



INSTITUTE OF PUBLIC POLICY
Thomas Jefferson – Correia da Serra



POLICY PAPER

2/2015

Cenários de reestruturação da dívida portuguesa

Ricardo Cabral
Francisco Louçã
Eugénia Pires
Pedro Nuno Santos

Free download: this and other publications
Download gratuito: esta e outras publicações
www.ipp-jcs.org

© Institute of Public Policy Thomas Jefferson-Correia da Serra
Janeiro 2015. All rights reserved.
Janeiro 2015. Todos os direitos reservados.

Policy Paper

Policy Papers by IPP TJ-CS aim to support the public debate with concise contributions, featuring an accurate analysis of public policy, from which clear recommendations are derived.

The views and information set out herein are those of the author(s) and do not necessarily reflect those of IPP TJ-CS, the University of Lisbon, or any other institution which either the authors or IPP TJ-CS may be affiliated with. Neither IPP TJ-CS nor any person acting on its behalf can be held responsible for any use which may be made of the information contained herein. This report may not be reproduced, distributed or published without the explicit previous consent of its authors. Citations are authorised, provided the original source is acknowledged.

The authors

Ricardo Cabral (rcabral@ipp-jcs.org) is a member of the Executive Board at IPP TJ-CS and deputy dean at the University of Madeira. Francisco Louçã (flouc@iseg.ulisboa.pt) is full professor of Economics at the University of Lisbon (ISEG). Eugénia Pires (eugpires@gmail.com) is a researcher at SOAS, University of London. Pedro Nuno Santos, economist, is a member of the Portuguese Parliament. The authors are thankful to research assistant Marlene Teixeira.

About IPP TJ-CS

Institute of Public Policy Thomas Jefferson – Correia da Serra (<http://www.ipp-jcs.org/>) is a “think tank” based in Lisbon whose mission is to promote economic, social and cultural development in Portugal and Europe through sound democratic and administrative institutions and wise policy making.

Policy Paper

A série de Policy Papers do IPP TJ-CS pretende apoiar o debate público com trabalhos concisos, onde se analisam políticas públicas de forma rigorosa e se explanam recomendações claras.

As opiniões aqui expressas vinculam somente os autores e não reflectem necessariamente as posições do IPP TJ-CS, da Universidade de Lisboa, or qualquer outra instituição a que quer os autores, quer o IPP TJ-CS estejam associados. Nem o IPP TJ-CS nem qualquer seu representante é responsável pelo uso por terceiros da informação aqui contida. Este texto não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado sem autorização prévia e explícita dos seus autores. Quaisquer citações são autorizadas desde que a fonte original seja adequadamente reconhecida.

Os autores

Ricardo Cabral (rcabral@ipp-jcs.org) é membro da Direção do IPP TJ-CS e vice-reitor da Universidade da Madeira. Francisco Louçã (flouc@iseg.ulisboa.pt) é professor catedrático de Economia no ISEG|ULisboa. Eugénia Pires (eugpires@gmail.com) é investigadora na Universidade de Londres (SOAS). Pedro Nuno Santos, economista, é deputado à Assembleia da República. Os autores agradecem o apoio da bolseira de investigação Marlene Teixeira.

Sobre o IPP TJ-CS

O Institute of Public Policy Thomas Jefferson – Correia da Serra (<http://www.ipp-jcs.org/>) é um “think tank” cuja missão é promover o desenvolvimento económico, social e cultural em Portugal e na Europa através da melhoria da qualidade das instituições democráticas e das políticas públicas.

Sumário executivo

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

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

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

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

B. Cenários alternativos de reestruturação

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

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

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

¹ Disponível em http://auditoriacidadada.info/sites/default/files/ANEXO_I_PNPAD_0.pdf.

prevê-se que o excedente primário atinja 0,3 por cento do PIB.”²

C. Conclusões sobre alternativas de reestruturação

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

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

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

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

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

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

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

Índice

Sumário executivo	2
1. Introdução.....	5
2. Iniciativas internacionais sobre a reestruturação das dívidas soberanas	6
3. Cenários	7
3.0. Cenário Base: o Programa Sustentável.....	7
3.1. Cenário 1. Reestruturação da dívida protegendo integralmente os certificados de Aforro e Certificados do Tesouro	9
3.2. Cenário 2. Reestruturação da dívida excluindo a dívida ao sector oficial internacional (FMI, MEE, UE).....	13
3.4. Cenário 4. Redução do capital em dívida, com juros mais altos do que no Cenário Base e prazos mais curtos.....	22
3.5. Cenário 5. Plano Juncker e Plano Não-Juncker: o financiamento europeu em substituição de uma reestruturação da dívida.....	26
3.6. Cenário 6. “Plano Draghi”: Monetização de dívida pública (“Quantitative Easing”).....	29
4. Conclusão	33

1. Introdução

Em 10 de Julho deste ano, os autores apresentaram publicamente um “Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa”. O seu ponto de partida era a rejeição da política de austeridade: “A política de austeridade imposta, mesmo cumprindo exatamente aquilo que a troika exige por mais 20 anos, irá fracassar, porque é impossível que funcione: nunca antes um país foi capaz, através de austeridade, de pagar uma dívida externa do nível da portuguesa”.

No mesmo relatório, os autores manifestaram o seu empenho e compromisso com um “debate nacional aberto sobre as propostas de reestruturação da dívida”, considerando que a sua “proposta de reestruturação da dívida bruta não é certamente a única possível. Ao apresentarem os fundamentos e os cálculos em que se baseiam, os autores pretendem contribuir para um debate sobre as soluções para a crise da dívida, que beneficie de outras sugestões e que permita uma decisão nacional à altura das nossas responsabilidades coletivas”.

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

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

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

2. Iniciativas internacionais sobre a reestruturação das dívidas soberanas

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

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

Por outro lado, a Associação Internacional de Mercado de Capitais (ICMA), que representa investidores institucionais e a banca internacional, propôs a adopção de cláusulas de agregação, em alternativa às habituais cláusulas de ação colectiva (CACs), que impeçam que um grupo diminuto de investidores invalide uma operação de reestruturação de dívida soberana e a subsequente clarificação do conceito de *pari passu*⁵. As novas CACs permitem que as decisões acordadas entre o emitente e 75% dos credores se apliquem automaticamente à totalidade dos credores, enquanto que o *pari passu* assegura que igualdade de tratamento entre credores não implica obrigação de pagamento aos credores que se recusem a participar numa eventual operação de reestruturação de dívida. O mesmo entendimento foi advogado pelo FMI⁶ num artigo aprovado pelo Conselho Executivo do FMI, embora este não seja vinculativo para os seus membros.

Por último, também o G20 introduziu a questão da reestruturação da dívida no âmbito das suas preocupações. Na sequência da Cimeira de Brisbane, de 15 e 16 de Novembro, os líderes do G20 anunciaram a sua apreciação pelo progresso recente no âmbito do fortalecimento dos processos de reestruturação de dívida, embora mencionem apenas as propostas do FMI em linha com a tomada de posição do mercado.

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

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

⁵ Vd. <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/>

⁶ Vd. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>

3. Cenários

3.0. Cenário Base: o Programa Sustentável.

O Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa, apresentado no *IPP Report 1/2014*, de Julho.

O Cenário Base com o qual comparamos as diferentes propostas é o do “Programa Sustentável”, com uma alteração assinalável: o PIB de 2013 foi revisto em alta (171 359 M€) pelo INE, pelo que se alteram ligeiramente todos os quocientes da dívida em relação ao PIB anteriormente estimados.

As principais medidas do programa são:

- (1) a redução do valor presente da dívida pública, alterando os seus juros e prazos,
- (2) o saneamento dos passivos bancários, através de uma resolução sistémica para garantir a solvabilidade e estabilidade da banca,
- (3) a modernização fiscal para assegurar outros meios para estimular a recuperação económica.

Os efeitos das medidas incluídas neste programa (Cenário Base) são: (i) o valor presente da dívida bruta não consolidada das administrações públicas seria reduzido a 79% do PIB; (ii) o programa determina ainda a redução da dívida bancária de cerca de 24% dos passivos bancários (contabilizados nos finais de 2013), daí resultando uma redução da dívida externa líquida do sector de cerca de 30% do PIB; (iii) ambas as medidas conduzem a uma diminuição anual do défice da balança de rendimentos em 4,7 mM e traduzem-se num efeito equivalente a uma redução do valor presente da dívida externa líquida de 100% (finais de 2013) para 23% do PIB.

Deste modo, o valor presente da dívida consolidada, a medida adoptada da dívida relevante para o critério de Maastricht, seria reduzido para 71,8% do PIB, e o valor presente da dívida, líquida de depósitos, para 61,7% do PIB.

O impacto da reestruturação da dívida pública no sistema bancário nacional seria significativo. De facto, de acordo com o Boletim Estatístico do Banco de Portugal (Anexo K), a dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado ao Sector financeiro residente era de 73,4 mM€ no final de 2013 (Bilhetes do Tesouro, Obrigações do Tesouro e empréstimos bancários, sendo estes últimos, sobretudo, à Administração Regional e Local e ao Sector Empresarial do Estado).

Assumindo uma taxa de juro implícita dessa dívida de 3,5%, estima-se que as Administrações Públicas e o Sector Empresarial do Estado paguem atualmente ao

Sector financeiro 2,57 mM€ em juros, por ano, sobre essa dívida.

Após a reestruturação da dívida pública, o Estado passaria a pagar ao sector financeiro 734 milhões de euros por ano, o que equivaleria a uma redução de cerca de 1,8 mM€ nas receitas da banca.

Por outro lado, a redução do valor presente da dívida das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado à banca, pós-reestruturação de dívida, seria de 40,5 mM€ (55,2%).

Em resumo, a reestruturação de dívida pública resultaria numa redução do valor presente dos activos bancários em 40,5 mM€ e numa redução de cerca de 1,8 mM€ de receitas anuais.

Note-se que a resolução bancária proposta no Programa é de dimensão superior porque visa restaurar a solvabilidade do sistema bancário nacional (e não apenas responder à reestruturação de dívida pública). Ela tem no entanto a vantagem de proteger o sistema bancário de novos riscos sistémicos, garantindo a robustez dos seus balanços e portanto a proteção dos depositantes e a confiança na banca assim resgatada.

Como foi indicado no relatório, a execução deste programa exige uma negociação difícil com os credores, uma resolução bancária executada com grande rigor e ainda medidas complementares, que então assinalámos no texto ou nos nossos cálculos, como as que se destinam a proteger os detentores de Certificados de Aforro e de Certificados do Tesouro,⁷ que explicitamos nas páginas seguintes, ou a garantir a condução do processo de resolução, a capitalização da CGD e outras iniciativas.

Pelas razões que expusemos no nosso Programa Sustentável, o principal critério que utilizamos para avaliar os impactos de qualquer programa sobre a dívida é o seu efeito na dívida externa portuguesa.

Avaliamos de seguida os outros cenários.

⁷ A protecção dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro tem impactos muito significativos a nível da liquidez disponível ao Estado e da igualdade de tratamento de credores. Contudo, este tipo de investidores é tratado, na generalidade dos países, de forma diferenciada dos investidores institucionais. Por outro lado, afigura-se que os pedidos de redenção desses Certificados e o impacto no funcionamento pós-reestruturação deste veículo de financiamento do Estado seria minimizado se essa dívida fosse integralmente protegida da reestruturação, aliviando dessa forma a pressão sobre a Tesouraria do Estado, pós-reestruturação.

3.1. Cenário 1. Reestruturação da dívida protegendo integralmente os certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

Termos do Cenário 1.

Se se proteger integralmente os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro, excluindo essa dívida pública da reestruturação de dívida, qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e qual a viabilidade deste programa de reestruturação?

A proposta inicial (Cenário Base) não definia a forma como seriam reestruturados os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro, antes apontando duas alternativas e respectivos riscos, sugerindo uma metodologia a adoptar para reestruturar os Certificados, protegendo esses investidores. No entanto, por simplificação, os cálculos apresentados na proposta (Cenário Base) contabilizavam o efeito da reestruturação dessa dívida em moldes idênticos à restante. O Cenário 1, aqui apresentado, explicita os cálculos referentes à protecção integral dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro.

A protecção dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro tem impactos muito significativos a nível da liquidez disponível ao Estado e da igualdade de tratamento de credores que foram enunciados no documento inicial. De facto, essa dívida representa apenas 4,4% da dívida pública a reestruturar. No entanto, representava 70% das disponibilidades líquidas do país no final de 2013. Ou seja, o Estado poderia redimir (amortizar) integralmente toda essa dívida, contudo ficaria com muito reduzidas disponibilidades líquidas. Se isso ocorresse, o Estado ver-se-ia provavelmente obrigado a procurar financiar-se nos mercados no muito curto prazo, numa operação de sucesso incerto, algo que o programa sustentável desenhado pelos autores procura evitar, para assegurar o sucesso da reestruturação de dívida.

A proposta inerente a este Cenário 1 sugere uma solução alternativa, que se afigura com menor risco. Consiste em manter os Certificados de Aforro e os Certificados do Tesouro existentes, excluindo-os da reestruturação de dívida, ao invés de propor prazos mais curtos como os sugeridos no documento inicial (redenção de 40% em 3 anos e de 60% ao fim de 6 anos). O objectivo é que os pequenos investidores sintam que podem continuar a confiar nos Certificados para aplicar as suas poupanças e dessa forma evitar redenções em massa desses Certificados.

O aspecto problemático de tal tratamento diferenciado seria que os restantes credores poderiam argumentar que não seria assegurado igual tratamento dos credores perante a lei, utilizando esse argumento para contestar a reestruturação de dívida. Acresce que os credores do sector oficial também provavelmente

considerariam que se estaria a beneficiar credores domésticos face a credores não residentes.

No entanto, este tipo de investidores é tratado, na generalidade dos países, de forma diferenciada dos investidores institucionais. Por outro lado, afigura-se que os pedidos de redenção desses Certificados e o impacto no funcionamento pós-reestruturação deste veículo de financiamento do Estado seria minimizado se essa dívida fosse integralmente protegida da reestruturação, aliviando dessa forma a pressão sobre a Tesouraria do Estado, pós-reestruturação.

Se Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro fossem protegidos da reestruturação de dívida, então o valor facial da dívida pública directa sujeita à reestruturação de dívida passa a ser de 192,2 mM€ (=204,3-12,2).

A dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado era, no final de 2013, de 286,8 mM€. Se, além de depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica, não se reestruturasse Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 259,5 mM€ (=286,8-15,2-12,2).

O valor presente dessa dívida, pós reestruturação seria 115,5 mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria de 55,3%. Portanto, o valor presente da dívida pública bruta, não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser de 142,4 mM€ (=115,5+15,2+11,7), e passaria a representar 83,1% do PIB.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de 144,4 mM€ (=286,8-142,4) no valor presente da dívida pública bruta, não consolidada.

Note-se que parte da dívida bruta continuaria a ser detida por entidades da Administração Pública, pelo que o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado (i.e., “dívida de Maastricht” ou do “Procedimento de défices excessivos”) seria inferior – cerca de 129,3 mM€,⁸ incluindo depósitos das Administrações Públicas (75,5% do PIB).

O valor presente da dívida pública na “ótica de Maastricht” líquida de depósitos representaria 65,4% do PIB.⁹ Ou seja, a protecção dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro no âmbito da reestruturação de dívida resultaria numa deterioração de cerca de 4 p.p. do PIB dos rácios de dívida pública, pós-reestruturação. Na medida que utilizamos para comparar com a ótica de Maastricht (utilizada na actualidade), a dívida pública passaria a ser de 75,5% do PIB, quando na proposta inicial passaria a ser de 71,7% do PIB.

⁸ O valor presente, pós-reestruturação, dos empréstimos do Tesouro e dos títulos detidos por diversos fundos da Administração Central (e.g., Segurança Social, Caixa Geral de Aposentações) é estimado em 13,1 mM€ (antes: 29,9 mM€).

⁹ As Administrações Públicas detinham no final de 2013 cerca de 17,3 mM€ em depósitos, a maior parte dos quais confiados à gestão do IGCP (Tesouro, 15,3 mM€) e os restantes, depositados diretamente junto da banca comercial.

Tabela 1. Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 1 (reestruturação excluindo Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro)

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 1)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	142	83%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	67	39%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanço agregado	515	301%	427	249%	427	249%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	62	36%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	365	213%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	37	22%
Dívida ao Eurosistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	320	187%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	238	139%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	39	23%

O efeito mais importante da proteção dos Certificados de Aforro e do Tesouro seria nas necessidades de liquidez do Estado no curto e no médio prazo, reduzindo significativamente a almofada financeira do Estado. Assim:

- Nas **contas públicas**: A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental deteriorar-se-ia em cerca de 120M€ por ano a partir de 2016 (em 2015 em 240 M€), valor que tenderia a crescer à medida que essa dívida fosse refinanciada nos mercados. Por conseguinte, o impacto em termos de fluxos seria mínimo;
- No **Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias** (i.e., sistema bancário nacional): A reestruturação da dívida pública teria um efeito idêntico ao do Cenário Base, ou seja, uma redução de 40,5 mM€ no valor presente dos activos (a redução do valor de mercado seria superior) e uma redução de 1,8 mM€/ano das receitas anuais;

- A medida não teria efeitos na **balança externa** (balança corrente e de capital) dado que os Certificados de Aforro e do Tesouro são detidos quase exclusivamente por residentes;
- No **refinanciamento do stock de dívida pública**: o Estado poderia ter necessidade de ir procurar financiamento aos mercados para amortizar parte dessa dívida, em pequena escala;
- Em relação ao impacto na **sustentabilidade da dívida pública**: cerca de 4 p.p. do PIB, portanto não seria de dimensão suficientemente grande para colocar em causa a sustentabilidade da dívida pública.
- Em relação à **dívida externa**: mantém o nível de dívida externa do Cenário Base dado que essa dívida é detida por residentes;
- Em relação à **balança corrente e de capital**: sem impacto directo.

3.2. Cenário 2. Reestruturação da dívida excluindo a dívida ao sector oficial internacional (FMI, MEE, UE).

Termos do Cenário 2.

Se se proteger a dívida ao sector oficial (FMI, MEE, UE), mantendo todas as restantes características da reestruturação de dívida proposta no “programa sustentável” (pagamento em 10 tranches idênticas, 1/10 avos do valor facial, entre 2045 e 2054, cupão de 1%), qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e qual a viabilidade deste programa de reestruturação?

O valor presente da dívida ao sector oficial, pré-reestruturação, com uma taxa de desconto de 4%, é estimado em 67 mM€ no final de 2013, inferior portanto ao seu valor facial de 72 mM€. Por conseguinte, neste Cenário só seria protegida a dívida do “empréstimo da troika”, não se protegendo a dívida pública adquirida pelo BCE no âmbito do *Securities Market Programme*, que se estima no final de 2013 representava cerca de 23 mM€. ¹⁰

Se essa dívida ao sector oficial for protegida da reestruturação de dívida, então o valor facial e o valor presente da dívida pública directa sujeita à reestruturação de dívida passa a ser de 132,2 mM€ (=204,3-72,1) e 137,6 mM€ (=204,6-67), respectivamente.

Pós-reestruturação, o valor presente da actual dívida pública directa passaria a ser 125,8 mM€, sendo que 58,8 mM€ corresponderia ao valor presente da dívida directa do Estado reestruturada e 67 mM€ à dívida ao sector oficial que não seria reestruturada.

A dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado era, no final de 2013, de 286,8 mM€. Se, além de depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica, não se reestruturasse a dívida ao sector oficial, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 199,5 mM€ (=286,8-15,2-72,1).

O valor presente dessa dívida, pós reestruturação seria 88,8mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria de 56,6%, não se alterando em relação à proposta inicial. ¹¹ Portanto, o valor presente da dívida pública bruta, não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser de 171 mM€ (=88,8+15,2+67), e passaria a representar 100% do PIB.

¹⁰ Ainda há a considerar que tal hipótese possa não ser evidente, porque no caso da reestruturação da dívida da Grécia o BCE exigiu, com sucesso e em violação das práticas que asseguram igualdade de tratamento de credores, que a dívida da Grécia na posse do BCE não fosse reestruturada.

¹¹ A redução de valor presente média aumenta de 55,5% para 56,6%, mas para cada tipo de dívida mantém-se a redução do valor presente entre a proposta original (Cenário Base) e o Cenário 1.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de 115,8 mM€ (=286,8 - 171) no valor presente da dívida pública bruta, não consolidada.

Tabela 2. Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 2 (reestruturação excluindo o sector oficial)

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 2)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	171	100%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	100	58%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanço agregado	515	301%	427	249%	427	249%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	62	36%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	365	213%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	37	22%
Dívida ao Eurosistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	320	187%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	272	159%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	73	43%

Note-se que parte da dívida bruta continuaria a ser detida por entidades da Administração Pública, pelo que o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado (i.e., “dívida de Maastricht” ou do “Procedimento de défices excessivos”) seria inferior – cerca de 157,9 mM€,¹² incluindo depósitos das Administrações Públicas (92,1% do PIB).

¹² O valor presente, pós-reestruturação, dos empréstimos do Tesouro e dos títulos detidos por diversos fundos da Administração Central (e.g., Segurança Social, Caixa Geral de Aposentações) é estimado em 13,1 mM€ (antes: 29,9 mM€). Este valor é subtraído ao montante acima (171 mM€) para obter a estimativa (de forma simplificada) da dívida consolidada das Administrações Públicas (157,9=171-13,1), na ótica de Maastricht. Note-se que, em resultado da metodologia adotada para a reestruturação de dívida, a dívida do Sector Empresarial do Estado (incluindo do Sector Empresarial do Estado fora do perímetro de consolidação das Administrações Públicas) torna-se dívida direta do Estado e, portanto, passa a ser contabilizada na ótica de Maastricht.

O valor presente da dívida pública na “ótica de Maastricht” líquida de depósitos representaria 82% do PIB.¹³

Ou seja, a protecção da dívida ao sector oficial no âmbito da reestruturação de dívida resultaria numa deterioração de 21 p.p. do PIB dos rácios de dívida pública, pós-reestruturação.

Na medida que utilizamos a ótica de Maastricht para comparação (utilizada na actualidade), a dívida pública passaria a ser de 92,1% do PIB, quando na proposta inicial passaria a ser de 71% do PIB.

Tabela 3. Efeitos do Cenário 2

	Antes (4T2013)				
	Dív. Ext. bruta (v. facial)	Taxa de juro bruta implícita (média)	Despesa com juros		
	(M€)	%	(M€)	(% PIB)	
Portugal	370622	2,2%	8139,2	4,7%	
Administrações Públicas	141854	3,7%	5291,2	3,1%	
Banca comercial	86759	1,5%	1301,4	0,8%	
Banco de Portugal	59565	0,3%	148,9	0,1%	
Outros sectores	57333	2,0%	1146,7	0,7%	
Investimento direto estrangeiro	25111	1,0%	251,1	0,1%	

	Após a reestruturação (1.1.2015)				
	Dív. Ext. bruta (v. facial)	Taxa de juro nominal (pós-reestruturação)	Despesa com juros		Redução anual da despesa com juros
	(M€)	(%)	(M€)	(% PIB)	(M€)
Portugal	320318	1,5%	4887,3	2,9%	3251,9
Administrações Públicas	148400	2,0%	2925,0	1,7%	2366,2
Banca comercial	36509	1,5%	547,6	0,3%	753,8
Banco de Portugal	59565	0,3%	148,9	0,1%	0,0
Outros sectores	50733	2,0%	1014,7	0,6%	132,0
Investimento direto estrangeiro	25111	1,0%	251,1	0,2%	0,0

O efeito da reestruturação da dívida pública no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional) seria idêntico ao do

¹³ As Administrações Públicas detinham no final de 2013 cerca de 17,3 mM€ em depósitos, a maior parte dos quais confiados à gestão do IGCP (Tesouro, 15,3 mM€), estando os restantes depositados diretamente junto da banca comercial.

Cenário Base, ou seja, uma redução de 40,5 mM€ no valor presente dos activos bancários (a redução do valor de mercado seria superior) e uma redução de 1,8 mM€/ano das receitas anuais do sistema bancário.

Além da deterioração significativa no rácio da dívida pública, a proteção da dívida ao sector oficial teria um impacto muito significativo na viabilidade do programa sustentável da reestruturação de dívida portuguesa, pelos seus efeitos:

- Nas **contas públicas**: A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental deteriorar-se-ia em, pelo menos, 1,5 mM€ por ano a partir de 2016 (em 2015 em 2,2 mM€), valor que tenderia a crescer à medida que a dívida do sector oficial fosse refinanciada nos mercados. Ou seja, a partir de 2016, a despesa anual com juros, consolidada, das Administrações Públicas desceria de cerca de 7,9 mM€ para 4,1 mM€ e a das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado desceria de cerca de 9,0 mM€ para 4,1 mM€. Em relação às Administrações Públicas, ao invés de uma redução da despesa de 5,3 mM€/ano, a reestruturação passaria a resultar numa redução da despesa de 3,8 mM€/ano. Ao invés de um ligeiro saldo primário, as Administrações Públicas passariam a registar défice orçamental (de menos de 1% do PIB);
- Mas os efeitos na **balança externa** (balança corrente e de capital) seriam ainda mais significativos: a despesa anual com juros das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado, transferida para não residentes (Balança de Rendimentos), desciria de cerca de 5,3 mM€ para cerca de 2,9 mM€ anuais. Ou seja, uma poupança externa de 2,4 mM€ por ano, ao invés da poupança de 3,9 mM€ do Cenário Base;
- No **refinanciamento do stock de dívida pública**: se a dívida ao sector oficial fosse protegida da reestruturação, então o Estado teria necessidade de ir procurar financiamento aos mercados para amortizar a dívida do sector oficial (e, em particular, a dívida ao FMI que tem maturidades mais curtas) e para financiar o seu défice orçamental, pouco tempo depois de reestruturar a dívida. Tal poderia não ser possível e, mesmo se possível, deveria resultar em muito elevadas taxas de juro no novo financiamento. Portanto, se o Estado protegesse os credores do sector oficial ficaria obrigado a recorrer aos mercados financeiros e, se isso não for possível, a um novo resgate externo. No Cenário Base, o Estado não teria quaisquer necessidades de financiamento no curto prazo e teria necessidades diminutas de financiamento no médio prazo;
- Em relação ao impacto na **sustentabilidade da dívida pública**: pós-reestruturação, o valor presente da dívida pública consolidada, equivalente à ótica de Maastricht, seria de 92,1% do PIB. Portanto, o nível de dívida pública seria ainda demasiado elevado.
- Em relação à **dívida externa**: a dívida externa líquida, pós reestruturação fica em 43% do PIB, por conseguinte, no limiar do que é considerado um nível sustentável de dívida externa que poderá não ser suficiente para evitar que o país enfrente nova crise de dívida externa no curto prazo;
- Em relação à **balança corrente e de capital**, a melhoria desta em resultado da reestruturação de dívida passaria a ser de 3,3 mM€ (antes 4,7 mM€), ou seja 1,9% do PIB (antes 2,7% do PIB).

Em conclusão, esta reestruturação de dívida não asseguraria que a dívida pública assumisse uma trajectória sustentável.

3.3. Cenário 3. Reestruturação excluindo o sector público oficial internacional

Termos do Cenário 3.

Se se proteger a dívida ao sector oficial (FMI, MEE, UE), qual o montante da reestruturação da dívida do sector privado de forma a atingir um nível próximo de redução de dívida ao da proposta inicial, reduzindo a dívida externa líquida para cerca de 23% do PIB (valor presente da dívida consolidada, "critério de Maastricht", de 71,8% do PIB e valor presente da dívida consolidada, líquida de depósitos, de 61,7% do PIB).

Qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e na viabilidade do programa sustentável de reestruturação da dívida portuguesa?

Nesse caso, uma possível opção seria alterar os termos da troca para os credores do sector privado: a extensão de maturidades passaria a ser de 35 a 44 anos (antes: 30 a 39 anos) e o cupão da dívida reestruturada de 0,27% (antes: 1%). Ou seja, as Novas Obrigações do Tesouro passariam a vencer entre 2050 e 2059 e a taxa de juro face ao valor facial de 0,27%.

O valor presente da dívida ao sector oficial, pré-reestruturação, com uma taxa de desconto de 4%, é estimado em 67 mM€ no final de 2013, inferior portanto ao seu valor facial de 72 mM€. Por conseguinte, só seria protegida a dívida do "empréstimo da troika", não se protegendo a dívida pública adquirida pelo BCE no âmbito do *Securities Market Programme*, que se estima no final de 2013 representava cerca de 23 mM€.¹⁴

A dívida bruta, não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado era, no final de 2013, de 286,8 mM€. Se além de depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica não se reestruturasse a dívida ao sector oficial, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 199,5 mM€ (=286,8-15,2-72,1).

O valor presente dessa dívida, pós reestruturação seria 53,2mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria de 73,3% (antes: 56,6%). Portanto, o valor presente da dívida pública bruta, não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser de 135,4 mM€ (=53,2+15,2+67), e passaria a representar 79% do PIB.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de 151,4 mM€ (=286,8-135,4) no valor presente da dívida pública bruta não consolidada.

¹⁴ Tal hipótese pode não ser viável, porque no caso da reestruturação da dívida da Grécia, o BCE exigiu, com sucesso, em violação das práticas que asseguram igualdade de tratamento de credores, que a dívida da Grécia na posse do BCE não fosse reestruturada. Nesse caso a reestruturação da dívida pública detidas por credores do sector privado e público nacional teria de sofrer uma redução ainda maior do seu valor presente. Ou seja, o alongamento de maturidades teria que ser ainda superior e a nova taxa de juro do cupão inferior a 0,27%.

Note-se que parte da dívida pública bruta (29,9mM€) é detida por entidades da Administração Pública. O valor presente dessa dívida, pós-reestruturação passaria a ser de 8 mM€ (no Cenário Base: 13,1 mM€). Em consequência, pós-reestruturação, o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado (i.e., “dívida de Maastricht” ou do “Procedimento de défices excessivos”) passaria a ser de cerca de 127,4 mM€ (= 135,4–8,0) e representaria 74,3% do PIB, 2,5 p.p. acima do que seria possível com a proposta inicial (Cenário Base).

O valor presente da dívida pública na “ótica de Maastricht” líquida de depósitos passaria a representar 64,2% do PIB. Ou seja, a protecção da dívida ao sector oficial no âmbito da reestruturação de dívida resultaria num aumento muito significativo das perdas assumidas tanto por credores privados como pelas instituições do Estado que detêm dívida pública (que sofreriam perdas de valor presente 5 mM€ superiores às do Cenário Base). Em termos de valor presente, os investidores do sector privado e do sector público ao invés de recuperarem

Tabela 4. Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 3

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 3)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	135	79%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	87	51%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balanço agregado	515	301%	427	249%	427	249%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	62	36%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	365	213%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	37	22%
Dívida ao Eurosistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	320	187%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	258	151%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	59	34%

44,8% do capital em dívida, passariam a recuperar apenas 26,7%, sofrendo perdas

de 73,3%. Se se pretendesse proteger ainda a dívida pública detida pelo BCE as perdas seriam ainda superiores.

Em consequência, o efeito da reestruturação da dívida pública no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional) seria mais pesado do que o do Cenário Base, traduzindo-se numa redução de 53,8 mM€ (Cenário Base: 40,5 mM€) no valor presente dos activos bancários (a redução do valor de mercado seria superior) e numa redução de 2,37 mM€/ano (Cenário Base: 1,8 mM€/ano) das receitas anuais do sistema bancário.

Mas, além desta deterioração significativa na dívida pública detida pelos credores privados, a proteção da dívida ao sector oficial teria um impacto muito significativo na viabilidade do programa sustentável da reestruturação de dívida portuguesa, pelos seus efeitos:

- Nas **contas públicas**: O impacto seria mínimo. A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental deteriorar-se-ia em 2,2 mM€ em 2015 (juros pagos sobre a dívida do sector oficial) e em montante negligenciável a partir de 2016, valor que tenderia a crescer à medida que a dívida do sector oficial fosse refinanciada nos mercados. Ou seja, a partir de 2016, a despesa anual com juros, consolidada, das Administrações Públicas desceria de cerca de 7,9 mM€ para 2,7 mM€ e a das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado desceria de cerca de 9,0 mM€ para 2,7 mM€. Ou seja, as reduções da despesa com juros seriam, a partir de 2016, muito parecidas com a proposta inicial (Cenário Base), mas tenderiam a diminuir à medida que essa dívida fosse sendo refinanciada;
- No Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional): A reestruturação da dívida pública teria um efeito substancialmente pior do que o do Cenário Base com uma redução de 53,8 mM€ no valor presente dos activos bancários (a redução do valor de mercado seria superior) e uma redução de 2,37 mM€/ano das receitas anuais do sistema bancário;
- Mas os efeitos na **balança externa** (balança corrente e de capital) seriam significativos: a despesa anual com juros das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado, transferida para não residentes (Balança de Rendimentos), desciria de cerca de 5,3 mM€ para cerca de 2,4 mM€ anuais. Ou seja, uma poupança externa de 2,9 mM€ por ano, ao invés da poupança de 3,9 mM€ do “programa sustentável” (Cenário Base);
- No refinanciamento do **stock de dívida pública**: se a dívida ao sector oficial fosse protegida da reestruturação, então o Estado teria necessidade de ir procurar financiamento aos mercados para amortizar a dívida do sector oficial (e, em particular, a dívida ao FMI que tem maturidades mais curtas) e para financiar o seu défice orçamental, pouco tempo depois de reestruturar a dívida. Tal poderia não ser possível e, mesmo se possível, deveria resultar em taxas de juro mais elevadas no novo financiamento. Portanto, se o Estado protegesse os credores do sector oficial ficaria obrigado a recorrer aos mercados financeiros e, se isso não for possível, a um novo resgate externo. No Cenário Base do “Programa Sustentável”, o

Estado não teria quaisquer necessidades de financiamento no curto prazo e teria necessidades diminutas de financiamento no médio prazo;

- Em relação ao impacto na **sustentabilidade da dívida pública**: pós-reestruturação, o valor presente da dívida pública consolidada, equivalente à ótica de Maastricht, seria de 74,3% do PIB, muito similar ao proposto inicialmente (Cenário Base), assegurando que a dívida assumisse uma trajetória sustentável. Contudo, o valor presente da dívida pública detida por não residentes representaria 51% do PIB;
- Em relação à **dívida externa**: a dívida externa líquida, pós reestruturação ficaria em 34% do PIB;
- Em relação à **balança corrente e de capital**, a melhoria desta em resultado da reestruturação de dívida passaria a ser de 3,8 mM€ (antes 4,7 mM€), ou seja 2,2% do PIB (antes 2,7% do PIB).

Neste cenário, as necessidades de financiamento externo criam uma vulnerabilidade do programa e tornam difícil uma trajetória de libertação do protetorado.

3.4. Cenário 4. Redução do capital em dívida, com juros mais altos do que no Cenário Base e prazos mais curtos.

Termos do Cenário 4.

Vários economistas defendem que ao invés da reestruturação de dívida proposta, baseada em extensão de maturidades e redução de taxa de juro, se deveria antes optar por uma reestruturação de dívida que reduzisse capital em dívida e não reduzisse de forma tão acentuada a taxa de juro (que passaria para 2%) nem aumentasse tanto a maturidade da dívida.

Neste cenário considera-se que a reestruturação de dívida pública resultaria numa oferta de troca por Novas Obrigações do Tesouro com valor facial idêntico de 1/10 do valor facial original, com maturidades entre 5 e 9 anos (a vencer entre), com cupão de 2% e carência de juros em 2015. Só se faria a reestruturação de dívida 2020 e 2024 e não seria feito qualquer processo de resolução bancária. A dívida ao sector oficial seria abrangida pela reestruturação.

Qual o impacto nos níveis de dívida pública e externa e na viabilidade do programa sustentável de reestruturação da dívida portuguesa?

A dívida bruta, não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado era, no final de 2013, de 286,8 mM€. Protegendo depósitos, dívida a fornecedores, *factoring* e moeda metálica, o valor facial da dívida a reestruturar passaria a ser 271,6 mM€ (=286,8-15,2).

Nesta simulação do Cenário 4, determinada por uma redução de 50% do valor facial do capital em dívida, com uma redução do cupão para 2% e extensão das maturidades,¹⁵ o valor presente dessa dívida, pós reestruturação, passaria a ser de 119,6mM€. A redução do valor presente da dívida sujeita à reestruturação seria de 55,6%. Portanto, o valor presente da dívida pública bruta não consolidada, pós-reestruturação passaria a ser de 134,8 mM€ (=119,6+15,2), e passaria a representar 79% do PIB.

Isso significaria que a reestruturação de dívida resultaria numa redução de cerca de 152 mM€ (= 286,8 – 134,8) no valor presente da dívida pública bruta não consolidada.

¹⁵ A tipologia deste Cenário, como dos restantes, é definida pelos autores, porque não foi apresentada na sociedade nenhuma proposta concreta por quem sugeriu caminhos deste tipo. Por segurança, apresentamos uma proposta de redução facial de 50% do capital em dívida, que corresponderia a três a seis vezes mais do que o valor referido pelas várias sugestões de eliminação do que tem sido considerado “dívida ilegítima” (que incluiria despesa determinada por eventual corrupção, como a compra dos submarinos, o diferencial das taxas de juro do empréstimo da troika em relação ao que seria suportável pela economia, as rendas definidas pelo excesso da taxa de juro implícita nos contratos das parcerias público-privado e outras despesas).

Note-se que parte da dívida pública bruta (29,9mM€) é detida por entidades da Administração Pública. O valor presente dessa dívida, pós-reestruturação passaria a ser de 13,2 mM€ (no Cenário Base: 13,1 mM€). Em consequência, pós-reestruturação, o valor presente da dívida consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado (i.e., “dívida de Maastricht” ou do “Procedimento de défices excessivos”) passaria a ser de cerca de 121,6 mM€ (= 134,8 – 13,2) e representaria 71% do PIB (similar ao Cenário Base).

O valor presente da dívida pública na “ótica de Maastricht” líquida de depósitos passaria a representar 61% do PIB.

Ou seja, seria possível desenhar uma reestruturação de dívida pública baseada num corte no valor facial de 50% do capital em dívida, redução do cupão para 2% e extensão de maturidades que se traduziria numa redução do valor presente da dívida pública próxima da redução estimada na proposta inicial (Cenário Base).

De acordo com o Boletim Estatístico do Banco de Portugal (Anexo K), a dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado ao Sector financeiro residente era de 73,4 mM€ no final de 2013 (Bilhetes do Tesouro, Obrigações do Tesouro e empréstimos bancários, sendo estes últimos, sobretudo, à Administração Regional e Local e ao Sector Empresarial do Estado).

Assumindo uma taxa de juro implícita dessa dívida de 3,5%, estima-se que as Administrações Públicas e o Sector Empresarial do Estado paguem atualmente ao Sector financeiro 2,57 mM€ em juros, por ano, sobre essa dívida.

Após a reestruturação da dívida pública nos moldes definidos no cenário 4, o Estado passaria a pagar ao sector financeiro 734 milhões de euros por ano, o que equivaleria a uma redução de cerca de 1,8 mM€/ano nas receitas da banca.

Por outro lado, a redução do valor presente da dívida das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado à banca, pós-reestruturação de dívida, seria de 41,1 mM€ (56%), um valor ligeiramente superior ao do Cenário Base (40,5 mM€).

O efeito da reestruturação da dívida pública no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional) seria, por conseguinte, muito similar ao do Cenário Base, ou seja, uma redução de 41,1 mM€ (Cenário Base: 40,5 mM€) no valor presente dos activos bancários e uma redução de 1,8 mM€/ano das receitas anuais do sistema bancário (Cenário Base: 1,8 mM€/ano).

Contudo, é a redução do valor de mercado dessa dívida seria provavelmente muito superior a esse montante. De facto, as normas contabilísticas obrigam, para uma parte significativa da dívida pública à banca, que a banca contabilize essa dívida ao seu valor de mercado, pelo que a redução do valor de mercado dos ativos da banca seria provavelmente superior aos 56% de redução do valor presente.

Assume-se que a redução do valor de mercado dos títulos de dívida pública, pós-reestruturação, seria de 75% do seu valor facial original. Se assim fosse, a banca

veria o valor de mercado dos seus créditos – às Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado – deteriorar-se em 55 mM€ (Cenário Base: 55 mM€).

Tabela 5. Efeitos do Cenário 4

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 4)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	151	88%
Valor presente	285	166%	136	79%	135	79%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	74	43%
Valor presente	148	86%	67	39%	65	38%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balço agregado	515	301%	427	249%	460	268%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	-4	-2%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	464	271%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	87	51%
Dívida ao Eurosistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	267	156%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	288	168%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	88	51%

Dado que no cenário 4 não há resolução bancária, o valor dos activos bancários e do balanço agregado da banca caíram 55mM€. Os capitais próprios da banca passariam a ser negativos e portanto seria necessária uma recapitalização maciça da banca (de mais de 50 mM€).

A alteração dos moldes da reestruturação de dívida teria um impacto muito significativo na viabilidade do programa sustentável da reestruturação de dívida portuguesa:

- O efeito mais significativo ocorreria no **refinanciamento do stock de dívida pública** a partir de 2020 e até 2024. Em cada ano teriam de ser refinanciados 27,2 mM€ de dívida pública, poucos anos após incumprimento que afectaria de igual forma o sector oficial. Não é de crer

que o Estado conseguisse refinarciar tal montante de dívida por si só. O mais provável é que entrasse novamente em incumprimento passados poucos anos da reestruturação de dívida;

- O impacto nas **contas públicas** seria inicialmente mínimo. A despesa consolidada com juros e o saldo orçamental seria idêntica à do Cenário Base entre 2015 e 2019. Contudo, a partir de 2020, teria tendência a crescer aceleradamente à medida que a dívida do sector oficial fosse refinanciada nos mercados. Ou seja a partir de 2016, a despesa anual com juros consolidada, das Administrações Públicas desceria de cerca de 7,9 mM€ para 2,7 mM€ e a das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado desceria de cerca de 9,0 mM€ para 2,7 mM€. Ou seja, as reduções da despesa com juros seriam idênticas à da proposta inicial (Cenário Base), mas tenderiam a diminuir à medida que essa dívida fosse sendo refinanciada;
- Em relação à **balança corrente e de capital**, a melhoria desta em resultado da reestruturação de dívida seria de 4,7 mM€ (antes 4,7 mM€), ou seja 2,7% do PIB (antes 2,7% do PIB).

Sendo certo que todas as propostas são de negociação e entram em conflito com os interesses dos credores, esta é certamente uma das mais difíceis de todas, por assumir um corte no valor facial de cerca de 50%, para procurar alcançar efeitos comparáveis com os do Cenário Base. Ainda assim, como se verifica na tabela, em vez de se alcançar uma dívida externa líquida de 23% do PIB (Cenário Base), com esta metodologia chega-se a 51%, um valor ainda insustentável para o futuro.

3.5. Cenário 5. Plano Juncker e Plano Não-Juncker: o financiamento europeu em substituição de uma reestruturação da dívida.

Termos do Cenário 5.

Alguns economistas e políticos argumentam que, em alternativa à reestruturação de dívida, que poderia ter consequências imprevisíveis, se poderia desenhar um novo programa de investimento a fundo perdido a nível europeu.

Jean Claude Juncker, presidente da Comissão Europeia, propôs um programa de investimento “público-privado” de 315 mM€, com a duração de 3 anos, financiado por fundos existentes (da União Europeia), por empréstimos do Banco Europeu de Investimento e, predominantemente, pelo sector privado. Os objectivos do programa seriam criar emprego para os jovens, estimular o crescimento da economia e “re-industrializar a Europa”. As regras europeias da disciplina orçamental (e.g., pacto Orçamental) seriam mantidas.

Qual o impacto de um programa desse tipo nos níveis de dívida pública e externa?

Se fosse definido um programa europeu de investimento adequado para as necessidades atuais da economia, o fundamental de tal programa seria a componente de dinheiro “novo” no programa, i.e., dinheiro que vai para além do que já está planeado se não se fizer nada. Por outro lado, a componente de dinheiro privado do programa deveria ter menor relevância, porque só será possível mobilizar fundos privados em escala se o investimento público resultar num aumento significativo do retorno que seria possível garantir ao sector privado. E de tal incentivo resultaria um efeito de *crowding out*, com a substituição de investimento privado que se faria mesmo se não existisse tal programa de investimento público.

Ora, logo à partida, os fundos públicos indicados para o programa de investimento são radicalmente menores do que os 315mM€ anunciados e correspondem a uma antecipação de investimento privado que nada permite supor que ocorreria – e que, se ocorresse, aumentaria a dívida externa e pública dos Estados receptores.

Ora, o programa de engenharia financeira proposto por Juncker baseia-se num financiamento europeu muito reduzido, tomando como ponto de partida o Orçamento da União, sem qualquer reforço (16mM€¹⁶), a que se alia o BEI com uma dotação de 5mM€, e projetando um efeito multiplicador de 15/1,¹⁷ o que não

¹⁶ Considerando 8mM€ de fundos já orçamentados e uma garantia de 8mM€.

¹⁷ Se considerarmos os fundos verdadeiramente adiantados para o Fundo Europeu de Investimento Estratégico, 8mM€ da Comissão e 5mM€ do BEI, esse efeito multiplicador é de 30/1; no entanto, se apenas considerarmos o esforço da Comissão, o contributo dilui-se para 40/1.

é sustentado por nenhuma experiência recente ou passada e não corresponde a uma expectativa razoável de investimento privado.

Contudo, para efeitos de cálculo do impacto, assumimos de seguida um cenário diferente, um plano não-Juncker, estudando o que aconteceria mesmo que 300 mM€ correspondessem, na totalidade, a novos dinheiros públicos a fundo perdido. Assume-se para este efeito não-Juncker que os fundos resultam não de financiamento (dívida com taxa de juro superior a 0% e maturidade finita), mas da impressão de novos euros pelo Banco Central Europeu (dívida perpétua, com taxa de juro 0%). Isto porque financiamento adicional resultaria diretamente num acréscimo da despesa pública com dívida (ou indiretamente, via Orçamento da Comissão Europeia).

Suporemos então que um plano não-Juncker cria 300mM€ de financiamento por emissão monetária, que correspondem a 100mM€ por ano. A questão seguinte é: como seriam repartidos tais fundos pelos países membros da zona euro? Se o programa fosse bem estruturado, então os fundos seriam atribuídos para que zonas com maior recessão e com maior desemprego beneficiassem de mais fundos. Tal beneficiaria países como Portugal. Mas dada a natureza política da zona euro e do seu governo económico, é pouco provável que isso venha a ocorrer. Mais provável é que os fundos fossem atribuídos com base no PIB da região. Assim, assume-se nos cálculos abaixo que Portugal receberia 1,7% dos fundos, dado que representa 1,7% do PIB da zona euro. De facto, a Comissão indicou que o critério para a aprovação de propostas de investimento seria a sua qualidade, sem cuidar de quotas nacionais, reservando-se assim um poder único de decisão. Não podendo antecipar os resultados desse escrutínio, assumimos que a proporção de projetos aprovados para Portugal seria de 1/15, para efeitos de simulação dos impactos.

Ou seja, tal programa poderia resultar em transferências para Portugal de 1,7 mM€ por ano (1% do PIB), durante 3 anos, supondo-se que sendo a fundo perdido para investimento. Assume-se ainda que se trata de fundos para aplicações privadas e públicas, ou seja, que se traduzem numa melhoria da balança corrente e de capital nesse montante. O valor presente de tais transferências para o País (com taxa de desconto de 4%) é de 4,9 mM€. Ou seja, seria equivalente a uma redução da dívida externa líquida em 4,9 mM€ (2,8% do PIB), passando de 100% do PIB para 97% do PIB.

Em contraste, o *Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa* (Cenário Base) resultaria numa melhoria permanente da balança corrente e de capital portuguesa de 4,7 mM€ por ano (redução da despesa com juros da balança de rendimentos). O valor presente de tal melhoria na dívida externa líquida do país seria de 117,5 mM€ (68,6% do PIB).

Ou seja, mesmo o programa de investimento não-Juncker teria um efeito que representaria, para Portugal, 4,2% (=4,9 mM€/117,5 mM€) do impacto do “programa sustentável” proposto pelos autores e que, por conseguinte, não teria a dimensão necessária para alterar a dinâmica de dívida externa (e doméstica) e assim para alterar o condicionamento e dependência económica do país.

Acresce que com o nosso *Programa Sustentável*, o Estado beneficia directamente da reestruturação de dívida, com uma diminuição da despesa com juros consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado em 6,3 mM€ por ano (3,7% do PIB), com valor presente 157,5 mM€ (91,9% do PIB). Assim, o programa de investimento não-Juncker teria um impacto negligenciável nas contas públicas, no melhor dos casos. A reestruturação da dívida é sempre incontornável para corrigir os problemas estruturais das contas públicas e da economia portuguesa.

O programa Juncker não teria aparentemente efeito no Balanço das Outras Instituições Financeiras Monetárias (i.e., sistema bancário nacional), dado que a dívida pública não seria reestruturada.

Em conclusão, o programa de investimento europeu, mesmo que na forma mais benéfica aqui apresentada, e por maioria de razão se concretizado em toda a dimensão proposta por Juncker e mobilizando os fundos privados que constituem o essencial do seu financiamento, não é suficiente para alterar a dinâmica de dívida enfrentada pelo país. O programa de investimento europeu teria de ser de dimensão 24 vezes maior (= 117,5 mM€/4,9 mM€) para ter um efeito similar ao programa sustentável proposto pelos autores.

3.6. Cenário 6. “Plano Draghi”: Monetização de dívida pública (“Quantitative Easing”)

Termos do Cenário 6

O BCE anunciou estar a estudar um plano que visaria expandir o seu balanço em 1 bilião de euros. Inicialmente previa-se que desse montante, até 400 mM€ se destinassem a empréstimos a 4 anos para a banca e o restante fosse utilizado na compra de dívida privada. Mas diversos autores¹⁸ argumentam que o objectivo de Draghi é a monetização de dívida pública e que esse programa poderia ter início já no início de 2015. Neste cenário assume-se que Mario Draghi consegue, com o apoio da maioria do Conselho do BCE, dar início a um programa de monetização de dívida pública com a dimensão de 1 bilião de euros (1 B€).

Qual o impacto de um programa desse tipo nos níveis de dívida pública e externa? Será que um tal programa seria suficiente para evitar a reestruturação de dívida?

Muitos economistas consideram que a crise do euro só poderá ser resolvida quando se iniciar um programa de monetização de dívida pelo BCE. Nesta secção analisa-se os efeitos de tal programa na dívida pública e externa do país, comparando tais efeitos com os obtidos com o programa sustentável para a reestruturação da dívida portuguesa.

Assume-se que o BCE iria adquirir 1B€ de dívida pública dos países membros da zona euro no mercado secundário, em proporção da percentagem ajustada do capital do BCE de cada banco central nacional (“adjusted capital key”).

Considera-se apenas o efeito direto¹⁹ das compras de dívida pública na redução da despesas com juros e assume-se que essas compras seriam permanentes, i.e., a dívida pública adquirida iria permanecer para sempre no balanço do BCE, o que significa que quando a dívida pública chegasse a maturidade o BCE iria realizar novas compras de dívida.

Os Estatutos do BCE proíbem aquisições directas de dívida pública, ou seja o BCE não poderia comprar dívida pública directamente aos Estados durante emissões primárias. Por conseguinte o BCE ver-se-ia obrigado a comprar essa dívida no mercado secundário, a um preço em teoria mais alto do que conseguiria no mercado primário de dívida pública, porque os intermediários financeiros

¹⁸ http://www.ft.com/intl/cms/s/63384466-344f-11e4-b81c-00144feabdc0,Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F63384466-344f-11e4-b81c-00144feabdc0.html%3Fsiteedition%3Duk&siteedition=uk&_i_referer=#axzz3CYfYjHk3.

¹⁹ Parágrafo introduzido no documento a 30.12.2014. Vide igualmente nota de rodapé nº 21.

(bancos) derivam, natural e obviamente, uma margem financeira. Assume-se que essa margem de intermediação financeira seria, em média, de 1,5%.

A percentagem ajustada do capital do BCE detida pelo Banco de Portugal é de 2,49% desde Janeiro de 2014. Assim sendo, do envelope financeiro de 1 B€ assumido para o “Plano Draghi”, assume-se que 2,49% seria destinado à aquisição de dívida pública portuguesa. Em resultado, na prática, o “Plano Draghi” seria equivalente à aquisição de 24,52 mM€ ($=1B€ \cdot 98,52\% \cdot 2,49\%$) de dívida pública portuguesa no mercado primário, marginalmente acima das compras de obrigações adquiridas em mercado secundário no âmbito do *Securities Market Programme* (SMP) fechado em 2012.²⁰

Assume-se que a taxa de juro média dessa dívida (que seria sobretudo de longo prazo) é de 4%.²¹ Logo a despesa do Estado com juros sobre essa dívida seria estimada em 980,8 M€ por ano.

De acordo com as regras atuais, o BCE reteria 20% dos resultados que derivasse do programa de monetização de dívida, sendo 80% distribuídos aos Bancos Centrais Nacionais de acordo com a percentagem ajustada do capital.

Contudo, a taxa de juro da dívida pública portuguesa é superior à da dívida da Alemanha, por exemplo (e superior à maior parte das dívidas públicas da zona euro). Pelo que se colocaria a questão se se fariam ajustamentos ou não.²² Neste cenário assume-se que não se faria tal ajustamento e que o Banco de Portugal devolveria 50% do montante da despesa com juros na forma de dividendos. Esta é uma estimativa optimista, dado o enquadramento actual vigente.

²⁰ O SMP adquiriu cerca de 23 mM€ de OT, com maturidade média de 4 anos no seu pico. Neste momento o valor de OT em carteira será da ordem dos 15 mM€.

²¹ Embora o efeito indireto das compras de dívida pública pelo BCE - resultantes do impacto (psicológico) nos mercados dessas compras de dívida pública na redução da taxa de juro média da dívida pública - seja significativo, este não é considerado nesta simulação. Isto porque, no caso português, o programa do BCE visa comprar 24,9 mM€ de dívida pública portuguesa. Mas até 2014, o sector oficial internacional chegou a deter cerca de 100 mM€ de dívida pública portuguesa. Portanto, assume-se que as futuras compras de 24,9 mM€ de dívida pública portuguesa contribuiriam para reduzir a taxa de juro média da dívida pública de 2015 em diante no mesmo montante que o obtido entre 2010 e 2014 com os empréstimos do sector oficial e o SMP. Ou seja, o efeito líquido de compra de dívida pública pelo BCE seria evitar que a taxa de juro média subisse de 2015 em diante, mas não contribuiria para uma redução adicional da taxa de juro média da dívida pública portuguesa. Nota introduzida no documento a 30.12.2014.

²² Num país com moeda própria, o Banco Central compra a dívida pública emitindo para o efeito nova moeda. O Governo paga juros sobre essa dívida pública ao Banco Central. E o Banco Central regista esses juros como lucros e paga esses lucros na forma de dividendos ao Governo. Portanto do ponto de vista das contas públicas, a despesa líquida com juros dessa dívida pública poderia passar, em teoria, a ser nula. Na zona euro a situação complica-se porque o BCE retém 20% para as suas reservas e porque a dívida pública de cada país tem taxas significativamente diferentes. Assim, se a taxa de juro média da dívida de longo prazo monetizada fosse de 4% no caso português e de 1% no caso alemão, então a despesa líquida com juros da dívida pública portuguesa monetizada seria positiva, enquanto que a despesa líquida com juros da dívida pública alemã monetizada seria negativa (em contraste com o cenário do país com moeda própria, com despesa líquida com juros nula).

Assumindo uma taxa de desconto de 4%, tal programa de monetização de dívida, seria, por conseguinte, equivalente a uma redução do valor presente da dívida externa do país de 12,2 mM€ (7,1 % do PIB de 2013) e idêntica redução do valor presente da dívida pública do país.

Tabela 6. Comparação entre o Cenário Base e o Cenário 6 ("Plano Draghi" de monetização de 1 B€ de dívida pública)

	Antes		Após (Cenário Base)		Após (Cenário 6)	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado						
Dívida bruta não consolidada						
Valor facial	287	167%	287	167%	287	167%
Valor presente	285	166%	136	79%	273	159%
Dívida externa bruta						
Valor facial	148	86%	148	86%	148	86%
Valor presente	148	86%	67	39%	136	79%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes						
Balço agregado	515	301%	427	249%	515	301%
Capitais próprios	51	30%	62	36%	51	30%
Passivo bruto agregado, do qual	464	271%	365	213%	464	271%
Dívida externa bruta	87	51%	37	22%	87	51%
Dívida ao Eurosistema	51	30%	51	30%	51	30%
Portugal						
Dívida externa bruta (valor facial)	371	217%	320	187%	371	217%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	217%	238	139%	359	210%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	100%	39	23%	159	93%

Verifica-se portanto uma ligeira redução do valor presente da dívida bruta não consolidada e da dívida externa bruta tanto das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado como de Portugal. Assim sendo, uma reestruturação da dívida portuguesa é sempre necessária, mesmo que o BCE desencadeie um plano de monetização da dívida em grande escala, como é necessário para a sustentabilidade da zona euro.

4. Conclusão

Ao longo deste relatório, utilizamos os mesmos critérios e metodologias que tínhamos desenvolvido no *Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa*, indicando as metas, os instrumentos e os cálculos que fundamentam as conclusões apresentadas em cada cenário.

Exploramos assim diversas alternativas que têm vindo a ser sugeridas no espaço público, embora nenhuma delas tenha sido concretizada. Na tabela seguinte indicamos as principais conclusões de cada cenário.

Tabela 7. Comparação entre os resultados dos vários cenários

Cenários	Condições	Dívida externa líquida Portugal (% PIB)	Dívida pública na ótica de Maastricht	Balança de rendimentos	Dívida ext. bruta APs (% PIB)
Cenário Base	Programa Sust.: juro 1%, mantém valor facial e prazo passa para 2045-54, com resolução bancária sistémica	23%	71,7%	Redução de défice da balança de rendimentos: 4,7mM€/ano	39%
Cenário 1	Certificados de Aforro e do Tesouro excluídos da reestruturação; outra dívida reestruturada seg. Cenário Base	23%	75,5%	Redução do défice em 4,7 mM€/ano	39%
Cenário 2	Reest. sem dívida sector oficial nem banca	43%	92,1%	Redução de défice em 3,3mM/ano	58%
Cenário 3	Reest. como no Cenário Base, sem dívida sector oficial nem banca (mas juro 0,27% e prazo 2050-9)	34%	74,3%	Redução de défice em 3,8mM/ano	51%
Cenário 4	Reest. de 50% do capital, com juro a 2% e prazos 2020-24	51%	71%	Igual a Cenário Base	38%
Cenário 5	Plano "Não-Juncker", financiamento público de investimento	97%	~130%	Redução em 1,7mM/ano durante 3 anos	~86%
Cenário 6	"Plano Draghi", Monetização de 1B€ de dívida pública da zona euro (24,9 mM€ de dívida pública portuguesa)	93%	~123%	490M€/ano (e idêntica redução da despesa pública com juros)	~79%

Outras diferenças entre o Cenário Base e os Cenários seguintes aqui tratados é que, enquanto no primeiro caso não é necessário recorrer a financiamento externo

para os efeitos do programa de reestruturação, esse financiamento é sempre necessário nos restantes casos, como indicado atrás.

Além disso, usando o nosso critério mais importante, o da evolução da dívida externa líquida, e comparando com os 23% atingidos pelo Cenário Base e Cenário 1, os restantes cenários são insatisfatórios. Assim, o Cenário 2 determina uma dívida externa líquida de 43%, o Cenário 3, que é o que mais se aproxima dos objectiva que fixamos, de 34%, o Cenário 4 de 51% e o Cenário 5 de 97% - em todos estes casos mantendo uma situação de dependência e de protectorado. Consideramos em todos os cenários alternativos que não havia atuação sobre a dívida da banca.

No que diz respeito à evolução da dívida externa bruta das administrações públicas, os cenários alternativos, tomando como comparação os 39% alcançados pelo Cenário Base e pelo Cenário 1, atingem valores idênticos no caso do Cenário 4, com a reestruturação do valor facial de metade do capital em dívida, mas superiores nos restantes casos (58%, 51% e 83% respectivamente nos Cenários 2, 3 e 5)

Verificamos ainda que o Cenário que mais se diferencia dos restantes é o do Plano Juncker. Mesmo simulando as condições mais vantajosas que esse plano poderia ter adoptado mas rejeitou (o que chamamos o Plano Não-Juncker, com a emissão monetária para financiar integralmente o investimento), o efeito na redução do défice seria diminuto e o efeito na dívida pública na ótica de Maastricht seria nulo. Em contrapartida, o Plano Juncker, na base de financiamento privado, agravaria a dívida na ótica de Maastricht.

Finalmente, o “Plano Draghi”, que corresponde a uma necessidade para a sustentabilidade da zona euro mas cujas condições de aprovação ainda podem ser dificultadas pela resistência alemã, conduziria a uma emissão monetária em grande escala. Ainda assim, os efeitos dessa operação na dívida externa portuguesa seriam reduzidos, pelo que uma reestruturação é sempre necessária.

Todos estes cenários têm impactos no balanço dos bancos. O único cenário que não consideramos – não fazer nada – tem igualmente um impacto colossal, porque mantém a incerteza sobre o risco sistémico do sector bancário, o que é a pior das alternativas.

Acresce ainda que os sucessivos colapsos ou crises bancárias (BCP, BPN, BPP, BES) ou a necessidade de recapitalização pública dos outros maiores bancos) demonstraram a tese, que defendemos no *Programa Sustentável*, segundo a qual é necessária uma correção sistémica que proteja a confiança no sector bancário e que restabeleça a credibilidade da sua operação.

A Tabela seguinte resume esses impactos e as soluções apresentadas:

Tabela 8. Efeitos diretos da reestruturação de dívida pública no sistema bancário

Cenários	Impacto no valor presente da dívida do Estado à banca	Impacto no pagamento do Estado de juros/ano à banca	Redução do balanço agregado	Problemas e Remédios
Cenário Base	40,5mM	1,8mM	17,1%	Resolução bancária sistémica para proteger o balanço dos bancos, sem necessidade de recapitalização da banca privada
Cenário 1	Idêntico a C. Base	1,8mM€	17,1%	idem
Cenário 2	Idêntico a C. Base	1,8mM€	17,1%	Sem resolução, seria necessária recapitalização de pelo menos 51,5 mM€
Cenário 3	53,8mM€	2,37mM€	17,1%	Sem resolução, seria necessária recapitalização de pelo menos 64,8 mM€
Cenário 4	41,1mM€	1,8mM€	10,7%	Sem resolução, seria necessária recapitalização de pelo menos 52,2 mM€
Cenário 5	=	=	=	=
Cenário 6	=	=	=	=

Nos cenários 2, 3 e 4 é assumido que não é feita qualquer resolução bancária. Mas o sistema bancário nacional registaria elevadas perdas devido à reestruturação de dívida pública e teria de ser recapitalizado pois se não o fosse não só não cumpriria os requisitos de capital como também provavelmente entraria em colapso.

No “programa sustentável” (cenário 0) a recapitalização da banca – melhoria dos capitais próprios – feita através da resolução bancária seria muito superior ao valor das perdas que resultariam da reestruturação da dívida pública. De facto essas perdas são estimadas em 40,5mM€ e o valor global da “recapitalização (via resolução)” seria de cerca de 116 mM€ deixando a banca com capitais próprios de cerca de 62 mM€. Nos cenários 2, 3 e 4, em que não se procede a uma resolução bancária, para assegurar que a banca ficava com capitais próprios de 62 mM€ (mesmo assim com balanços mais fracos do que o cenário 0) seria necessário uma recapitalização bancária dos montantes indicados na Tabela 8.

Note-se que, nesses cenários, o Estado não seria capaz de obter financiamento nos mercados de dimensão suficiente para recapitalizar a banca. O Estado só seria capaz de recapitalizar a banca se emitisse nova dívida, a entregasse ao sistema bancário e esta fosse aceite pelo BCE nas operações regulares de financiamento. Mas tal metodologia iria resultar na nacionalização completa da banca nacional e no agravamento concomitante dos rácios de dívida pública e de dívida externa (em mais de 45% do PIB). Acresce que o BCE, num caso anterior (recapitalização do Bankia em Espanha), considerou que tal metodologia seria uma forma de monetização de dívida pública pelo que se opôs a essa metodologia de

recapitalização bancária. Em suma, os cenários 2, 3 e 4 não asseguram a estabilidade e viabilidade do sistema bancário nacional. No caso dos cenários 5 e 6, não existem impactos diretos nos balanços do sistema bancário.²³

Os efeitos no sistema bancário devem ser considerados por duas razões essenciais. Em primeiro lugar, porque a banca recebe os depósitos que constituem as poupanças e deve ser preservada uma grande confiança na sua estabilidade. Ora, os sucessivos casos que conduziram a crises bancárias ou a falências (BCP, BPN, BPP, BES) ou à necessidade de recapitalização da banca (BPI, BCP, BANIF, CGD), sublinham a importância de uma correção dos balanços da banca. Como argumentamos em tempo certo no Programa Sustentável, um sistema bancário saudável não pode depender de financiamentos de liquidez diários do BCE. Um balanço mais robusto em condições que dispensem a dependência de liquidez é a condição para a recuperação da confiança, corrigindo as deformações e riscos sistémicos da banca nacional. Em segundo lugar, os outros cenários que não apresentem propostas de resolução bancária sistémica têm de conduzir a uma recapitalização, que deve ser financiada de alguma forma. Ora, se a reestruturação da dívida procura evitar a situação de protectorado, esta deficiência é importante e ameaçadora.

Do mesmo modo, não fazer nada, ou só actuar a curto prazo na banca, como tem ocorrido, mantém o mesmo grau de risco sistémico ou até o acentua, como o atraso na resolução do BES o veio a demonstrar cabalmente.

Por tudo isto e comparando todos os outros cenários com o Programa Sustentável, a nossa conclusão é que, para simultaneamente atingirem as metas e ganharem as margens de liberdade e de decisão geradas pelo Cenário Base (ou no Cenário 1, que adapta o Cenário Base aos cálculos do suporte dos Certificados de Aforro e de Tesouro), os outros processos de reestruturação não são sustentáveis e teriam de ser modificados.

²³ Alterações realizadas a 30.12.2014, corrigem valores de recapitalização bancária dos cenários 2, 3 e 4 e introduzem três novos parágrafos (imediatamente a seguir à tabela).