de receitas: impostos (T_t), novos empréstimos ($D_t - D_{t-1}$), ou por variação da emissão de moeda ($M_t - M_{t-1}$):

$$G_t + i_t D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}) \quad (1)$$

Defina-se o Déficit Primário (B_t), como a diferença entre a despesa, o qual exclui o pagamento de juros, e os impostos:

$$B_t = G_t - T_t = (D_t - D_{t-1}) - i_t D_{t-1} + (M_t - M_{t-1}) \quad (2)$$

E daqui se extrai a evolução da dívida:

$$D_t = D_{t-1} + B_t + i_t D_{t-1} - (M_t - M_{t-1}) = (1 + i_t) D_{t-1} + B_t - (M_t - M_{t-1}) \quad (3)$$

Em que a dívida num ano depende da dívida do ano anterior mais o défice nominal (primário mais juros) menos a receita da *seignorage*. Com a transferência da emissão monetária para o BCE vamos ignorar as receitas da *seignorage*. Note-se que a taxa de juro implícita na dívida é um composto de taxas de juro, nominais, de vários prazos, e depende da estrutura de prazos da dívida. Em geral, a taxa de juro efetiva calcula-se dividindo o total de pagamentos em juros pelo stock da dívida do ano anterior. Em cada ano haverá uma parte da dívida que se vence e que terá que ser amortizada, pelo que se o stock se mantém, terá que ser refinanciada através do chamado *roll-over*. Quanto menor for a maturidade da dívida, i.e., quanto maior for a proporção de dívida de curto prazo, maior será o risco que o Estado incorre de subida de taxa de juro ou mesmo de dificuldades no acesso ao mercado. Quando a curva de rendimentos (*yield curve*) tem forte inclinação podem reduzir-se os custos da dívida reduzindo a sua maturidade, mas por sua vez sobe o risco futuro de subida da taxa de juro.

Dividindo (3) pelo PIB nominal, ($P_t Y_t$), obtemos:

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \frac{1}{P_t Y_t} (1 + i_t) D_{t-1} + \frac{B_t}{P_t Y_t} = (1 + i_t) \frac{P_{t-1} Y_{t-1}}{P_t Y_t} \frac{D_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} + \frac{B_t}{P_t Y_t} \quad (4)$$

$$d_t = \frac{(1+i_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} + b_t \quad (5)$$

Em que na equação (5) se representam por minúsculas os rácios respetivos. Nesta equação, g_t , representa a taxa de crescimento real do PIB e π_t , a taxa de inflação, medida pelo deflator do PIB. A taxa de juro nominal também se pode decompor entre a taxa de juro real e a taxa de inflação, com o mesmo deflator:

$$d_t = \frac{(1+r_t)(1+\pi_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} + b_t \quad (6)$$

que representa a **dinâmica da dívida**. Assim, a dívida no ano t depende da dívida do ano anterior e do efeito de arrastamento, "*snow ball effect*", que é superior a 1 quando a taxa de juro nominal (real) é superior à taxa de crescimento do PIB nominal (real), e do défice primário. Para que o rácio da dívida diminua é necessário que, quando a taxa de juro nominal (real) é superior à taxa de crescimento do PIB nominal (real), haja um excedente primário.

Reescrevendo (6) temos a variação do rácio da dívida:

$$d_t - d_{t-1} = \left[\frac{(1+r_t)(1+\pi_t) - (1+g_t)(1+\pi_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} \right] d_{t-1} + b_t \quad (6')$$

Podemos decompor a variação do rácio de endividamento em três componentes: (i) o impacto da taxa de juro, $\frac{(1+r)}{(1+g)(1+\pi)}$ (ii) o impacto do crescimento do PIB, $\frac{-(1+g_t)(1+\pi_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)}$, e (iii) o défice primário, b_t .

Esta equação é a que é comumente utilizada nas projeções da dívida pública pelo FMI e outros organismos. É muito fácil de implementar em Excel.

Representando a equação (6) por:

$$d_t = \rho d_{t-1} + b_t$$

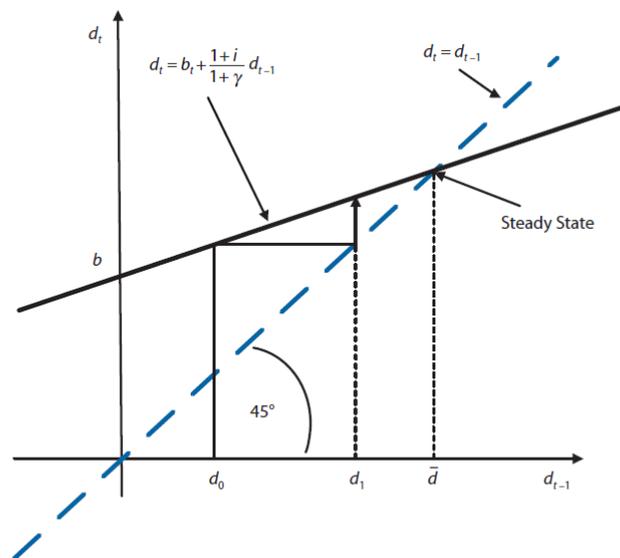
Esta equação às diferenças pode ser resolvida recursivamente:

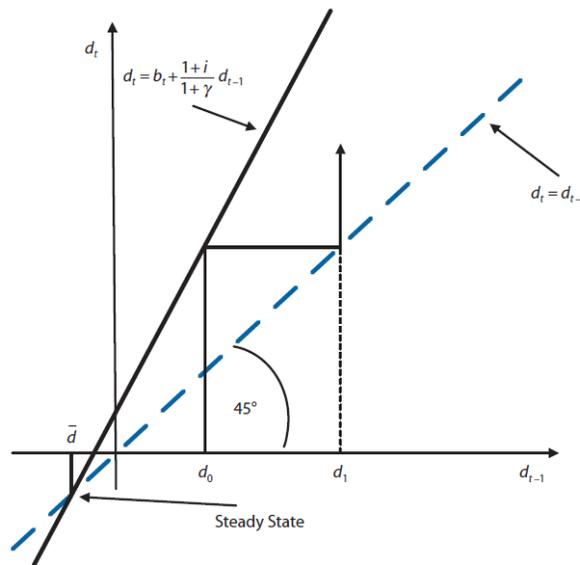
$$d_t = d_0 \prod_{i=1}^t \rho_i + \sum_{i=0}^{t-1} b_i \prod_{j=i+1}^t \rho_j$$

Em que o termo ρ_i é conhecido como fator de desconto. Esta equação é utilizada para projeções, utilizando valores dos parâmetros do fator de desconto e dos défices (ou excedentes) primários.

Podemos estudar a estabilidade desta equação através dos dois seguintes diagramas (Gráfico 17). No primeiro a dívida é estável e no segundo é instável.

Gráfico 17





Em que i é a taxa de juro nominal, e γ é a taxa de crescimento do PIB nominal.

E calculando o rácio da dívida de *steady-state*, ou seja, numa trajetória constante, obtemos:

$$d = \frac{1}{1-\rho} b = \frac{1}{1-\left[\frac{(1+r)}{(1+g)}\right]} b = \frac{(1+g)}{(1+g)-(1+r)} b = \frac{(1+g)}{(g-r)} b \quad (7)$$

Para que o rácio seja positivo é necessário que a taxa de crescimento do PIB real seja superior à taxa de juro real, se houver défice primário, ou que a taxa de juro real seja superior à taxa de crescimento do PIB, se houver um excedente primário.

Esta fórmula pode ser utilizada para calcular o excedente primário (neste caso temos que definir $b' = -b$) necessário para estabilizar o rácio da dívida:

$$b' = \frac{(r-g)}{(1+g)} d \quad (8)$$

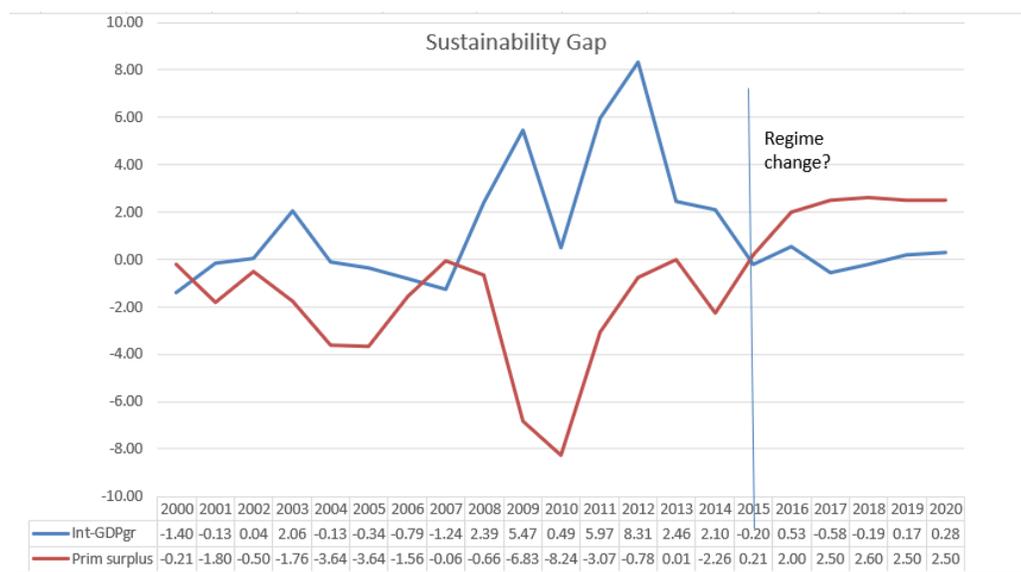
Temos assim que o excedente primário, b' , terá que ser tanto maior quanto (i) maior for o excesso da taxa de juro real sobre a taxa de crescimento do PIB, (ii) menor for a taxa de crescimento do PIB real, e (iii) maior for o rácio da dívida.

Regra Empírica (*rule of thumb*): O excedente primário necessário para estabilizar o rácio da dívida é aproximadamente igual à diferença entre a taxa de juro nominal menos a taxa de crescimento do PIB nominal, vezes o rácio da dívida sobre o PIB do ano anterior (ver eq. (8)). Se a taxa de juro aumentar em 1 pp, para estabilizar o mesmo rácio da dívida, é necessário que o PIB cresça mais 1 pp. Para reduzir o rácio da dívida em pelo menos 1 pp é necessário que o excedente primário seja pelo menos igual a 1 pp mais o efeito de arrastamento (ver eq. (6')).

O Gráfico 18 aplica esta regra aos dados históricos de Portugal. Para que a dívida seja sustentável o Excedente Primário tem que ser superior à diferença entre a taxa de juro nominal e a taxa de

crescimento do PIB nominal, o que só aconteceu desde 2015. Para se reduzir em 1 pp o rácio da dívida o *gap* de sustentabilidade tem de ser de cerca de 2 pp.

Gráfico 18



Fonte: Cálculos do autor.

Metodologia do FMI e Banco Mundial

A metodologia básica da sustentabilidade da dívida (*debt sustainability analysis*, DAS) foi estabelecida em 2005 por decisão conjunta do FMI e Banco Mundial, dentro do chamado *Debt Sustainability Framework*.²¹ O FMI distingue três grupos distintos de países para efeitos de análise da sustentabilidade: (a) Países de baixo nível de rendimento, ao qual se aplica a análise anterior (b) Países de mercados emergentes,²² e (c) Países com acesso aos mercados,²³ que é a metodologia que se aplica aos países da UE, como Portugal.²⁴ Os objetivos desta análise são: (i) guiar as decisões de endividamento do país de forma a compatibilizar as suas necessidades financeiras com a sua capacidade atual e prospetiva de pagamentos, e dadas as perspetivas de crescimento e outras circunstâncias do país, (ii) dar informação

²¹ Ver IMF and IDA, *Debt Sustainability in Low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*, Feb 2004, e IMF and IDA, *Debt Sustainability in Low-Income Countries – Further Considerations on an Operational Framework and Policy Implications*, Set 2004.

²² Ver Hostland, D. and P. Karam. *Specification of a Stochastic Simulation Model for Assessing Debt Sustainability in Emerging Market Economies*, WP 06/268, 2006.

²³ Esta classificação segue o *World Economic Outlook* do FMI.

²⁴ Ver IMF. *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-access Countries*, May 2013.

aos credores sobre a situação financeira do país, e (iii) ajudar a detetar antecipadamente prováveis crises de forma a tomar ações preventivas.²⁵

A DAS, que deve ser feita regularmente (anualmente) tem três componentes: (1) projeção dos encargos e peso da dívida num horizonte de 20 anos e análise da vulnerabilidade a choques externos e de política económica – calculando cenários de base e com choques; (2) análise do risco de crédito durante aquele período, baseado em indicadores de dívida prudenciais que dependem da qualidade das políticas e da capacidade institucional do país, e (3) fazer recomendações sobre um estratégia de endividamento que limite o risco de crédito.

A DAS envolve uma análise **da Dívida Pública** e da **Dívida Externa**. No caso dos países de baixo rendimento em que as taxas de juro e prazos da dívida diferem substancialmente entre si, a análise é feita em termos de Valor Atualizado (PV), para ser comparável internacionalmente.²⁶ Os limiares utilizados na DAS são os seguintes:

	PV of debt in percent of			Debt service in percent of	
	Exports	GDP	Revenue	Exports	Revenue
Weak Policy	100	30	200	15	25
Medium Policy	150	40	250	20	30
Strong Policy	200	50	300	25	35

Utilizando estes indicadores os países são classificados segundo o nível de risco de crédito: baixo risco (quando o país está abaixo de todos os indicadores de peso da dívida), risco moderado (se no cenário de base o país satisfaz os indicadores, mas estes podem ser ultrapassados nos cenários com choques), risco elevado (quando um ou mais indicadores são ultrapassados no cenário de base), e em situação de incumprimento (*debt distress*) se o país já está a ter dificuldades de pagamentos.

Na sua nota de 2013 (nota de pé de página 8), o FMI definiu assim a sustentabilidade da dívida pública para os países com acesso ao mercado:

“ ... public debt can be regarded as sustainable when the primary balance needed to at least stabilize debt under both the baseline and realistic shock scenarios is economically and politically feasible, such that the level of debt is consistent with an acceptably low rollover risk and with preserving potential growth at a satisfactory level. Conversely, if no realistic adjustment in the primary balance—i.e., one that is both economically and politically feasible—can bring debt to below such a level, public debt would be considered unsustainable. The higher the level of public debt, the more likely it is that fiscal policy and public debt are unsustainable. This is because—other things equal—a higher debt requires a higher primary surplus to

²⁵ Mais recentemente foi aprovado o documento IMF, *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*, 2011.

²⁶ No caso das análises para países com acesso ao mercado, e nas metodologias da Comissão e BCE, nunca se usam valores atualizados da dívida. Contudo, devido aos longos prazos a que o ESM faz empréstimos, e em especial, depois das concessões feitas à Grécia, este problema de comparabilidade entre Portugal, Grécia e outros países do Euro voltou a colocar-se. Ver Mateus, A., *Adjustment Programs in Euro Crisis Countries*, 2016, mimeo.

sustain it. Moreover, higher debt is usually associated with lower growth and higher interest rates, thus requiring an even higher primary balance to service it. “ (página 1 de IMF (2013) op. cit.)

Na prática, a DSA tem que avaliar se os indicadores de peso da dívida permitem, pelo menos, estabilizar o nível de endividamento, se as hipóteses feitas nos cenários de base e de choques para o excedente primário e variáveis macroeconómicas são realistas, e se o perfil da dívida em termos de prazos, composição por moedas e por credores permitirão a continuação de acesso ao mercado. As projeções agora são feitas para um horizonte de apenas 5 anos, na análise estandardizada.

No caso mais extremo, em que o FMI decidiu não participar no terceiro programa de auxílio à Grécia por causa de a dívida não ser sustentável sem haver perdão adicional, os técnicos do FMI questionavam por um lado que a trajetória da dívida ou era explosiva ou não baixava suficientemente (de 180% para abaixo dos 110% do PIB em 15 anos, mais concretamente), e que os excedentes primários requeridos eram demasiado elevados, do ponto de vista social e político.²⁷

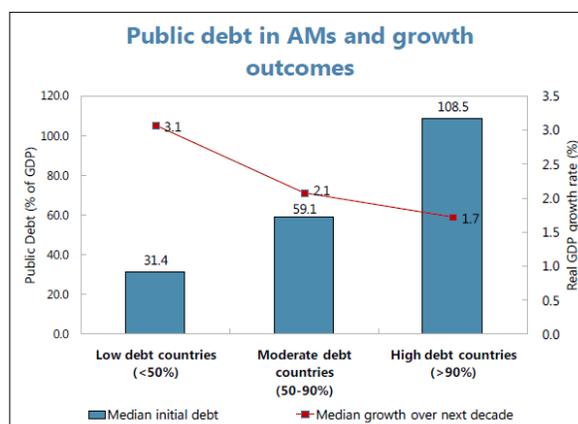
A metodologia especifica também os *stress tests* a que se deve submeter o cenário de base em termos de choques sobre o excedente primário, PIB e taxas de juro. O rácio de referência para o escrutínio dos países é de 60% do PIB. O país deve ser sujeito a um escrutínio mais apertado se o *spread* é superior a 800 pontos base (que nos parece elevado), ou se o ajustamento orçamental necessário em três anos ultrapassa os 3% do PIB por ano, entre outros indicadores.

A metodologia especifica que os rácios da dívida que devem ser usados como *benchmark*, e em especial níveis máximos compatíveis com a sustentabilidade da dívida, são específicos a cada país, e que dependem de vários fatores: (i) capacidade para gerar excedentes primários mais ou menos elevado – devendo ser feita aqui uma análise histórica e comparativa, (ii) perspectivas de crescimento, (iii) custos da dívida e perceção do mercado sobre a sua evolução, (iv) natureza da base de detentores da dívida – em particular internos *versus* externos, (v) vulnerabilidade aos choques, e (vi) história de crises e de perda de acesso ao mercado.

Em particular, investigações do FMI determinaram que quando o rácio da dívida pública excede os 90% do PIB existe uma elevada probabilidade de redução da taxa de crescimento do PIB (*debt overhang*),²⁸ conforme a seguinte figura mostra:

²⁷ Como sabemos as Instituições Europeias tomaram a posição de que o montante de redução da dívida só deveria ser discutido depois da Grécia ter feito as reformas estruturais e o ajustamento orçamental requeridos. Ainda persistem em finais de 2017 posições antagónicas entre as Instituições a exigirem um excedente primário de 3,5% ao ano para a próxima década, e as Autoridades gregas a “oferecerem” 2 a 2,5%.

²⁸ Este fenómeno foi identificado nos anos 1980 por Krugman (1988) e Sachs (1989), em que utilizando um modelo simples de *default* é possível demonstrar que a partir de certo nível de endividamento os credores maximizam os seus pagamentos se fizerem uma reforma da dívida com perdão parcial da dívida. Esta análise foi fundamental para a solução das crises da dívida externa do México e Argentina, bem assim como para a alteração da posição do FMI e Banco Mundial sobre estas matérias.



Fonte: FMI (2013).

Metodologia da Comissão Europeia e BCE

A análise da sustentabilidade da dívida pública da Comissão Europeia e BCE, constrói-se a partir da longa experiência do FMI e Banco Mundial, agora elaborada para países desenvolvidos. Em princípio era suposto países desenvolvidos não experimentarem problemas de perda de acesso ao mercado e mesmo de necessidade de reforma ou perdão de dívida, como mostrava a experiência dos países da OCDE até à crise global. Foram os países da crise da zona Euro (Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha) que ao perderem o acesso ao mercado (os três primeiros) ou experimentarem problemas que ameaçavam iminente perda de acesso com acentuadas subidas dos *spreads* (Espanha), que levaram à necessidade de desenvolver e implementar esta metodologia.

A sustentabilidade da dívida, e mais geralmente, a sustentabilidade das finanças públicas, é definida no European Commission, Fiscal Sustainability Report, 2012, da seguinte forma:

Fiscal sustainability relates to the ability of a government to assume the financial burden of its debt in the future. Fiscal policy is not sustainable if it implies an excessive accumulation of government debt over time and ever-increasing debt service. Sustainability means avoiding an excessive increase in government liabilities – a burden on future generations – while ensuring that the government is able to deliver the necessary public services, including the necessary safety net in times of hardship, and to adjust policy in response to new challenges.

Esta definição é menos precisa do que a do FMI-BM acima e claramente mais política. O relatório recusa-se a reconhecer que existem limites máximos de dívida, porque estes variam com os países e variam no tempo. Concordamos com estas observações, que também são reconhecidas pelo FMI-BM, mas não é possível fazer qualquer julgamento sobre a sustentabilidade da dívida sem combinar uma análise quantitativa de projeções com um conjunto de indicadores que são de referência ou limiares. O que todas as metodologias concordam, assim como as metodologias das agências de *rating*, é que a análise de sustentabilidade é uma análise de risco e, por isso, inerentemente probabilística:

The capacity to run high debts depends inter alia on the degree of development of financial markets, perceived risks, and trust in the capacity of a government to implement structural reforms and consolidate deficits. It also depends on the degree of global risk aversion and the attractiveness of investments alternative to government

bonds. However, countries with high debt ratios – as well as large external imbalances or contingent liabilities – are particularly exposed to market turbulences, such as changes in interest rates during times of large changes in economic prospects.

A análise da Comissão e do BCE²⁹ sistematiza a análise da sustentabilidade, que também está implícita no FMI-BM, em três componentes: curto prazo (1 a 2 anos) (indicador S_0 da Comissão) que mede os riscos iminentes de *stress* da dívida (percentagem da dívida a curto prazo, facilidade de *roll-over* da dívida, *spreads* e CDS); médio prazo (2 a 4 anos) (indicador S_1) que pretende colocar o défice numa trajetória sustentável, e, por conseguinte, inclui a diferença entre o défice primário e aquele que estabiliza a dívida, outra componente para o envelhecimento (custos adicionais de saúde e pensões) e uma terceira relativa à diferença do rácio da dívida para os 60%, e S_2 indicador de longo prazo (mais de 10 anos) que inclui os mesmos efeitos do anterior, num horizonte mais lato.

O indicador S_0 inclui 25 variáveis: 12 fiscais e 13 financeiras e de competitividade, utilizando a teoria da sinalização. Os indicadores são também analisados no MIP (*Macroeconomic Imbalances Procedure*).

Para cada indicador e suas componentes é definido um “*heat map*” de risco baixo (verde), médio (amarelo) ou alto (vermelho).

Nas projeções determinísticas da dívida a longo prazo são definidos os seguintes cenários:

- Cenário de base – projeções da comissão a 2 anos, seguidas das projeções a médio e longo prazo do Ageing Report e aceites pelo Comité de Política Económica, sem medidas adicionais orçamentais;
- Cenários com base histórica (médias dos últimos 10 anos dos saldos primários estruturais, taxas de juro implícitas e taxas de crescimento do PIB);
- Cenário com base nas projeções MTO dos Programas de Estabilidade e Crescimento.

Nos choques estocásticos são definidos intervalos de projeções (leques) que correspondem a:

- +/- 1 pp na taxa de juro de longo prazo
- +/- .5 pp na taxa de crescimento do PIB
- Saldo primário varia em 50%
- Impacto de obrigações contingentes do Estado

São sinais de vulnerabilidade da dívida:

- Variáveis fiscais: Défice ajustado do ciclo superior a 2,5% do PIB, necessidades de financiamento bruto superiores a 16% do PIB (25 B), percentagem da dívida de curto prazo superior a 13%, dívida líquida de ativos de 60%;

²⁹ A metodologia do BCE encontra-se em Bouabdallah, O., *et al.*, Debt Sustainability Analysis for Euro Sovereigns: a methodological framework, Occasional Paper Series 185/2017.

- Variáveis financeiras e competitividade: défice da conta corrente superior a 3%, em média de 3 anos; posição líquida em relação ao Exterior inferior a 20%, poupança líquida das famílias inferior a 2,6% do PIB, dívida privada da economia superior a 165% do PIB, fluxo de crédito para o setor privado superior a 11% ano, inclinação da *yield curve* inferior a 0,58;
- O rácio da dívida sobre o PIB cresce mais de 5 pp do PIB ao ano;
- O rácio da dívida sobre o PIB é superior a 90% do PIB;
- As taxas de juro nas obrigações de 10 anos terem um *spread* superior a 230 pb, ou ultrapassam os 5%, em termos nominais.³⁰

É também importante o resultado de que um país com um nível de rendimento *per capita*, em PPS, inferior a 70% da média da UE, tem um risco acrescido em relação aos restantes. O Quadro 6 dá um conjunto de indicadores e os limiares calculados com base na teoria dos sinais:

Quadro 6

Table A5.1: **Thresholds, signalling power, type I and type II errors obtained by applying the signals' approach**

Variables	safety	threshold	signaling power	type I error	type II error
Public debt structure variables					
Public debt by non-residents, share of total, %	<	49.01	0.30	0.36	0.33
Public debt in foreign currency, share of total, %	<	31.58	0.08	0.21	0.71
Short-term debt gen. gov., % of total debt	<	6.57	0.21	0.69	0.10
Government bond yield spread					
Govt bond yield spreads relative to Germany/US, 10-year benchmark, basis points	<	231.00	0.37	0.10	0.52
Variables of banking sector vulnerabilities					
Bank loan to deposit ratio	<	133.37	0.24	0.23	0.53
Non-performing loans to total gross loans, %	<	2.30	0.21	0.69	0.10
Change in non-performing loans to total gross loans, %	<	0.30	0.38	0.25	0.37
Change in nominal house price index, YoY growth	<	13.21	0.19	0.17	0.65

Source: Commission services

Fonte: EC, Debt Sustainability Monitor, 2016.

A Comissão Europeia publica todos os anos, e desde 2012, o Fiscal Sustainability Report, e a partir de 2016 o Debt Sustainability Report onde aplica esta metodologia. Neste Relatório as conclusões, em termos de *heat map*, estão sumariadas no Quadro 7

³⁰ Esta última condição é do autor.

Quadro 7

Table 1: Fiscal sustainability assessment by Member State (in bracket classification in the FSR 2015, based on Commission services Autumn 2015 forecasts, whenever the risk category has changed)

	Overall SHORT-TERM risk category	Debt sustainability analysis - overall risk assessment	S1 indicator - overall risk assessment	Overall MEDIUM-TERM risk category	Overall LONG-TERM risk category
BE	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM
BG	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)
CZ	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
DK	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
DE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
EE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
IE	LOW	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	LOW
ES	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
FR	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
HR	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)	HIGH	LOW
IT	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
CY	LOW (n.a.)	HIGH (n.a.)	HIGH (n.a.)	HIGH (n.a.)	LOW (n.a.)
LV	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
LT	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM
LU	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
HU	LOW	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM (LOW)
MT	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
NL	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	MEDIUM
AT	LOW	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM
PL	LOW	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM
PT	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW
RO	LOW	LOW (HIGH)	MEDIUM	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM
SI	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)	HIGH	HIGH
SK	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM
FI	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM
SE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)
UK	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM

Fonte: EC, Debt Sustainability Report, 2016.

Segundo a análise para 2017 a Comissão Europeia identifica um baixo risco de curto prazo para todos os países. Oito países, entre os quais Portugal, têm um risco elevado no médio prazo, e só um (Eslovénia) com elevado risco de longo prazo.

Da teoria económica do rácio ótimo de dívida pública e externa à teoria da gestão ótima de riscos

O nível ótimo de dívida pública é uma questão importante, mas difícil das finanças públicas. Existe uma extensa literatura sobre o nível ótimo da dívida pública, mas a resposta à questão do nível ótimo depende do modelo de base. Existem dois tipos de modelos em que a questão foi posta: modelos do agente representativo com horizonte infinito e modelos com agentes de duração finita ou modelos do ciclo de vida com duração certa ou incerta, também conhecidos por modelos de gerações sobrepostas.

No modelo do agente representativo com horizonte infinito do tipo Ricardiano, supõe-se que a restrição intertemporal do Estado é satisfeita, sem jogos de Ponzi, pelo que a dívida tem apenas um efeito de alisamento dos impostos (*tax smoothing*) se os impostos forem distorcionários, e sem qualquer efeito se os impostos forem *lump-sum*, sendo o nível ótimo indeterminado. Nos modelos de Barro (1979) e Chamley (1985, 1986) o rácio da dívida de *steady state* depende do nível inicial de dívida, mas as

condições iniciais são de difícil interpretação empírica. Neste modelo a restrição intertemporal tipo Fisheriana dos consumidores,³¹ um déficit financiado por dívida é incorporado pelos agentes económicos, que esperam que no futuro a dívida criada seja paga por impostos adicionais, não alterando o valor atualizado da dívida, nem tendo qualquer efeito real sobre a economia. Porém, há diversas hipóteses do modelo que são suscetíveis de contestação. Primeiro, porque a redução de impostos num primeiro momento compensado pela subida num momento ulterior pode incidir sobre diferentes gerações, causando transferências intergeracionais, com efeitos reais, como nos modelos de gerações sobrepostas de Diamond (1965) de dois períodos e Blanchard (1985) com consumidores com vidas finitas.³² O que interessa aqui é a introdução de contribuintes que não têm ligação com os passados ou presentes. Segundo, os mercados de capitais são imperfeitos pelo que não é possível a todos os consumidores financiar-se em anos em que o seu rendimento é baixo em relação ao seu rendimento permanente ou quando o valor descontado da utilidade associada ao seu consumo é bastante baixo. Estas imperfeições são devidas à dificuldade de avaliação do risco verdadeiro dos consumidores e ausência/exigência de colateral num mundo em que é possível a insolvência e risco de não pagamento. Mankiw construiu um modelo que distingue dois tipos de famílias: tipo Fisheriano e com restrição de liquidez, o que provoca efeitos keynesianos típicos. Terceiro, não é possível afastar completamente a hipótese de haver jogos de Ponzi. De facto, já no modelo de Diamond (1965) é possível haver excesso de poupança do privado, gerando-se uma dinâmica de ineficiência, que pode ser contrabalançada pela emissão de dívida pública. Uma das condições para que tal aconteça é que a taxa de juro real seja inferior à taxa de crescimento do PIB, indicando que a economia acumulou um excesso de capital. Em geral, historicamente, não se tem observado aquela relação, e o problema da incerteza sobre a taxa de crescimento do PIB diz que não basta comparar aquelas duas variáveis.

Em quarto lugar, a existência de impostos distorcionários provoca efeitos *crowding-out* da dívida sobre o capital. Vejamos um modelo simples tipo Ramsey:

$$\begin{aligned}
 y &= f(k) & (1) \\
 \tau y &= rD + g & (2) \\
 r &= f'(k) & (3) \\
 (1 - \tau)r &= \mu & (4)
 \end{aligned}$$

Em que a equação (1) é a função de produção na forma intensiva, a equação (2) é a restrição orçamental do Estado, em que o imposto proporcional sobre o rendimento é igual às despesas com juros da dívida e outros gastos, (3) diz que a taxa de juro real é igual à produtividade marginal do capital, e em (4) a taxa de juro, depois dos impostos, é igual à taxa de desconto intertemporal do consumidor. Suponhamos uma subida da dívida, o que leva a subir o serviço da dívida, e assim à subida da taxa de imposto, o que

³¹ Não é necessário que os indivíduos vivam indefinidamente, pois basta o interesse altruístico intergeracional para substanciar este tipo de modelo.

³² Para uma discussão lúcida e simples dos efeitos da dívida pública veja-se Elmendorf, D. e G. Mankiw. *Government Debt in Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, 1998.

provoca uma maior taxa de juro depois dos impostos, e uma taxa de juro maior faz subir a eficiência marginal do capital e assim um menor stock de capital, em *steady state*. Qual o efeito de *crowding-out*? Diferenciando totalmente o sistema de equações anterior e calculando o diferencial do capital em relação à dívida, e supondo uma função de produção tipo Cobb-Douglas, $y = k^\alpha$ obtemos:

$$\frac{dk}{dD} = \left\{ \tau + [(1 - \alpha)] \frac{D}{k} - \left[(1 - \tau) \left(\frac{1 - \alpha}{\alpha} \right) \right] \right\}^{-1}$$

Uma calibração simples do modelo, com $\tau = 0,4$, $\alpha = 0,4$ e $\frac{D}{k} = 0,46$ implica que um aumento da dívida em 1 unidade leva a uma redução do capital em cerca de 1,38 unidades.³³

Outras duas hipóteses que contrariam a equivalência ricardiana são a incerteza sobre os rendimentos futuros e a miopia no horizonte temporal das famílias.

É possível desenvolver, de uma forma heurística, uma estimativa do impacto macroeconómico da dívida pública, segundo a visão mais tradicional, mas que dá resultados muito próximos dos modelos mais elaborados contemporâneos. Seguindo o exercício de Ehmendorf e Mankiw (1988), suponhamos que numa noite uma fada substitui cada unidade de dívida pública por uma unidade de capital. O efeito sobre o PIB é dado pela produtividade marginal do capital. Tomando a média no período 1995 a 2005, aquela produtividade foi de 10,2%, em termos brutos, e cerca de 6,5% em termos líquidos, o que significa que o PIB se expandiria de 8,5%, ou cerca de 16 mil milhões de Euros. No modelo de gerações sobrepostas em tempo contínuo de Blanchard o efeito em *steady state* de um aumento da dívida sobre o capital é de -1, como neste exercício, no caso de uma pequena economia aberta, e se a taxa de desconto intertemporal for igual à taxa de juro internacional. O modelo de Auerback e Kotlikoff (1987) de ciclo de vida (gerações sobrepostas) de equilíbrio geral dinâmico também mostra o mesmo efeito da dívida sobre o capital. O aumento da dívida faz descer a poupança privada porque há transferência de recursos das gerações da população ativa presente para os jovens e velhos, que têm uma propensão para poupar mais baixa. Simultaneamente, o capital também se reduz devido ao efeito dos impostos distorcionários. O efeito distorcionário dos impostos é estimado por Ballard, Shoven, and Whalley's (1985) em cerca de um terço tomando em conta os efeitos sobre a oferta de trabalho e capital. Feldstein (1996) adiciona os efeitos em forma de compensação e outros, obtendo uma estimativa mais próxima de 0,5, o que implica um efeito sobre o bem-estar do serviço da dívida de cerca de 2 a 3% do PIB devido ao serviço da dívida em Portugal.

Suponhamos que a redução da dívida pública se traduz numa redução de 1 por 1 dos ativos líquidos internacionais (dívida externa). Então, neste caso, é evidente que não haveria qualquer efeito sobre o capital e sobre o PIB nacional, o que resulta do equilíbrio entre a poupança e investimento:

$$S^{Pr} + S^{Pu} + NFI = I$$

³³ Este efeito é superior ao dos EUA que estimamos em 0,88.

onde a soma da poupança privada, S^{Pr} , e poupança pública, S^{Pu} , e os fluxos externos de capital, NFI , é igual ao investimento total. Note-se que a redução em 1 unidade da dívida é equivalente a fazer subir a poupança pública em 1 unidade. Mantendo as restantes variáveis constantes, ao subir a poupança pública em 1 unidade reduz a dívida externa em 1 unidade através dos NFI .

Aiyagari e McGrattan (1997)³⁴ estudam um modelo em que as famílias têm uma duração infinita, em que o consumo é influenciado por efeitos precaucionários e com efeitos de liquidez. A dívida pública tem um efeito positivo sobre a economia ao reduzir a restrição de liquidez das famílias e alisar o consumo, e negativo por causa dos efeitos distorcionários dos impostos. A dívida pública causa o *crowding-out* do capital através da subida da taxa de juro e descida do consumo *per capita*. O modelo aplicado aos EUA mostra que o nível de então (66%) estava próximo do nível ótimo, e que variações entre *steady-states* daquele nível não tinham grande impacto sobre o bem-estar. Mas um problema que existe com este modelo é que não tem trajetórias de transição entre *steady states*. Este problema é resolvido por Chatterjee *et al.* (2017)³⁵ que além disso faz uma contribuição importante na cateterização do Setor Público: nos modelos tradicionais o uso de recursos pelo Estado em consumo público não tem utilidade. Estes autores introduzem o investimento público em infraestruturas que entra na função de produção e causa *spillovers* no capital privado. Como a introdução das infraestruturas faz aumentar a produtividade do trabalho e capital e haverá um efeito de *crowding-in* que atua em sentido contrário aos efeitos acima identificados. Assim, o rácio da dívida pública estimado para os EUA através da calibração do modelo é superior ao modelo anterior, sendo cerca de 85% quando a taxa de investimento público se ajusta para satisfazer a restrição orçamental (sendo de 3,5% do PIB).

Porém, a dívida pública tem mais efeitos do que os investigados nestes modelos. São também importantes os efeitos na escolha trabalho-lazer, sobre a fertilidade e sobre o capital humano. Estes efeitos são investigados, entre outros, por Li, B. e J. Zhang (2017).³⁶ Por exemplo, sabemos que num modelo dinástico, com fertilidade endógena, o aumento da dívida pública reduz a fertilidade e aumenta a intensidade do capital devido à subida do custo de uma criança por motivo de herança, como Becker e Barro (1988) mostraram. No modelo destes autores verifica-se o mesmo efeito, mas é bastante mais rico, pois estuda também as externalidades de capital humano que advêm do lado da educação. Em geral, os resultados obtidos mostram que para se obter um ótimo social deve combinar-se um imposto sobre o rendimento com a subsidiação da educação, que permite corrigir a externalidade da educação. Os rácios ótimos calculados são na ordem de 10 a 20%, e os autores explicam a forte redução do crescimento do PIB no Japão e a descida dramática da fertilidade com a forte subida da dívida pública. Podemos sintetizar assim os resultados:

O nível ótimo da dívida pública depende da especificação do modelo. Existem várias razões para rejeitar os modelos tipo Ricardiano que dizem que a dívida não tem efeitos macroeconómicos e que o nível

³⁴ The Optimum Quantity of Debt, FRB Minneapolis WP 203, 1997.

³⁵ Chatterjee, S., J. Gibson and F. Rioja. Optimal Public Debt Redux, mimeo., 2017

³⁶ Government Debt in an Intergenerational Model of Economic Growth, Endogenous Fertility and Elastic Labor with an Application to Japan. University of Western Australia, Discussion paper 13.27

ótimo é indeterminado. A maioria dos modelos aqui analisados tem rácios da dívida que estão no intervalo de 10 a 85% do PIB, bastante abaixo dos níveis observados nos países mais endividados da UE. O nível de referência da UE, 60%, está compreendido neste intervalo.

A dívida pública implica sempre uma transferência de bem-estar das gerações futuras para as gerações atuais. Assim, haverá sempre uma redução do nível de bem-estar das gerações futuras.³⁷ Porém, como os efeitos do investimento público, financiados por dívida pública, beneficiam não só a geração atual, mas também as próximas gerações futuras, poderá haver um equilíbrio na distribuição de custos e benefícios. Esta proposição é válida tanto para o investimento em infraestruturas como em capital humano (educação), cujos efeitos externos justificam a intervenção do Estado.³⁸ A expansão da dívida provoca uma redução da fertilidade e poderá levar a uma redução do capital privado (economia fechada) e/ou a um aumento do endividamento externo (economia aberta).

O nível ótimo será tanto menor quanto mais elevada for a dimensão do setor público, e quanto maior for o efeito distorcionário dos impostos. O nível ótimo será tanto maior quanto maior for a diferença entre o grau de impaciência intertemporal em relação à taxa de juro internacional. O nível ótimo será tanto menor quanto maior for a elasticidade de oferta de trabalho e a elasticidade do investimento à taxa de juro. Outra afirmação que a experiência dos anos 2000 demonstra é que:

Numa União Monetária, o Estado de um pequeno país membro tem maior propensão para se endividar porque é menor o efeito sobre a taxa de juro resultante de um aumento da dívida (problema de subestimação do prémio de risco por efeito da política monetária única e externalidades da dívida).³⁹

Vimos a dificuldade em caracterizar a taxa de endividamento ótima, mas a tendência para a forte subida dos rácios de dívida pública nos últimos anos, atingindo sucessivos recordes, volta a colocar a questão do sobre-endividamento.

O fenómeno do “*debt overhang*”, que corresponde ao sobre-endividamento, mostra que existe um limiar do rácio da dívida excessiva que não só corresponde a um limite de elevado risco, como excede o racional financeiro. É um rácio em que o perdão parcial da dívida faz subir o valor atualizado da dívida para os credores. Este fenómeno foi identificado pela primeira vez no caso das crises da dívida da América Latina nos anos 1980, e deve-se a Krugman (1988)⁴⁰ e Sachs (1987)⁴¹ a sua descoberta e

³⁷ Otaki, M. (2015). Public Debt as a Burden on the Future Generation: a Keynesian Approach. University of Tokyo, DBJ Discussion Paper 1502.

³⁸ Uma das proposições mais aceites por economistas é que uma guerra deve ser sobretudo financiada por dívida e não por subida de impostos. Mais uma vez a principal razão é a repartição dos custos com gerações futuras. Ou, como no caso da participação de Portugal na I Grande Guerra, a repartição dos custos com o Reino Unido, através da dívida externa.

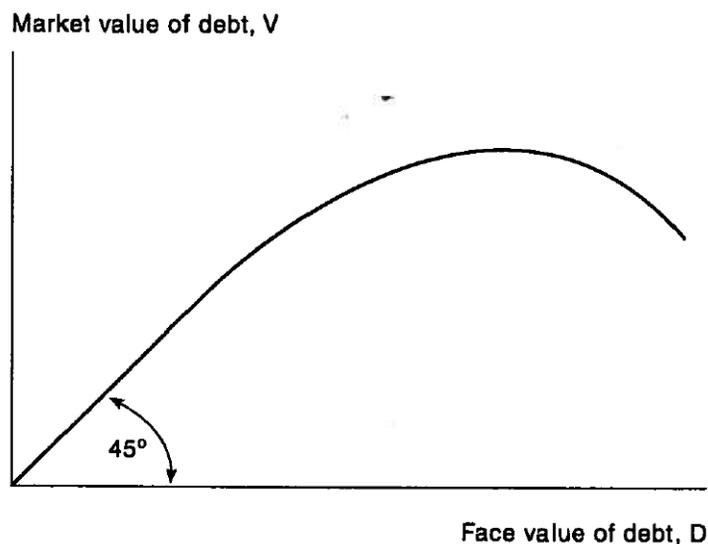
³⁹ Mesmo que seja reafirmada a cláusula do *no-bail out*, o auxílio oficial aos países da crise do Euro atingiu valores globais sem precedentes. O total da ajuda do BCE e governos da UE ultrapassou o bilião de Euros t . Ver Mateus, A. (2016). Ajustamento nos Países da Crise do Euro. Mimeo.

⁴⁰ Financing versus Forgiving a Debt Overhang, NBER WP 2486 and *Journal of Development Economics*, Nov 1989.

operacionalização. Reinhart e Rogoff (2012) identificaram 26 episódios de *debt overhang* entre 1800 e 2011, em que o rácio da dívida persiste acima de 90% do PIB durante pelo menos 5 anos. Estes episódios levam a uma menor taxa de crescimento do PIB, embora a evidência empírica daqueles autores não seja robusta.

Sachs (1989) identificou um tipo de curva de Laffer entre o valor nominal da dívida e o valor de mercado da dívida, conforme o Gráfico 19 mostra:

Gráfico 19



De facto, é possível empiricamente verificar que existe uma relação negativa entre o valor da dívida e o rácio da dívida, por exemplo, em relação às exportações, para os países subdesenvolvidos.⁴² Contudo, existem poucos casos identificados em que os países se encontram no lado direito da curva. Claessens (1996) identifica apenas quatro casos, mas o cálculo da função do valor da dívida é complicado pela necessidade de especificar um modelo estrutural para cada país, que depende não só do rácio da dívida como da capacidade de serviço da dívida. E, mais uma vez, no caso dos países desenvolvidos, apenas no caso dos países já em plena crise do Euro é que a probabilidade de um *default* da dívida subiu substancialmente (medido, por exemplo, pelos CDS).

O caso do *debt overhang* é também interessante porque propõe uma relação negativa entre o rácio da dívida (ou melhor, o custo em juros e amortização da dívida) e a taxa de crescimento do investimento. Contudo, deve-se notar que a taxa de investimento depende de muitos fatores, pelo que não é possível identificar uma relação simples entre aquelas variáveis utilizando dados estatísticos.

⁴¹ Conditionality, Debt Relief, and the Developing Country Debt Crisis, in Sachs, J. *Developing Country Debt and Economic Performance*, NBER, 1987 and Sachs, J. *The Debt Overhang of Developing Countries*, in R. Findlay (ed.). *Debt, Stabilization and Development. Essays in Memory of Carlos D. Alejandro*, Oxford U P, 1989.

⁴² Claessens,

Suponhamos um país e dois períodos. No período 1 o país tem uma dívida, D , que tem que ser paga no período 2. O fator de desconto internacional é fixado em 1. O país é neutral em relação ao risco com utilidade

$$U = C_1 + E(C_2)$$

Em que a restrição orçamental é

$$Y_1 = C_1 + K_2$$

Em que os C_s são consumos e K_s são stocks de capital.

No período 2 temos duas situações: o país pagar a dívida:

$$AF(K_2) = C_2 + D$$

Ou o país não paga a dívida, pelo que os credores executam a fração β do produto, ficando apenas para consumo o seguinte valor:

$$(1 - \beta)AF(K_2) = C_2$$

Em que o F é uma função de produção côncava com as propriedades normais e A é uma variável aleatória com o valor esperado igual a 1 e função densidade $P(A)$.

O valor de mercado da dívida, que é o valor esperado dos pagamentos aos credores é

$$V(D, K_2) = \beta F(K_2) \mathbb{E} \left[A \mid A < \frac{D}{\beta F(K_2)} \right] \mathbb{P} \left[A < \frac{D}{\beta F(K_2)} \right] + D \mathbb{P} \left[A \geq \frac{D}{\beta F(K_2)} \right]$$

Em que a primeira parcela do lado direito representa a situação de não pagamento e a segunda parcela a situação de pagamento. O país não tem incentivo em pagar para todos os valores de A tais que $\beta AF(K_2) < D$

O valor da dívida, V , é inferior ao seu valor nominal, D , caso a probabilidade de não pagamento seja positiva.

Suponhamos agora que o país maximiza a sua utilidade, em ordem a K_2 nos dois períodos

$$U(K_2) = Y_1 - K_2 + F(K_2) - V(D, K_2)$$

Designemos o limiar de produtividade

$$A^* = \frac{D}{\beta F(K_2)}$$

Por substituição:

$$\text{Max } U(K_2) = Y_1 - K_2 + F(K_2) - \beta F(K_2) \mathbb{E}[A \mid A < A^*] \mathbb{P}[A \mid A < A^*] - D \mathbb{P}[A \mid A \geq A^*]$$

Derivando em ordem a K_2 , obtém-se a condição de primeira ordem:

$$F'(K_2) [1 - \beta \mathbb{E}[A \mid A < A^*] \mathbb{P}[A \mid A < A^*]] = 1$$

Em que o termo dentro do parêntesis a subtrair representa um imposto sobre o capital resultante dos credores. Daqui resulta implicitamente que $K'(D) < 0$ e que é o efeito de *debt overhang*.⁴³ Assim, podemos ter, no caso deste termo ser bastante significativo temos:

$$\frac{\partial V(D, K_2)}{\partial D} = \beta F'(K) K'(D) \mathbb{E}[A \mid A < A^*] \mathbb{P}[A \mid A < A^*] + \mathbb{P}[A \mid A < A^*]$$

⁴³ Note-se que não é o nível da dívida que faz descer o investimento, mas os custos do serviço da dívida.

Em que o primeiro termo representa o efeito de *debt overhang* que é negativo. Como o segundo termo é positivo no caso de haver probabilidade de não pagamento, um efeito de *debt overhang* suficientemente negativo leva a que o valor da dívida baixe com o aumento da dívida. Neste caso, como Krugman e Sachs denotam, o valor da dívida para os credores aumenta se estes perdoarem parte da dívida. Mas mesmo que o país não se encontre no lado direito da curva de Laffer, faz sentido que haja algum perdão da dívida quando os custos para os credores são menores que os benefícios para o devedor.

Esta linha de investigação é conhecida na já vasta literatura sobre a sustentabilidade da dívida como baseada na ideia de insolvência estratégica, “*strategic default*”⁴⁴. Porém, mais relevante para os países desenvolvidos parece-nos a teoria da sustentabilidade baseada na ideia de capacidade de pagamento “*ability to pay*”, que explora a chamada margem ou espaço fiscal que o país dispõe para satisfazer os custos da dívida. Esta última linha deve-se a Gosh, A. *et al.* (2011)⁴⁵ e passou a fazer parte da metodologia de algumas agências de *rating* para análise da sustentabilidade da dívida.⁴⁶

A análise explora a equação dinâmica da dívida, (6), estudando a reação do saldo primário à variação do nível da dívida, dadas a taxa de juro e taxa de crescimento do PIB nominais. A função de reação do Governo do saldo primário (s_{t+1}) é dada por

$$s_{t+1} = \mu + f(d_t) + \varepsilon_{t+1}$$

Em que μ são os fatores que determinam o saldo orçamental primário para além da dívida, $f(d_t)$ é a função de reação à dívida do ano anterior, e ε_{t+1} é o choque ao saldo com função de distribuição $G(\varepsilon)$ com as propriedades normais. Para captar a ideia de “*fiscal fatigue*”, existe um nível de dívida a partir do qual $f'(d) > r^* + g$, ou seja, que a resposta do saldo a um aumento unitário da dívida é inferior à taxa de juro ajustada pelo crescimento, o que faz a dívida explodir. O modelo estipula, assim, uma equação cúbica entre o saldo primário e o nível da dívida, conforme o Gráfico 20.

O nível limite da dívida, neste exemplo determinístico, é dado pela maior raiz que satisfaz a equação:

$$\mu + f(\bar{d}) = (r^* - g)\bar{d}$$

O modelo supõe ainda credores que são neutrais em relação ao risco, e que existe um nível máximo de dívida, a que os credores estão dispostos a fazer o *rollover* da dívida, \bar{d} , e existe também um nível da dívida a partir do qual o mercado cobra um prémio de risco de *default*, \hat{d} . O Gráfico 13 mostra o modelo

⁴⁴ Veja-se, por exemplo, o *survey* de Eaton e Fernandez. Sovereign Debt. In *Handbook of International Economics*, North-Holland P., 1996.

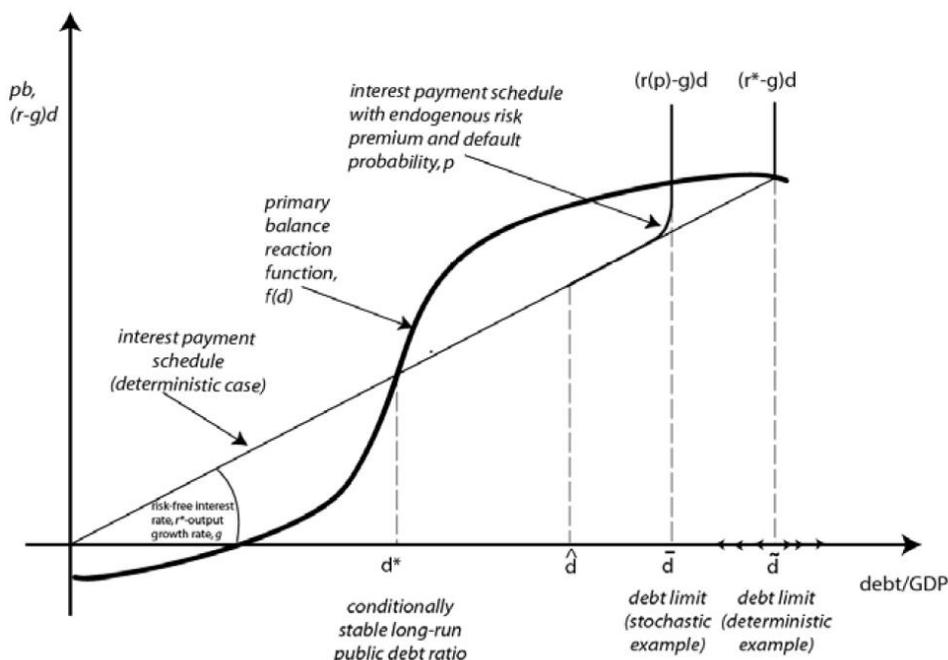
⁴⁵ Gosh, A., J. Kim, E. Mendoza, J. Ostry, M. Qureshi (2011). Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies, NBER WP 16782.

⁴⁶ Ver Moody’s Analytics. Fiscal Space, Special Report, 2011

determinístico, em termos simplificados. O ponto d^* é o ponto de convergência de longo prazo do equilíbrio da dívida, mas é um equilíbrio instável. Enquanto para a esquerda, o rácio da dívida tende para o equilíbrio, uma vez este ultrapassado, o rácio tende a crescer. O espaço orçamental é a diferença entre o rácio atual da dívida e o limite máximo, que pode ser medido em termos determinísticos, ou em termos estocásticos, que depende dos choques que afetam o saldo primário (e as taxas de juro e crescimento do PIB).

Gráfico 20

Figure 3. Determination of Debt Limit in Deterministic Example



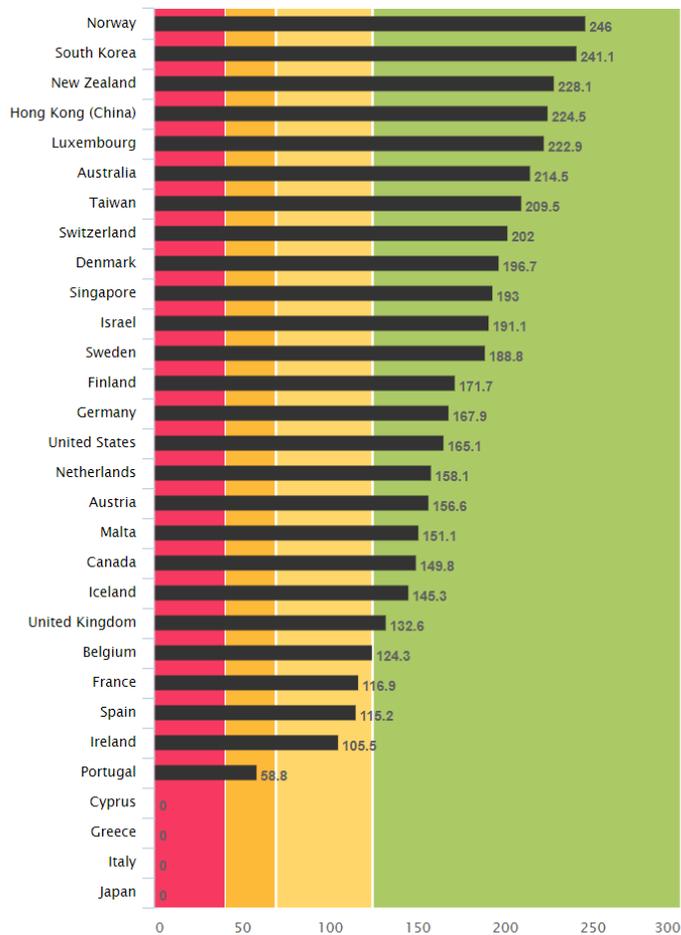
A função de reação do saldo primário é estimada, com dados em painel, para as economias avançadas, incluindo, para além do rácio da dívida, fatores específicos de cada país, como o *output gap*, desenvolvimento institucional e grau de abertura da economia.

A estimação mostra que o coeficiente marginal da função de reação começa a reduzir-se significativamente a partir de 90-100% do PIB e torna-se negativo a partir de 150% do PIB.

O problema desta metodologia é que o espaço orçamental estimado é muito largo e não especifica analiticamente o limite probabilístico associado à *default*, e os limites associados, por exemplo, a diferentes *spreads*. Outro problema é que a análise é de equilíbrio parcial. Finalmente, a análise assenta em grande parte nos dados históricos, e é muito sensível a uma pequena variação dos parâmetros de base, como por exemplo, o diferencial entre a taxa de juro e o crescimento do PIB.

Na análise feita pela Moody's Analytics em maio de 2014 a posição dos países desenvolvidos em relação aos limites da dívida estão representados no Gráfico 20. O rácio da dívida de equilíbrio estimado para Portugal é de cerca de 80% do PIB,⁴⁷ e o designado espaço orçamental (*fiscal space*) é de 60%, encontrando-se assim o país na zona âmbar,⁴⁸ ou seja, de risco significativo de *default* da dívida, pelo que deve reduzir a dívida, aproximando-a do nível de equilíbrio de longo prazo.

Quadro 8
Espaço Orçamental e Limites da Dívida Pública



Fonte: Moody's Analytics.

Do mesmo tipo são os modelos de Bi (2010, 2012)⁴⁹ e Bi e Lepper (2010)⁵⁰ que constroem um modelo de equilíbrio geral tipo DSGE para deduzir o limite de endividamento (que o governo deseja e pode

⁴⁷ Ver o quadro 3 de Gosh *et al.* (2011).

⁴⁸ A zona de alto risco é encarnada, a zona amarela de cautela e a verde é de segurança.

⁴⁹ Sovereign Default Risk Premia, Fiscal Limits and Fiscal Policy. May 2010, mime., depois WP do Bank of Canada 2011-10 e *European Economic Review*, 56(3): 389-410.

⁵⁰ Sovereign Risk Premia and Fiscal Policy in Sweden, mimeo, March 2010.

financiar) a partir dos fundamentais (*fundamentals*) da economia. O limite de endividamento é endógeno e deriva-se de um conjunto de curvas de Laffer dinâmicas em que os impostos são distorcionários e o governo exibe uma função de reação para o ajustamento orçamental. O governo sobe os impostos para ocorrer ao maior serviço da dívida, o que afeta os resultados do risco de *default* da dívida. O modelo não linear consegue produzir prémios de risco substanciais depois de calibrado, e mesmo antes de atingir níveis de dívida de *steady state*, que aproximam razoavelmente os valores observados para Grécia em 2010-11 e Suécia nos anos 1990, da crise imobiliária.

A distribuição associada ao limite de endividamento é específica a cada país, e é um conjunto de limites máximos da dívida que o governo deseja e é capaz de financiar o seu serviço, dados os choques aleatórios a que a economia está sujeita. Em cada período um nível efetivo da dívida é escolhido desta distribuição. Se o nível da dívida ultrapassa este limite efetivo, o governo renega uma fração da dívida. O modelo é de uma economia fechada e apenas existem famílias e Estado. As famílias detêm a dívida e supõe-se que conhecem a distribuição da mesma, avaliam o risco e escolhem a quantidade da dívida que desejam em carteira e o preço a que desejam comprá-la. O comportamento racional dos agentes, a política fiscal esperada – dadas as despesas em consumo e transferências, e as curvas de Laffer – e a distribuição dos choques exógenos, permitem mapear a distribuição dos rácios da dívida sustentáveis máximos. O modelo permite calcular uma relação não linear entre o rácio da dívida e os prémios de risco. Uma vez ultrapassado um certo limiar o prémio de risco sobe rapidamente, o que contradiz a ideia de que haverá uma aproximação linear e gradual do limite de sustentabilidade. Também é interessante que a subida do prémio de risco no longo prazo precede a subida do curto prazo, o que constitui um indicador antecipado.

Um país com maior peso do consumo público e transferências pode atingir mais rapidamente o cume da curva de Laffer e ter um limite da dívida mais baixo. Um país com uma maior reação discricionária a flutuações económicas também terá um limite mais baixo. Um país em que o governo manifesta menor desejo em suportar o serviço da dívida também tem um limite mais reduzido. Por outro lado, uma economia menos vulnerável a choques exógenos ou com menor risco político tem um limite mais elevado.

O Quadro 9 apresenta os parâmetros fundamentais para a Grécia, Portugal, Espanha, Itália e Suécia, e os cálculos dos limites da dívida, baseados nos anos de 2007, 2010, 2017 e as projeções de *steady state*. Estes parâmetros são os observados, e as elasticidades estimadas para o período de 2000 a 2007. Os limites são estimados por aproximação ao modelo de Bi e Lepper. Os resultados mostram que o limite para estes países varia entre 71% para a Grécia e 125% para a Suécia. Para Portugal o limite é de 82% a 94% do PIB.

O Gráfico 21 mostra como as taxas de juro da dívida evoluem de uma forma estável até próximo do limite da dívida e depois têm um crescimento muito rápido à medida que o limite é ultrapassado. Para o caso da Suécia verificamos que depois da crise houve um deslocamento para a direita do limite, o que se deve à elevada credibilidade do país (sobretudo devido às reformas do Estado que reduziram drasticamente as taxas de imposto e o peso do Estado) e ao facto de este ter adotado as políticas

apropriadas para resolver a crise (gráfico superior). No gráfico inferior mostram-se as diferentes reações as taxas de juro como diferentes regras fiscais, que mostram uma reduzida sensibilidade da função de reação, embora a regra de um limite superior à despesa reduza a massa do risco na banda esquerda da distribuição. Independentemente das limitações do modelo, não seria de surpreender que este resultado derivasse da elevada credibilidade da política económica que este país alcançou.

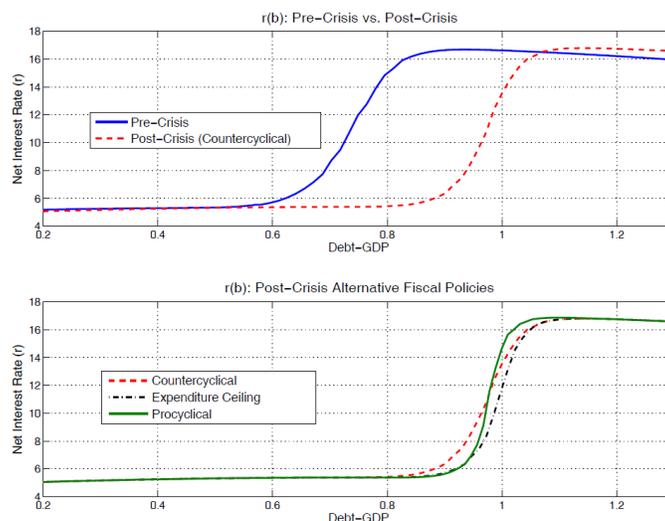
Quadro 9 Limites da Dívida e Parâmetros Fundamentais da Economia

Un: In percent GDP	Greece				Portugal				Spain				Italy				Sweden			
	2007	2010	2017	Proj	2007	2010	2017	Proj	2007	2010	2017	Proj	2007	2010	2017	Proj	2007	2010	2017	Proj
Size of the government																				
Government consumption	17.40	17.70	19.90	17.00	20.30	22.90	17.60	18.00	18.40	21.60	18.50	18.00	19.70	21.40	18.60	18.00	25.90	27.90	25.80	25.00
Transfers	17.60	20.70	22.80	19.00	15.20	17.70	18.80	20.00	11.60	15.30	17.80	17.50	17.00	19.30	22.70	22.00	15.30	16.70	12.90	14.00
Total Expenditure	44.70	48.40	50.40	45.00	45.70	51.00	44.80	46.00	39.20	45.70	41.00	41.00	47.90	51.30	49.10	48.00	52.50	55.90	48.80	47.00
Response of expenditures to productivity	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	1.10	1.10	1.10	1.10
Ability to raise taxes - Laffer curves																				
Total taxes	31.70	31.30	42.00	38.00	36.80	35.40	37.10	38.00	37.10	31.60	34.40	35.00	43.10	42.50	42.80	42.00	48.30	45.60	44.00	44.00
Elasticity of taxes to productivity	0.40	0.40	0.40	0.40	0.50	0.50	0.50	0.50	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	1.30	1.30	1.30	1.30
Estimated Laffer curve	40.00	42.00	46.00	40.00	40.00	42.00	40.00	41.00	37.00	40.00	40.00	40.00	42.00	45.00	46.00	44.00	49.00	50.00	47.00	47.00
Vulnerability to shocks	0.03	0.03	0.03	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
Standard deviation of productivity	0.03	0.03	0.03	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
Persistence of productivity	0.55	0.55	0.55	0.55	0.20	0.20	0.20	0.20	0.65	0.65	0.65	0.65	0.69	0.69	0.69	0.69	0.66	0.66	0.66	0.66
Potential GDP growth rate	2.50	2.50	2.20	2.20	1.50	1.50	1.60	1.50	2.00	2.00	1.80	1.80	1.50	1.50	1.40	1.40	2.00	2.00	2.00	2.00
Political risk																				
ICRG	67.00	68.50	75.00	75.00	73.00	74.50	72.00	72.00	71.00	72.00	70.00	71.00	73.00	74.30	73.00	73.00	85.50	85.50	85.50	85.00
Political stability	53.00	-13.00	-22.00	-22.00	77.00	70.00	82.00	80.00	-30.00	-29.00	35.00	35.00	43.00	47.00	38.00	38.00	124.00	109.00	95.00	120.00
Institutional capacity for reforms	1.80	1.80	1.30	1.30	2.20	2.20	3.00	3.00	2.50	2.50	2.70	3.00	3.50	3.50	3.20	3.30	5.00	5.00	5.00	5.00
Fiscal surplus	-3.30	-7.10	5.70	4.50	1.30	-5.20	2.26	3.00	7.10	-5.30	-0.55	2.00	6.40	1.80	2.00	2.50	7.10	1.00	1.10	2.70
Maximum fiscal surplus	5.00	3.60	3.30	4.00	4.50	1.40	3.60	3.00	7.00	3.10	3.70	4.50	5.30	4.30	4.70	4.00	7.80	5.40	8.30	8.00
Maximum debt ratio	100.00	72.00	66.00	80.00	90.00	28.00	72.00	60.00	140.00	62.00	74.00	90.00	106.00	86.00	94.00	80.00	156.00	108.00	166.00	160.00
Actual Debt/GDP	95.70	124.90	179.50	179.50	63.60	85.80	126.40	126.40	36.10	64.90	98.40	98.40	103.50	118.20	132.00	132.00	40.80	42.60	39.00	39.00
Estimated fiscal limits: Debt/GDP	95.48	102.58	92.68	82.68	81.61	90.71	81.41	82.01	78.57	98.77	91.57	90.57	77.35	87.81	89.35	85.56	95.95	104.35	98.55	97.84
Alternative estimate fiscal limits				70.6				93.7				109.10				109.10				124.50
Interest rate implicit debt	4.36	4.00	1.80	3.00	4.31	3.04	3.11	3.90	4.39	3.12	2.55	3.30	4.77	3.72	2.89	3.80	4.30	2.55	0.90	2.70
Interest rate 10YB	4.50	9.09	6.02	5.00	4.43	5.40	3.28	4.70	4.31	4.25	1.57	3.10	4.49	4.04	2.18	4.50	4.17	2.89	0.54	2.90
Inflation rate	3.42	0.67	0.92	1.50	2.98	0.64	1.35	1.50	3.33	0.16	0.93	1.20	2.43	0.32	0.60	1.20	2.93	1.50	1.06	1.00
Spread average	0.17	0.94	-0.08	0.30	0.12	-0.02	1.23	1.20	0.20	0.06	0.68	0.60	0.58	0.66	1.01	1.10	0.11	-0.51	-0.97	0.00
Spread 10YB	0.27	6.18	5.68	2.30	0.20	2.59	2.95	2.00	0.09	1.47	1.25	0.40	0.26	1.27	1.85	1.80	-0.04	0.15	0.22	0.20
Interest rate real	0.91	3.31	0.87	1.48	1.29	2.38	1.74	2.36	1.03	2.96	1.61	2.08	2.28	3.39	2.28	2.57	1.33	1.03	-0.16	1.68
Interest burden	4.17	5.00	3.20	5.39	2.74	2.61	3.90	4.93	1.58	2.02	2.50	3.25	4.94	4.40	3.80	5.02	1.75	1.09	0.35	1.05
Interest rate without risk	4.19	3.06	1.88	2.70	4.19	3.06	1.88	2.70	4.19	3.06	1.88	2.70	4.19	3.06	1.88	2.70	4.19	3.06	1.88	2.70
Interest rate 10YB Germany	4.216	2.74	0.32	2.70	4.216	2.74	0.32	2.70	4.216	2.74	0.32	2.70	4.216	2.74	0.32	2.70	4.216	2.74	0.32	2.7

Fonte: Mateus (2011) e cálculos do autor.⁵¹

Gráfico 21 Reação das taxas de juro aos limites da dívida: caso da Suécia

⁵¹ Mateus, A. (2011). Crises in the Peripheral Countries of the Euro. Seminar at University College of London, London.



Fonte: Bi e Lepper (2010).

Tratado Orçamental: rácio de referência da dívida e desvios

Os critérios de disciplina orçamental fixados pelo Tratado de Maastricht de 1992 não resultaram de nenhum estudo teórico aprofundado, nomeadamente o défice máximo de 3% do PIB, exceto em situações económicas críticas, ou o rácio da dívida pública de referência de 60% do PIB. Estes valores resultaram do cálculo da média destes indicadores dos países da UE em 1989, aquando da negociação do Tratado. O Pacto de Estabilidade e Crescimento de 1995 veio dar um pouco mais de força à disciplina orçamental, estabelecendo que a média dos saldos orçamentais deveria estar próxima de zero (ou melhor entre 0 e -1) ao longo do ciclo, reconhecendo a natureza anticíclica da política orçamental. Foi a partir desta formulação que assumiu importância a definição do défice estrutural. Também estabeleceu um mecanismo sancionatório para os países que violassem o teto do défice, depois de terem sido avisados e não tivessem tomado medidas corretivas. O PEC não estabeleceu nenhum limite da dívida, por causa de países como a Bélgica e Itália, que pretendiam ser países fundadores do Euro, e que tinham rácios superiores a 100% do PIB.⁵² Foi só com o Six Pack que se reforçou o peso do critério da dívida e se procurou estabelecer um objetivo do défice que definisse uma trajetória de aproximação ao rácio dos 60%, definindo um mínimo de “velocidade de aproximação”. O PEC continua a não ter um mecanismo automático de correção, pelo que o nível de dívida de partida é sempre tomado como ponto de partida: “*biggones are biggones*”.

É importante referir que ao estabelecer como critério fundamental na trajetória da política orçamental o défice estrutural (global), implicitamente estamos a definir uma trajetória para o défice primário (estrutural ou não estrutural), dado que o pagamento de juros é em grande parte exógeno. Por exemplo, para um país que tenha um défice nominal ou estrutural de 0%, e em que o peso dos juros seja de 4%, tem implicitamente um excedente primário de 4%.

⁵² Em 1994 a Bélgica tinha um rácio de 125,6% e a Itália de 123,8%.

Segundo o Tratado Orçamental:

It will be possible to open an Excessive Debt Procedure on the basis of the debt criterion. Member States with government debt ratios in excess of 60% of GDP should reduce this ratio in line with a numerical benchmark, which implies a decline of the amount by which their debt exceeds the threshold at a rate in the order of 1/20th per year over three years. If they do not, they could be placed in EDP depending on the assessment of all relevant factors and taking, in particular, into account the influence of the cycle on the pace of debt reduction.

Existe assim, uma obrigação de eliminar a diferença entre o rácio da dívida atual e o valor de referência de 60% em 20 anos, independentemente do seu valor atual. Esta regra tem levantado alguma controvérsia. Por exemplo, Portugal tem atualmente um rácio da dívida de 126%, o que significa que tem que reduzir o peso da dívida em 3,3 pp do PIB por ano.

No centro do ramo preventivo do PEC estão os Objetivos de Médio Prazo (MTOs) da Política Orçamental, e que são fixados pela Comissão todos os três anos, e que compreendem três partes:

- uma que se refere à sustentabilidade ou ao progresso para a sustentabilidade que estabilizaria a dívida a 60% do PIB, e que é igual ao produto de 60% e a taxa de crescimento do PIB nominal, segundo as projeções do Ageing Report,
- a segunda que cobre uma parte do valor presente dos custos do envelhecimento da população, igual a 33% vezes o valor atualizado do acréscimo esperado dos custos do envelhecimento projetados no Ageing Report, e,
- uma terceira que representa o esforço suplementar que o país tem que fazer se o nível da dívida estiver muito acima do rácio dos 60%, dado pela fórmula:

$$\text{Esforço de Redução da Dívida} = 0,024 * \text{Rácio da Dívida} - 1,24$$

No caso do rácio da dívida ser 60% o esforço suplementar será de 0,2% do PIB, e se for 120% será 1,64%.

O MTO atualmente fixado para Portugal é um excedente estrutural de 0,25% do PIB, com um ajustamento mínimo de 0,5 pp do défice estrutural por ano, devendo aquele objetivo ser atingido em 2021.

Segundo a Comissão, nenhum país registou de uma forma continuada, um excedente primário superior a 5,5% do PIB, pelo que qualquer um poderá pedir uma exceção a um MTO que implique um excedente primário daquele valor, caso o défice global não seja superior aos -1% do limite inferior da zona Euro.⁵³

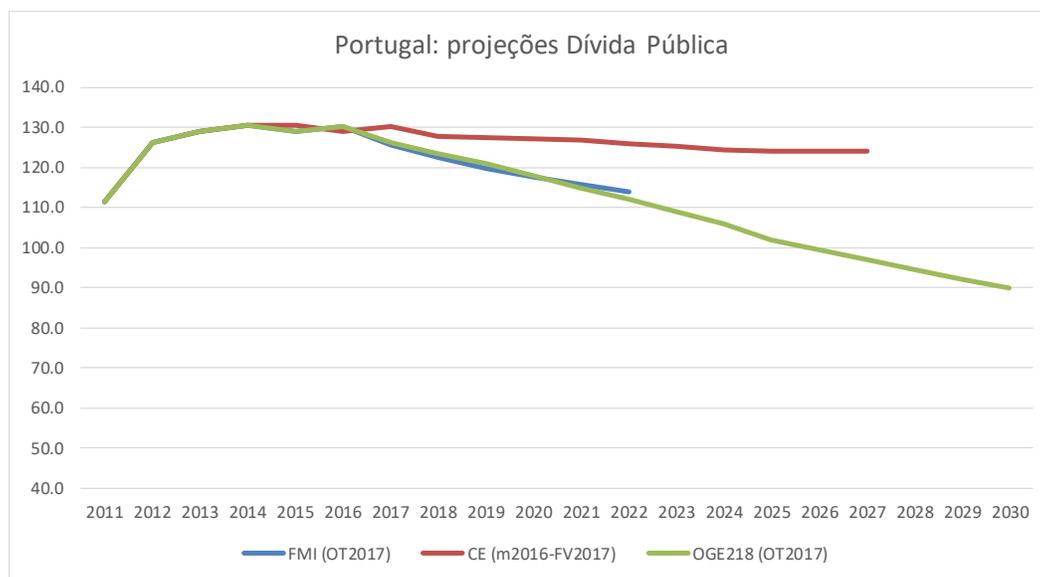
4. Projeções da dívida pública para 2018-2030

⁵³ European Commission. Vademecum Stability and Growth Pact, 2017, pg.30.

Nesta secção vamos analisar as projeções para a dívida pública portuguesa feitas pelo FMI, Comissão Europeia e constantes do Orçamento Geral do Estado (e Programas de Estabilidade e Crescimento), comparando as hipóteses feitas e comentando o seu realismo. Seguidamente analisaremos alguns dos principais fatores que podem influenciar os cenários estudados, nomeadamente as responsabilidades contingentes, envelhecimento da população e política monetária do BCE. Terminaremos com o estudo de cenários alternativos e quais as recomendações para a trajetória da dívida, numa perspetiva de sustentabilidade.

O Gráfico 22 mostra as projeções do rácio da dívida pública do FMI, Comissão Europeia, publicados em 2017 e do Orçamento Geral do Estado para 2018, para o período 2017-2030, com diferentes horizontes temporais. Tomaram-se apenas os cenários de base. O Quadro 10 mostra os pressupostos que serviram de base às projeções.

Gráfico 22



Fonte: FMI (2017), CE (2017), OGE (2017).

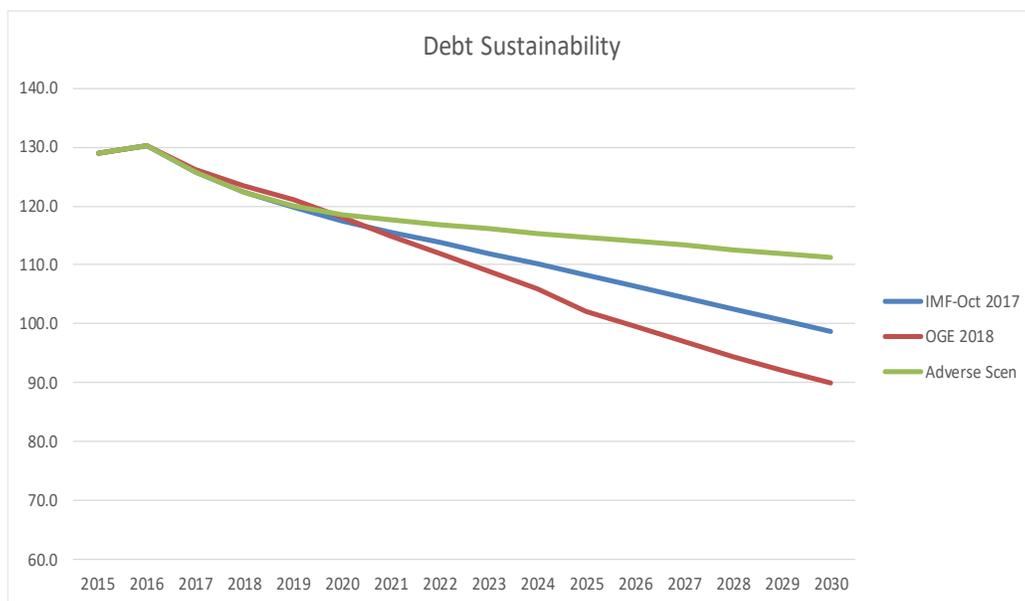
Quadro 10

Projeções Dívida Pública: Pressupostos											
Cenário de Base											
	PIB tc										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FMI-Out 2017	2.5	2.0	1.7	1.5	1.2	1.2					
CE-Monitor 2016	1.2	1.4	0.5	0.4	0.5	0.9	1	1	1	1	1.1
OGE 2018		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	Inflação										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FMI-Out 2017	2.2	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8					
CE-Monitor 2016	1.7	1.7	1.8	1.9	2	2	2	2	2	2	2
OGE 2018		1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
	Taxa juro nominal										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FMI-Out 2017	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.5					
CE-Monitor 2016	3.5	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	4	4.1	4.2
OGE 2018		2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
	Excedente primário										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FMI-Out 2017	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5					
CE-Monitor 2016	2.2	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
OGE 2018		2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
	Dívida base (2017)	Dívida base (2018)									
FMI-Out 2017	125.7	122.5									
CE-Monitor 2016	129.5	127.8									
OGE 2018	126.2	123.5									

Fonte: ver Gráfico 22.

O Gráfico 23 mostra as projeções extrapoladas para 2030, tomando como base os pressupostos do último ano das projeções respetivas.

Gráfico 23



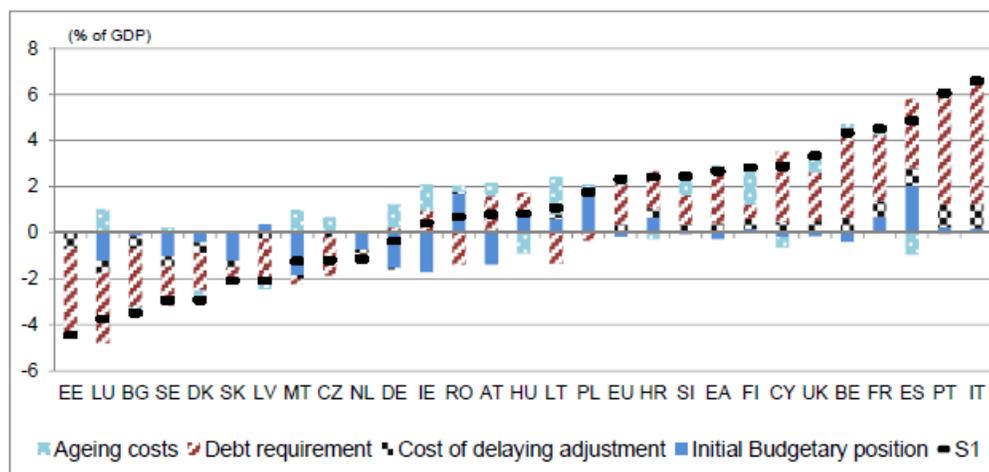
Fonte: Gráfico 15 e cálculos do autor.

As três projeções mais recentes mostram uma trajetória decrescentes da dívida pública, com as do FMI e do OGE-2018 semelhantes, até 2021, mas em 2030 a CE projeta uma dívida de 120%, o FMI de 99% e o MF de 90%. A principal diferença está nas hipóteses sobre as taxas de juro: o OGE pressupõe que as taxas de juro nominais vão manter-se ao nível recorde baixo de 2,9% indefinidamente, o FMI supõe que se mantém em 3,5% e a Comissão supõe uma subida gradual até 4,2% em 2027. Quanto ao excedente primário, o OGE supõe que este se mantém ao nível da proposta para 2018: 2,6% do PIB (recorde histórico), enquanto a Comissão supõe que passa de 1,8% para 1,4% do PIB.

Segundo cálculos da Comissão Europeia,⁵⁴ Portugal e a Itália (superiores a 6 pp do PIB) são os países da UE que maiores esforços têm de fazer de ajustamento orçamental entre 2015 e 2023, para colocar o rácio da dívida numa trajetória sustentável de médio prazo.

Gráfico 24

Graph 3.4: The S1 sustainability indicator and its components



Source: Commission services.

Fonte: CE. Debt Sustainability Monitor, 2016.

Hipóteses utilizadas nas projeções da dívida

Qual o realismo destas projeções? São, essencialmente três as questões que se colocam:

- Qual o excedente primário sustentável?

⁵⁴ CE, Debt Sustainability Monitor, 2016, pg. 61.

- Qual a taxa de juro sem risco expectável e qual o prémio de risco?
- Qual a taxa de crescimento do PIB de longo prazo da economia portuguesa?

Vejamos cada um destes fatores. Começando pelo excedente primário, Portugal nunca manteve um excedente primário entre 1995 e 2015 (a média em 1995-2017 foi de um défice primário de 1,5%), pelo que para sustentar uma descida do rácio da dívida terá que haver uma alteração de regime da Política Orçamental. Qualquer cenário da dívida baseado no passado é, pois, incompatível com o objetivo de redução do peso da dívida. Será o novo regime orçamental desde 2015 sustentável? E conseguiremos manter o excedente que só se deve atingir em 2018? As projeções apresentadas e os pressupostos do nosso trabalho é que para o futuro Portugal não só vai prosseguir o novo regime de Política Orçamental como colocá-lo em bases mais sólidas.

No período 1995-2017, os únicos países da UE que tiveram um excedente primário, em média superior a 2% do PIB foram a Bélgica (2,9), Dinamarca (2,6), Itália (2,4), Finlândia (2,3) e Luxemburgo (2,1). Contudo, é possível encontrar episódios em que aquelas taxas foram mais elevadas. A Irlanda conseguiu manter durante o programa de estabilização e convergência para o Euro, um excedente primário médio de 4,6%, entre 1988 e 2000, baixando a dívida pública de 121,5% para 36% do PIB em 12 anos. A Bélgica, desde a negociação do Tratado de Maastricht e o período em que o PEC começou a ser relaxado, ou seja, entre 1991 e 2004, manteve um excedente primário médio de 5% do PIB, baixando o rácio da dívida de 124% para 96,5% do PIB. A Dinamarca, desde que iniciou o seu programa de estabilização em 1984 e até à grande recessão de 2009, manteve um excedente primário médio de 5,57%,⁵⁵ baixando o rácio da dívida de 50 para 33% do PIB. A redução média anual das dívidas foram de 7,1; 2,1 e 1,1 pp do PIB, o que mostra a importância da taxa de juro ajustada pelo crescimento durante os processos de desendividamento.

Para Portugal manter o excedente primário requerido, de uma forma sustentada, é essencial prosseguir as reformas estruturais da despesa e fiscais, bem assim como manter a despesa corrente primária sob estrito controlo durante o período de redução da dívida (em particular nos primeiros 10 anos).

Irá manter-se o atual nível de baixas taxas de juro no Euro? Vejamos, primeiro, considerações de médio e depois de longo prazo. Em 2017, a taxa de juro implícita na dívida portuguesa foi de 3,11%, enquanto que para a Alemanha foi de 1,88%, ou seja, com um *spread* médio de 123 pontos base. Se nos reportarmos ao último ano antes da crise global verificamos que aquelas taxas foram de 4,31 e 4,19%, respetivamente. O BCE deverá terminar até finais de 2018 o *Quantitative Easing* (QE), que foi fundamental para manter e reduzir as taxas de juro na zona Euro e reduzir os *spreads* de Portugal. Qual será o impacto da eliminação do QE? Devemos considerar dois fatores: (i) As taxas de juro de curto e médio prazo na UE subirão de negativas para positivas, e para níveis que sejam compatíveis a nível global. O impacto nas taxas mais longas poderá ser menos pronunciado, mas estimamos que seja de 100 a 150 pontos base entre 1 e 2 anos (aproximando-se do nível histórico de 3-5% da pré-crise), (ii) O *spread* de PT em relação à DE também poderá subir de 50 a 100 pontos base, (iii) A soma dos dois efeitos dá 150 a 250 pontos base dentro de 1 a 2 anos, em linha com Comissão e FMI. Parte deste efeito pode ser compensado por maior crescimento do PIB na UE, com aumento do PIB potencial de 0,2 a 0,4 pp.

⁵⁵ É este episódio que marca o máximo que a Comissão Europeia considera para a definição dos MTOs.

Vejamos agora o longo prazo. O Quadro 11 apresenta as taxas de juro nominais e reais de um conjunto de países para um período que antecedeu a crise (2000-2007) e para o período da crise e QE (2011-2017). A taxa de juro nominal na Alemanha, que é considerada um *benchmark*, foi em média de 4,59 no período do Euro antes da crise, para a taxa implícita e 4,29 nos títulos a 10 anos. Em termos reais foi de 3,71 e 3,4, respetivamente. Todas estas taxas caíram fortemente no período de 2011-2017, sendo de pressupor que retornem aos valores da pré-crise. Mesmo assim, é possível que essa convergência seja gradual, e sendo o crescimento do PIB de longo prazo previsto para a Alemanha de 0,8 a 0,9, com um prémio de risco de 0,6 a 1 pp, as taxas de juro médias reais deverão rondar os 1,4% a 1,9%. Com uma inflação média de 1,3%-1,5%, as taxas de juro nominais situar-se-iam em cerca de 2,7% a 3,4%, mesmo assim bastante abaixo da média do período de pré-crise.

Quadro 11

Taxas de juro nominais e reais da dívida pública

	Nominais				Taxa inflação		Reais			
	Implícita		10YB		2000-2007	2011-2017	Implícita		10YB	
	2000-2007	2011-2017	2000-2007	2011-2017			2000-2007	2011-2017	2000-2007	2011-2017
Taxas										
Alemanha	4.59	2.41	4.29	1.13	0.89	1.60	3.71	0.82	3.40	-0.47
Espanha	4.73	3.23	4.41	3.37	3.85	0.30	0.89	2.93	0.57	3.07
Itália	5.01	3.49	4.55	3.39	2.53	1.04	2.48	2.46	2.02	2.35
Irlanda	4.30	3.32	4.39	3.59	3.69	1.44	0.60	1.88	0.70	2.15
Portugal	4.67	3.59	4.48	5.73	3.34	1.02	1.33	2.57	1.14	4.71
Margens										
Espanha	0.14	0.82	0.13	2.24			-2.82	2.12	-2.83	3.54
Itália	0.42	1.08	0.26	2.26			-1.23	1.64	-1.38	2.82
Irlanda	-0.30	0.91	0.11	2.47			-3.10	1.06	-2.70	2.62
Portugal	0.08	1.18	0.20	4.61			-2.37	1.75	-2.25	5.18

Fonte: Ameco, BCE e cálculos do autor.

A inflação é medida pelo deflacionador do PIB.

Todos os *spreads* (margens) subiram substancialmente depois de 2009. Antes da crise os *spreads* nas taxas implícitas da dívida eram inferiores a 50 pontos base para os países da nossa amostra, e mesmo negativas para a Irlanda. Para o período de 2011 a 2017 as margens variaram entre 81 (Espanha) e 118 (Portugal) pontos base, mas estas refletem a ajuda financeira à Irlanda e Portugal. Nos títulos a 10 anos as margens variaram entre 224 (Espanha) e 461 (Portugal) pontos base. Não é de supor que as margens regressem aos níveis de pré-crise, em que eram largamente negativas, em termos reais. Mesmo assim, se as margens médias permanecerem em cerca de 100-150 pontos base para Portugal, nos próximos 10 anos, a taxa de juro implícita na dívida para o país rondaria os 3,7% a 4,9%, em termos nominais, o que implicará uma subida em relação aos 3,1% verificados em 2017.

Vejamos agora as projeções a longo prazo do PIB potencial. Em todas as projeções oficiais é obrigatório tomar as que constam do Ageing Report. O Quadro 12 reporta as projeções do relatório de 2015, e que apresentam para Portugal a taxa de 1,5% para o período de 2021 a 2030, caindo depois para 1% na década seguinte. A taxa de crescimento para 2021-2030 representa uma aceleração em relação à taxa de 1995-2017 que foi de 1,28%. Para o período de 2013-2060 o PIB potencial deve crescer apenas 0,9%

ao ano. Esta evolução depende em grande parte da forte diminuição do *input* trabalho (-0,6% ao ano),⁵⁶ pois a intensidade capitalística deve crescer 0,5 e a produtividade total dos fatores (PTF) de 1% ao ano. Nos países desenvolvidos a componente mais importante é a PTF, que reflete fatores como a qualidade da política económica e fatores institucionais. A PTF tem tido em Portugal uma taxa de crescimento próxima de zero e mesmo negativa nalguns períodos, pelo que a aceleração do crescimento na próxima década exige uma melhoria da qualidade da política económica com as reformas estruturais necessárias para melhorar a afetação de recursos e a eficiência económica.

É importante referir que nos ensaios econométricos que efetuamos não se encontrou nenhuma relação estável entre a taxa de crescimento do PIB e o excedente/défi ce primários no longo prazo, o que indica que as políticas de crescimento são o determinante fundamental do crescimento potencial, para além do crescimento dos fatores produtivos – capital humano e capital físico, bem assim como o número de horas trabalhadas. O que parece incontroverso é que no caso português o decréscimo populacional e envelhecimento vão ser uma das mais importantes condicionantes do crescimento do PIB potencial.

Quadro 12

Table I.3.4: Potential GDP growth rate - Period average

	2013-2020	2021-2030	2031-2040	2041-2050	2051-2060	2013-2060	2013-2060 (risk scenario)
BE	1,2	1,5	2,1	2,0	1,8	1,7	1,5
BG	2,4	1,7	1,3	1,0	1,0	1,5	1,2
CZ	1,3	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4
DK	1,5	1,9	1,7	1,9	1,8	1,8	1,6
DE	1,2	0,9	0,8	1,0	0,9	1,0	0,7
EE	2,4	1,6	1,4	1,1	1,1	1,5	1,3
IE	1,3	1,5	1,7	1,5	2,5	1,7	1,5
EL	-1,8	0,8	1,8	1,0	1,0	0,7	0,4
ES	0,5	1,8	1,5	1,0	2,0	1,4	1,2
FR	1,2	1,4	1,7	1,8	1,8	1,6	1,4
HR	0,9	1,3	2,0	1,6	1,2	1,4	1,1
IT	0,5	1,2	1,5	1,5	1,6	1,3	1,0
CY	0,2	1,9	2,6	2,4	2,1	1,9	1,7
LV	2,6	1,7	1,4	1,1	1,2	1,6	1,4
LT	2,4	0,6	0,8	1,3	1,3	1,2	1,1
LU	2,1	2,8	3,0	2,5	2,0	2,5	2,3
HU	1,2	2,2	1,5	1,3	1,1	1,5	1,3
MT	1,9	1,9	1,9	1,6	1,3	1,7	1,5
NL	0,8	1,0	1,3	1,5	1,4	1,2	1,0
AT	1,5	1,5	1,6	1,5	1,3	1,5	1,3
PL	3,0	2,4	1,6	0,9	0,6	1,6	1,4
PT	0,3	1,5	1,0	0,7	0,8	0,9	0,7
RO	2,2	1,8	1,4	1,5	1,3	1,6	1,3
SI	0,7	1,6	1,3	1,3	1,5	1,3	1,1
SK	2,4	2,7	1,4	0,6	0,6	1,5	1,4
FI	0,5	1,3	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2
SE	2,0	2,1	2,2	2,1	1,8	2,0	1,8
UK	1,1	1,3	2,0	1,9	1,8	1,7	1,4
NO	2,4	2,6	2,5	2,3	1,9	2,3	2,1
EA	0,9	1,3	1,4	1,3	1,5	1,3	1,1
EU	1,1	1,4	1,5	1,4	1,5	1,4	1,2

Source: Commission services, EPC.

⁵⁶ Devido à redução da população e seu envelhecimento.

Impacto no orçamento da evolução demográfica

Excluindo os pequenos países Bálticos, Portugal e a Grécia são os países da UE com maior quebra relativa da população para o período de 2013-2060. Para Portugal prevê-se que a população caia de 10,5 para 8,2 milhões de pessoas.⁵⁷ Portugal terá a segunda maior taxa de dependência de idosos (+65 anos) com a Eslováquia, subindo de 32% para 69% em 2060. Quais os custos orçamentais desta evolução?

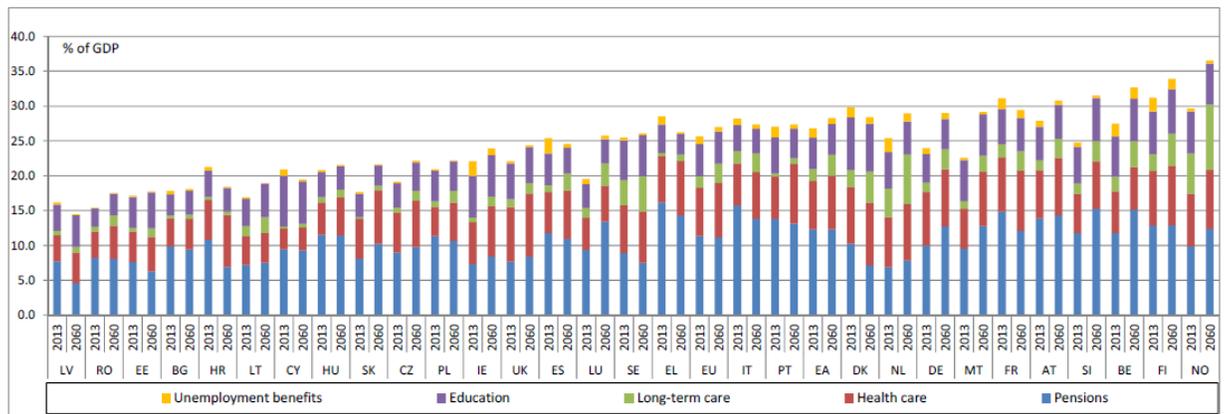
Portugal já tinha em 2013 uma das taxas mais elevadas dentro da UE de despesa orçamental relacionada com a estrutura etária da população, com 25,5% do PIB, contra 24,6 da média da UE. O peso das pensões era de 13,8% do PIB contra 11,3 de média europeia. O Ageing Report prevê, contudo, um crescimento de apenas 1% até 2040 e depois uma queda de 0,7%. Dado a forte subida da taxa de dependência, esta evolução está relacionada com os mecanismos de redução da pensão média já estabelecidos e da subida da idade da reforma – em Portugal esta deve subir até 66,7 anos para homens e 66,2 para mulheres, em 2060, acima da média da UE (65,3 e 64,8, respetivamente).⁵⁸ As despesas em saúde que em 2013 eram de 6% do PIB, abaixo dos 6,9% da UE, devem crescer cerca do triplo da média da UE. As despesas com cuidados de saúde de longa duração eram apenas de 0,5% do PIB, uma das mais baixas taxas da UE e bastante abaixo dos 1,6% da média europeia e dos 2,4% a 5,8% nos países nórdicos. O Ageing Report supõe apenas um crescimento de 0,2 a 0,4 pp para as próximas duas décadas. As despesas com educação foram de 5,2% em 2013 e supõe-se que baixarão para 3% em 2060, o que representa uma das maiores quebras, que nos parece exagerada apesar da evolução demográfica. O total das despesas orçamentais estritamente dependentes da estrutura etária deveria ser 28,6% em 2060, contra 28% da UE, mas como se verifica existe uma forte contenção tanto nas despesas com educação e com cuidados de saúde de longo prazo, bem assim como uma forte redução nas pensões médias.

Gráfico 25

⁵⁷ Ageing Report de 2015.

⁵⁸ Supondo um sistema *pay-as-you-go*, com o envelhecimento e queda da população previstos, e supondo que o salário médio de 2 000 Euros mensais sobe de 30% durante o período, a pensão média cai de 850 para 539 Euros mensais, o que representa uma queda de 37%.

Graph 3: Components of total age-related expenditure, 2013 and 2060, % of GDP



Source: Commission services, EPC.

Quadro 13

Table 1: Overview of the 2015 long-term budgetary projections – Baseline scenario

	Age-related spending, percentage points of GDP, 2013-2060																					
	Ageing Report 2015 - AWG reference scenario																					
	Pensions			Health-care			Long-term care			Education			Strictly age-related items			Unemployment benefits			Total age related items			
	2013 level	CH 2013-40	CH 2013-60	2013 level	CH 2013-40	CH 2013-60	2013 level	CH 2013-40	CH 2013-60	2013 level	CH 2013-40	CH 2013-60	2013 level	CH 2013-40	CH 2013-60	2013 level	CH 2013-40	CH 2013-60	2013 level	CH 2013-40	CH 2013-60	
BE	11.8	3.4	3.3	6.0	0.1	0.1	2.1	0.9	1.6	5.8	0.2	0.3	25.7	4.6	5.3	1.8	-0.2	-0.2	27.5	4.4	5.2	BE
BG	9.9	-1.5	-0.4	4.0	0.4	0.4	0.4	0.1	0.2	3.0	-0.1	0.4	17.3	-1.0	0.5	0.5	-0.2	-0.2	17.8	-1.3	0.3	BG
CZ	9.0	0.0	0.7	5.7	0.7	1.0	0.7	0.4	0.7	3.4	0.3	0.7	18.9	1.4	3.1	0.2	0.0	0.0	19.1	1.4	3.0	CZ
DK	10.3	-2.3	-3.1	8.1	0.8	0.9	2.4	1.4	2.0	7.6	-0.4	-0.7	28.4	-0.5	-0.9	1.4	-0.5	-0.5	29.8	-1.0	-1.4	DK
DE	10.0	2.2	2.7	7.6	0.7	0.6	1.4	0.9	1.5	4.1	0.1	0.3	23.1	3.9	5.1	0.8	0.0	0.0	23.9	3.9	5.0	DE
EE	7.6	-0.7	-1.3	4.4	0.6	0.6	0.6	0.4	0.7	4.4	0.1	0.8	17.0	0.3	0.6	0.2	0.0	0.0	17.1	0.3	0.6	EE
EL	7.4	2.7	1.1	6.0	1.3	1.2	0.7	0.4	0.7	6.0	-0.7	0.0	20.0	3.6	3.0	2.1	-1.1	-1.1	22.1	2.5	1.9	EL
ES	16.2	-2.1	-1.9	6.6	0.9	1.3	0.5	0.2	0.4	4.1	-1.4	-1.1	27.4	-2.4	-1.4	1.2	-0.9	-0.9	28.5	-3.3	-2.3	ES
FR	14.9	-1.1	-2.8	7.7	0.9	0.9	2.0	0.6	0.8	5.0	-1.4	-0.2	29.6	0.3	-1.3	1.5	-0.4	-0.4	31.1	-0.2	-1.7	FR
HR	10.8	-3.0	-3.9	5.7	1.6	1.7	0.4	0.0	0.1	3.7	-0.5	-0.4	20.7	-1.9	-2.5	0.5	-0.3	-0.3	21.2	-2.2	-2.8	HR
IT	15.7	0.1	-1.9	6.1	0.6	0.7	1.8	0.4	0.9	3.7	-0.3	-0.2	27.3	0.8	-0.5	0.9	-0.3	-0.3	28.2	0.4	-0.9	IT
CY	9.5	-0.1	-0.1	3.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	7.3	-1.9	-1.2	20.0	-1.5	-0.8	0.8	-0.6	-0.6	20.9	-2.1	-1.4	CY
LV	7.7	-2.3	-3.1	3.8	0.6	0.6	0.6	0.1	0.1	3.8	0.0	0.8	15.9	-1.5	-1.6	0.3	-0.2	-0.2	16.2	-1.7	-1.7	LV
LT	7.2	2.2	0.3	4.2	0.5	0.1	1.4	0.8	0.9	3.9	0.3	0.9	16.7	3.8	2.2	0.2	-0.1	-0.1	16.9	3.7	2.1	LT
LU	9.4	3.3	4.1	4.6	0.2	0.5	1.5	0.7	1.7	3.3	0.1	0.2	18.8	4.3	6.4	0.7	-0.2	-0.2	19.5	4.1	6.2	LU
HU	11.5	-1.9	-0.1	4.7	0.6	0.8	0.8	0.2	0.4	3.6	-0.5	-0.2	20.5	-1.6	0.9	0.3	-0.1	-0.1	20.8	-1.7	0.8	HU
MT	9.6	0.2	3.2	5.7	1.8	2.1	1.1	0.9	1.2	5.9	-0.4	0.1	22.2	2.5	6.6	0.3	0.0	0.0	22.6	2.5	6.6	MT
NL	6.9	1.5	0.9	7.2	1.0	1.0	4.1	1.7	3.0	5.2	-0.4	-0.5	23.4	3.8	4.4	2.0	-0.8	-0.8	25.4	3.0	3.6	NL
AT	13.9	0.8	0.5	6.9	1.0	1.3	1.4	0.6	1.3	4.9	-0.1	0.0	27.1	2.4	3.1	0.8	-0.2	-0.2	27.9	2.2	2.9	AT
PL	11.3	-1.4	-0.7	4.2	0.8	1.2	0.8	0.5	0.9	4.4	-0.6	-0.1	20.7	-0.6	1.3	0.2	-0.1	-0.1	20.9	-0.7	1.3	PL
PT	13.8	1.0	-0.7	6.0	1.7	2.5	0.5	0.2	0.4	5.2	-1.2	-1.0	25.5	1.8	1.3	1.5	-0.9	-0.9	27.0	0.8	0.3	PT
RO	8.2	0.2	-0.1	3.8	0.8	1.0	0.7	0.5	0.9	2.6	0.2	0.4	15.3	1.7	2.1	0.1	0.0	0.0	15.5	1.7	2.1	RO
SI	11.8	2.6	3.5	5.7	1.1	1.2	1.4	1.0	1.5	5.3	0.1	0.8	24.2	4.7	7.0	0.6	-0.2	-0.2	24.7	4.5	6.8	SI
SK	8.1	0.0	2.1	5.7	1.4	2.0	0.2	0.2	0.4	3.4	-0.6	-0.4	17.4	1.0	4.1	0.2	-0.1	-0.1	17.7	0.9	4.0	SK
FI	12.9	0.7	0.1	7.8	0.7	0.7	2.4	1.8	2.1	6.1	0.2	0.3	29.2	3.4	3.2	1.9	-0.4	-0.4	31.2	3.0	2.7	FI
SE	8.9	-1.4	-1.4	6.9	0.4	0.4	3.6	1.0	1.5	5.7	0.2	0.2	25.1	0.2	0.7	0.4	-0.1	-0.1	25.5	0.0	0.6	SE
UK	7.7	0.8	0.7	7.8	1.0	1.3	1.2	0.3	0.4	5.1	0.0	0.0	21.8	2.0	2.4	0.3	-0.1	-0.1	22.1	1.9	2.3	UK
NO	9.9	1.5	2.5	7.5	0.6	0.9	5.8	2.0	3.6	6.0	0.0	-0.1	29.2	4.1	6.9	0.4	0.0	0.0	29.6	4.1	6.9	NO
EU	11.3	0.4	-0.2	6.9	0.8	0.9	1.6	0.7	1.1	4.7	-0.2	0.0	24.6	1.6	1.8	1.1	-0.4	-0.4	25.6	1.2	1.4	EU
EA	12.3	0.8	0.0	7.0	0.8	0.8	1.7	0.7	1.3	4.5	-0.3	-0.1	25.5	2.0	1.9	1.3	-0.5	-0.4	26.8	1.6	1.5	EA

(1) SK: the figures in this table do not include public expenditure on armed forces pension. They represented 0.4% of GDP in 2013, and are projected to remain roughly stable until 2060.
(2) The health care and long-term care EU averages are weighted according to GDP. The level of health care and long-term care expenditures in 2013 is the first year of projected expenditures based on the latest available data. Health care expenditure excludes long-term nursing care.
(3) An in-depth peer review was carried out by the AWG and the Commission at four meetings during September-December 2014. The projections incorporate pension legislation in place at that time. No further reform measures has been legislated in EU Member States by 1 April 2015 (except Portugal, see the Note to Table II.1.4).

Source: Commission services, EPC.

Ativos e passivos financeiros do Estado

A variação dos ativos e passivos financeiros já representa em Portugal nos anos 2015-2018 um valor próximo do défice orçamental, representando cerca de metade das necessidades líquidas de financiamento do Estado, equivalente ao défice nominal. Esta rubrica envolve sobretudo os encargos

com as PPP e outras transferências para empresas públicas e os custos associados com a estabilização do sistema financeiro. Estas últimas são consideradas obrigações contingentes nas projeções da dívida.

Portugal é o país da UE em que as PPP foram mais utilizadas pelo Estado para a realização de investimento público extraorçamental. Os encargos orçamentais não foram devidamente

Quadro 14

Tabela 6 – Projeções de encargos plurianuais por setor (comparável): OE/2018, OE/2017 e revisão das projeções (em milhões de euros)

OE	Setor / Parceria	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	Total	Valor Atual em 2017	
OE/2017 (ajustado)	Rodoviárias - Enc. Líquidos	1 161	1 106	999	969	919	901	761	710	565	430	349	300	186	206	251	163	116	99	53	86	86	98	-26	-34	-38	0	0	10 416	8 520	
	Enc. Brutos	1 510	1 488	1 385	1 391	1 347	1 336	1 202	1 157	1 018	914	824	781	673	567	495	347	279	266	223	204	193	205	41	14	5	0	0	17 865	13 922	
	Recursos	349	382	387	422	428	435	441	447	453	484	475	481	487	362	245	184	163	167	171	118	106	107	67	48	43	0	0	7 449	5 402	
	Ferrovias	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	141	106
	Saúde	448	431	315	216	166	54	37	39	40	37	35	36	38	39	36	34	33	31	30	30	30	27	20	7	3	0,2	0	2 211	1 879	
	EG Estabelecimento (Cuidados de Saúde)	377	369	267	175	129	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1 335	1 259
	EG Edifício (Infraestruturas)	71	62	48	40	37	36	37	39	40	37	35	36	38	39	36	34	33	31	30	30	30	27	20	7	3	0,2	0	876	620	
	Segurança	44	42	28	28	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	154	146
	Encargos totais com PPP	1 661	1 587	1 350	1 221	1 107	964	807	758	614	475	393	345	233	253	295	207	149	130	83	117	117	125	-6	-27	-35	0	0	12 923	10 651	
	OE/2018 (ajustado)	Rodoviárias - Enc. Líquidos	1 156	1 147	1 078	1 043	966	931	784	735	586	452	366	320	191	218	258	160	109	94	43	51	46	49	-31	-40	-40	0	0	10 671	8 640
Enc. Brutos		1 506	1 504	1 442	1 420	1 384	1 371	1 234	1 191	1 049	951	854	815	697	592	512	352	278	269	224	179	162	167	43	12	6	0	0	18 214	13 966	
Recursos		350	357	364	376	419	440	450	456	462	499	489	495	506	374	255	192	170	176	181	128	116	118	73	52	46	0	0	7 543	5 326	
Ferrovias		9	8	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	141	104
Saúde		479	471	333	221	173	55	37	40	40	37	36	36	39	40	37	35	33	31	31	31	31	28	21	7	3	0,2	0	2 327	1 956	
EG Estabelecimento (Cuidados de Saúde)		409	409	284	180	135	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1 435	1 336
EG Edifício (Infraestruturas)		71	62	48	41	38	37	37	40	40	37	36	36	39	40	37	35	33	31	31	31	31	28	21	7	3	0,2	0	892	620	
Segurança		45	41	28	27	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	154	144
Encargos totais com PPP		1 689	1 668	1 447	1 301	1 160	995	830	784	635	498	410	365	239	267	303	204	142	125	74	82	77	77	-10	-32	-37	0	0	13 293	10 944	

Fonte: UTAO, Parcerias Público-Privadas, 30.11.2017.

contabilizados nem acautelados aquando da sua negociação, pelo que tem vindo a representar um significativo peso nas necessidades de financiamento do Estado e, conseqüentemente, no acréscimo da dívida pública direta do Estado. O Quadro 14 apresenta as projeções dos encargos com as PPP projetados até 2043, na hipótese de não serem efetuadas mais parcerias, o que é uma importante consideração. Outra consideração relevante é que a taxa de desconto nominal utilizada é bastante elevada, fixada em 6,08% por um despacho de 2003. Uma redução em 2 pp, o que é mais consentâneo com as projeções da dívida pública, faz aumentar os encargos totais em cerca de 10%. Finalmente, têm vindo a ser canceladas algumas PPP rodoviárias, com elevados défices – estimadas em pelo menos 53 milhões de Euros, por ano – e transferidas diretamente para as Infraestruturas de Portugal, o que vai onerar as transferências para as empresas públicas. Os encargos em 2018 representam 1,02 em termos brutos e 0,84% do PIB em termos líquidos.

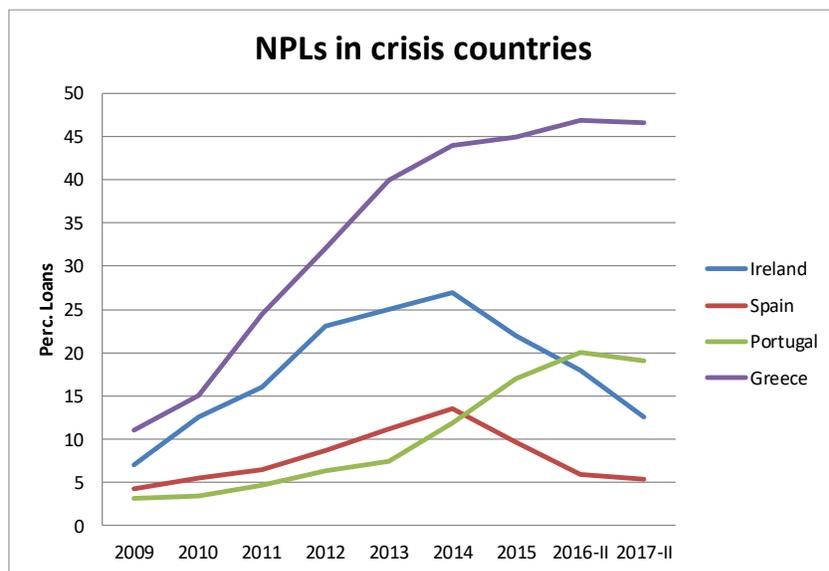
Estas projeções incluem um montante (subtraído) não especificado de “poupanças a obter” na renegociação de um conjunto de PPP. O OGE refere ainda um montante de 845 milhões de Euros de contingências, relativas a possíveis pedidos de reequilíbrio financeiro pelas concessionárias.

Segundo o Relatório do Orçamento de 2018, espera-se que as empresas públicas atinjam um défice das suas contas correntes de 118 milhões de Euros nesse ano. O problema é que será continuar a reforçar o capital destas empresas e será necessário fazer elevados investimentos em infraestruturas urbanas na próxima década, pelo que continuará a haver pressão sobre as necessidades de financiamento do Estado.

Uma outra área importante de responsabilidades contingentes decorre dos auxílios ao sistema financeiro, não só aos bancos públicos, como a recapitalização do total do sistema financeiro. Primeiro, note-se que Portugal é, depois da Grécia, o país da crise do Euro, com maior percentagem de crédito malparado sobre o PIB (*non-performing loans*), e que este rácio só em 2017 começou a diminuir, mas de

forma muito ligeira, ao contrário da Espanha e Irlanda que fizeram grandes progressos na sua resolução (Gráfico 26).

Gráfico 26



Fonte: BCE

A Comissão Europeia utiliza o modelo SYMBOL que utiliza dados individuais dos bancos para avaliar as responsabilidades contingentes que decorrem de indicadores de vulnerabilidade dos balanços dos bancos, e supondo que em 2025 estariam completamente fundeados os mecanismos de *safety-net* dos bancos (fundos de resolução). A probabilidade de as finanças públicas serem afetadas num choque equivalente a 3% do PIB em Portugal é a quarta maior da UE, mas mesmo assim com uma pequena probabilidade no curto prazo.⁵⁹

Cenário mais adverso

Qualquer das fontes referidas têm múltiplos cenários alternativos aos cenários de base considerados. Vejamos apenas um exemplo, na hipótese de subida das taxas de juro e aumento do custo médio da dívida de 2,9 (hipótese do OGE 2018) para 4 em 2020 e 4,3 nos anos seguintes (próximo do FMI). Suponhamos ainda que o PIB potencial cresce em média 1,2% ao ano. Neste caso o excedente primário teria de subir para 3,4% do PIB para atingir o rácio da dívida de 100% do PIB em 2030, mesmo assim 10 pontos acima do que o OGE-2018 projeta. Este cenário mostra claramente os riscos de um elevado endividamento se o país não for capaz de adotar políticas de aceleração do crescimento.

⁵⁹ Estas projeções foram feitas com dados para 2015. Ora desde esta data já foi necessário recapitalizar a CGD, com elevados fundos públicos e o Novo Banco também teve que ser recapitalizado, para além do caso do Banif e do Montepio, ainda em resolução. Este caso mostra a limitação destes modelos, ou das dificuldades em se obterem dados fidedignos dos bancos.

Conclusões sobre sustentabilidade da dívida pública

As diferentes teorias sobre a dívida e simulações mostram que o limite superior prudencial para Portugal se situa próximo dum rácio de 90% do PIB, que era a taxa pré-crise do Euro. Mesmo nas projeções mais otimistas do OGE-2018 a dívida pública só em 2030 atingiria o rácio que é considerado o limite superior prudencial (90%). Os choques sobre quaisquer das variáveis exteriores mostram a elevada vulnerabilidade nos próximos 10 anos a uma perda de acesso aos mercados. Será muito improvável que, neste período, a economia mundial continue com taxas de juro de um regime de QE, e que não seja afetada por qualquer choque externo (queda das bolsas com reflexos sobre preços de ativos, recessão) ou interno (crise política). Por causa de todos estes fatores é necessário atingir os 90% do PIB o mais rapidamente possível, o que corresponde a cortar o rácio em cerca de $126-90=36$ pontos percentuais. Caso se estabeleça este horizonte de redução até 2030, significa que seria necessário cortar o rácio da dívida em $36/12=3\%$ ao ano. Este é o objetivo tomado no OGE-2018, e que exigirá um excedente primário de cerca de 3% a 3,2% para ser atingido, em média durante os próximos 12 anos.

Indicaram-se já alguns dos riscos e a vulnerabilidade que o país enfrenta na gestão deste desendividamento do Estado. Para além de riscos que derivam da envolvente externa, existe uma forte pressão social para aumentar a despesa do Estado, nomeadamente as reivindicações do funcionalismo público para restaurar pelo menos as condições salariais existentes antes da crise. As projeções dos custos orçamentais relacionados com o envelhecimento da população (tratados pela Comissão, nos cenários da dívida) parecem-nos subestimar esses custos e têm implícita uma forte queda da pensão média, que também pode ser difícil de aceitar socialmente, sem uma reforma substancial do sistema de segurança social.

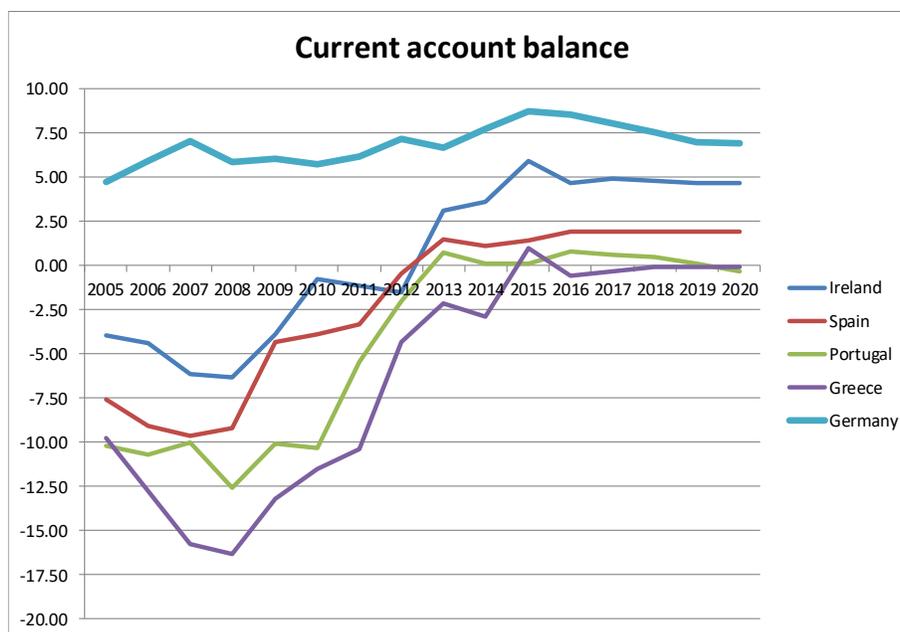
Por outro lado, há a necessidade de reduzir a pressão fiscal para manter a competitividade da economia, o que será essencial para reduzir o défice externo e manter a sustentabilidade da dívida externa, como veremos a seguir.

Projeções da dívida externa para 2018-2030

A experiência histórica e a própria teoria económica mostram que não é possível dissociar a sustentabilidade da dívida pública da sustentabilidade da dívida externa. A característica que separa os países com elevada dívida pública dos países do Euro que tiveram crise foi que estes também tinham elevada dívida externa. É esta característica que separa estes países dos outros com elevada dívida pública, mas que nunca perderam acesso (BE, IT, FR).

Dos quatro países da crise do Euro, Portugal foi o que menor ajustamento realizou da conta corrente da Balança de Pagamentos, conforme o Gráfico 27 mostra.

Gráfico 27



Fonte: Ameco

A conta corrente registou um excedente de 0.8 por cento do PIB em 2016, mas que se tem reduzido, esperando o FMI que se volte a verificar um défice em 2020, na medida em que a taxa de crescimento das importações deve ultrapassar a das exportações.⁶⁰ Por trás desta situação está uma sobrevalorização da taxa de câmbio efetiva real que a EBA estima, em pelo menos 10%, e que não tem sido suficientemente contrabalançada por uma subida de salários inferior à produtividade.

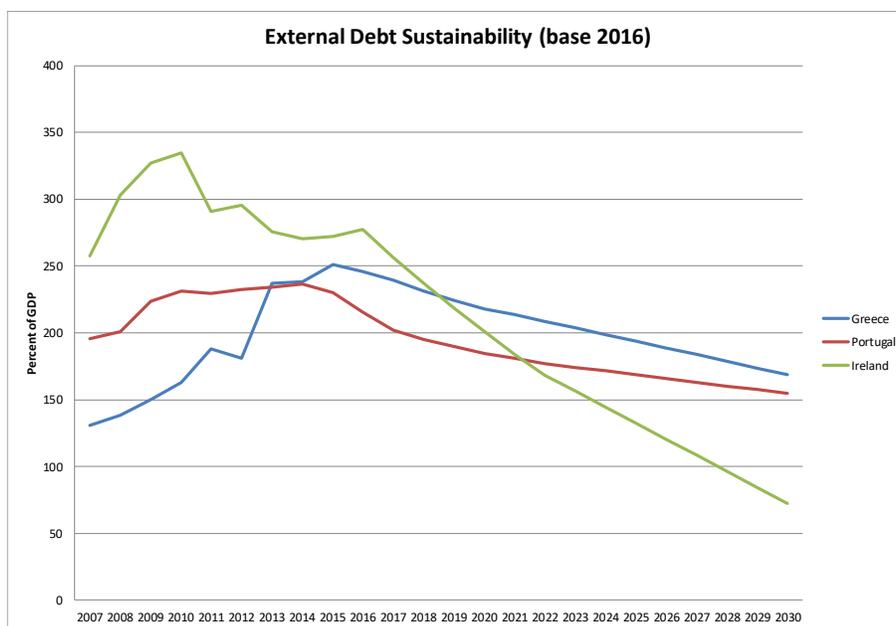
Com uma dívida externa bruta de 215½ % do PIB, Portugal continua vulnerável a uma perda de confiança dos investidores externos. Mais uma vez, fundamental para apoiar o *rollover* da dívida externa têm sido as políticas do BCE. O abandono destas políticas requer políticas para manter a confiança dos investidores e anular equilíbrios auto-realizáveis (*self-fulfilling*) negativos.

Segundo as projeções do FMI Portugal deveria adotar políticas para conseguir um excedente médio da conta corrente externa de 2.5% do PIB, necessitando de um ajustamento adicional de 2-4 pp do PIB. Este esforço permitiria reduzir a Dívida Externa Bruta para 150% do PIB em 2030, e a Posição Líquida do Investimento Internacional de 105% do PIB nos finais de 2016 para uma taxa inferior a 50% cerca de 10 anos, supondo uma conta de capital com saldo positivo (Gráfico 28). Com este esforço Portugal ficaria com uma dívida externa cerca de 15 pp abaixo da Grécia, embora cerca de 75 pp acima da Irlanda, que está a fazer um esforço ainda maior no ajustamento externo.⁶¹

Gráfico 28

⁶⁰ Relatório do FMI art. IV de outubro 2017.

⁶¹ Note-se que as projeções para a Irlanda tomam as estimativas do PIB, que excluem os movimentos das multinacionais por razões fiscais.



Fonte: Relatórios do FMI 2017.

Fundamental para reforçar a posição externa do país, incluindo a redução do elevado nível de dívida pública, é o esforço de consolidação orçamental em paralelo com as reformas estruturais necessárias para aumentar a taxa de crescimento do investimento, produtividade e PIB potencial, e continuar os esforços para melhorar a sustentabilidade do sistema financeiro.

Conclusão

Portugal conseguiu restaurar o acesso aos mercados financeiros em 2014, depois do programa de ajustamento macroeconómico. O facto de ter conseguido essa reentrada com as elevadas taxas de endividamento público e externo, poderá dar a justificação de que não será necessário fazer um esforço adicional para reduzir essa dívida. Aliás, a teoria Ricardiana até diz que o crescimento económico é independente do nível da dívida. E outros economistas dizem que basta colocar a dívida em trajetória descendente, mas à menor taxa de decréscimo possível.⁶²

Não partilhamos esta visão. Primeiro, porque os níveis recorde alcançados por Portugal da dívida estão entre os mais elevados do mundo. Segundo, porque a sustentabilidade da dívida tem sido fortemente influenciada pelo QE e pela compra de obrigações do Tesouro pelo BCE e Banco de Portugal, que estão prestes a reverter essas políticas. Terceiro, porque a vulnerabilidade a um choque exógeno externo da dívida é muito elevada (sem contar com os ajustamentos estatísticos, a dívida subiu cerca de 20 pp por efeito só da crise global), sendo necessário mitigar o risco. Quarto, a economia continua muito

⁶² E economistas como Wren-Lewis e outros dizem que o esforço de redução da dívida deve ser reduzido, e que o stock inicial da dívida deve ser tomado como um valor fundeado.

vulnerável também a choques internos de reversão de políticas de austeridade e fragilidade do sistema financeiro, pelo que será necessário mais uma vez mitigar o risco.

Por todas estas razões, parecem-nos razoáveis os objetivos do PEC e do OGE-2018 de reduzir o rácio da dívida para 90% em 2030, fazendo um esforço de redução anual de cerca de 3 pp nos próximos 12 anos. O objetivo dos 90% de rácio da dívida pública e 150% da dívida bruta externa são compatíveis com a evidência empírica e teórica acima apresentados.

Como o cenário otimista da trajetória da dívida do OGE-2018 não nos parecem realistas, é essencial para além da continuação do esforço de consolidação orçamental para atingir os 3% de excedente primário, adotar políticas de desenvolvimento e de melhoria da competitividade da economia para assentar a estratégia de desenvolvimento no trinómio exportações-investimento-productividade.

De facto, esta justificação não só tem bases económicas como políticas: não é possível conjugar baixo crescimento com elevado excedente primário, perante as aspirações e reivindicações sociais, e o enorme desafio das variáveis demográficas que o país enfrenta. A única saída é adotar políticas para subir o crescimento potencial do PIB, o que implica reformas profundas e sustentadas, incluindo a melhoria da eficiência da despesa pública e a reforma fiscal, aqui aconselhadas.