

# Barómetro das Crises

10-04-2014 | Nº 9

## Sustentabilidade da dívida pública: afinal em que ficamos?

O debate sobre a dívida chegou finalmente ao espaço público. O que está a ser discutido? A sustentabilidade da dívida pública? As condições de cumprimento do Tratado Orçamental? Na realidade, ambas as coisas. Em que ficamos então? A dívida pública é ou não sustentável? O que implicaria o cumprimento do Tratado Orçamental? A dívida pública deve ser reestruturada?

Neste Barómetro procuram-se respostas a estas perguntas. Mostra-se que a sustentabilidade da dívida e o cumprimento do Tratado Orçamental dependem de uma combinação de condições extraordinárias cuja probabilidade de ocorrer é extremamente reduzida. Mostra-se que o serviço da dívida e o cumprimento do Tratado implicariam o sacrifício de extratos sociais maioritários da população portuguesa e da própria missão do Estado Social. Mostra-se ainda que a reestruturação da dívida pública é inadiável e avalia-se a extensão e profundidade da reestruturação necessária.

### I. O que está a ser discutido?

Há duas questões que têm sido recentemente abordadas sobre a dívida pública e a sua evolução futura que, de alguma forma, têm sido confundidas.

- Uma, é saber se a República Portuguesa terá capacidade de pagar os juros e amortizar a dívida a curto, médio e longo prazo, evitando o seu agravamento (esta é a questão da sustentabilidade da dívida pública);
- Outra, é saber o que implicaria em termos económicos e sociais a obrigação imposta pelo Tratado Orçamental da União Europeia, de reduzir a dívida a 60% do PIB a uma taxa média de 5% ao ano.

A 9 de março passado, o Presidente da República divulgou o seu Prefácio aos Roteiros VIII, sublinhando as obrigações previstas no Tratado Orçamental e as suas implicações: "Pressupondo um crescimento anual do produto nominal de 4% e uma taxa de juro implícita da dívida pública de 4%, para atingir, em 2035, o valor de referência de 60% para o rácio da dívida, seria necessário que o

#### **Saldo orçamental primário**

Saldo do Orçamento do Estado descontado do pagamento dos juros da dívida pública.

#### **Taxa de juro implícita**

Taxa de juro média dos diferentes componentes da dívida pública, calculada pelo rácio entre o montante pago em juros e o *stock* (valor acumulado) da dívida pública num dado ano.

#### **Taxa de variação do PIB nominal**

Taxa de variação do valor do PIB estimado a preços correntes, isto é, sem desconto da variação dos preços.

#### **Ajustamentos défice dívida**

Discrepâncias entre défice e necessidade de financiamento do Estado resultantes de: variação dos depósitos detidos pelo Estado nas instituições financeiras, variação dos ativos financeiros detidos pela segurança social, variação das participações do Estado em empresas, desfasamentos temporais entre registos da despesa e pagamentos, variações cambiais no valor da dívida denominada em moeda estrangeira, etc.

Orçamento registasse, em média, um excedente primário anual de cerca de 3% do PIB”.<sup>i</sup>

A 11 de março, na conferência organizada pelo *Jornal de Negócios*, o Primeiro-ministro contestando a proposta de reestruturação da dívida dos signatários do Manifesto dos 74 afirmou: “Se nós conseguirmos exibir nos próximos anos, em média, um excedente primário em torno de 1,8%, não me parece uma coisa muito irrealista, estamos muito próximo de chegar a uma meta dessa natureza. Se juntarmos um nível de inflação não superior a 1% e um crescimento anual entre 1,5% e 2%, temos a possibilidade de exibir o resultado que pretendemos: sustentabilidade da dívida pública com redução da dívida”.<sup>ii</sup>

As projeções anunciadas pelo Presidente da República e pelo Primeiro-ministro indicam que é muito mais difícil, senão impossível, cumprir as condições do Tratado Orçamental do que garantir a sustentabilidade da dívida. Se a sustentabilidade da dívida depende de uma combinação de condições extraordinárias cuja probabilidade de ocorrer é – de acordo com a trajetória recente da economia portuguesa – extremamente reduzida, o cumprimento das condições do Tratado Orçamental implicaria o sacrifício de extratos sociais maioritários da população portuguesa e da própria missão do Estado Social. Senão vejamos.

## 2. A dívida é sustentável?

A evolução da dívida pública em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) depende do saldo orçamental primário, da taxa de juro implícita do *stock* de dívida, da taxa de variação do PIB nominal e de ajustamentos défice-dívida. Ignorando os ajustamentos défice-dívida, a evolução da dívida em percentagem do PIB pode ser projetada para o futuro a partir da seguinte equação:

$$\text{Variação (Dívida/PIB)}_{\text{ano } t} = - (\text{SP/PIB})_{\text{ano } t} + [(i - g) \times (\text{Dívida/PIB})]_{\text{ano } t-1}$$

em que SP é o saldo orçamental primário, *i* a taxa de juro implícita e *g* a taxa de variação do PIB nominal.

De acordo com esta equação, a sustentabilidade poderia ser conseguida com maiores taxas de crescimento, ou menores taxas de juros, ou maiores saldos orçamentais primários ou com uma combinação destes três fatores.

Esta equação não é um bom modelo da dinâmica da dívida. Ignora, nomeadamente, o efeito negativo nas taxas de crescimento do PIB dos cortes na despesa pública ou aumentos de impostos realizados para conseguir um saldo orçamental primário mais positivo. Apesar disso, esta foi a ferramenta utilizada quer pelo Primeiro-Ministro quer pelo Presidente da República para obter as suas projeções.<sup>iii</sup>

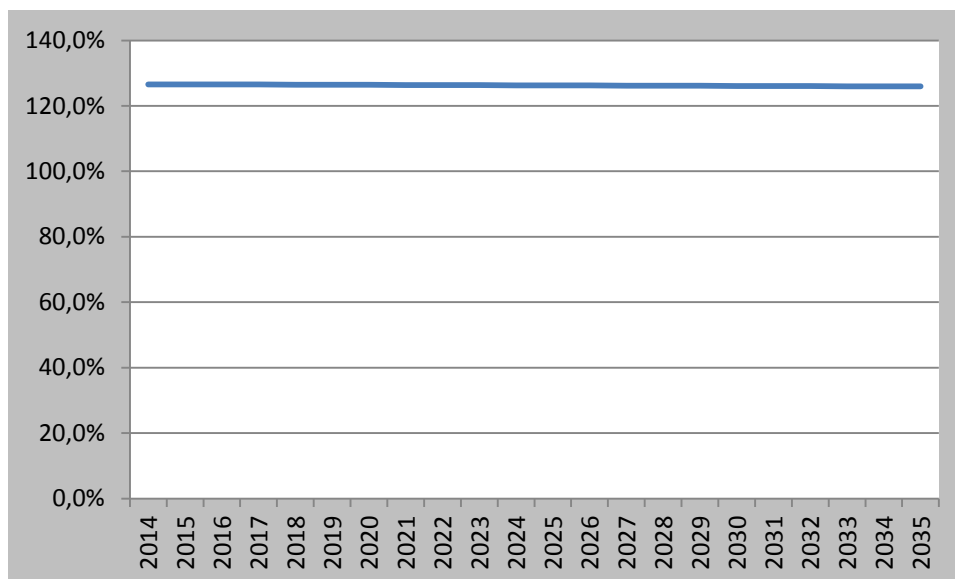
Simulando a trajetória da dívida com os valores referidos pelo Primeiro-ministro (excedente primário de 1,8%, crescimento nominal 2,6%) para uma taxa de juro implícita de 4% (referida pelo Presidente da República, mas omitida pelo Primeiro-ministro), obtemos a trajetória horizontal representada no Gráfico I. Como se pode ver neste gráfico, com os pressupostos do Primeiro-ministro, a dívida em percentagem do PIB manter-se-ia indefinidamente no nível de 126,6% previsto pelo FMI para 2014.

<sup>i</sup> Ver <http://www.presidencia.pt/?idc=10&idi=82239>.

<sup>ii</sup> Ver [http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/personalidades\\_que\\_defendem\\_reestruturacao\\_da\\_divida\\_sao\\_os\\_mesmos\\_que\\_falavam\\_na\\_espiral\\_recessiva.html](http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/personalidades_que_defendem_reestruturacao_da_divida_sao_os_mesmos_que_falavam_na_espiral_recessiva.html).

<sup>iii</sup> O Fundo Monetário Internacional (FMI) utiliza uma equação semelhante, embora um pouco mais sofisticada nas suas projeções. Ver <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/templ/dsatempl2.xlsm>.

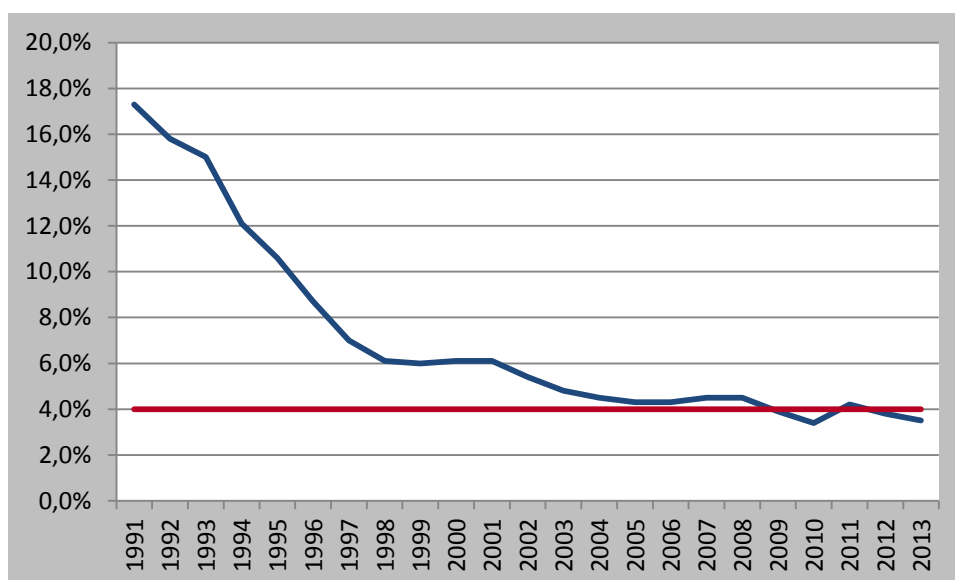
Gráfico I  
**Simulação Primeiro-ministro (sustentabilidade)**



Para o Primeiro-ministro uma taxa de juro de 4%, um crescimento do PIB real de 1,6% e um excedente orçamental primário de 1,8%, não parecem ser muito irrealistas. Convirá então olhar com um pouco mais de atenção para cada um destes números:

**Taxa de juro implícita de 4%:** Entre 1990 e 2008 as taxas de juro da dívida pública foram sempre superiores a 4%. Como se pode ver no Gráfico 2, a partir de 1991, na caminhada para o euro, a taxa foi decrescendo, estabilizando próximo dos 4% nos últimos 10 anos. As projeções desta taxa para o futuro estão rodeadas de incertezas. O valor de 4% é compatível com um cenário de normalidade na zona euro mas não com um novo quadro de turbulência.

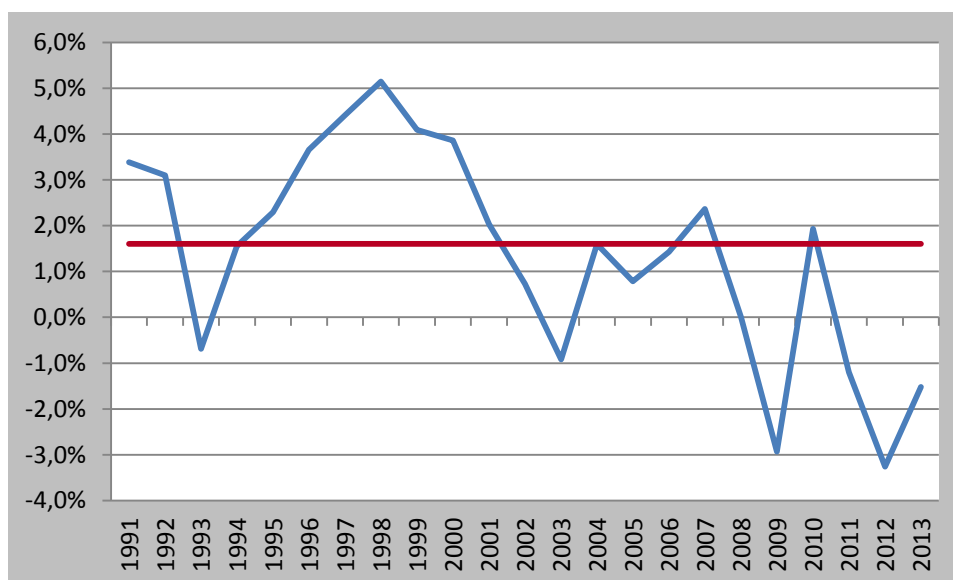
Gráfico 2  
**Taxas de juro implícitas da dívida pública (1991-2013)**



Fonte: AMECO

**Crescimento real de 1,6:** Só em cinco dos últimos catorze anos e em dois dos últimos dez anos, se verificou um crescimento real acima deste limiar (ver Gráfico 3). Para 2014 e 2015 o Banco de Portugal projeta crescimento do PIB real de 1,2% e de 1,4%, abaixo do limiar assumido pelo Primeiro-ministro. No atual contexto deflacionário uma taxa de crescimento dos preços de 1% é improvável. Em consequência, nos próximos anos, dificilmente a taxa de crescimento nominal será superior à taxa de juro.

Gráfico 3  
Taxa de variação do PIB real



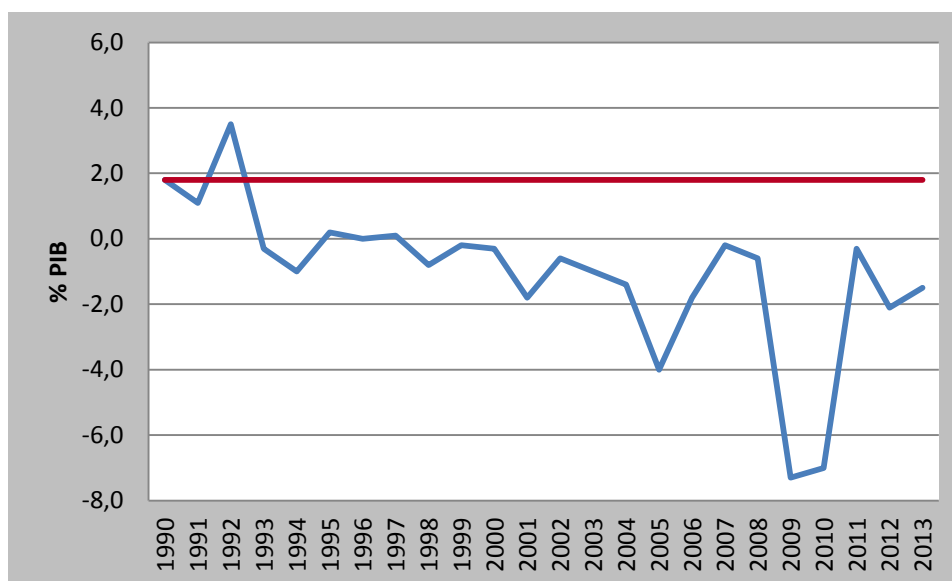
Fonte: AMECO

**Excedente orçamental primário de 1,8%:** Só encontramos um saldo primário superior a 1,8% recuando a 1991, ano em que a taxa de variação do PIB nominal se situou em 16,3% (ver Gráfico 4). Para percebermos o que significa um saldo primário destas proporções, podemos comparar o objetivo do Orçamento do Estado para 2014 – saldo primário positivo de 0,3% do PIB, ou seja, 530,9 milhões de euros – com o limiar de sustentabilidade apresentado pelo Primeiro-ministro. Para o PIB previsto em 2014, um saldo primário de 1,8% equivaleria a cerca de 3,185 mil milhões de euros.

Isso significa que para alcançar em 2014 o objetivo de sustentabilidade seria necessário cortar no orçamento mais cerca 2,6 mil milhões de euros além do que já está previsto, o que equivale, por exemplo, a mais de 30% da despesa pública em saúde. Cortes orçamentais desta proporção, além de efeitos sociais devastadores, não poderiam deixar de ter um impacto recessivo que tornaria inalcançáveis as taxas de crescimento que o Primeiro-ministro assume nos seus cálculos.

Em nenhum dos últimos catorze anos se verificaram conjuntamente estas condições de sustentabilidade. O que parece fácil ao Primeiro-ministro é um exercício praticamente impossível.

Gráfico 4  
Saldo primário em percentagem do PIB (1977-2013)



Fonte: AMECO

### 3. E é possível cumprir o Tratado Orçamental?

O Presidente da República tem uma interpretação muito particular do Tratado Orçamental. Assume que a dívida pública deve passar em 20 anos de 126,6% para 60% do PIB.

Na realidade o Tratado estipula no seu artigo 4º que:

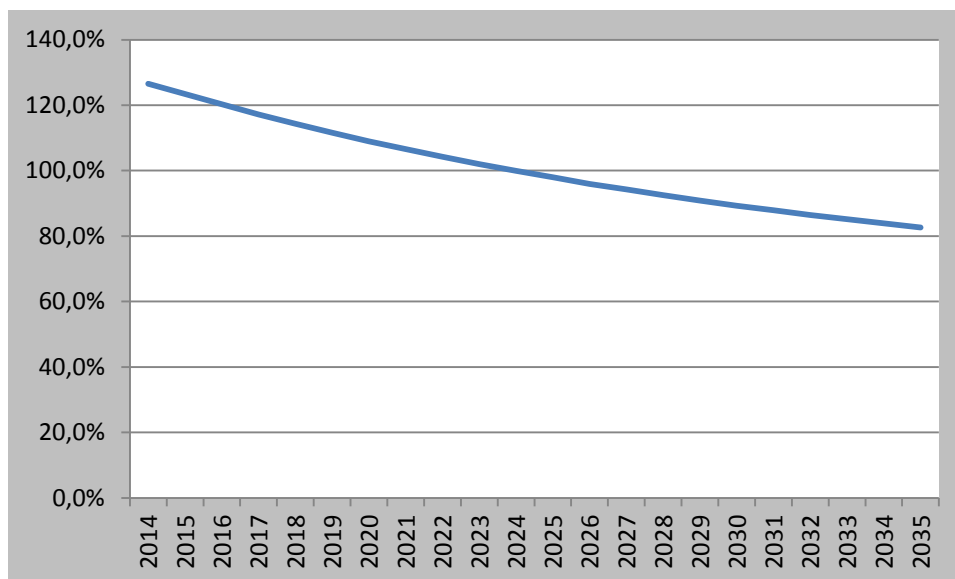
“Quando a relação entre a dívida pública e o PIB de uma Parte Contratante exceder o valor de referência de 60 % a que se refere o artigo 1.º do Protocolo (n.º 12) sobre o procedimento relativo aos défices excessivos, anexo aos Tratados da União Europeia, essa Parte Contratante **reduz-la a uma taxa média de um vigésimo por ano como padrão de referência**, tal como previsto no artigo 2.º do Regulamento (CE) n.º 1467/97 do Conselho, de 7 de julho de 1997, relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos, com a redação que lhe foi dada pelo Regulamento (UE) n.º 1177/2011 do Conselho, de 8 de novembro de 2011. A existência de um défice excessivo em razão da violação do critério da dívida será decidida pelo procedimento previsto no artigo 126.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.”

O Regulamento (UE) n.º 1177/2011 do Conselho, de 8 de novembro de 2011 clarifica ainda:

“Quando exceder o valor de referência, considera-se que a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto (PIB) se encontra em diminuição significativa e se está a aproximar, de forma satisfatória, do valor de referência, nos termos do artigo 126º, nº 2, alínea b), do TFUE, se, nos três anos anteriores, **o diferencial relativamente ao valor de referência tiver tido uma redução média de um vigésimo por ano como padrão de referência, com base nas alterações verificadas durante os últimos três anos para os quais existam dados disponíveis.**”

Ora, acontece que anular em 20 anos o diferencial entre os 126% do PIB e 60%, não é a mesma coisa que reduzir o mesmo diferencial a uma taxa média de 5% ao ano. Como se pode ver no Gráfico 5, com uma redução à taxa média de 5% a dívida situar-se-ia em 2035 próximo não de 60% do PIB, mas de 80%.

**Gráfico 5**  
**Redução do diferencial da dívida relativa ao limiar de 60% a uma taxa média de 5% ao ano (segunda interpretação)**



No Gráfico 6 comparam-se as condições de sustentabilidade (incluindo o cenário do Primeiro-ministro) com as de cumprimento do Tratado Orçamental (na interpretação do Presidente da República). Nesse gráfico, à direita do traço contínuo (vermelho) encontram-se os valores do saldo primário (em percentagem do PIB) e da taxa de crescimento do PIB nominal em que a dívida (em percentagem do PIB) estabilizaria ou diminuiria. Na zona à direita da reta a tracejado (verde) encontram-se os valores que permitiriam cumprir o Tratado Orçamental. A taxa de juro implícita em todos os casos é de 4%.

Igualmente representados estão os pontos correspondentes às taxas de crescimento do PIB nominal e ao saldo orçamental primário dos últimos dez anos. Como se pode verificar no Gráfico 6, apenas num ano (2007) dos últimos dez se verificaram as condições de sustentabilidade e em nenhum deles ocorreram as de cumprimento do Tratado. Pode-se ver também que as condições de cumprimento do Tratado são mais restritivas do que as de sustentabilidade.

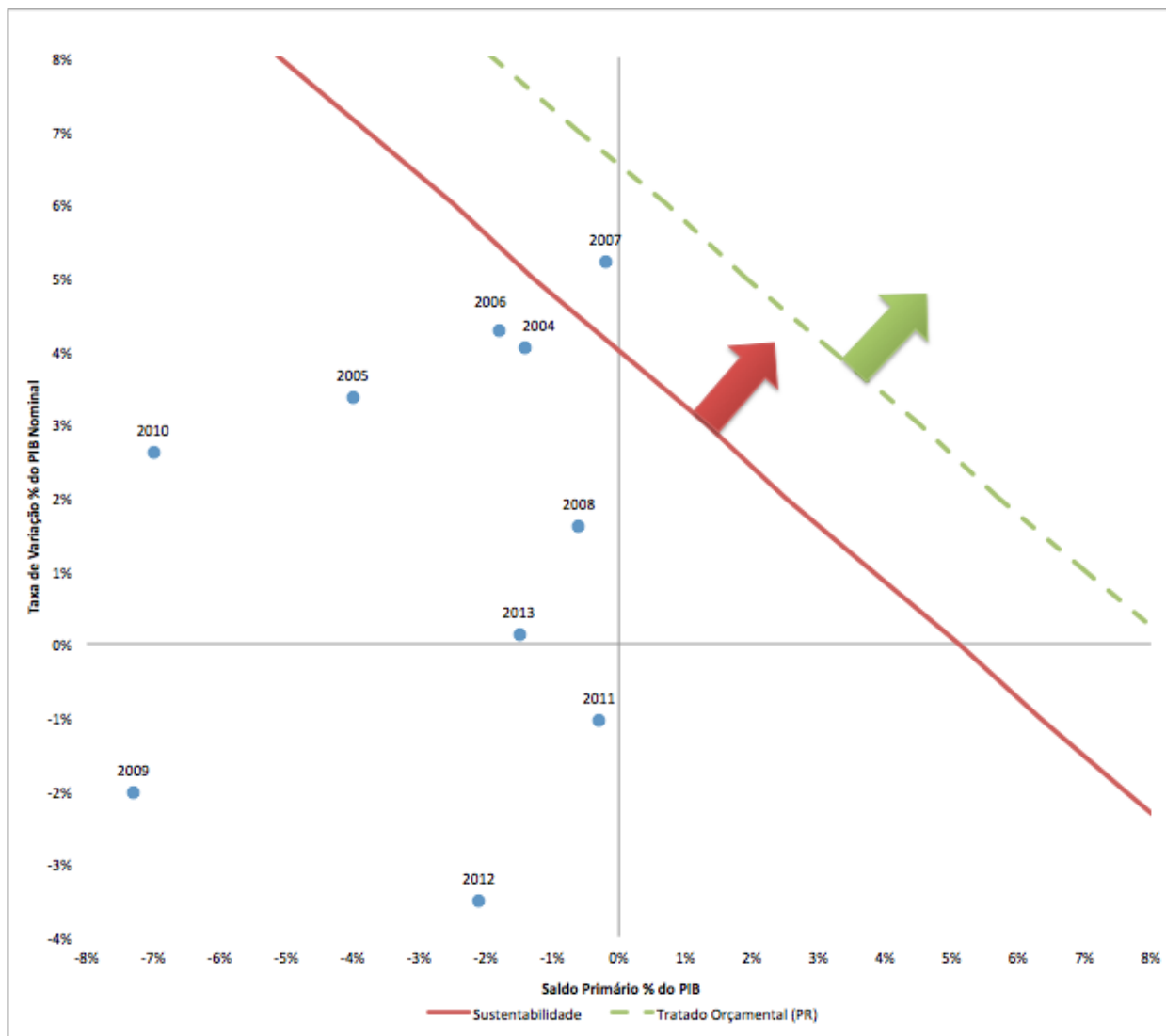
#### **4. Reestruturar a dívida?**

Uma análise realista da dinâmica da dívida pública remete necessariamente para a necessidade de uma reestruturação profunda. Num quadro de insustentabilidade como o que resulta desta análise realista, a insistência em cortes na despesa pública – que implicam a desarticulação do Estado Social e a degradação das condições de vida da grande maioria da população portuguesa – mais não significa do que a sobreposição ilegítima das obrigações contraídas junto dos credores financeiros a todas as outras obrigações do Estado para com a sua população, definidos na Constituição da República Portuguesa.

Além disso, a tentativa de obter saldos primários positivos a curto prazo num contexto de estagnação torna praticamente impossível alcançar as taxas de crescimento que seriam compatíveis com taxas de juro situadas entre os 3 e 4%. O propósito de servir a dívida pública a todo o custo tende a resultar a prazo numa situação em que, apesar de todos os cortes orçamentais, a insustentabilidade acaba por se impor como um facto.

No cenário com que os portugueses estão confrontados, a escolha parece ser entre um incumprimento a prazo, determinado pela estagnação económica, o desemprego, a emigração, a compressão dos rendimentos e das receitas orçamentais, e uma renegociação e reestruturação da dívida pública atempada. É, por isso, urgente a avaliação da situação, o debate público e a tomada de iniciativa junto dos credores por parte do Estado português.

Gráfico 6  
Condições de sustentabilidade da dívida e de cumprimento do Tratado Orçamental



Uma reestruturação da dívida envolve sempre: 1) ou a redução do capital em dívida; 2) ou a redução das taxas de juro; 3) ou o alargamento das maturidades, isto é, dos prazos de pagamentos; 4) ou ainda uma combinação destes três elementos. Em qualquer dos casos, a reestruturação implica a alteração das condições acordadas com os credores e perdas relativamente ao seu retorno esperado.

No caso português, é crucial conseguir uma reestruturação que reduza o valor dos juros anualmente pagos e um alongamento das maturidades que alivie a pressão das necessidades de refinanciamento. A redução do montante dos juros – essencial para libertar recursos para o investimento – tanto pode ser obtida com a renegociação das taxas de juro como com a redução do capital em dívida, como ainda com uma combinação das duas. O alargamento das maturidades deve procurar evitar períodos em que se concentrem as necessidades de refinanciamento.

Qual a profundidade da reestruturação necessária? Se nos basearmos na equação da dinâmica da dívida acima descrita, um cenário possível seria a redução do *stock* de dívida para cerca de 60% do PIB, combinado com uma diminuição das taxas de juro implícitas para cerca de 2%. Nesse caso, mesmo com saldos primários negativos de 1% do PIB, a dívida poderia baixar até cerca de 35% em 2035, caso se verificassem taxas de crescimento do PIB nominal de cerca de 2,5%.

Seja em resultado de uma renegociação multilateral das dívidas públicas no quadro da União Europeia, seja em resultado de uma renegociação direta do Estado português com os seus credores privados e oficiais, a reestruturação da dívida é indispensável e urgente. Para preservar os pequenos aforradores e a segurança social, a reestruturação deve abarcar não só a dívida detida pelo sector privado, como a que é detida pelos credores oficiais (FMI, Fundos da União Europeia e Banco Central Europeu).

### **Observatório sobre Crises e Alternativas**

CES Lisboa | Picoas Plaza | Rua do Viriato 13 – Lj 117/118 | 1050-227 Lisboa | T. +351 216 012 848

W. <http://www.ces.uc.pt/observatorios/crisalt/> | E. [observatoriocrises@ces.uc.pt](mailto:observatoriocrises@ces.uc.pt)