

Sustentabilidade da dívida pública: metodologias e discussões nas instituições europeias

Occasional Papers 2016

João Amador | Cláudia Braz | Maria M. Campos
Sharmin Sazedj | Lara Wemans



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA



1

Sustentabilidade da dívida pública: metodologias e discussões nas instituições europeias

Occasional Papers 2016

João Amador | Cláudia Braz | Maria M. Campos
Sharmin Sazedj | Lara Wemans

Setembro 2016

As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são também da exclusiva responsabilidade dos autores.

Endereçar correspondência para:
Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos
Av. Almirante Reis 71, 1150-012 Lisboa, Portugal
T +351 213 130 000 | estudos@bportugal.pt



**BANCO DE
PORTUGAL**
EUROSISTEMA

Lisboa, 2016 • www.bportugal.pt

Sustentabilidade da dívida pública: Metodologias e discussões nas instituições europeias

João Amador

Banco de Portugal

Maria M. Campos

Banco de Portugal

Cláudia Braz

Banco de Portugal

Sharmin Sazedj

Banco de Portugal

Lara Wemans

Banco de Portugal

Setembro de 2016

Resumo

Na sequência da recente crise económica e financeira, os rácios da dívida pública aumentaram substancialmente na maioria dos países da União Europeia, atingindo níveis historicamente elevados. Neste contexto, as questões relacionadas com as perspetivas de evolução do rácio da dívida e análise da sustentabilidade das finanças públicas nos diversos Estados-Membros tornaram-se centrais nas análises de política económica das autoridades europeias. Este *Occasional Paper* procura abordar de forma integrada as várias dimensões da discussão sobre a sustentabilidade da dívida pública, focando particularmente a situação portuguesa e as condicionantes associadas à realidade institucional e económica vigente na área do euro. Nesta perspetiva, o texto aborda os conceitos e as metodologias de avaliação da sustentabilidade, explicita as regras de avaliação existentes para os países da área do euro, mostra os seus resultados para Portugal e refere os principais debates em curso relacionados com os elevados níveis de dívida.

JEL: H60, H63

E-mail: jamador@bportugal.pt; crbraz@bportugal.pt; mmcampos@bportugal.pt;
ssazedj@bportugal.pt; lewemans@bportugal.pt

1. Enquadramento¹

De acordo com a análise desenvolvida nas últimas décadas, níveis de dívida pública elevados tendem a ser persistentes no tempo e a gerar, potencialmente, efeitos prejudiciais sobre o crescimento económico no longo prazo². Adicionalmente, rácios elevados de dívida pública podem motivar uma maior perceção do risco de insustentabilidade por parte dos mercados financeiros que, numa primeira fase, se traduz no aumento do risco do país e conseqüentemente nos *spreads* da dívida soberana, mas que pode alastrar à taxa de juro cobrada aos restantes setores da economia³. Estes efeitos são mais prováveis quando as características fundamentais da economia são desfavoráveis mas podem também manifestar-se por via de uma alteração das expectativas dos agentes económicos⁴. Neste caso, o aumento dos *spreads* da dívida soberana revela-se de forma abrupta e atinge, regra geral, uma dimensão elevada. Alguma literatura tem tentado definir limiares para o rácio da dívida a partir do qual surgem efeitos prejudiciais sobre a economia. Contudo, dada a diversidade, interação e difícil quantificação de todos os fatores envolvidos, a sua determinação prática afigura-se difícil.

Na sequência da recente crise económica e financeira, os rácios da dívida pública aumentaram substancialmente na maioria dos países da União Europeia, atingindo níveis historicamente elevados (Gráfico 1.1). No caso de alguns países, a acumulação de dívida pública teve a sua origem nas políticas orçamentais expansionistas implementadas nos anos após a criação da área do euro. Após o início da crise financeira global, observou-se um acentuar do carácter expansionista da política orçamental em diversos Estados-Membros, em parte em resposta ao pedido de estímulo coordenado por parte da Comissão Europeia no final de 2008, o que contribuiu para o agravamento da situação. Portugal não foi exceção a esta evolução, tendo registado no período de 2007 a 2015 uma subida de cerca de 60 pontos percentuais no rácio da dívida, o dobro do observado na área do euro e na União Europeia. No final de 2015, o rácio da dívida pública situava-se em 129,0 por cento em Portugal, que compara com 90,7 por cento na área do euro. Neste contexto, as questões relacionadas

1. Ao longo deste texto a definição de dívida pública utilizada corresponde ao critério de Maastricht (i.e. dívida bruta consolidada das administrações públicas ao valor nominal ou facial, incluindo os passivos nos instrumentos de numerário e depósitos, títulos de dívida e empréstimos).

2. Ver Kumar e Woo (2015) e Reinhart *et al.* (2012).

3. Para uma referência a alguns fatores específicos da área do euro que poderão ter aumentado o potencial de contágio entre o risco de crédito do soberano e de outros setores da economia, ver Arellano *et al.* (2015).

4. Para uma análise do papel da interação entre as expectativas dos agentes económicos e as características fundamentais da economia no desencadear de uma crise de dívida soberana ver Teles (2014).

com as perspectivas de evolução do rácio da dívida e análise da sustentabilidade das finanças públicas nos diversos Estados-Membros tornaram-se centrais nas análises de política económica das autoridades europeias.

Não existe concordância na literatura para a definição ou para a metodologia de avaliação da sustentabilidade da dívida pública. Em termos gerais, pode afirmar-se que a sustentabilidade da dívida requer que o governo apresente solvência e detenha liquidez (Banco Central Europeu, 2012). Partindo da noção de que um Estado é solvente se os empréstimos contraídos forem pagos nos termos acordados, a solvência exige o cumprimento da restrição orçamental intertemporal do governo, estipulando que o valor atualizado dos saldos primários esperados no futuro seja pelo menos tão elevado como o valor atual da dívida pública. Nesta perspetiva, a dívida pública é considerada sustentável no médio e longo prazo se os saldos orçamentais requeridos forem realistas em termos políticos e económicos. A liquidez é um conceito de curto prazo e refere-se à capacidade do governo em manter o acesso aos mercados financeiros, assegurando o financiamento da dívida que vence, bem como das necessidades adicionais.

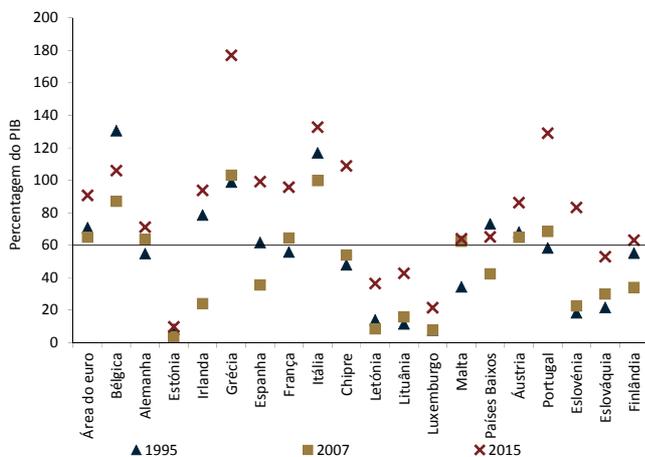


GRÁFICO 1.1: Evolução da dívida pública nos países da área do euro

Fonte: Eurostat.

Nota: Destaque-se que os dados para a área do euro estão consolidados dos empréstimos intergovernamentais concedidos no contexto da crise económica e financeira.

A análise da sustentabilidade da dívida abarca abordagens alternativas, existindo um claro *trade-off* entre simplicidade e robustez teórica. A análise convencional da sustentabilidade da dívida pública baseia-se na equação que descreve a sua dinâmica, assentando na construção de diferentes cenários

determinísticos (regra geral um cenário central e os restantes para análise de sensibilidade), com base em hipóteses para a evolução do saldo primário, da taxa de juro implícita da dívida, da taxa de crescimento do PIB nominal e dos ajustamentos défice-dívida. Frequentemente são calculados indicadores sintéticos que procuram apresentar as perspetivas de médio e longo prazo contidas nessas simulações. Esta abordagem é transparente, fácil de operacionalizar e de comunicar ao público, mas apresenta desvantagens resultantes da não quantificação da incerteza associada às projeções que lhe estão subjacentes. Em particular, a análise é realizada em equilíbrio parcial, não considerando a interação entre as diversas variáveis utilizadas.

Ao longo das últimas décadas foram surgindo na literatura abordagens não convencionais para análise de sustentabilidade da dívida, tipicamente baseadas em modelos de equilíbrio geral ou na estimação de modelos estocásticos que, com base em choques passados, identificam um cenário de referência (tipicamente o cenário mediano) e calculam bandas de confiança para os diversos graus de incerteza na evolução do rácio da dívida. No entanto, estas metodologias estão sujeitas às críticas habituais para as abordagens baseadas em modelos estimados, pois apresentam maiores dificuldades de interpretação e comunicação dos resultados e dependem da informação passada.

Mais recentemente, na sequência da crise da dívida soberana, têm sido realizados estudos sobre indicadores de alerta prévio (“*early warning indicators*”) que têm por objetivo identificar os riscos de liquidez que os governos enfrentam no curto prazo. Estes indicadores compósitos baseiam-se, regra geral, num conjunto alargado de variáveis orçamentais, macroeconómicas e financeiras, para as quais são definidos limiares críticos que procuram maximizar a capacidade de identificação de crises. As principais desvantagens deste tipo de indicadores decorre do facto de os limiares críticos se basearem em crises históricas cuja repetição pode não ocorrer e também de não serem consideradas as interações entre as diferentes variáveis.

O conceito de sustentabilidade das finanças públicas tem um papel central no contexto da supervisão orçamental multilateral a nível europeu. Atualmente, para além da regra relativa à redução do rácio da dívida, introduzida com a reforma de 2011 do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), são diversas as referências à sustentabilidade da dívida pública. Neste contexto, a Comissão Europeia tem divulgado numa base trianual (2006, 2009, 2012 e 2015) a sua apreciação sobre a sustentabilidade das finanças públicas nos Estados-Membros. No relatório mais recente são calculados, de forma autónoma, indicadores de curto, médio e longo prazo que visam identificar a probabilidade de materialização de uma crise em cada um destes momentos do tempo. Neste documento Portugal foi um dos países sinalizados como apresentando riscos importantes de insustentabilidade da dívida pública, apontando-se o papel

crucial das políticas orçamentais sustentáveis ao nível nacional, assentes num correto enquadramento institucional e promovendo a qualidade e eficiência na afetação dos recursos públicos.

A questão da sustentabilidade da dívida pública tem estado presente em vários debates em curso na Europa. O primeiro debate decorre do prolongado baixo crescimento económico em alguns países e relaciona-se com a utilização discricionária da política orçamental para estímulo da atividade, aspeto particularmente relevante no atual contexto de taxas de juro próximas de zero que limitam o recurso aos instrumentos de política monetária. Neste debate torna-se claro que o papel estabilizador da política orçamental só pode ocorrer caso haja margem orçamental, o que pressupõe que estejam reunidas as condições que garantem a sustentabilidade da dívida. Num contexto de rácios da dívida extremamente elevados em diversos países da área do euro e com baixas perspetivas de redução nos próximos anos, o segundo debate aborda as questões relativas à coordenação de políticas e à reestruturação da dívida soberana. O terceiro debate centra-se no impacto da baixa inflação na sustentabilidade da dívida, quer por via do efeito direto sobre o saldo orçamental, quer do efeito denominador associado ao facto de a maioria das metodologias ter por base a evolução do rácio da dívida face ao PIB nominal.

Este *Occasional Paper* procura abranger as diferentes perspetivas da análise da sustentabilidade da dívida, enfatizando, sempre que possível, o caso português. Neste sentido, o texto está organizado da seguinte forma. Na secção 2 apresentam-se os principais conceitos e metodologias de análise de sustentabilidade da dívida. A secção 3 descreve a evolução do rácio da dívida pública em Portugal, procurando identificar as pressões decorrentes do refinanciamento da dívida nos próximos anos. Adicionalmente, são apresentados alguns cenários determinísticos de projeção do rácio da dívida nas próximas décadas. O papel do rácio da dívida pública e da análise de sustentabilidade no contexto do PEC é analisado na Caixa 2. Na secção 4 apresenta-se a atual metodologia da Comissão Europeia, bem como os resultados mais recentes, com particular destaque para o caso português. A secção 5 desenvolve algumas das discussões ao nível europeu em torno da questão da sustentabilidade da dívida: o papel da política orçamental discricionária, a coordenação de políticas e o efeito da baixa inflação. A título ilustrativo, são descritos na Caixa 3 os casos de três países da área do euro com experiências relevantes ao nível da evolução dos rácios da dívida. A secção 6 apresenta algumas considerações finais.

2. Definição e metodologias

A literatura não identifica inequivocamente a definição e a melhor metodologia de avaliação da sustentabilidade da dívida pública. No que respeita à definição, pode afirmar-se que a sustentabilidade da dívida assume duas vertentes: a observância da restrição orçamental intertemporal do governo no médio e longo prazo e, no curto prazo, o cumprimento dos compromissos assumidos, através do acesso regular aos mercados financeiros (Banco Central Europeu, 2012). A condição de solvabilidade no médio e longo prazo exige que o valor atualizado dos saldos primários projetados para o futuro seja realista em termos políticos e económicos e pelo menos tão elevado como o valor da dívida pública inicial⁵. No curto prazo um país que enfrente dificuldades crescentes no acesso aos mercados financeiros incorre tipicamente em taxas de juros mais elevadas no refinanciamento da dívida vencida e no financiamento das novas necessidades, com repercussões negativas na sustentabilidade da sua dívida a médio prazo. Nesta situação, uma dívida pública com encargos não indexados e maturidade média mais longa afigura-se como mais favorável (ver Caixa 1 para uma descrição dos efeitos da taxa de inflação e prémios de risco num horizonte temporal infinito).

Em termos de metodologias, a **análise convencional** da sustentabilidade da dívida baseia-se na equação da dinâmica da dívida. Esta equação relaciona a variação do rácio da dívida em cada período com o défice primário, as despesas em juros, o crescimento do PIB nominal e os ajustamentos défice-dívida (ver Anexo I para uma dedução da equação da dinâmica da dívida):

$$\Delta\beta = \delta_t + \frac{(i_t - y_t)}{(1 + y_t)}\beta_{t-1} + add_t \quad (1)$$

onde

β é o rácio da dívida

δ é o défice primário em percentagem do PIB

i é a taxa de juro (nominal) implícita da dívida

y é a taxa de variação do PIB nominal

add são os ajustamentos défice-dívida em percentagem do PIB.

De notar que os ajustamentos défice-dívida destinam-se a compatibilizar as definições de défice e variação da dívida pública utilizadas, representando no âmbito deste *Occasional Paper* todos os montantes que se encontram registados

5. Para uma dedução da restrição orçamental intertemporal do governo, ver Barbosa (1997).

no défice das administrações públicas em Contas Nacionais mas não na dívida de acordo com o conceito de Maastricht e vice-versa.

A análise convencional da sustentabilidade da dívida baseia-se nesta equação e em hipóteses para as variáveis relevantes para construir cenários determinísticos de evolução do rácio da dívida pública. Tipicamente é escolhido um cenário central, que se assume mais provável, e elaboram-se cenários alternativos que permitem uma análise de sensibilidade relativamente à escolha inicial de parâmetros. Complementarmente, são calculados indicadores sintéticos de forma a apresentar os resultados de uma forma concisa, tornando mais fácil a comunicação com o público. Os indicadores sintéticos utilizados com maior frequência são o indicador S1, que representa a variação permanente no saldo primário em rácio do PIB necessária para se alcançar um determinado rácio da dívida (regra geral, 60 por cento do PIB) num determinado horizonte temporal, e o indicador S2, que representa a variação permanente no saldo primário em rácio do PIB que garante o cumprimento da restrição orçamental intertemporal⁶. Em alternativa, em particular na análise comparativa entre países, pode ser calculado o valor atual da dívida futura. Esta abordagem implica, no entanto, a adoção de uma hipótese quanto à taxa de desconto a utilizar.

A abordagem convencional de análise da sustentabilidade da dívida é transparente, fácil de operacionalizar e de comunicar, mas apresenta importantes limitações conceptuais. Em primeiro lugar, torna-se necessário que as hipóteses subjacentes às projeções consideradas sejam realistas quer em termos económicos, quer em termos políticos. Por exemplo, podem ser consideradas irrealistas as hipóteses de manutenção de um excedente primário elevado durante um período de tempo alargado, quando tal não se verificou no passado, ou de convergência do produto potencial para um nível elevado, mesmo na ausência de significativas reformas estruturais. Em segundo lugar, a análise é elaborada num contexto de equilíbrio parcial, ou seja, não tem em conta as importantes interações existentes entre as variáveis orçamentais e macroeconómicas em que assenta a dinâmica da dívida. O enviesamento potencial resultante da não consideração destes efeitos será tanto maior quanto mais marcado for o perfil das variáveis utilizadas na simulação, como, por exemplo, no caso em que se assume um esforço de consolidação orçamental significativo ao longo do horizonte. Alguns autores tentaram obviar esta limitação através da estimação de um sistema de equações simultâneas com as variáveis relevantes em termos da abordagem, usando posteriormente os coeficientes estimados para criar um cenário ‘endógeno’ em torno do cenário

6. Para uma referência recente com a derivação algébrica destes indicadores, ver Comissão Europeia (2015).

central (ver Banco Central Europeu, 2012). Em terceiro lugar, a análise foca-se habitualmente apenas nas responsabilidades orçamentais explícitas. A principal exceção relaciona-se com o impacto da demografia sobre o saldo orçamental. Diversos exercícios procuram ter em conta este impacto recorrendo às projeções para a despesa relacionada com o envelhecimento da população desenvolvidas pelo *Ageing Working Group*. Outras responsabilidades implícitas, tais como o apoio a empresas públicas ou ao setor financeiro, a execução de garantias concedidas pelas administrações públicas e obrigações decorrentes de contratos de parcerias público-privadas (PPP), não são tipicamente incluídas na análise convencional da sustentabilidade da dívida. Por último, uma vez que o conceito de dívida de Maastricht é definido em termos brutos, as previsíveis oscilações nos ativos financeiros das administrações públicas devem ser tidas em conta na análise, por via da inclusão de uma hipótese de ajustamentos défice-dívida diferente de zero. Contudo, tal nem sempre se verifica.

Diversas **abordagens não convencionais** para análise da sustentabilidade da dívida presentes na literatura procuram responder à crítica sobre a ausência de interação entre as variáveis. Uma vertente destes estudos utiliza modelos de equilíbrio geral para prever a evolução do rácio da dívida (ver, por exemplo, Comissão Europeia, 2011). Neste tipo de modelos é importante avaliar se as políticas requeridas para consolidar as finanças públicas e promover a sustentabilidade da dívida são realistas e têm em conta os limites orçamentais. Esta abordagem está sujeita às críticas habituais feitas aos modelos de equilíbrio geral, em particular ao facto de as calibrações se basearem em correlações históricas entre as variáveis. Na verdade, as calibrações podem variar com a introdução de novas políticas, fazendo regressar de certa forma os problemas da análise de equilíbrio parcial. Adicionalmente, existe uma extensa literatura que apresenta evidência empírica de efeitos não lineares, por exemplo, sobre o crescimento económico e os *spreads* da dívida soberana, que podem ocorrer a partir de determinado nível de dívida pública. Porém, a sua transposição para a análise de sustentabilidade baseada em modelos de equilíbrio geral não é direta.

Outra vertente da análise não convencional baseia-se na estimação de modelos estocásticos que incluem as variáveis relevantes para a dinâmica da dívida, procurando identificar a correlação entre os choques observados no passado. Neste âmbito são habitualmente utilizadas duas técnicas: “*fan-charts*” e modelos VAR. No primeiro caso (ver FMI, 2013) os dados históricos são utilizados para gerar médias amostrais e uma matriz de variâncias-covariâncias que define a distribuição conjunta das variáveis consideradas. Esta matriz é utilizada para gerar choques e determinar a distribuição das trajetórias projetadas para o rácio da dívida. No segundo caso, a relação histórica entre as variáveis é determinada com base num modelo VAR. Os resultados dos modelos estocásticos são normalmente apresentados em gráficos, nos quais o cenário de

base corresponde ao cenário mediano e as bandas de confiança representam os diferentes graus de incerteza na evolução do rácio da dívida. Tal como nos modelos de equilíbrio geral, aplica-se a crítica relativa à dependência dos resultados relativamente aos dados históricos.

Os governos para os quais a análise indica baixos riscos de insustentabilidade no médio e longo prazo podem também enfrentar dificuldades no refinanciamento da dívida no curto prazo. Esta possibilidade foi confirmada no contexto da recente crise da dívida soberana, desencadeando uma corrente de literatura sobre **indicadores de alerta prévio para o stress orçamental**, habitualmente utilizados no contexto de crises bancárias e cambiais⁷. Estes indicadores têm por objetivo identificar os riscos de liquidez que os governos enfrentam no curto prazo e baseiam-se, regra geral, num conjunto alargado de variáveis orçamentais, macroeconómicas e financeiras. Na maioria dos estudos mais recentes, são definidos limiares críticos para as diversas variáveis e/ou para um indicador composto, baseados no seu comportamento antes dos episódios de *stress* orçamental⁸. Estes limiares procuram maximizar a capacidade de deteção da variável/indicador, com base na minimização dos erros na identificação de eventos de crise. As principais desvantagens deste tipo de indicadores decorrem do facto de frequentemente os limiares críticos não serem específicos a cada país (devido às limitações em termos de número de observações), de se basearem em crises históricas cuja repetição pode não ocorrer e de, regra geral, não serem consideradas as interações entre as diferentes variáveis.

As metodologias para análise de sustentabilidade da dívida têm evoluído no sentido de abarcar as diferentes abordagens atrás referidas. O **Fundo Monetário Internacional** (FMI) divulga notas explicativas e folhas de cálculo para a análise de sustentabilidade da dívida, tendo realizado a última atualização em 2013. Neste documento, o FMI recomenda que a análise básica da sustentabilidade da dívida seja realizada essencialmente através da elaboração de um cenário central e de cenários alternativos. Contudo, para os países considerados de elevado escrutínio (que apresentem rácio da dívida ou necessidades brutas de financiamento elevadas ou com pedido de acesso excecional aos recursos do FMI), é requerida adicionalmente uma análise de riscos que procura identificar o realismo do cenário central, a vulnerabilidade do perfil projetado para a dívida, a sensibilidade a choques macro-orçamentais e eventuais responsabilidades contingentes. Em termos de reporte, a folha de cálculo disponibilizada permite ainda a elaboração de “*fan-charts*” que mostram um conjunto de trajetórias possíveis para o rácio da dívida no

7. Ver, por exemplo, Comissão Europeia (2015), para uma explicação do indicador S0, e Hernández de Cos *et al.* (2014).

8. A segunda abordagem mais frequente é o uso de regressões multivariadas baseadas em modelos *probit* e *logit*.

médio prazo, construídos com base na simulação de choques derivados das propriedades estocásticas implícitas na relação passada entre as variáveis orçamentais e macroeconómicas. Para além deste tipo de gráfico e de um relatório descritivo da análise de riscos, o FMI recomenda aos países de elevado escrutínio a apresentação dos resultados de uma forma sintética por via da elaboração de “*heat maps*”. A aplicação mais recente desta metodologia ao caso Português encontra-se no relatório do FMI elaborado após a terceira missão de acompanhamento do Programa de Assistência Económica e Financeira, tornado público no final de março de 2016. Por seu turno, a metodologia utilizada atualmente pela **Comissão Europeia** é descrita na secção 4 deste *Occasional Paper*.

Caixa 1. As implicações do enquadramento monetário na sustentabilidade da dívida

A condução da política monetária tem reflexos nos desenvolvimentos orçamentais e nas condições de sustentabilidade da dívida pública, designadamente através do impacto sobre as taxas de inflação e prémios de risco. A apreciação destes efeitos pode ser realizada no âmbito de uma análise dinâmica, ou seja, considerando a evolução das variáveis num horizonte temporal infinito. Os resultados desta análise dependem crucialmente do grau de antecipação dos choques na inflação por parte dos agentes económicos, do grau de indexação das variáveis relevantes à taxa de inflação e da estrutura de maturidades da dívida pública.

Os desenvolvimentos que ocorrem na taxa de juro real e que traduzem o grau de esforço com o serviço da dívida têm um papel importante nos resultados. A taxa de juro real corresponde à diferença entre a taxa de juro nominal e a inflação esperada (equação de *Fischer*), ou seja, à diferença entre o crescimento do valor nominal em dívida e o crescimento esperado dos preços. No entanto, a evolução *ex-post* dos preços poderá ser diferente da esperada, impondo uma variação no custo com o serviço da dívida. Neste contexto, partindo de uma taxa de juro nominal inicial, uma maior taxa de juro real que resulte de uma redução não antecipada da inflação aumenta o esforço com o serviço da dívida. Este efeito é tanto maior quanto mais longa for a maturidade dos títulos de dívida emitidos com a taxa de juro nominal inicial. Por outro lado, num cenário de ausência de choques na inflação, uma redução dos prémios de risco que se materialize em menores taxas de juro nominais implica uma redução da taxa de juro real. Neste caso, a redução dos custos com o serviço da dívida será tanto maior quanto mais curta for a maturidade da dívida, uma vez que será mais rápido o refinanciamento em condições mais favoráveis. Porém, note-se que a existência de maturidades mais curtas na dívida pública expõe os países aos efeitos de disrupções no financiamento externo.

3. A evolução do rácio da dívida pública em Portugal

Os primeiros anos da União Económica e Monetária (UEM) caracterizaram-se por uma evolução favorável em termos de crescimento económico e custos de financiamento dos soberanos. Em Portugal, estas condições não foram, contudo, aproveitadas no sentido de melhorar a situação orçamental. Pelo contrário, verificaram-se até 2007 políticas orçamentais de natureza essencialmente expansionista que contribuíram para a acumulação de défices primários e subsequente aumento da dívida pública em rácio do PIB. Não obstante, tal ocorreu a um ritmo relativamente lento, enquanto no conjunto da área do euro o rácio permaneceu praticamente inalterado (Gráfico 3.1). No final de 2007, o rácio da dívida ascendia a 68,4 por cento em Portugal (64,9 na área do euro) e a partir deste ano assistiu-se a um crescimento muito significativo.

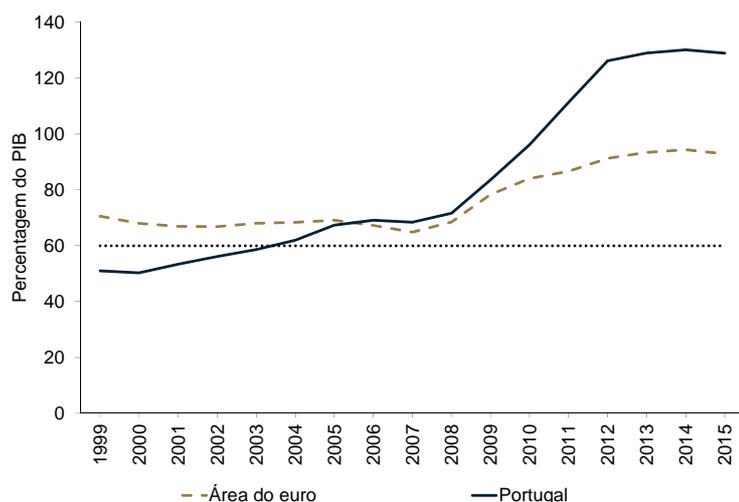


GRÁFICO 3.1: Dívida pública em percentagem do PIB: 1999-2015

Fonte: Comissão Europeia.

A dinâmica de forte crescimento da dívida foi comum ao conjunto da área do euro, mas assumiu particular relevância nos casos da Grécia, Irlanda, Espanha, Eslovénia e Portugal e, numa menor medida, também em Chipre (Gráfico 3.2). Nestes países o aumento do rácio da dívida foi acompanhado pelo aumento dos respetivos custos de financiamento, tendo sido o acesso aos mercados internacionais interrompido em determinados momentos (Gráfico 3.3). Com efeito, no âmbito da crise, Grécia, Irlanda, Portugal e Chipre recorreram a

programas de assistência económica e financeira.

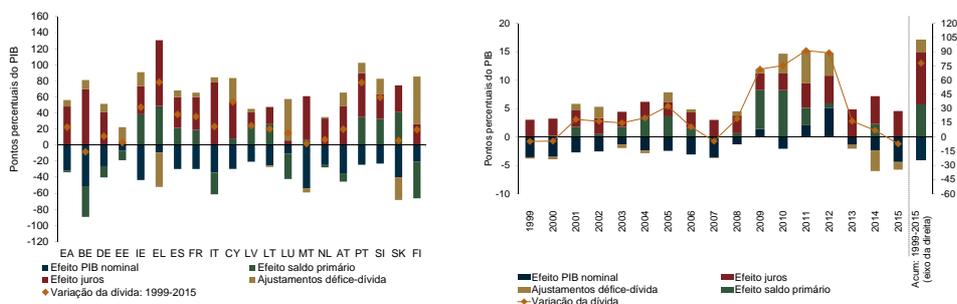


GRÁFICO 3.2: Decomposição da variação do rácio da dívida na área do euro e em Portugal: 1999-2015

Fonte: Comissão Europeia.

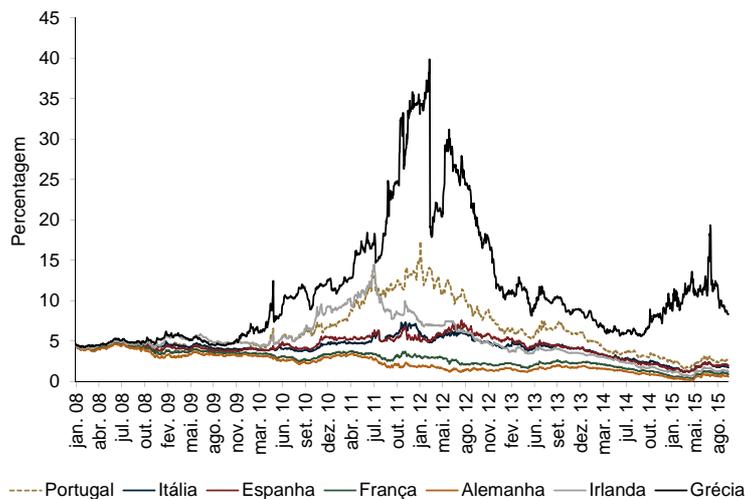


GRÁFICO 3.3: Evolução das taxas de juro a 10 anos da dívida pública: 2008-2015

Fonte: Thomson Reuters.

Em Portugal, verificou-se entre 2007 e 2015 um aumento do rácio da dívida em 60,6 p.p. do PIB, o que compara com 28,6 p.p. do PIB no conjunto da área do euro. No final de 2015, a dívida pública em Portugal cifrava-se em 129,0 por cento, o que compara com 93,5 por cento na área do euro. Destaque-se que, em

2015, este indicador se situou abaixo do valor de referência de 60 por cento em apenas cinco dos dezanove Estados-Membros.

Em Portugal, bem como no conjunto da área do euro, o principal contributo para o aumento do rácio da dívida no período 2007-2015 decorreu dos custos associados ao serviço do *stock* de dívida entretanto acumulado (Gráfico 3.2). O efeito anterior foi reforçado pela existência de défices primários na generalidade dos anos, com destaque para 2009 e 2010, refletindo em larga medida a implementação de medidas de estímulo no âmbito do Plano Europeu de Recuperação Económica proposto no final de 2008 pela Comissão Europeia. Note-se, contudo, que o contributo acumulado dos défices primários atingiu uma magnitude cerca de três vezes superior à observada na área do euro. Dado o contexto de baixo, ou mesmo negativo, crescimento do PIB nominal (com valor médio anual de 0,9 por cento), o efeito de denominador associado ao crescimento económico foi negligenciável. Uma vez que a taxa de juro implícita da dívida ascendeu, em média, a 4,0 por cento, o denominado “efeito dinâmico” explica aproximadamente metade do aumento do rácio da dívida portuguesa neste período (30,2 p.p. do PIB, o que compara com 13,6 p.p. no conjunto da área do euro). Por último, o impacto de ajustamentos défice-dívida de sinal positivo foi também importante neste período, tendo decorrido no essencial de uma acumulação de depósitos das administrações públicas (sobretudo entre 2010 e 2012) e de efeitos de valorização desfavoráveis, que mais do que compensaram as receitas de privatizações realizadas no âmbito do Programa de Assistência.

O gráfico 3.4 decompõe o *stock* de dívida pública em 2015 nos países da área do euro por instrumento. Verifica-se que a maior parte do *stock* corresponde a títulos de longo prazo. Porém, esta percentagem é substancialmente mais expressiva no conjunto da área do euro do que em Portugal (73,5 e 48,1 por cento, respetivamente), onde diz respeito quase exclusivamente a Obrigações do Tesouro. Em contrapartida, o peso dos empréstimos de longo prazo em Portugal (tal como na Grécia e em Chipre) é muito elevado quando comparado com o registado na área do euro, refletindo o financiamento obtido no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Adicionalmente, a percentagem de dívida de curto prazo em Portugal é muito semelhante à observada no conjunto da área do euro, não existindo por essa via um risco acrescido em termos de refinanciamento. Refira-se ainda que, de acordo com a informação mais recente (referente ao final de 2014), na generalidade dos países da área do euro a maior parte da dívida pública encontra-se essencialmente denominada em euros, o que resulta num diminuto risco cambial. Quanto à classificação por detentores, aproximadamente metade da dívida pública do conjunto da área do euro era, no final de 2014, detida por investidores não residentes. Em Portugal, também em virtude dos empréstimos junto do FMI, esta percentagem situava-se ligeiramente acima da média.

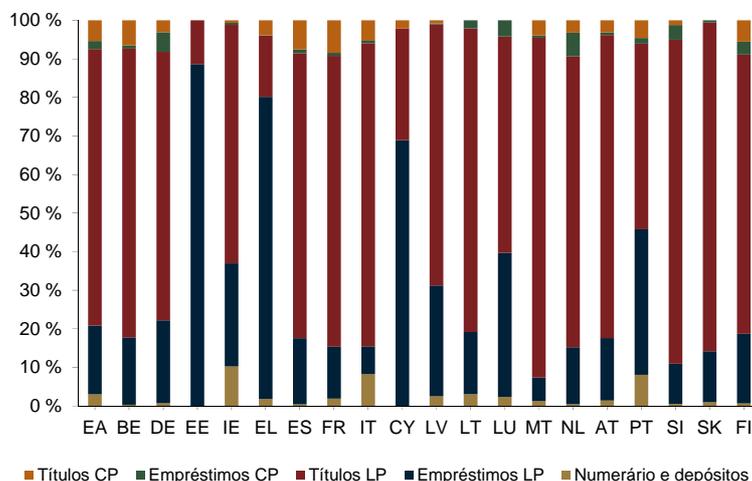


GRÁFICO 3.4: Decomposição do *stock* de dívida pública por instrumento em Dezembro de 2015

Fonte: Eurostat.

A estrutura de maturidades da dívida de médio e longo prazo tem importantes implicações para a avaliação da sustentabilidade da dívida. No caso português, tem-se observado nos últimos anos um aumento importante da maturidade média residual da dívida pública (do Estado): de cerca de 6 anos no início do Programa de Assistência Económica e Financeira para o valor atual ligeiramente inferior a 9 anos. No entanto, o calendário de amortizações da dívida direta do Estado evidencia ainda uma forte concentração no período até 2025, ano a partir do qual está essencialmente prevista a amortização de alguns dos empréstimos obtidos no âmbito do Programa (Gráfico 3.5)⁹. Este perfil sugere que, ao longo da próxima década, o nível de emissões de dívida pública decorrente das necessidades de refinanciamento deverá permanecer elevado, evidenciando uma situação de vulnerabilidade face às condições dos mercados (Gráfico 3.6). A este risco acrescerá o resultante do financiamento dos défices orçamentais, cuja magnitude dependerá da orientação da política orçamental no médio prazo.

9. Este padrão já reflete a extensão de maturidades (em 7 anos) na componente de financiamento europeu do Programa de Assistência, no âmbito da reestruturação ocorrida em 2013.

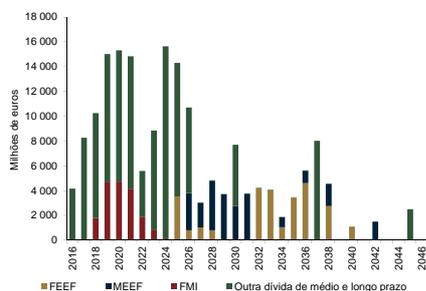


GRÁFICO 3.5: Perfil de amortização da dívida direta do Estado

Fonte: IGCP.

Nota: O gráfico não inclui as amortizações de Bilhetes do Tesouro, Certificados de Aforro, Certificados do Tesouro, CEDIC e CEDIM.

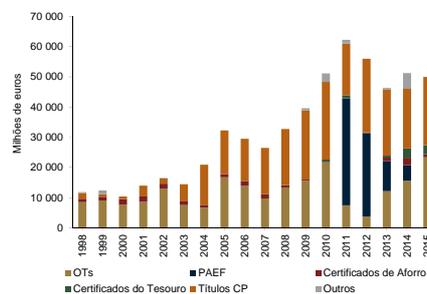


GRÁFICO 3.6: Emissões de dívida pública Portuguesa

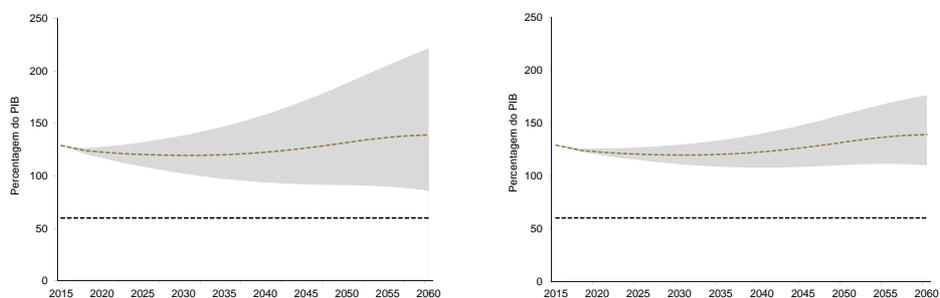
Fonte: IGCP.

Tal como mencionado na Secção 2, a análise convencional da sustentabilidade da dívida constrói cenários determinísticos para a evolução do rácio da dívida, com base em hipóteses para as variáveis relevantes. O gráfico 3.7 mostra que, num cenário de manutenção do saldo primário estrutural no nível de 2015, com exceção da variação dos custos associados ao envelhecimento populacional projetados pela Comissão Europeia e divulgados no *Ageing Report* de 2015, o rácio da dívida em Portugal manteria uma trajetória ligeiramente ascendente até 2060. Neste cenário assume-se que até 2018 a evolução das variáveis macroeconómicas é consistente com as previsões do Banco de Portugal publicadas no Boletim Económico de Junho de 2016. A partir de 2018, assume-se no cenário central que o PIB nominal cresce cerca de 3 por cento ao ano e que a taxa de juro implícita da dívida permanece constante no valor previsto para 2018. No gráfico 3.8 ilustra-se um cenário em tudo semelhante ao anterior mas em que se assume o cumprimento dos compromissos assumidos no âmbito do PEC, mesmo tendo em conta os custos com o envelhecimento¹⁰. A partir de 2015, assume-se que a convergência do saldo estrutural para o objetivo de médio prazo (OMP) (que para Portugal é de 0,25 por cento do PIB) se faz a um ritmo de 0,25 p.p. do PIB em 2016 (em linha com a última proposta de *Country Specific Recommendations* a Portugal) e 0,6 p.p. do PIB por ano no remanescente do horizonte.¹¹ Uma vez atingido este objetivo, o saldo

10. No presente exercício assume-se que a consolidação orçamental tem um impacto negativo sobre o crescimento do PIB (considerando um multiplicador igual a 0,8, tal como em Comissão Europeia, 2015).

11. Note-se que, no dia 2 de agosto de 2016, o Conselho da União Europeia reviu esta orientação, recomendando que em 2016 o saldo estrutural permaneça no mesmo nível que em 2015. O menor ritmo de convergência para o OMP que resulta desta recomendação tem um impacto negligenciável no exercício apresentado no gráfico 3.8.

total permanece constante. Verifica-se que nestas condições o rácio da dívida apresenta uma trajetória descendente, atingindo o limite de 60 por cento do PIB após 2040. De notar que, caso ocorra a correção da situação de défice excessivo em 2016, inicia-se um período de transição com a duração de três anos durante o qual a consolidação orçamental deverá ser compatível com o cumprimento do critério da dívida a partir de 2019. Mesmo no cenário de cumprimento dos compromissos europeus, a trajetória prevista não permite ainda assegurar estas condições (para mais detalhes sobre o critério da dívida no contexto do PEC, ver Caixa 2).



(A) Sensibilidade a variações na taxa de crescimento do PIB

(B) Sensibilidade a variações na taxa de juro

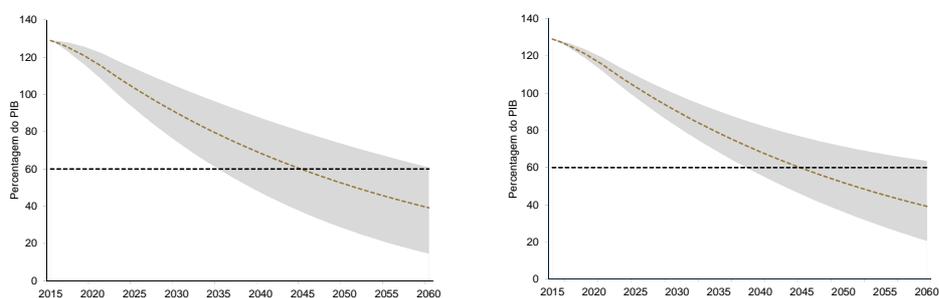
GRÁFICO 3.7: Perspetivas de evolução da dívida pública em Portugal: cenário de manutenção do saldo primário estrutural de 2015

Fonte: Cálculos dos autores.

Nota: Até 2018, a evolução das variáveis macroeconómicas é consistente com as previsões do Banco de Portugal publicadas no Boletim Económico de Junho de 2016. A partir de 2018, assume-se no cenário central que o PIB nominal cresce cerca de 3 por cento ao ano e que a taxa de juro implícita da dívida permanece constante no valor previsto para 2018. Quanto ao saldo primário, é mantido o valor estrutural de 2015 em rácio do PIB, com exceção da variação dos custos associados ao envelhecimento populacional, de acordo com as projeções divulgadas no *Ageing Report* de 2015. As bandas sombreadas correspondem a uma análise de sensibilidade da projeção do rácio da dívida a variações em mais ou menos 1 p.p. da taxa de crescimento do PIB nominal e mais ou menos 0,5 p.p. da taxa de juro implícita da dívida.

Com exceção do impacto da demografia sobre o saldo orçamental, a análise anterior não tem em conta a concretização de responsabilidades contingentes que agravariam as perspetivas de evolução da dívida no cenário de políticas invariantes ou tornariam mais exigente o cumprimento dos compromissos no âmbito do PEC. A quantificação deste tipo de responsabilidade das administrações públicas afigura-se difícil. No entanto, o Eurostat divulga desde 2015 informação para os três anos anteriores relativamente ao montante de responsabilidades contingentes existente em cada país da área do euro. Em

particular, embora a informação seja incompleta, estão disponíveis estimativas sobre o *stock* de garantias atribuídas pelo Estado, o montante de crédito concedido por entidades públicas que se encontra em incumprimento, bem como as responsabilidades contingentes associadas aos contratos de PPP e empresas não incluídas no subsetor das administrações públicas, mas cuja gestão é direta ou indiretamente controlada pelo Estado¹².



(A) Sensibilidade a variações na taxa de crescimento do PIB (B) Sensibilidade a variações na taxa de juro

GRÁFICO 3.8: Perspetivas de evolução da dívida pública em Portugal: cenário de cumprimento das regras do PEC

Fonte: Cálculos dos autores.

Nota: Até 2018, a evolução das variáveis macroeconómicas é consistente com as previsões do Banco de Portugal publicadas no Boletim Económico de Junho de 2016. A partir de 2018, assume-se no cenário central que o PIB nominal cresce cerca de 3 por cento ao ano e que a taxa de juro implícita da dívida permanece constante no valor previsto para 2018. A partir de 2015, assume-se que a convergência do saldo estrutural para o OMP (0,25 por cento do PIB) se faz a um ritmo de 0,25 p.p. do PIB em 2016 e 0,6 p.p. do PIB por ano no remanescente do horizonte. Uma vez atingido o OMP, o saldo total permanece constante nesse nível. As bandas sombreadas correspondem a uma análise de sensibilidade da projeção do rácio da dívida a variações em mais ou menos 1 p.p. da taxa de crescimento do PIB nominal e mais ou menos 0,5 p.p. da taxa de juro implícita da dívida.

12. O Eurostat divulga a informação sobre responsabilidades contingentes desde 2011 para todos os países da área do euro com exceção de Chipre. Note-se, contudo, que nem todos os países reportam dados para todas as categorias de responsabilidades contingentes listadas. No caso das responsabilidades associadas a contratos de PPP, não existe informação relativa à Alemanha, as responsabilidades associadas a empresas públicas excluem os montantes referentes à Alemanha e à França e também não existe informação sobre o montante de crédito em incumprimento nos casos de Bélgica, França e Eslováquia. Note-se, ainda, que, dadas as características intrínsecas da informação reportada, a sua comparabilidade entre países não é perfeita. No caso das responsabilidades associadas às empresas públicas, importa ter em conta que o peso destas instituições varia significativamente entre países. Adicionalmente, em muitos casos o reporte não é exaustivo, excluindo por exemplo as responsabilidades referentes a instituições financeiras ou a subsectores das administrações públicas.

No final de 2014, o *stock* total de responsabilidades contingentes ascendia, em média, a 51,9 por cento do PIB nos países da área do euro, valor que compara com 92,7 por cento do PIB em Portugal (Gráfico 3.9). Tal como nos restantes Estados-Membros da UEM, em Portugal estas responsabilidades contingentes estão muito associadas a passivos do setor empresarial do Estado, em particular decorrentes de sociedades financeiras¹³. Adicionalmente, a concessão de garantias por parte do Estado contribui também de forma determinante para o elevado nível de responsabilidades contingentes em Portugal e no conjunto da área do euro. No caso de Portugal, os valores reportados ao Eurostat refletem em larga medida a concessão de garantias a instituições financeiras, no contexto da crise. Destaque-se, contudo, que o *stock* de garantias existente no final de 2014 (equivalente a 7,1 por cento do PIB) representa uma redução face aos montantes registados entre 2011 e 2013.

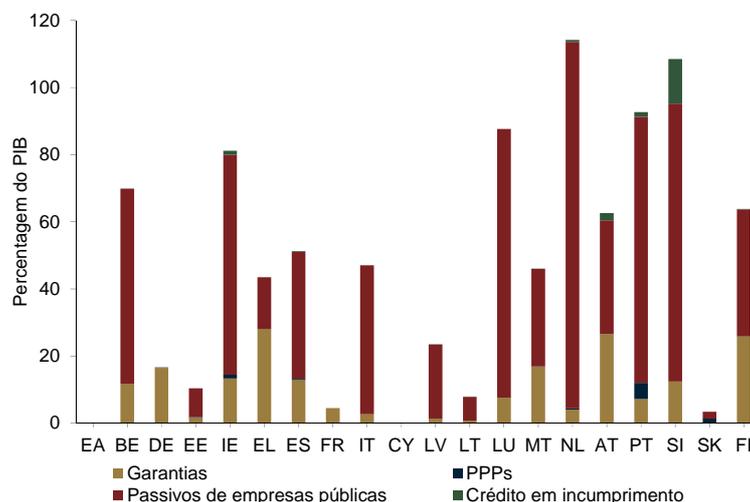


GRÁFICO 3.9: *Stock* de responsabilidades contingentes em Dezembro de 2014

Fonte: Eurostat.

13. Note-se que a informação divulgada pelo Eurostat relativamente aos passivos de empresas públicas não se encontra numa base consolidada, nem líquida de ativos, podendo estar sobreavaliada. No caso português, dos 79,3 por cento do PIB registados no final de 2014, aproximadamente 95 por cento eram relativos a sociedades financeiras.

Caixa 2. O papel do rácio da dívida pública e da análise de sustentabilidade no contexto do Pacto de Estabilidade e Crescimento

O conceito de sustentabilidade das finanças públicas esteve subjacente ao desenvolvimento da arquitetura do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), a qual já sofreu diversas alterações. O objetivo último do mecanismo de supervisão orçamental multilateral é garantir que os Estados-Membros da União Europeia adotam, de forma coordenada, políticas económicas adequadas que permitam o respeito pelos limites para o défice e para a dívida estabelecidos pelo Tratado de Maastricht, em 1992. Neste contexto, foram estabelecidos à partida os mecanismos para a monitorização do défice e da sua redução em caso de ultrapassagem do limite de 3 por cento do PIB. Posteriormente, a reforma de 2005 explicitou a noção de “situação orçamental equilibrada ou em excedente” através da criação do OMP. Este objetivo materializa-se na fixação de um nível para o saldo estrutural específico para cada país e de uma trajetória de convergência para o mesmo.

O critério da dívida foi operacionalizado apenas em 2011, no âmbito da segunda reforma do PEC. Nesta dimensão, um Estado-Membro está em incumprimento se o respetivo rácio da dívida pública é superior a 60 por cento do PIB e não está a convergir para o valor de referência a um ritmo satisfatório. A trajetória adequada pressupõe que o diferencial do rácio da dívida em relação ao limite tenha diminuído ao longo dos três anos anteriores a uma taxa média de 1/20 por ano. A violação do critério da dívida é avaliada segundo três óticas: uma versão “*backward-looking*” (em que o *benchmark* para comparação é calculado com base no rácio da dívida nos três anos anteriores), uma versão “*forward-looking*” (em que o *benchmark* para comparação se baseia no rácio da dívida dos anos anterior, corrente e seguinte) e também tendo em conta o impacto do ciclo económico (onde o numerador é corrigido com a componente cíclica do saldo orçamental e o denominador é o PIB nominal potencial)^a. Apenas no caso em que as três condições são violadas se considera existir incumprimento do critério da dívida. O critério da dívida entrou em vigor com a restante legislação do *Six Pack*, em novembro de 2011. No entanto, para os Estados-Membros em procedimento por défice excessivo foi concedido um período de transição de três anos após a correção desta situação. Durante esse período, os Estados-Membros deverão realizar um ajustamento estrutural linear mínimo que garanta que o critério da dívida é cumprido no final da transição. Até ao momento, não foi aberto nenhum procedimento por défice excessivo com base no critério da dívida.

As referências explícitas à sustentabilidade da dívida surgem também em diversas disposições do PEC. Em particular, no que respeita ao OMP, a definição do limite mínimo tem em conta o rácio da dívida e os riscos relativamente à sustentabilidade. Adicionalmente, a trajetória de ajustamento para o OMP é mais exigente para países com rácio da dívida superior a 60 por cento ou riscos pronunciados de insustentabilidade da dívida. Por último, são permitidos desvios na trajetória de convergência para o OMP no caso: i) de ocorrer um evento incomum e fora do controlo do governo que tenha impacto significativo na posição financeira das administrações públicas e não ponha em perigo a sustentabilidade orçamental no médio prazo; ii) de recessão económica pronunciada na área do euro ou na União Europeia desde que não coloque em causa a sustentabilidade orçamental no médio prazo; ou iii) de implementação de reformas estruturais que sejam de grande dimensão, implementadas na íntegra e tenham um impacto verificável na sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas.

a. Para mais detalhes sobre as fórmulas relevantes na aplicação do critério da dívida ver Comissão Europeia (2016c).

4. A metodologia de análise da Comissão Europeia e os seus resultados

Esta secção apresenta a metodologia usada atualmente pela Comissão Europeia na análise de sustentabilidade da dívida pública, bem como os resultados mais recentes divulgados no Relatório de Sustentabilidade de 2015 (*Fiscal Sustainability Report*). Este relatório analisa a sustentabilidade das finanças públicas na área do euro e os riscos que os Estados-Membros enfrentam no curto, médio e longo prazo¹⁴. Os resultados têm em conta as previsões do Outono de 2015 da Comissão Europeia e as projeções de longo prazo dos custos orçamentais relacionados com o envelhecimento da população publicados no *Ageing Report* de 2015.

4.1. Sustentabilidade no curto prazo

A análise de curto prazo é realizada através de um indicador de alerta prévio (S0), que avalia a existência de riscos de *stress* orçamental no ano seguinte. Trata-se de um indicador compósito assente num conjunto de 28 variáveis que se

14. De notar que o relatório da Comissão Europeia não inclui os países sob programas de ajustamento à data da sua publicação, nomeadamente o Chipre e a Grécia.

categorizam num sub-indicador orçamental e noutro de cariz macroeconómico e financeiro.

A análise dos riscos de insustentabilidade no curto prazo pode ser feita a níveis diferentes. Em termos globais a avaliação de *stress* no curto prazo baseia-se na comparação do indicador S0 com um valor de referência de 0,43¹⁵, onde valores mais elevados refletem uma vulnerabilidade maior. Adicionalmente, ainda que a nível global não existam riscos elevados, podem utilizar-se os valores dos sub-indicadores ou das variáveis que os compõem para identificar se existem pressões provenientes de uma área específica.

No que diz respeito à avaliação global dos riscos no curto prazo na área do euro (Gráfico 4.1), os valores do indicador S0 em 2015 estão abaixo do limiar crítico em todos os países. A título de comparação, refira-se que em 2009 mais de metade dos Estados-Membros da área do euro se encontravam sob *stress* orçamental no curto prazo. O gráfico ilustra ainda uma evolução favorável em todos os países face aos valores de 2009, em particular em Portugal, onde se observou a redução mais significativa no valor do indicador. Atualmente, apesar de Portugal apresentar o terceiro valor mais elevado, o indicador S0 situa-se a uma margem significativa do limiar crítico.

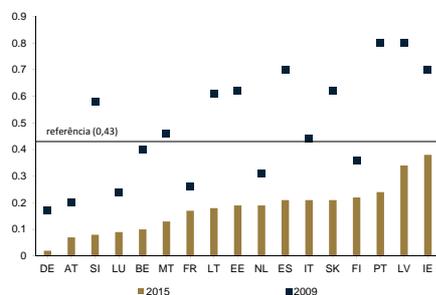


GRÁFICO 4.1: O indicador de curto prazo (S0)

Fonte: Comissão Europeia.

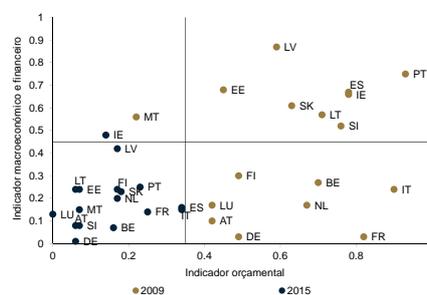


GRÁFICO 4.2: Sub-indicadores de curto prazo

Fonte: Comissão Europeia.

15. O limite é calculado através da maximização do “poder de sinalização” do modelo durante episódios de *stress* orçamental passados. É utilizado o mesmo método para calcular os valores críticos, comuns a todos os países, para os dois sub-indicadores (0,35 no caso do sub-indicador orçamental e 0,45 para o sub-indicador macroeconómico e financeiro) e para as 28 variáveis que compõem o S0. Na análise das variáveis deve ter-se em consideração que a relevância das mesmas varia com a sua capacidade de previsão nos episódios de *stress* orçamental passados. O Anexo II enumera o conjunto de variáveis utilizadas e os respetivos resultados para Portugal considerados pela Comissão aquando da elaboração do relatório.

O gráfico 4.2 apresenta os valores dos dois sub-indicadores em 2009 e 2015, mostrando novamente uma evolução favorável. Em 2015 nenhum destes indicadores sinaliza riscos para Portugal, ou para os restantes Estados-Membros, com exceção da Irlanda. Importa salientar que em 2009, Portugal apresentava o risco mais elevado na área orçamental, em comparação com os restantes Estados-Membros, e que o *stress* orçamental proveniente da situação macroeconómica e financeira também era dos mais elevados.

4.2. *Sustentabilidade no médio prazo*

A Comissão avalia a existência de riscos de insustentabilidade no médio prazo com base no indicador S1 e no *DSA tool*. Este último consiste num conjunto de projeções para a evolução da dívida pública num horizonte de 10 anos. A metodologia engloba projeções em diferentes cenários determinísticos: de políticas invariantes, de convergência para valores históricos e de cumprimento dos compromissos europeus¹⁶. O cenário base considerado é o de políticas invariantes que assume uma política orçamental inalterada a partir do último ano de previsões, ou seja, um saldo primário estrutural constante a partir de 2017. As restantes variáveis macroeconómicas, relevantes para a dinâmica da dívida (ver Anexo I), cumprem os pressupostos de convergência de longo prazo estipulados pelo *Economic Policy Committee*. São considerados ajustamentos déficit-dívida nulos após 2017. A análise de sensibilidade é realizada através da introdução de choques nas taxas de juro e nas taxas de crescimento do PIB nominal do cenário base. Finalmente consideram-se também projeções estocásticas que produzem uma distribuição de trajetórias para a dívida pública, refletindo um conjunto amplo de condições macroeconómicas possíveis. No entanto, para a avaliação geral do risco o cenário relevante é o de políticas invariantes, sendo que a classificação do risco pode ser agravada com base na análise dos cenários alternativos, dos testes de sensibilidade e das projeções estocásticas.

O risco subjacente ao cenário base é medido através de três variáveis: o rácio da dívida no final do período de projeção, o ano em que a dívida atinge o seu valor máximo e o posicionamento do saldo primário estrutural em 2017 na distribuição histórica de todos os Estados-Membros. A primeira destas variáveis é a mais importante na avaliação, sendo que um rácio de dívida acima de 90 por cento define um risco elevado e abaixo de 60 por cento um risco baixo. As outras duas variáveis apenas agravam esta avaliação quando ambas apontam no

16. O relatório da Comissão também contém cenários compatíveis com o Programa de Estabilidade dos Estados-Membros, mas estes não são considerados na avaliação global dos riscos.

mesmo sentido¹⁷. Os diversos cenários considerados no relatório, incluindo os testes de sensibilidade, apontam para um risco elevado em Portugal decorrente do rácio de dívida ser superior a 90 por cento no último ano das projeções. A projeção mais favorável resulta do cenário que assume o cumprimento dos compromissos europeus e as trajetórias mais adversas estão associadas aos cenários de convergência para valores históricos. De salientar, ainda, que as simulações estocásticas apontam para uma probabilidade relativamente baixa do rácio da dívida em 2020 ser superior ao observado em 2015 (28 por cento).

Como mencionado anteriormente, a avaliação de médio prazo depende também do indicador de sustentabilidade S1, que reflete o ajustamento acumulado necessário no saldo estrutural primário durante 5 anos (começando no ano após as previsões, atualmente 2018), para atingir um rácio de dívida pública de 60 por cento do PIB até 2030. Na leitura do indicador S1 são usados os referenciais de 0 e 2,5 por cento, a partir dos quais se considera a existência de risco médio e elevado, respetivamente.

O indicador S1 pode ser decomposto no ajustamento necessário dada a posição orçamental inicial, o requisito de dívida e as despesas relacionadas com o envelhecimento da população (Gráfico 4.3). A posição orçamental inicial é definida pela diferença entre o saldo primário estrutural do último ano das previsões e o saldo primário estrutural que viabiliza uma estabilização do rácio da dívida¹⁸. A segunda componente diz respeito ao ajustamento adicional para se atingir o rácio de 60 por cento do PIB até 2030. Finalmente, é preciso contabilizar também o incremento no ajustamento por via da necessidade de financiar despesas relacionadas com o envelhecimento da população.

Apesar de uma grande disparidade na área do euro, há um número considerável de países que necessitam de um esforço de consolidação para garantir a sustentabilidade das finanças públicas no médio prazo. Com efeito, o indicador S1 sinaliza riscos médios para o conjunto da área do euro. Portugal está no topo do grupo de oito países de risco elevado, necessitando de um ajustamento de 4,7 p.p. entre 2018 e 2022, o que corresponde aproximadamente a uma consolidação de 0,9 p.p. por ano. Este valor elevado resulta diretamente do requisito da dívida pública, dado que 4,4 p.p. da consolidação orçamental

17. Relativamente ao ano em que o rácio da dívida atinge uma trajetória decrescente, o risco é classificado de médio (elevado) quando este se situa para além de 2018 (2022). No que respeita ao posicionamento do saldo estrutural, um valor abaixo ou igual a 15 por cento é considerado um resultado com risco elevado, enquanto um valor acima de 30 por cento indica um risco baixo.

18. A posição orçamental inicial incorpora também o esforço adicional que advém do ajustamento gradual (ao longo de 5 anos) ser superior ao que seria necessário caso se efetuasse todo o ajustamento em 2018.

são devidos à distância do rácio da dívida ao referencial de 60 por cento.

Partindo do saldo estrutural estimado para o último ano das previsões (2017) e somando o ajustamento refletido no indicador S1, pode obter-se o saldo estrutural a atingir em 2022 (Gráfico 4.4). Apesar de este ser um exercício totalmente mecânico, Portugal e Itália distinguem-se pela necessidade de observar um saldo primário estrutural acima de 6 por cento em 2022. Note-se que apenas 1 por cento dos saldos primários estruturais observados no período de 1980-2015, pelos Estados-Membros da União Europeia, atingiram esta magnitude.

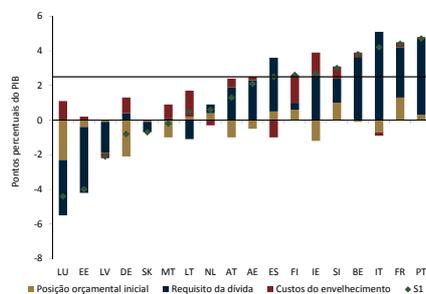


GRÁFICO 4.3: O indicador de sustentabilidade S1)

Fonte: Comissão Europeia.

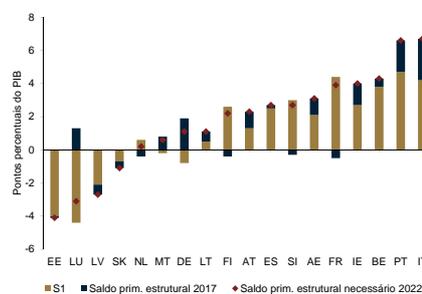


GRÁFICO 4.4: Saldo primário estrutural compatível com o indicador S1

Fonte: Comissão Europeia.

4.3. Sustentabilidade no longo prazo

No longo prazo, a análise baseia-se no indicador S2, que reflete o ajustamento necessário do saldo primário estrutural para satisfazer a restrição orçamental intertemporal, considerando despesas relacionadas com o envelhecimento da população. Este indicador mede o esforço de consolidação necessário para estabilizar o rácio da dívida, mas não considera qualquer objetivo para essa variável, ou seja, o rácio da dívida pode estabilizar em níveis muito elevados. Se tal se verificar, não existe a garantia que uma situação de crise não possa ser despoletada, ainda que estejam reunidas as condições de sustentabilidade de acordo com este indicador de longo prazo.

O indicador S2 não sinaliza para Portugal riscos de insustentabilidade no longo prazo, assumindo a manutenção do saldo primário estrutural de 1,9 p.p. do PIB previsto para 2017 (Gráfico 4.5). O ajustamento estrutural necessário é de 0,7 p.p., menos 0,4 p.p. que na área do euro. No que se refere ao saldo primário estrutural compatível com o indicador S2, estima-se um saldo de 2,6 por cento do PIB para 2018. Com efeito, o posicionamento relativo de Portugal

piora ligeiramente face à área do euro o que decorre da estimativa para o ponto de partida, ou seja, o saldo estrutural em 2017 em Portugal é superior ao da maioria dos restantes Estados-Membros. As despesas com saúde e cuidados continuados decorrentes do envelhecimento populacional no horizonte até 2060 são a principal determinante do ajustamento necessário em Portugal com um contributo de 1,9 p.p. que compara com 1,3 p.p. na área do euro. Porém, quando se adicionam aos custos anteriores a despesa em pensões e outras despesas (como com a educação e os subsídios de desemprego), Portugal encontra-se no conjunto de países menos vulneráveis às pressões orçamentais resultantes do envelhecimento da população.

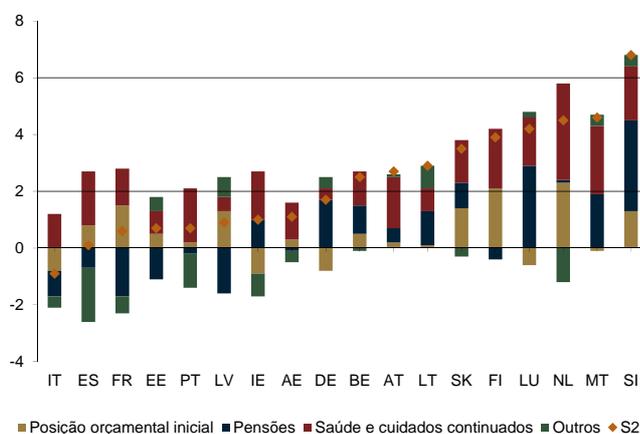


GRÁFICO 4.5: O indicador de sustentabilidade S2

Fonte: Comissão Europeia.

4.4. Síntese dos resultados

O quadro 4.1 apresenta de forma sintética a avaliação feita pela Comissão no relatório de 2015, com base nos indicadores acima referidos. De acordo com esta avaliação, Portugal não apresenta riscos significativos nos horizontes de curto e longo prazo. Pelo contrário, no médio prazo os riscos são considerados elevados em resultado tanto da abordagem baseada nas projeções da dívida nos diferentes cenários, como do indicador do hiato de sustentabilidade (S1).

	Curto-prazo (S0)	DSA tool	S1	Médio-prazo	Longo-prazo (S2)
BE	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Médio
DE	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
EE	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
IE	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Baixo
ES	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Baixo
FR	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Baixo
IT	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Baixo
LV	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
LT	Baixo	Baixo	Médio	Médio	Médio
LU	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Médio
MT	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Médio
NL	Baixo	Médio	Médio	Médio	Médio
AT	Baixo	Médio	Médio	Médio	Médio
PT	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Baixo
SI	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Elevado
SK	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Médio
FI	Baixo	Elevado	Elevado	Elevado	Médio

QUADRO 4.1. Avaliação geral da sustentabilidade das finanças públicas

Fonte: Comissão Europeia.

5. A discussão sobre a dívida e a política orçamental na Europa

5.1. O papel estabilizador da política orçamental discricionária

Em 2009, um ano após os primeiros sinais do início da crise económica e financeira, o PIB da área do euro registou, pela primeira vez desde a sua criação, uma contração. Desde então, a Comissão Europeia estima que o hiato do produto do conjunto da área do euro se tenha situado em níveis negativos. De acordo com as previsões da Primavera de 2016, a Comissão Europeia antecipa que o hiato do produto da área do euro permaneça negativo pelo menos até 2017. Contudo, espera-se que este hiato se reduza de forma significativa, refletindo em parte os efeitos da orientação prevista para a política orçamental (Gráfico 5.1). A persistência desta posição cíclica e dos seus efeitos descendentes sobre a inflação relançou o debate sobre as estratégias

de estabilização macroeconómica e, em particular, sobre a combinação de instrumentos de política monetária e de política orçamental que conduziria à diminuição do hiato do produto no curto prazo sem colocar em causa a sustentabilidade das finanças públicas.

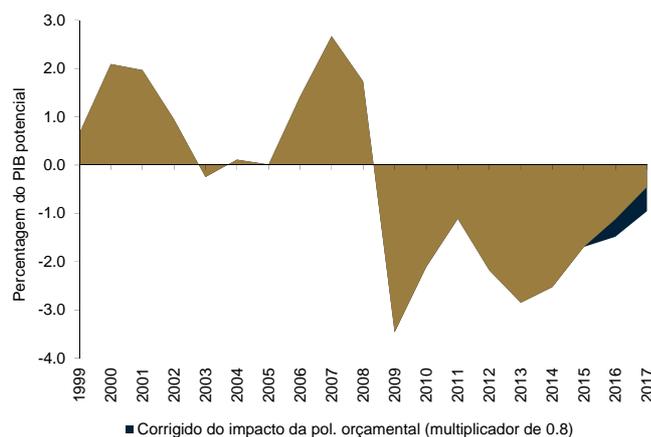


GRÁFICO 5.1: O hiato do produto na área do euro: 1999-2017

Fonte: Comissão Europeia, AMECO.

Nota: Em Comissão Europeia (2015) assume-se um multiplicador orçamental de 0,8 para todos os países da área do euro. Note-se que a evidência em, por exemplo, Christiano *et al.* (2011), aponta para que num contexto de taxas de juro próximas de zero o multiplicador orçamental exceda a unidade.

Até 2008, a política monetária era vista pela generalidade dos decisores de política como o único instrumento à disposição dos governos para mitigar os efeitos dos ciclos económicos na atividade económica. Assim, o papel da política orçamental resumia-se em larga medida ao funcionamento dos estabilizadores automáticos. Após o início da crise económica e financeira, o Banco Central Europeu iniciou uma redução da taxa de juro nominal, a qual atingiu níveis historicamente baixos e próximos do designado *zero lower bound*. A capacidade dos decisores para utilizarem os instrumentos convencionais de política monetária tornou-se assim limitada. Neste contexto, a necessidade de recorrer à política orçamental para complementar os efeitos do estímulo monetário assumiu um papel de destaque na discussão a nível europeu.

A relação entre os ciclos económicos e a política orçamental é recíproca: por um lado, a política orçamental responde às oscilações cíclicas e, por outro, afeta o próprio nível do produto e a posição cíclica da economia. Esta relação pode materializar-se por via do funcionamento dos estabilizadores automáticos ou através da implementação de medidas discricionárias. No que respeita aos estabilizadores automáticos, a sua capacidade de mitigar os efeitos de fortes

oscilações cíclicas é, normalmente, insuficiente e depende em larga medida do peso do Estado na economia (Fatas e Mihov, 2001)¹⁹. Quanto à política orçamental discricionária ativa, o seu papel estabilizador está tipicamente associado à implementação de medidas de caráter contra-cíclico. Com efeito, um aumento da despesa pública poderá estimular o setor privado da economia, iniciando uma sequência de efeitos induzidos que envolvem aumentos do rendimento e do consumo privado. De igual forma, uma redução da carga fiscal deverá resultar num aumento do rendimento disponível e, por essa via, do consumo privado.

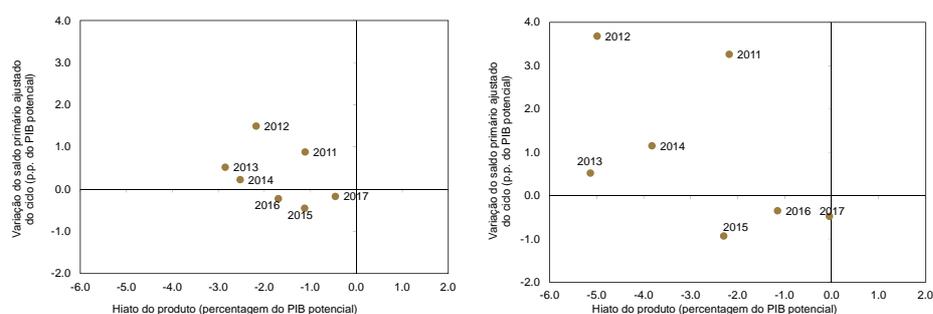
O papel da componente discricionária da política orçamental é tradicionalmente secundarizado face aos instrumentos de política monetária. Em primeiro lugar, o aumento da despesa pública gera pressões inflacionistas que podem levar a subidas nas taxas de juro, com efeito adverso no investimento. Em segundo lugar, existem diversos desfasamentos na implementação de medidas orçamentais, em particular nos processos de decisão e aprovação e também em termos da sua implementação prática. Adicionalmente, mesmo quando as economias recuperam os níveis do produto, a reversão de medidas de estímulo pode ser difícil. Finalmente, importa referir que políticas orçamentais expansionistas têm implicações no que se refere à sustentabilidade das finanças públicas no longo prazo. Como tal, mesmo em contextos em que a utilização de instrumentos de política monetária se encontra limitada, o recurso a medidas de estímulo orçamental deve ser encarado com cautela e a sua implementação deve ser atempada, orientada para um número limitado de variáveis-chave e temporária, de forma a não colocar em causa a sustentabilidade das finanças públicas (FMI, 2008).

A necessidade de garantir a disciplina orçamental no contexto da União Económica e Monetária foi consagrada no Tratado de Maastricht, o qual estabeleceu limites nominais para o défice e a dívida pública nos Estados-Membros. O PEC operacionalizou estas regras e tem vindo a reforçar os critérios de disciplina orçamental, tendo em conta os efeitos das oscilações cíclicas sobre as variáveis orçamentais. Em particular, a orientação da política orçamental nos Estados-Membros deverá assegurar, por um lado, a sustentabilidade das finanças públicas no longo prazo e, por outro, a possibilidade de estabilização macroeconómica no curto prazo, deixando margem para a implementação de

19. Note-se que evidência recente em McKay e Reis (2013) aponta para que, pelo menos no caso dos Estados Unidos da América, a capacidade dos estabilizadores automáticos para afetar o ciclo económico é muito limitada.

medidas discricionárias e para o funcionamento dos estabilizadores automáticos²⁰. Contudo, estes objetivos são muitas vezes difíceis de conciliar.

Em Portugal, à semelhança do verificado no conjunto da área do euro, ter-se-á verificado uma queda do hiato do produto para níveis negativos em 2008, acompanhada de uma deterioração do saldo orçamental. Em 2009 e 2010 esta deterioração acentuou-se em parte devido ao impacto de medidas de estímulo adotadas no âmbito do Plano Europeu de Recuperação Económica aprovado no final de 2008 e que se traduziu numa orientação expansionista e contra-cíclica da política orçamental. Entre 2011 e 2014, a política orçamental portuguesa assumiu um caráter mais restritivo do que o observado no conjunto da área do euro, refletindo o esforço de consolidação realizado durante o período do Programa de Assistência Económica e Financeira (Gráfico 5.2).



(A) Área do euro

(B) Portugal

GRÁFICO 5.2: Orientação da política orçamental em Portugal e na área do euro: 2011-2017

Fonte: Comissão Europeia, AMECO.

De acordo com a Comissão Europeia, em 2015 a política orçamental assumiu em Portugal uma orientação expansionista, prevendo que continue assim pelo menos até 2017 na ausência de medidas de consolidação adicionais (Gráfico 5.2). Esta orientação da política orçamental contribui para o encerramento do hiato do produto. No entanto, dado o elevado rácio da dívida pública, o caráter

20. Ao longo da presente análise utiliza-se a variação do saldo primário estrutural para medir a orientação da política orçamental, em linha com a abordagem mais comum seguida em, por exemplo, Comissão Europeia (2015). Note-se que recentemente têm sido sugeridas abordagens narrativas que avaliam a magnitude dos efeitos discricionários com base no impacto das medidas de política orçamental (ver, por exemplo, Romer e Romer, 2010) ou métodos mistos que combinam as duas vertentes (por exemplo, Carnot e de Castro, 2015 ou Comissão Europeia, 2013).

expansionista da política orçamental previsto para os próximos anos acarreta riscos ao nível da sustentabilidade das finanças públicas.

O gráfico 5.3, baseado num exercício apresentado em Comissão Europeia (2015), pretende aferir se a orientação da política orçamental em Portugal e nos restantes Estados-Membros permite contribuir para o encerramento do hiato do produto sem comprometer a sustentabilidade da dívida. Em particular, o gráfico visa comparar a variação do saldo primário estrutural (SPE) em 2016 prevista pela Comissão Europeia nas Previsões da Primavera com a variação que seria necessária para reduzir o hiato do produto em 50 por cento em 2016 e reduzir o rácio da dívida para 60 por cento do PIB em 2030. As barras representam, portanto, uma medida da magnitude da dificuldade em conciliar os dois objetivos.

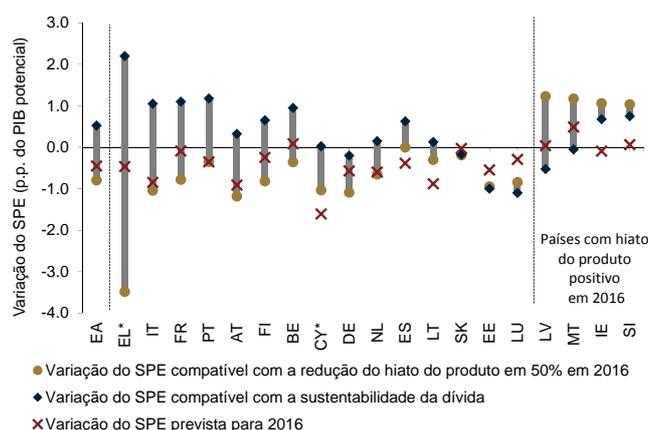


GRÁFICO 5.3: Orientação da política orçamental: estabilização no curto prazo *vs.* sustentabilidade de longo prazo

Fonte: Cálculos dos autores, com base em dados da Comissão Europeia; Comissão Europeia (2015).

Notas: (1) A variação do SPE compatível com a redução do hiato do produto em 50 por cento entre 2015 e 2016 assume um multiplicador igual a 0,8. Para mais detalhes, ver Comissão Europeia (2015). (2) A variação do SPE em 2016 corresponde à previsão apresentada pela Comissão Europeia nas suas Previsões Económicas da Primavera de 2016. (3) A variação do SPE compatível com a sustentabilidade da dívida corresponde a $\frac{1}{4}$ do indicador de sustentabilidade S1 calculado pela Comissão Europeia no cenário base apresentado no Relatório de Sustentabilidade de 2015 (ver Secção 4). Nos casos da Grécia e de Chipre corresponde ao valor do indicador apresentado em Comissão Europeia (2015).

No conjunto da área do euro, a orientação da política orçamental (medida pela variação do SPE), deverá ser ligeiramente expansionista em 2016 (-0,5 p.p. do PIB potencial), o que se afigura compatível com uma redução do hiato do

produto para um nível próximo de metade do estimado para o ano anterior. No que se refere ao critério de sustentabilidade, a orientação da política é mais expansionista do que a variação do SPE consistente com redução do rácio da dívida para 60 por cento do PIB em 2030 (0,5 p.p. do PIB potencial)²¹. No entanto, embora no conjunto da área do euro o grau de incompatibilidade entre os dois objetivos não pareça significativo, reflete desenvolvimentos bastante diferentes nos Estados-Membros.

Dado que a Comissão Europeia prevê que em 2016 o hiato do produto continue negativo na maioria dos países da área do euro, a orientação da política orçamental que seria compatível com a sua redução para metade é tipicamente expansionista. Em países com baixo nível de endividamento público e um crescimento limitado no que se refere aos custos com o envelhecimento da população existe margem para o funcionamento dos estabilizadores automáticos e para a implementação de medidas orçamentais expansionistas para encerrar o (ainda negativo) hiato do produto. Quando, pelo contrário, os países apresentam problemas de sustentabilidade de médio-longo prazo, a conciliação dos dois objetivos torna-se mais difícil, sobretudo nos casos em que o desequilíbrio macroeconómico medido pela magnitude do hiato do produto é significativo. Encontram-se nesta situação Grécia, Itália, França e, em menor medida, Portugal, Áustria, Finlândia e Bélgica.

5.2. A coordenação das políticas orçamentais e as soluções não convencionais

A coordenação das políticas orçamentais

Tal como discutido na subsecção anterior, a atual situação orçamental na Europa configura um dilema entre a manutenção das condições de sustentabilidade da dívida pública e a estabilização económica, entendida em sentido estrito como a utilização da política orçamental para promover uma redução do hiato do produto. As regras inicialmente definidas no Tratado de Maastricht basearam-se no pressuposto de que os países que integrariam a união monetária poderiam manter autonomia na condução da política

21. Na análise que se apresenta no gráfico 5.3 encontra-se ilustrada a variação do SPE consistente com a versão-padrão do indicador S1 correspondente ao cenário-base apresentado no mais recente Relatório de Sustentabilidade da Comissão (Comissão Europeia, 2016b). Neste caso, o indicador S1 consiste na variação acumulada do SPE no período de 2018 a 2022 necessária para que o rácio da dívida diminua para 60 por cento do PIB até 2030. Uma vez que não se assume que o ajustamento começa em 2016, não se garante a total comparabilidade com os restantes indicadores ilustrados no gráfico. Ainda assim, a sua apresentação permite aferir a exigência do esforço orçamental subjacente ao critério de sustentabilidade da dívida.

orçamental pois o mecanismo de supervisão orçamental inscrito no PEC evitaria a acumulação de desequilíbrios e a materialização do risco de insustentabilidade das contas públicas. Esta arquitetura institucional foi, ainda na sua génese, alvo de críticas baseadas na literatura de áreas monetárias ótimas, que se centravam na necessidade da criação de mecanismos de federalismo orçamental e de um verdadeiro prestamista de última instância. Porém, o otimismo decorrente da implementação da união monetária levou, em larga medida, ao desaparecimento destas discussões da agenda europeia. Estes debates voltaram a surgir com o despoletar da recente crise económica e financeira, que tornou clara a gravidade do risco sistémico que decorre da exposição dos sistemas bancários nacionais à dívida soberana. Com efeito, o impacto negativo da redução do preço dos títulos de dívida pública no *portfolio* dos bancos pode resultar na necessidade de aumentos de capital, que por sua vez aumentam a probabilidade de serem canalizados recursos públicos para este fim, agravando as perspetivas orçamentais e criando um ciclo vicioso de aumento dos custos de financiamento do soberano. Adicionalmente, o facto de algumas instituições financeiras necessitarem à partida de apoio público fragilizou, em conjunto com o enquadramento macroeconómico e orçamental, a situação da dívida soberana tal como percecionada pelos mercados financeiros.

As negociações em torno da melhoria da arquitetura institucional da UE permitiram um acordo relativamente ao aumento da solidez do sistema financeiro. Embora subsistam importantes fragilidades em alguns países, a aprovação e início da implementação da União Bancária deverá contribuir para quebrar a ligação entre o risco soberano e o risco bancário. No entanto, o progresso relativamente à integração orçamental na área do euro tem sido mais limitado. Neste contexto tem-se procurado consolidar o quadro de governação orçamental, através do “*Six-Pack*” e “*Two-Pack*”, bem como do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação. Mais recentemente, no âmbito do Relatório dos Cinco Presidentes (Juncker *et al.*, 2015) discute-se a necessidade de uma maior integração orçamental que permitisse a definição de uma adequada orientação da política orçamental no conjunto da área do euro, no sentido de salvaguardar a sustentabilidade das finanças públicas e assegurar o funcionamento dos estabilizadores automáticos. Numa primeira etapa, este relatório prevê a criação de um Conselho Orçamental Europeu, com o objetivo de permitir uma maior supervisão e coordenação das políticas orçamentais nacionais. Para além deste passo, o relatório expressa a necessidade de, numa fase posterior, instituir uma função de estabilização para a área do euro, com o objetivo de gerir choques macroeconómicos que não podem ser amortecidos exclusivamente por estabilizadores automáticos nacionais, mantendo contudo em aberto a discussão relativamente ao grau de integração orçamental a atingir. Com efeito, o mandato do Conselho Orçamental Europeu, definido no final de 2015, estabelece que este órgão deverá ter a seu cargo a apreciação da orientação da política orçamental no conjunto da área do euro. A criação de um fundo

conjunto (“*fiscal capacity*”) ao nível da área do euro, assente em contribuições dos países, poderá permitir fazer face a choques adversos (em particular assimétricos) sem a respetiva deterioração orçamental, que ocorre aquando da constituição do fundo. No entanto, este tipo de mecanismo pode criar incentivos perversos e comprometer a prossecução de políticas orçamentais sólidas e de implementação de reformas estruturais a nível nacional. Finalmente, uma plena união orçamental facilitaria também a definição de uma orientação orçamental a nível da área do euro, acarretando contudo uma perda da soberania nacional ao nível da política orçamental. A concretização destes mecanismos de integração exige tempo e um delineamento minucioso cuja discussão ultrapassa o âmbito deste *Occasional Paper*.

A reestruturação da dívida soberana

Ao nível da União Europeia, tem também sido discutida a necessidade de reduzir os níveis de dívida em alguns Estados-Membros como forma de recolocar as economias numa situação estável, reduzindo o grau de exposição ao risco de taxa de juro ou a uma deterioração abrupta da atividade económica internacional. Uma primeira dimensão deste debate desenvolve-se em torno da questão da reestruturação da dívida soberana. Por reestruturação da dívida soberana entende-se a substituição de dívida pública em vigor, títulos ou empréstimos, por novos instrumentos de dívida ou numerário através de um processo formal. No âmbito de uma reestruturação, as seguintes alterações poderão ocorrer: i) reescalonamento da dívida, que poderá envolver a extensão do prazo dos pagamentos contratuais e/ou a diminuição da taxa de juro (“*interest haircut*”), e/ou ii) redução da dívida, que implica a diminuição do seu valor nominal (“*principal haircut*”). As reestruturações de dívida ocorrem frequentemente após falha nos pagamentos (“*default*”) mas é possível conduzir processos antecipados que procuram reduzir o risco de incumprimento.

As reestruturações de dívida têm ocorrido regularmente, tanto em economias avançadas como em economias emergentes. Os casos mais analisados na literatura são o da Argentina (2001-2005), num enquadramento marcado pelos efeitos de depreciações e dívida emitida em moeda estrangeira, e da Grécia (2012), já num contexto de moeda única. O caso da Argentina tem sido muito referenciado devido às disputas judiciais por parte dos detentores de dívida que não participaram nos acordos de reestruturação. Neste caso, a cláusula de “*pari passu*” (tratamento idêntico) foi interpretada pelos tribunais americanos como requerendo tratamento *pro rata* para todos os credores, o que impediu a Argentina de pagar aos credores que tinham acordado com a reestruturação a não ser que pagasse também o montante integral aos que tinham optado

por permanecer fora do acordo²². O caso Grego é analisado na caixa 3 deste *Occasional Paper*.

Não tem existido um modelo único de reestruturação de dívida pública. Uma análise dos diversos episódios revela que estes diferiram não apenas em termos da origem da crise, mas também pelas condições impostas pela proporção de credores que aceitaram os contratos e pelo tempo que os países demoraram a recuperar o acesso aos mercados financeiros internacionais. Aliás, este poderá ser um dos motivos pelos quais não existe uma abordagem internacional estruturada face ao problema. Em termos das entidades envolvidas nos processos, a dívida pública tem tipicamente sido reestruturada através de um ou mais dos seguintes quatro canais: o ‘Clube de Paris’ (instituição informal constituída por 19 países cujo objetivo é ajudar financeiramente países com dificuldades económicas); instituições internacionais (como o FMI e o Banco Mundial); o ‘Clube de Londres’ (grupo informal de instituições privadas, tipicamente bancos, cuja constituição é decidida no momento do pedido de auxílio de um país); ofertas de troca (que ocorrem regra geral quando os detentores da dívida estão muito dispersos).

A principal desvantagem da reestruturação da dívida soberana decorre dos custos de reputação para o país em causa, uma vez que gera incerteza nos credores, podendo levar a um aumento das taxas de juro nos acessos subsequentes aos mercados financeiros. Se a reestruturação tiver ocorrido na sequência de uma falha nos compromissos assumidos a situação pode ser entendida como inevitável mas a punição pelos investidores será provavelmente mais gravosa do que no caso de uma reestruturação antecipada. De qualquer forma, a reação dos investidores é difícil de antever e, no caso da área do euro, existe um risco sistémico adicional associado aos efeitos de contágio entre países e no sistema bancário. Este é o argumento referido em diversos documentos para justificar a aprovação inicial pelo FMI de um empréstimo de elevado montante à Grécia em 2010²³.

Na perspetiva de minimizar a incerteza associada aos processos de reestruturação da dívida soberana, têm surgido diversas propostas de mecanismos de insolvência. Estes mecanismos diferem dos adaptados à resolução de crises

22. Ver Díaz-Cassou *et al.* (2008) para uma análise comparativa do caso Argentino e das seguintes reestruturações: Belize (2006-2007), República Dominicana (2004-2005), Equador (1999-2000), Paquistão (1998-2001), Rússia (1998-2001), Sérvia (2000-2004), Ucrânia (1998-2000) e Uruguai (2004).

23. Para permitir o empréstimo à Grécia na ausência de reestruturação, o conselho executivo do FMI aprovou em 2010 um aditamento às condições de acesso excecionais, permitindo que o critério de sustentabilidade da dívida pudesse ser dispensado quando existe um elevado risco de efeitos sistémicos a nível internacional.

de liquidez, que podem ser cobertas por extensões de maturidades ou financiamento durante um período transitório. Um exemplo de um mecanismo de liquidez a funcionar atualmente na área do euro é o Mecanismo de Estabilidade Europeu. São diversas as vantagens apontadas à extensão de maturidades no caso de uma crise de liquidez (ou de solvência). Para além de diminuir as necessidades de refinanciamento, estas operações mantêm inalterada a hierarquia de credores, repartem o custo por um conjunto alargado de credores e são menos disruptivas, diminuindo os riscos de contágio.

Em 2013, Portugal beneficiou de uma extensão de maturidades (em 7 anos) na componente de financiamento europeu do Programa de Assistência, com o objetivo de atenuar o perfil de amortizações da dívida e facilitar o acesso pleno aos mercados (ver gráfico 5.4). De notar que até 2040 as amortizações respeitantes ao Programa totalizam aproximadamente 70 mil milhões de euros, sendo que, sem a extensão de maturidades, mais de 40 mil milhões de euros (cerca de 64 por cento) estavam previstas até ao final de 2025. O novo perfil de amortizações permitiu reduzir este último montante para aproximadamente 20 mil milhões de euros, o que corresponde a menos de 20 por cento da dívida que vence neste período²⁴. Adicionalmente, é possível calcular através de um exercício simples o valor da poupança em juros que atinge aproximadamente 0,5 por cento do PIB num horizonte de 10 anos e advém destes empréstimos beneficiarem de uma taxa de juro média inferior à das novas emissões²⁵. De notar que as taxas de juro das novas emissões se encontram em níveis historicamente baixos, nomeadamente em resultado da política monetária não convencional do Banco Central Europeu (BCE)²⁶, o que limita a poupança associada à extensão das maturidades.

24. Note-se que, após a extensão das maturidades, a maior parte do montante de amortizações previstas até 2025 no contexto do Programa decorre do empréstimo do FMI (84 por cento).

25. Este cálculo tem como hipótese uma taxa de 3 por cento para as operações de refinanciamento (não se considerando os efeitos de emissões a prazos diferentes). A taxa de juro aplicada ao empréstimo do FEEF é calculada numa base diária, conforme a *pool* de financiamento, sendo que para este cálculo se considerou simplesmente uma taxa média em torno de 1,9 por cento. Os empréstimos do MEEF têm uma taxa de juro fixa associada a cada tranche, sendo a taxa média de 2,8 por cento.

26. Para uma estimativa da diferença entre as taxas de juro de mercado da dívida portuguesa e aquelas que seriam consistentes com os indicadores macroeconómicos fundamentais ver Tema em Destaque “Uma interpretação das baixas taxas de juro da dívida pública na área do euro”, Boletim Económico do Banco de Portugal de Dezembro de 2015.

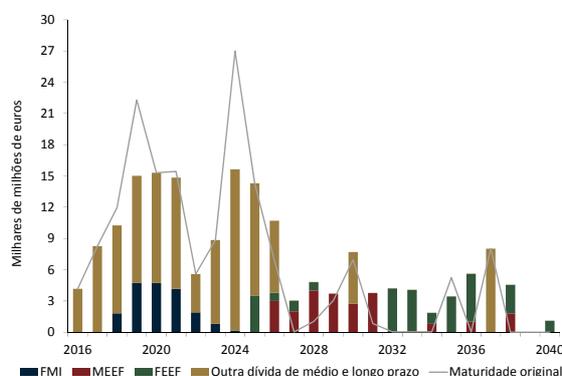


GRÁFICO 5.4: Perfil de amortizações da dívida de médio e longo prazo do Estado

Fonte: IGCP.

Notas: (1) O gráfico não inclui as amortizações de Bilhetes do Tesouro, Certificados de Aforro, Certificados do Tesouro, CEDIC e CEDIM. (2) A maturidade final de alguns empréstimos do MEEF não está ainda definida, pelo que se considerou a simulação do IGCP para o efeito.

Quanto aos mecanismos de insolvência, existem três características que podem ser consideradas determinantes para o seu eficaz funcionamento. Em primeiro lugar, devem estar bem definidos os eventos que desencadeiam o processo. Em particular, a análise de sustentabilidade da dívida é frequentemente utilizada com este propósito. As reestruturações devem ocorrer quando são efetivamente necessárias, não devendo ser adiadas, nem indevidamente antecipadas. Em segundo lugar, devem minimizar os montantes não envolvidos no processo por recusa dos detentores que apostam na recuperação integral da sua dívida (“*holdout*”), uma vez que estes prejudicam o processo de reestruturação e o próprio mecanismo²⁷. Por último, devem assegurar que a aplicação do mecanismo não pode ser desvirtuada, através, por exemplo, da utilização de outros tipos de dívidas ou por alterações das regras.

Das principais propostas de mecanismos de insolvência que surgiram desde 2000, são de destacar as propostas do FMI em 2002 (“*Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM*”) e do Bruegel Institute em 2010

27. Se a proporção de detentores que não concordam com os termos da reestruturação for elevada à partida, os restantes detentores que tinham acordado participar podem decidir não o fazer, na expectativa de virem a recuperar o valor integral da dívida. Nestes casos, existe um problema de decisão coletiva que pode impedir a concretização da operação, mesmo quando seria do melhor interesse de todos a sua realização.

(“*European Crisis Resolution Mechanism – ECRM*”). Adicionalmente, surgiu também uma perspectiva mais contratual ligada à inclusão de cláusulas no momento da emissão de títulos da dívida, com o objetivo de facilitar a sua reestruturação em caso de necessidade. Esta abordagem baseia-se nas “*Collective Action Clauses*” (CACs) que permitem que uma maioria qualificada de credores imponha os termos da renegociação aos restantes. Na área do euro, as CACs têm tido uma boa aceitação por parte dos investidores, o que sugere que os participantes no mercado valorizam mais os benefícios potenciais de um processo de reestruturação ordenado do que o facto de estas cláusulas poderem permitir aos emissores repudiar mais facilmente a dívida. Em 2014, o FMI passou a recomendar a introdução de um novo sistema de votação que permita que as decisões tomadas pela maioria dos credores se apliquem a todas as emissões de obrigações e não apenas a uma emissão em particular, por forma a evitar comportamentos estratégicos que atrasem ou ponham em causa a concretização da reestruturação. Adicionalmente, esta instituição aconselha que a cláusula de “*pari passu*” não exija o pagamento proporcional a todos os credores, mas apenas uma igual hierarquização em termos legais. Recentemente, o Bundesbank publicou um artigo onde propõe diversas abordagens que poderiam contribuir, em caso de necessidade, para reestruturações de dívida ordenadas na área do euro (Bundesbank, 2016).

A emissão de obrigações europeias

No contexto da crise da dívida soberana foram propostas alternativas que procuravam, de uma forma coordenada, solucionar os problemas (vigentes e futuros) de liquidez e solvência de alguns dos Estados-Membros da área do euro, evitando assim o recurso à reestruturação da dívida. Com esta perspectiva, surgiu um debate em torno da possibilidade de financiar a dívida pública através de obrigações europeias (“*eurobonds*”). Em novembro de 2011, a Comissão divulgou um documento (“*green paper*”) que avaliava a possibilidade de emissão conjunta de obrigações na área do euro (“*stability bonds*”), com a respetiva repartição dos fluxos de receita e custos que lhe estariam associados. Este documento especificava três abordagens para a emissão destas obrigações, dependentes do grau de substituição das emissões a nível nacional (completa ou parcial) e da natureza da garantia subjacente (com ou sem garantia conjunta). Na opção mais ambiciosa – substituição completa e garantia conjunta – os Estados-Membros participantes deixariam de ter emissões nacionais, o que implicaria alterações ao Tratado e um elevado risco moral. Nas soluções menos abrangentes, a existência de incentivos à falta de disciplina orçamental seria menor, em particular na opção sem garantia conjunta, que seria também

compatível com a atual disposição de “*no-bailout*”²⁸ do Tratado²⁹.

Existem diversas vantagens na emissão conjunta de dívida na área do euro. Em primeiro lugar, os Estados-Membros com taxas de juro da dívida pública mais elevadas poderiam beneficiar da redução de *spreads* no seu financiamento, por via do efeito dos países mais solventes nas expectativas de mercado. Em segundo lugar, o sistema financeiro da área do euro ganharia estabilidade e resiliência a futuros choques adversos, dada a existência de um novo ativo líquido passível de ser utilizado como colateral. Em terceiro lugar, as obrigações europeias constituiriam um instrumento de elevada dimensão e liquidez e com uma única taxa de referência, o que beneficiaria a eficiência nos mercados europeus de dívida soberana e privada, bem como o posicionamento do euro nos mercados internacionais. Por último, ao facilitar a transmissão das decisões ao mercado obrigacionista, a eficácia da política monetária seria melhorada.

No entanto, a introdução de obrigações europeias implicaria desafios significativos e requisitos a serem cumpridos. A criação de obrigações europeias, independentemente do seu nível de abrangência, teria de ser acompanhada por um reforço substancial da supervisão orçamental e da coordenação de políticas, por forma a minimizar o risco moral e assegurar a sustentabilidade das finanças públicas. Neste caso o enfraquecimento da disciplina de mercado seria mitigado. Em termos políticos, a maior partilha de soberania orçamental prevista na proposta da Comissão Europeia foi determinante para a sua inviabilização.

Caixa 3. Três experiências de redução do rácio da dívida na área do euro

A crise da dívida soberana na área do euro caracterizou-se por um aumento muito considerável do endividamento das administrações públicas, situando-se o rácio da dívida pública em 90,7 por cento em 2015, com cinco Estados-Membros a apresentar valores superiores a 100 por cento. Esta caixa pretende ilustrar a experiência de três países da área do euro que, a partir de níveis elevados, registaram reduções substanciais do

28. Esta disposição está definida no Artigo 125 do Tratado sobre o funcionamento da União Europeia da seguinte forma: “(...) Sem prejuízo das garantias financeiras mútuas para a execução conjunta de projetos específicos, os Estados-Membros não são responsáveis pelos compromissos dos governos centrais, das autoridades regionais ou locais, ou de outras autoridades públicas, dos outros organismos do setor público ou das empresas públicas de outros Estados-Membros, nem assumirão esses compromissos.” (União Europeia, 2012).

29. Esta abordagem teria muitas semelhanças com a emissão de obrigações pela *European Stability Mechanism*, mas com a vantagem de poder ser utilizada mesmo pelos países que não estivessem em situação de crise.

rácio da dívida pública nas últimas três décadas. Inicialmente é analisado o caso da Bélgica nos anos 90, que é frequentemente referido como uma experiência bem-sucedida de consolidação orçamental (FMI, 2012)^a. De seguida, são detalhados dois episódios recentes de redução de dívida: a reestruturação da dívida grega, em 2012, e a evolução da dívida pública na Irlanda, no período que se seguiu ao programa de assistência económica e financeira (Gráfico 1).

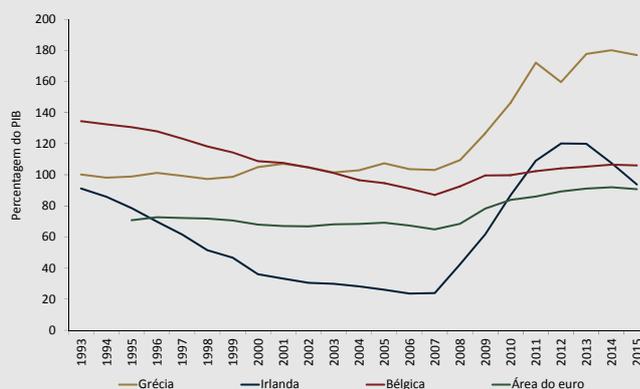


GRÁFICO 1: Evolução da dívida pública

Fonte: Eurostat

Notas:(1) Existe uma quebra de série em 1995, pelo facto de até esse ano o referencial utilizado ser o Sistema Europeu de Contas (SEC) 1995, enquanto a partir daí se utilizam dados compilados de acordo com o SEC 2010. (2) Não estão disponíveis dados para a área do euro no período anterior a 1995. (3) Os dados para o agregado da área do euro estão consolidados dos empréstimos intergovernamentais concedidos no contexto da recente crise financeira.

Bélgica: consolidação orçamental num ambiente institucional e financeiro favorável

Na Bélgica o rácio da dívida pública diminuiu de 134,4 por cento em 1993 para 86,9 por cento em 2007, o que corresponde a um ritmo de redução anual médio equivalente a 3,4 pontos percentuais (p.p.). O gráfico 2 apresenta a decomposição desta evolução, destacando-se o contributo do saldo orçamental primário que, em média anual, se situou em 4,9 por cento do PIB neste período. Neste contexto, importa compreender o enquadramento institucional e os fatores que terão contribuído para estes desenvolvimentos.

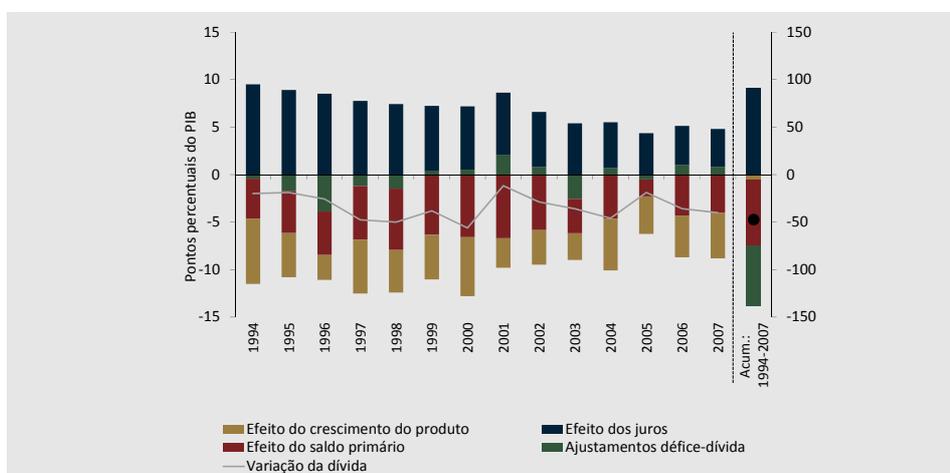


GRÁFICO 2: Contributos para a variação da dívida pública na Bélgica: 1994-2007

Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Nota: Existe uma quebra de série em 1995, pelo facto de até esse ano o referencial utilizado ser o SEC 1995, enquanto a partir daí se utilizam dados compilados de acordo com o SEC 2010.

O processo de consolidação foi iniciado no início dos anos 80, existindo à partida um amplo consenso na sociedade belga relativamente à necessidade de manutenção de uma política orçamental restritiva a médio prazo. Contudo, no período inicial de consolidação, apesar da forte contenção da despesa pública e da melhoria do saldo primário, o efeito do diferencial positivo entre a taxa de juro média da dívida pública e o crescimento nominal do PIB impediu uma redução do rácio da dívida. Posteriormente, o objetivo de cumprimento dos critérios de Maastricht para a adesão à moeda única veio reforçar o consenso em torno da necessidade de redução dos desequilíbrios orçamentais existentes.

A manutenção de saldos primários significativos por um período longo de tempo beneficiou da definição de planos plurianuais de consolidação com objetivos ambiciosos. Em 1994, foi definida como referência para o médio prazo a manutenção de um saldo orçamental primário de 6 por cento do PIB. Adicionalmente, foram adotadas regras claras relativamente à evolução das principais variáveis orçamentais no sentido de atingir este objetivo^b e foram periodicamente assinados acordos envolvendo os vários níveis de governo. A estratégia de consolidação orçamental incluiu ainda uma profunda reforma institucional, nomeadamente com o reforço do papel consultivo do *High Council of Finances* (HCF), a partir de 1989, e com a criação em 1994 do *National Accounting Institute*, com o intuito de melhorar a produção de estatísticas e a elaboração das previsões

macroeconómicas utilizadas no orçamento. De destacar que o esforço de melhoria do saldo primário se concentra essencialmente nos primeiros anos em análise. De facto, a política orçamental assumiu uma natureza essencialmente expansionista entre 2001 e 2007, facto que teria tido um impacto visível no saldo primário, caso não tivessem sido realizadas várias operações com impacto temporário positivo neste indicador (Comissão Europeia, 2012 e Banco Central da Bélgica, 1993-2007).

Para além da evolução do saldo primário, o efeito denominador decorrente do crescimento do PIB nominal foi igualmente importante para a diminuição do endividamento público na Bélgica, com um contributo médio anual de 4,5 p.p. Num ambiente de inflação próxima de 2 por cento, o PIB real na Bélgica cresceu em média 2,5 p.p., ligeiramente acima do valor para o conjunto da área do euro no período de 1994 a 2007.

Ainda na perspetiva da análise dos fatores que contribuíram para a evolução do rácio da dívida, importa destacar a redução muito significativa do peso da despesa com juros no PIB, de 9,5 por cento, em 1994, para 4,0 por cento, em 2007. Esta diminuição foi comum a vários países da área do euro no período que antecedeu a criação da moeda única sendo que, no caso belga, este efeito terá sido reforçado pela progressiva redução do *stock* de dívida e pela credibilidade que o país foi adquirindo nos mercados financeiros^c.

Por fim, os ajustamentos défice-dívida foram relevantes durante os anos 90, período no qual foram realizadas diversas operações que reduziram a dívida, nomeadamente, privatizações. Porém, quando se analisa o contributo em termos acumulados, este fator não parece relevante pois outros efeitos contribuíram posteriormente para o aumento da dívida, designadamente a inclusão de novas entidades no perímetro das administrações públicas.

Grécia: reestruturação reduziu o rácio da dívida e atenuou o efeito dinâmico

Em 2010, a Grécia foi o primeiro país da área do euro a recorrer a um programa de assistência internacional na sequência da crise financeira. Os primeiros anos de implementação deste programa não proporcionaram uma inversão da tendência de forte aumento do rácio da dívida pública registado desde 2009, que atingiu 172,0 por cento em 2011^d. Na ausência de perspetivas de rápida estabilização, tornou-se claro que a renegociação da dívida seria inevitável (FMI, 2011) e em março de 2012 um plano denominado *Private Sector Involvement* (PSI) de reestruturação da dívida grega foi implementado. Este plano consistiu na recompra de dívida abaixo do seu valor nominal, permitindo a redução em cerca de 60 por cento da dívida detida por privados^e. Apesar de a operação ter atingido uma taxa de participação de 96,9 por cento da dívida elegível e de ter

sido apresentada publicamente como uma troca voluntária de títulos da dívida, a *International Swaps and Derivatives Association* considerou que existira um evento de crédito. No entanto o contágio via acionamento dos *Credit Default Swaps* (CDS) não foi significativo, na medida em que a exposição a estes instrumentos tinha descido consideravelmente. Para além deste programa, o governo grego acordou com as instituições europeias a extensão das maturidades e a redução dos juros nos empréstimos à Grécia, assim como a transferência dos lucros obtidos pelo BCE com a dívida grega. Adicionalmente, em novembro desse ano, a Grécia realizou ainda uma recompra de títulos da dívida (Zettelmeyer *et al.*, 2013).

O efeito direto desta reestruturação sobre o rácio da dívida foi superior a 50 p.p.. Contudo, foi necessário recorrer ao apoio da *European Financial Stability Facility* para recapitalizar os bancos gregos com elevada exposição à dívida pública e optou-se por um aumento do nível de depósitos detidos pelas administrações públicas por motivos de precaução. Com efeito, o ajustamento défice-dívida negativo registado em 2012 representou 35,6 por cento do PIB (Gráfico 3). Importa ainda referir que estas operações permitiram reduzir significativamente as taxas de juro da dívida^f. Tendo em conta a dimensão da diminuição da dívida atingida, a elevada taxa de participação e a limitada perturbação nos mercados financeiros, o PSI foi considerado como globalmente bem-sucedido. Após um novo aumento do rácio da dívida em 2013, essencialmente motivado pela contração do PIB nominal e pelo défice primário, 2014 e 2015 caracterizaram-se por uma relativa estabilização do rácio da dívida, embora em níveis muito elevados (176,9 por cento, em 2015).

Irlanda: crescimento económico e venda de ativos financeiros contribuem para a redução da dívida

Em 2011, a Irlanda foi o segundo país da área do euro a recorrer a um programa de assistência económica e financeira, na sequência da crise financeira internacional que despoletou o colapso do setor imobiliário e levou o governo a canalizar recursos públicos de montante assinalável para estabilizar o setor bancário. O rácio da dívida irlandesa, que era um dos mais baixos da área do euro (23,9 por cento em 2007), aumentou para 109,3 por cento em 2011. Neste período, para além do efeito da assistência ao setor financeiro, também a recessão económica contribuiu para a forte deterioração do défice orçamental, que em 2010 atingiu 29,3 por cento do PIB^g.

Ao contrário do caso grego, o diferencial entre a taxa de juro e o crescimento do PIB nominal não teve um impacto muito significativo na dinâmica de crescimento do rácio da dívida pública irlandesa. Neste sentido, a obtenção de um saldo primário próximo do equilíbrio em 2013 foi suficiente para a estabilização do rácio da dívida. No ano

seguinte, este indicador apresentou uma redução substancial (-12,5 p.p.), essencialmente pelo efeito de ajustamentos défice-dívida negativos (-10,3 p.p.), relacionados com a liquidação do *Irish Bank Resolution Corporation*^h e a venda da respetiva carteira de crédito ao *Bank of Ireland* (-6,2 p.p.) e com a redução do montante de depósitos detido pelas administrações públicas (-3,1 p.p.) (Gráfico 4).

Em 2015, por seu turno, a redução do rácio da dívida (-13,8 p.p.) decorreu essencialmente do efeito denominador associado à melhoria da atividade económica (-12,8 p.p.). De referir que existe ainda alguma margem para redução de dívida através da alienação de ativos financeiros nos próximos anos, na medida em que a participação das administrações públicas em bancos nacionais em 2015 estava avaliada em 8,8 por cento do PIB (Comissão Europeia, 2016a), e que o setor público detém 49 por cento do *National Asset Management Agency*, que absorveu os ativos problemáticos associados ao setor imobiliário e tem obtido resultados positivos na gestão destes ativos.

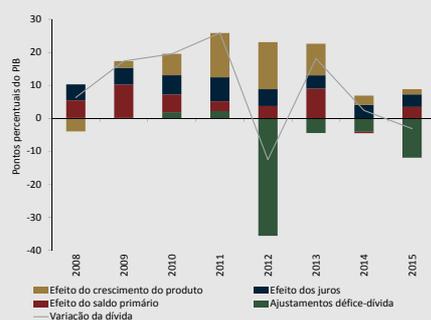


GRÁFICO 3: Contributos para a variação da dívida pública na Grécia: 2008-2015

Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

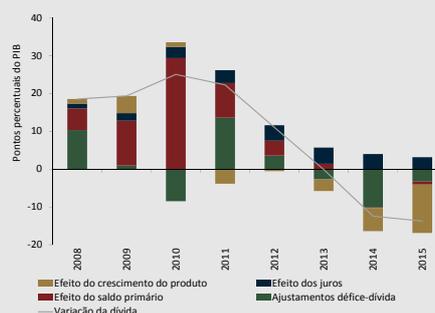


GRÁFICO 4: Contributos para a variação da dívida pública na Irlanda: 2009-2015

Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

a. Os casos da Itália e da Irlanda no mesmo período também poderiam ser analisados. No primeiro caso a redução foi menos substancial, enquanto no segundo o rácio da dívida situava-se num valor mais baixo.

b. Estas regras incluíram um mínimo de evolução da receita fiscal em linha com o PIB nominal; um crescimento da despesa primária federal, excluindo transferências da UE, não superior à inflação; e um saldo equilibrado do sistema de segurança social, com um limite de crescimento de 1,5 por cento da despesa em saúde.

c. Refira-se que a taxa de juro implícita da dívida pública, calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior, apresentou uma redução de 7,3 por cento, em 1994, para 4,6 por cento, em 2007.

d. De facto, em 2009 e 2010, o aumento deste rácio foi de 23,6 p.p., resultando principalmente dos elevados défices orçamentais, com um contributo acumulado de 15,5 p.p.. Por sua vez, nos dois anos seguintes, o rácio da dívida cresceu 45,3 p.p., estando este aumento associado essencialmente ao aprofundamento da recessão económica (contributo de 19,9 p.p.) uma vez que se registaram défices primários mais reduzidos (contributo de 8,4 p.p.).

e. Este plano excluía a dívida detida pelo BCE, por outros bancos centrais e pelo Banco Europeu de Investimento.

f. A taxa de juro implícita da dívida pública, calculada como referido na nota *c*, teve uma redução de 4,4 por cento, em 2011, para 2,9 por cento, em 2012.

g. O efeito direto da assistência ao setor financeiro terá, entre 2009 e 2014, aumentado a dívida irlandesa em 22,6 por cento do PIB, tendo a maior parte deste efeito um impacto direto no saldo orçamental primário (Banco Central Europeu, 2015).

h. O IBRC foi criado em 2011 pela junção do *Anglo Irish Bank* e da *Nationwide Building Society* e estava classificado no setor das administrações públicas.

5.3. Os efeitos da baixa inflação sobre os indicadores orçamentais

A discussão sobre os efeitos da evolução dos preços no saldo orçamental e no rácio da dívida pública tornou-se muito relevante no atual contexto de baixa inflação. Relativamente ao impacto dos desenvolvimentos na taxa de inflação sobre a situação orçamental num determinado ano, o mesmo depende em larga medida do grau com que os choques são antecipados e da prevalência de mecanismos de indexação³⁰. Em princípio, choques esperados pelos governos deverão ser neutros do ponto de vista orçamental desde que as decisões de política permitam ajustar convenientemente os níveis de receita e despesa e que todas as variáveis estejam perfeitamente indexadas à inflação. Desenvolvimentos não antecipados, pelo contrário, afetam os saldos porque se refletem de forma diferenciada nas receitas e nas despesas públicas. Em Comissão Europeia (2015) apresenta-se um exercício que visa aferir o impacto orçamental do choque de inflação negativo não antecipado que se registou na área do euro em 2014³¹. De acordo com este exercício, um choque negativo equivalente a 1 p.p. na taxa de inflação de 2014 terá conduzido a uma deterioração do saldo orçamental em cerca de 0,1 p.p. do PIB no mesmo ano no conjunto da área do euro.

30. End *et al.* (2015), que se centra em cenários de deflação, apresenta uma sistematização dos canais através dos quais as flutuações de preços afetam as variáveis orçamentais.

31. A evolução registada pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor em 2014 situou-se abaixo do projetado nas Previsões do Outono de 2013 da Comissão Europeia em todos os Estados-Membros. Em alguns casos (nomeadamente, Espanha, Chipre, Grécia, Portugal e Eslováquia) veio a verificar-se em 2014 uma situação de deflação sendo que apenas no caso da Grécia tais desenvolvimentos tinham sido antecipados.

Com efeito, choques de inflação negativos podem resultar numa deterioração transitória dos saldos primários porque os seus efeitos no nível da receita se transmitem rapidamente, enquanto os cortes nominais nas despesas públicas, que acompanhariam a descida dos preços, são difíceis de implementar devido à natureza nominal da despesa fixada nos processos orçamentais e à rigidez imposta pelos limites aos mecanismos de indexação de salários e prestações sociais e pelas tendências demográficas. No que se refere às despesas com o serviço da dívida, o efeito da desaceleração dos preços depende em larga medida da composição do respetivo *stock* em termos de maturidade e da proporção que se encontra indexada à inflação. Quanto maior for a parte da dívida pública constituída por títulos de curto prazo e com taxa de juro variável, maior será a sensibilidade do serviço da dívida às oscilações no nível de preços (Akitoby *et al.*, 2014). De acordo com Comissão Europeia (2015), no conjunto da área do euro a proporção de dívida que reage à taxa de inflação ascende a aproximadamente 30 por cento do *stock* total, variando entre 5 por cento (no caso de Luxemburgo) e cerca de 40 por cento (no caso de Itália). Assim, a magnitude dos efeitos da desaceleração do nível de preços numa dada economia tende a variar consideravelmente de país para país.

Na perspetiva da equação da dinâmica da dívida (Anexo I), o impacto do crescimento económico é também relevante para a evolução da dívida pública em rácio do PIB. Em particular, dada a relativa rigidez dos encargos com a dívida e a redução da taxa de crescimento do PIB nominal que está associada a contextos de desinflação, *ceteris paribus*, o designado “efeito dinâmico” deverá ser positivo, reforçando o efeito da deterioração do saldo primário. Assim, na ausência de ajustamentos défice-dívida, um cenário de baixa inflação tende a resultar num aumento da dívida pública em rácio do PIB numa magnitude superior ao que decorre do efeito de denominador associado ao menor crescimento do PIB nominal. Com efeito, de acordo com resultados de simulações apresentadas em Comissão Europeia (2016b), choques de inflação negativos, ainda que de magnitude limitada, têm um impacto não negligenciável no que se refere à sustentabilidade da dívida pública, sobretudo no caso de países cujo rácio da dívida no PIB é já elevado.

Importa analisar as eventuais implicações do atual cenário de baixa inflação no contexto do PEC, sobretudo porque as respetivas regras foram definidas no pressuposto de estabilidade de preços, entendida como a manutenção da taxa de inflação estável e em torno de 2 por cento. Quer no braço preventivo, quer no braço corretivo, os principais indicadores para aferir o cumprimento das regras orçamentais são o saldo orçamental nominal e o saldo estrutural. Como discutido acima, choques negativos não antecipados na inflação tendem a resultar numa deterioração do saldo orçamental efetivo. Uma vez que a componente cíclica do saldo não é influenciada por oscilações no nível de preços, os saldos estruturais e a respetiva variação também deverão ser afetados

negativamente, dificultando o cumprimento da trajetória de convergência ou a manutenção do respetivo OMP. Da mesma forma, o “saldo estrutural ajustado”, relevante no contexto do braço corretivo do PEC, tende igualmente a ser negativamente afetado pelo menor crescimento do nível de preços³².

Existem igualmente implicações no que se refere à regra da despesa, utilizada quer no braço preventivo, quer no braço corretivo do PEC. Esta regra determina que, caso a despesa cresça mais do que o PIB potencial em termos médios, tal crescimento seja compensado por medidas discricionárias do lado da receita. No caso do braço preventivo tal regra é relevante na avaliação de um desvio significativo do OMP ou da trajetória adequada para que este seja alcançado. Quanto ao braço corretivo, este é um dos fatores tidos em conta na análise da ação efetiva, em conjunto com o esforço orçamental observado e ajustado e as medidas discricionárias adotadas. Assim, caso o menor crescimento dos preços se reflita negativamente na evolução da despesa pública, o cumprimento da regra da despesa torna-se mais fácil. No entanto, dada a referida rigidez, as suas implicações são tipicamente limitadas.

Tal como descrito na caixa 2, no seguimento da reforma de 2011 o PEC passou a incluir uma formalização do critério da dívida. No âmbito da avaliação do cumprimento desta regra, nenhum dos três critérios utilizados tem em conta as implicações das oscilações no nível dos preços. Deste modo, o impacto negativo por via do efeito de denominador e pela deterioração do saldo primário torna mais exigente o cumprimento da regra da dívida. Note-se que no caso de Estados-Membros que se encontrem sujeitos ao período de transição, o efeito de choques negativos na inflação sobre o ajustamento estrutural, pode também dificultar o cumprimento desta regra.

6. Considerações finais

Este *Occasional Paper* procurou abordar de forma integrada as várias dimensões da discussão sobre a sustentabilidade da dívida pública, focando particularmente a situação portuguesa e as condicionantes associadas à realidade institucional e económica vigente na área do euro. Nesta perspetiva, o texto aborda os conceitos e as metodologias de avaliação da sustentabilidade, explicita as regras de avaliação existentes para os países da área do euro, mostra os seus resultados para Portugal e refere os principais debates em curso relacionados

32. O “saldo estrutural ajustado” corresponde ao saldo estrutural corrigido de eventuais revisões nas previsões de crescimento do PIB potencial e de variações inesperadas da receita face ao subjacente à recomendação emitida no contexto do procedimento por défice excessivo.

com os elevados níveis de dívida.

O tema da sustentabilidade da dívida pública é complexo e não existem consensos na literatura relativamente à melhor metodologia de avaliação. As análises regularmente realizadas pelas autoridades que fazem o acompanhamento da situação orçamental nos países europeus baseiam-se na simulação de cenários para a evolução da dívida e nas condições que se devem verificar para a sua estabilização. A natureza mecânica destes exercícios e a forte dependência de hipóteses *ad-hoc* implica importantes fragilidades na análise. Contudo, os métodos alternativos ainda não oferecem soluções robustas e facilmente comunicáveis para a opinião pública e para os decisores. Assim, é importante a continuação da investigação nesta área, sendo também necessário aprender com os erros de política cometidos em momentos passados.

Ao longo deste *Occasional Paper* o debate sobre a sustentabilidade da dívida pública divide-se entre as preocupações com as condições a criar para minimizar os riscos de insustentabilidade e as soluções a adotar quando tais problemas se materializam. Relativamente às condições para minimizar os riscos de insustentabilidade, o funcionamento dos mecanismos de supervisão orçamental existentes na União Europeia merecem destaque. Indiscutivelmente, tem existido um esforço para melhorar este conjunto de regras orçamentais e promover a implementação das melhores práticas de gestão das contas públicas nos Estados-Membros. Contudo, o elevado grau de complexidade das regras e procedimentos e as repetidas revisões, que temporalmente coincidiram com os momentos de dificuldade em cumprir as metas estabelecidas, contribuem para diminuir a eficácia e a credibilidade deste mecanismo de supervisão orçamental.

Outro mecanismo que pode permitir *ex-ante* evitar o surgimento de situações de insustentabilidade e a materialização de crises orçamentais passa pelo correto funcionamento dos mercados de dívida pública. A sinalização atempada de desvios orçamentais através de maiores prémios de risco pode travar a acumulação excessiva de dívida pública. Porém, a ausência de um regime de insolvência para os Estados limita a efetividade deste mecanismo de correção, na medida em que os investidores criam a expectativa de que os custos das crises recaem sobre outros Estados ou sobre os contribuintes. Este problema de risco moral tende a ser menor na presença de mecanismos de reestruturação ordenada que permitam uma contínua e adequada fixação do preço de mercado da dívida soberana.

Os custos das crises orçamentais são extremamente elevados para os países envolvidos, pelo que está sempre latente o risco de um excessivo adiamento do seu reconhecimento e conseqüente tomada de medidas. Adicionalmente, tende a surgir a perspectiva de que os desafios associados à prevenção das crises orçamentais e à sua resolução são maiores nas uniões monetárias. Por um

lado, porque se assume a existência de fortes externalidades sobre os restantes Estados-Membros. Por outro lado, porque existem menos instrumentos de política macroeconómica à disposição dos governos. Contudo, como referido neste *Occasional Paper*, existem exemplos de redução significativa dos níveis de dívida pública em países da área do euro.

Os recentes debates académicos e institucionais em torno da questão da sustentabilidade da dívida pública e do aprofundamento da união monetária, tal como o suscitado pelos presidentes das principais instituições europeias (Juncker *et al.*, 2015) deverão levar ao surgimento de propostas para solucionar os atuais problemas de sustentabilidade enfrentados por alguns países, bem como para a melhoria dos mecanismos que permitem reduzir significativamente o surgimento de novos riscos. Ambas as dimensões de intervenção são importantes e a discussão informada por parte das forças políticas e sociais nos diversos Estados-Membros levará certamente à escolha das melhores soluções a implementar. Não poderá, no entanto, ser descurado o papel crucial das políticas orçamentais sustentáveis a nível nacional, assentes num ambiente institucional adequado e visando a melhoria da qualidade e eficiência na afetação dos recursos públicos.

Referências bibliográficas

- Akitoby, Bernardin, Takuji Komatsuzaki, e Ariel J Binder (2014). “Inflation and Public Debt Reversals in the G7 Countries.” IMF Working Papers 14/96, International Monetary Fund.
- Arellano, Cristina, Andrew Atkeson, e Mark Wright (2015). “External and Public Debt Crises.” In *NBER Macroeconomics Annual 2015, Volume 30*, NBER Chapters. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Banco Central da Bélgica (1993-2007). “Relatórios Anuais.” .
- Banco Central Europeu (2012). “Analysing government debt sustainability in the euro area.” Monthly Bulletin.
- Banco Central Europeu (2015). “The fiscal impact of financial sector support during the crisis.” Monthly Bulletin 6.
- Barbosa, António Pinto (1997). *Economia Pública*. McGraw-Hill.
- Bundesbank (2016). “Approaches to resolving sovereign debt crises in the euro area.” July Monthly Report.
- Carnot, Nicolas e Francisco de Castro (2015). “The discretionary fiscal effort: an assessment of fiscal policy and its output effect.” European Economy - Economic Papers 543, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), Comissão Europeia.
- Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum, e Sergio Rebelo (2011). “When Is the Government Spending Multiplier Large?” *Journal of Political Economy*, 119(1), 78 – 121.
- Comissão Europeia (2011). “Public finances in EMU.” European Economy 3.
- Comissão Europeia (2012). “Fiscal Frameworks across Member States: Commission Services Country Fiches from the 2011 EPC Peer Review.” Occasional Paper 91.
- Comissão Europeia (2013). “Public finances in EMU.” European Economy 4.
- Comissão Europeia (2015). “Public finances in EMU.” European Economy 14.
- Comissão Europeia (2016a). “Country Report Ireland.” Commission staff working document.
- Comissão Europeia (2016b). “Fiscal Sustainability Report.” European Economy 18.
- Comissão Europeia (2016c). “*Vade mecum* on the Stability and Growth Pact.” Institutional Paper 21.
- Díaz-Cassou, Javier, Aitor Erce-Domínguez, e Juan J. Vázquez-Zamora (2008). “Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.” Occasional Papers 0804, Banco de España.
- End, Nicolas, Sampawende J.-A. Tapsoba, G. Terrier, e Renaud Duplay (2015). “Deflation and Public Finances; Evidence from the Historical Records.” IMF Working Papers 15/176, Fundo Monetário Internacional.
- Fatas, Antonio e Ilian Mihov (2001). “Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence.” *Journal of International Economics*, 55(1), 3–28.

- FMI (2008). “World Economic Outlook: Financial stress, downturns, and recoveries.” .
- FMI (2011). “Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria.” Country Report.
- FMI (2012). “World Economic Outlook: coping with high debt and sluggish growth.” .
- FMI (2013). “Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries.” .
- Hernández de Cos, Pablo, Gerrit B. Koester, Enrique Moral-Benito, e Christiane Nickel (2014). “Signalling fiscal stress in the euro area - a country-specific early warning system.” Working Paper Series 1712, Banco Central Europeu.
- Juncker, Jean Claude, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi, e Martin Schulz (2015). “Completing Europe’s Economic and Monetary Union.” , Comissão Europeia.
- Kumar, Manmohan S. e Jaejoon Woo (2015). “Public Debt and Growth.” *Economica*, 82(328), 705–739.
- McKay, Alisdair e Ricardo Reis (2013). “The Role of Automatic Stabilizers in the U.S. Business Cycle.” NBER Working Papers 19000, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart, e Kenneth S. Rogoff (2012). “Debt Overhangs: Past and Present.” NBER Working Papers 18015, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Romer, Christina D. e David H. Romer (2010). “The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks.” *American Economic Review*, 100(3), 763–801.
- Teles, Pedro (2014). “Sovereign Debt Crises.” *Banco de Portugal, Economic Bulletin and Financial Stability Report Articles*.
- União Europeia (2012). “Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union.” Official journal of the european union.
- Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch, e Mitu Gulati (2013). “The Greek debt restructuring: an autopsy.” Working Paper 13-8, Peterson Institute for International Economics.

Anexo I: Derivação da equação da dinâmica da dívida

Partindo da restrição orçamental de curto prazo do governo e isolando as despesas em juros obtém-se:

$$\begin{aligned}
 (B_t - B_{t-1}) &= (D_t - R_t) + ADD_t \Leftrightarrow \\
 B_t - B_{t-1} &= DP_t + i_t B_{t-1} - R_t + ADD_t \Leftrightarrow \\
 B_t &= -(R_t - DP_t) + (1 + i_t)B_{t-1} + ADD_t
 \end{aligned}
 \tag{I.1}$$

onde

B_t é o *stock* de dívida pública no momento t
 R_t é receita pública no momento t
 D_t representa a despesa pública no momento t
 DP_t é a despesa primária no momento t
 ADD_t representa o montante de ajustamentos défice-dívida no momento t
 i_t é a taxa de juro (nominal) implícita da dívida pública no momento t .

Rearranjando e dividindo ambos os lados pelo PIB nominal obtém-se:

$$\begin{aligned}
 \frac{B_t}{Y_t} &= -\frac{SP_t}{Y_t} + \frac{(1 + i_t)B_{t-1}}{(1 + y_t)Y_t} + \frac{ADD_t}{Y_t} \Leftrightarrow \\
 \beta_t &= \delta_t + \frac{(i_t - y_t)}{(1 + y_t)}\beta_{t-1} + add_t
 \end{aligned}
 \tag{I.2}$$

onde

SP_t é o saldo primário no momento t
 Y_t é o PIB nominal no momento t
 y_t é a taxa de variação do PIB nominal no momento t
 β_t é o rácio da dívida no momento t
 δ_t é o défice primário em percentagem do PIB no momento t
 add_t representa os ajustamentos défice-dívida em percentagem do PIB no momento t .

Subtraindo β_{t-1} a ambos os lados da Equação (I.2) e reorganizando-a obtém-se a equação da dinâmica da dívida:

$$\Delta\beta = \delta_t + \underbrace{\frac{i_t}{(1+y_t)}\beta_{t-1}}_{\text{Efeito dos juros}} - \underbrace{\frac{y_t}{(1+y_t)}\beta_{t-1}}_{\text{Efeito do crescimento económico}} + add_t \Leftrightarrow$$

$$\Delta\beta = \delta_t + \underbrace{\frac{(i_t - y_t)}{(1+y_t)}\beta_{t-1}}_{\text{Efeito "snowball" ou efeito dinâmico}} + add_t$$

Anexo II: Composição do indicador S0 (2015)

Em percentagem do PIB	Portugal ²
Variáveis orçamentais	
Saldo orçamental	-3.0
Saldo primário	2.0
Saldo ajustado do ciclo	-1.8
Saldo primário compatível com a estabilização da dívida	1.0
Dívida pública	128.2
Variação da dívida pública	-2.0
Dívida pública de curto prazo	16.9
Dívida pública líquida	120.6
Necessidades brutas de financiamento	13.9
Diferencial entre a taxa de juro e a taxa de crescimento do PIB	0.8
Variação da despesa total das APs	-3.8
Variação do consumo público	-0.4
Rácio de dependência de idosos 2035	49.0
Variação da despesa relacionada com o envelhecimento da população	0.2
Variáveis macroeconómicas e financeiras	
Curva de rendimentos	2.3
Taxa de crescimento real do PIB	1.7
PIB per capita, PPP (em %PIB dos EUA)	52.5
Posição de investimento internacional ¹	-113.3
Poupança líquida das famílias ¹	-1.5
Dívida privada ¹	189.6
Fluxo de crédito privado ¹	-8.7
Endividamento do setor financeiro ¹	4.0
Dívida de curto prazo do setor não financeiro ¹	24.4
Dívida de curto prazo das famílias ¹	3.2
Construção em %VAB ¹	4.5
Balança corrente ¹	0.0
Variação da taxa de câmbio real efetiva ¹	-0.4
Variação do custo unitário de trabalho ¹	-2.3

Fonte: Comissão Europeia.

Notas: (1) De notar que estas variáveis são desfasadas. (2) Os valores apresentados correspondem às estimativas consideradas pela Comissão aquando da elaboração do Relatório de Sustentabilidade. Os valores a sombreado ultrapassam os respetivos limiares críticos.



OCCASIONAL PAPERS

2016

01|16 Sustentabilidade da dívida pública:
metodologias e discussões nas institu-
ições europeias

João Amador | Cláudia Braz | Maria M.
Campos | Sharmin Sazedj | Lara Wemans

