INSTITUTE OF PUBLIC POLICY
Thomas Jefferson – Correia da Serra

REPORT

1/2014

Um programa sustentável para a 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
July 2014. All rights reserved.
Julho 2014. Todos os direitos reservados.

Report

Reports by IPP TJ-CS aim to support the debate on public policy with in-depth, long contributions featuring detailed empirical analysis.

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 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.

Report

A série Reports do IPP TJ-CS pretende apoiar o debate das políticas públicas com trabalhos elaborados com análise empírica detalhada.

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. Citações serão autorizadas desde que a fonte 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. Considerações prévias

1. 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.

2. Se aceitar o prolongamento da austeridade depois do resgate da troika, o país consolidaria a sua posição de protetorado, nos termos de Adriano Moreira,[1] com poderes externos a definirem a política económica portuguesa (e não só). Em particular, o resgate tornou o país cada vez mais dependente de empréstimos externos do chamado sector oficial (instituições multilaterais da União Europeia e FMI), que somavam em abril de 2014 cerca de 155,4 mil milhões de euros (mM€) e representam mais de 40% da dívida externa bruta do país e cerca de 94% do PIB.[2] A continuação da política de austeridade implica dependência contínua e crescente de empréstimos externos do sector oficial. Essa dependência externa perpetua o protetorado, condicionando a soberania nacional.

3. O presente programa de reestruturação da dívida visa assegurar que o país deixa de depender de empréstimos externos e passa a ser financeiramente autossustentável. Isso significa que esta proposta permite a Portugal abandonar, definitivamente, a condição de protetorado e tornar-se um Estado democrático viável.

4. Este programa não solicita um "perdão" da dívida, antes leva a uma negociação com os credores defendendo os interesses de um Estado que recupera a sua soberania.

5. Este programa serve de base a medidas de política económica do Governo Português que visem a reestruturação de dívida. O Governo Português deve ser assessorado por especialistas nacionais e internacionais nas diferentes matérias do programa, que validem as premissas e atualizem os dados estatísticos utilizados no desenvolvimento deste programa de reestruturação da dívida portuguesa.

---

[1] Adriano Moreira, 4 de novembro de 2012, na RTP Notícias. Acessível em: http://www.rtp.pt/noticias/index.php?article=600564&tm=9&layout=122&visual=61.

[2] O financiamento do Sector oficial durante os três anos de intervenção da troika pode ser resumido da seguinte forma: a União Europeia e o FMI emprestaram cerca de 77 mil milhões de euros no âmbito do programa de resgate; o BCE manteve empréstimos diretos em torno de 20 mil milhões de euros, após ter adquirido, ainda antes do resgate, dívida pública no mercado secundário no âmbito do seu "Securities Markets Programme"; e a dívida do Banco de Portugal face ao sistema TARGET 2 do Eurosistema aumentou para 58,4 mil milhões de euros. Ou seja, o financiamento do Sector oficial ao país era, em abril de 2014, de cerca de 155,4 mil milhões de euros.

B. Resumo do programa

6. Porque num Estado de direito todos são individualmente iguais perante a lei – como manda a Constituição da República Portuguesa -, por razões de equidade, por razões técnicas e porque não se pretende repetir, de forma inversa, a abordagem da troika (que fez recair quase todos os custos da crise nos cidadãos portugueses) não é possível nem desejável reestruturar somente parte da dívida e, por isso, incluímos neste programa as componentes essenciais da dívida bruta portuguesa.

7. Para o concretizar, atuando nas duas componentes mais importantes, propomos a reestruturação da dívida bruta não consolidada das administrações públicas e um processo de resolução bancária, que resultarão na redução de dívida necessária para assegurar a auto-sustentabilidade (financeira) do país.

8. Um programa desta natureza pode recorrer a vários tipos de instrumentos para alcançar o mesmo objetivo: nomeadamente, pode incluir um corte elevado no stock da dívida e uma redução menor dos juros, ou uma combinação de um adiamento da amortização da dívida com uma redução mais substancial dos juros. Neste exercício é apresentada a simulação do segundo processo. Note-se que para assegurar que o país seja capaz de se autofinanciar autonomamente o fundamental é reduzir a despesa com juros e alongar as maturidades da dívida existente.

9. As principais medidas deste programa são então: (i) a negociação para a redução do valor presente da dívida (reestruturação de dívida), através da alteração de juros e prazos; (ii) o saneamento dos passivos bancários, para garantir a solvabilidade e estabilidade da banca; e (iii) a modernização fiscal para pôr as contas do Estado em ordem e tornar sustentável, numa perspetiva macroeconómica, a recuperação económica e o crescimento económico futuro.

10. Através da redução de juros e da extensão de prazos da dívida das Administrações Públicas e da reestruturação do passivo do sector bancário, seria possível conseguir uma diminuição anual do défice da balança de rendimentos que se estima em cerca de 4,7 mM€, traduzindo-se num efeito equivalente a uma redução do valor presente da dívida externa líquida de 103% no final de 2013 para cerca de 24% do PIB. De facto, o nível de dívida externa do país é tal que uma reestruturação de dívida de dimensão inferior não conseguiria assegurar que a dívida externa de Portugal se tornaria sustentável.

11. A proposta apresenta as seguintes condições para a troca da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado por Novas Obrigações do Tesouro (NOT) com o mesmo valor facial: (1) esses títulos terão um cupão de 1%, e (2) vencerão, em parcelas idênticas, entre 2045 e 2054, havendo um período de carência de juros em 2015. Com estas condições, o valor presente da dívida pública na óptica de Maastricht passaria a ser de 74% do PIB (63% do PIB, líquida de depósitos),[3] já após a recapitalização da Segurança Social e de diversos fundos do Estado. O valor presente da dívida bruta não consolidada das

[3] Esta estimativa não inclui o efeito da resolução bancária sistémica nos depósitos das Administrações Públicas.

Administrações Públicas passaria a representar 82% do PIB (face aos atuais 173% do PIB).

12. Garante-se assim uma margem de manobra suficiente para relançar o investimento e a criação de emprego, bem como para estimular a procura interna fazendo funcionar os estabilizadores automáticos e assegurando a proteção dos salários, pensões e prestações sociais contra a pobreza.

13. A sustentabilidade da dívida externa portuguesa exigirá ainda um processo de resolução bancária especial, que deve proteger a estabilidade do sistema bancário, salvaguardando os seus rácios de capital e solvabilidade, seguindo as melhores práticas internacionais (e.g., FDIC). Esse processo conduzirá a uma redução da dívida bancária de cerca de 24% dos passivos bancários (excluindo capitais próprios) no final de 2013, de que resultará uma redução da dívida externa líquida do sector (direta) estimada em cerca de 30% do PIB.

14. A negociação da reestruturação da dívida externa portuguesa deveria ser conduzida de modo a que a Lei do Orçamento de Estado para 2015 consagrasse todos os instrumentos jurídicos necessários para a viabilidade destas medidas.

15. A proposta pressupõe negociação e acordo com a União Europeia e os credores, mas a sua implementação é igualmente possível caso não haja acordo, neste caso com decorrentes alterações.

C. Compromisso para um debate nacional aberto sobre as propostas de reestruturação da dívida

16. Esta 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.

17. Com esta proposta pretende-se igualmente contribuir para a formulação de uma resposta conjunta, dos países ditos periféricos, que permita alterar o equilíbrio de forças nas instituições de governo da União Europeia, responder à crise e abandonar a atual estratégia de austeridade.

Índice

Sumário executivo 1
1. Introdução 5
2. A austeridade não é uma alternativa viável 7
2.1. Os resultados da estratégia de ajustamento 7
2.2. As duas componentes da crise portuguesa 8
2.3. Os pressupostos futuros da estratégia de ajustamento 9
3. Objetivos do programa 12
3.1. Sobre a natureza da crise 12
3.2. Objetivos e natureza do programa 14
4. Enquadramento Macroeconómico do Programa de Reestruturação 17
4.1. Indicadores macroeconómicos: objetivos e instrumentos 17
4.2. Dívida Externa Bruta: proposta de reestruturação 18
4.3 Efeitos do programa de reestruturação da dívida externa 23
5. Medida de política económica I: Reestruturação da dívida pública bruta não consolidada e da dívida pública contingente 24
5.1. Indicadores utilizados e fontes de dados 24
5.2. Proposta de lei de reestruturação de dívida das Administrações Públicas 28
5.3. Reestruturação da dívida bruta não consolidada do Estado: cálculos 34
5.4. Efeitos da reestruturação da dívida pública 38
6. Medida de política económica II: Resolução bancária sistémica 44
6.1. Fundamentação 44
6.2. Objetivos da proposta de resolução bancária sistémica 47
6.3. Cálculos e metodologia a adotar no processo de resolução bancária sistémica 48
6.4. Efeitos 55
6.5. Notas finais 58
7. Medida de política económica III: Alteração da estrutura fiscal 59
8. Conclusões 60
9. Anexos 62
9.1. Fundamentos teóricos e históricos da reestruturação da dívida 62
9.2. FAQs (Frequently Asked Questions) sobre resolução bancária 64
Referências 69

1. Introdução

Terminado o programa da troika, Portugal enfrenta duas certezas: sem reestruturação da dívida externa, esta continuará a condicionar a vida económica e social no país e o empobrecimento continuará a ser o resultado da política de austeridade que a dívida impõe.

O tempo está a ficar mais curto para as escolhas democráticas que permitam inverter o condicionamento imposto pela dívida externa. O adiamento da reestruturação da dívida é prejudicial ao País porque as soluções serão cada vez mais difíceis.

A rejeição institucional de várias propostas recentes de mutualização europeia da dívida (por exemplo, Varoufakis e Holland, 2011, Pâris e Wyplosz, 2014) e o inconclusivo relatório sobre o fundo de redenção de dívida pública[4], demonstram que, se Portugal não tomar a iniciativa da renegociação, só pode esperar a continuidade dos condicionamentos atuais. A reestruturação da dívida, por iniciativa de negociação tomada por Portugal, baseando-se em mais de 600 precedentes internacionais entre 1950 e 2010 (Das et al., 2012), é a resposta que hoje suscita maior consenso interno e externo e garante, portanto, as melhores condições de coerência e legitimação de uma alternativa.

Como se verificou recentemente, com o Manifesto dos 74, há um alargado consenso em Portugal sobre a necessidade da reestruturação da dívida. No entanto, as instituições europeias e o governo português têm manifestado forte oposição à sua discussão. É, aliás, de esperar que continuem a opor-se a qualquer modificação da política de austeridade e à discussão do tema da renegociação da dívida. Só a opinião pública pode resgatar a capacidade de decisão nacional.

Neste relatório apresenta-se uma proposta concreta, detalhada e quantificada, para a reestruturação da dívida portuguesa. Pretende-se que constitua um contributo para o debate nacional sobre este problema central do País. Ora. é indispensável passar a esse debate sobre propostas concretas para a reestruturação da dívida portuguesa. Ao tomar a iniciativa de apresentar esta proposta à opinião pública, espera-se favorecer a sua discussão e surgimento de propostas alternativas que conduzam à escolha da melhor alternativa para o processo de negociação e reestruturação da dívida.

A recuperação económica e social do País exige, para além da reestruturação da dívida, o saneamento do Sector bancário com vista a retomar as suas normais funções de financiamento da economia e uma alteração da estrutura fiscal que crie condições para a modernização do aparelho produtivo da economia. Neste relatório são apresentadas propostas concretas que respondem aos dois

[4] Relatório Final do Grupo de Peritos sobre o Fundo de Redenção Financeira e Eurobills http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/pdf/20140331_report_en.pdf

primeiros desafios. Quanto ao sistema fiscal, a proposta limita-se a definir os objetivos que devem estar subjacentes à sua alteração.

Por último, os autores defendem que cabe a Portugal, como membro de pleno direito da UE, contribuir, sem perda de tempo, para a definição de uma nova estratégia para a política macroeconómica europeia, amiga do crescimento, do emprego e do modelo social europeu, que promova uma revisão do Tratado Europeu e de vários tratados intergovernamentais europeus, como, por exemplo, o Tratado Orçamental, incluindo as definições da independência do BCE e do Sistema Europeu de Bancos Centrais e seus estatutos e do modelo de governo da União Europeia, tornando-o mais democrático e mais sujeito a escrutínio público.

No presente relatório, começa-se por demonstrar, no ponto 2, porque é inviável a política de austeridade. No ponto 3, apresentam-se os objetivos da proposta de reestruturação e, no ponto 4, é definido o modelo e os critérios adotados na elaboração da proposta. Nos pontos seguintes, são apresentados os fundamentos das três medidas de política económica que se consideram indispensáveis para desbloquear a situação em que se encontra o país: proposta concreta de reestruturação da dívida pública e de instrumento legal para a implementar (ponto 5); proposta de *resolução bancária sistémica* (ponto 6); e, no ponto 7, os requisitos que devem orientar a reforma e modernização do sistema fiscal que se considera indispensável à resolução dos desequilíbrios macroeconómicos estruturais da economia e sociedade portuguesa. Por último, apresentamos as nossas conclusões.

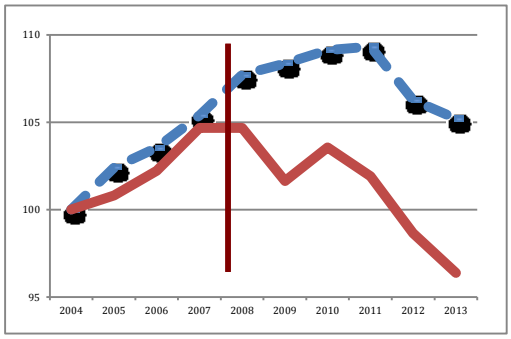
2. A austeridade não é uma alternativa viável

2.1. Os resultados da estratégia de ajustamento

Este programa de reestruturação da dívida desafia os fundamentos da estratégia de austeridade. Os factos demonstram o seu erro e inviabilidade, que discutimos nesta secção. O fracasso da "austeridade expansionista" é resumido nos dois gráficos seguintes.

Gráfico 1 e 2. A insustentabilidade da austeridade

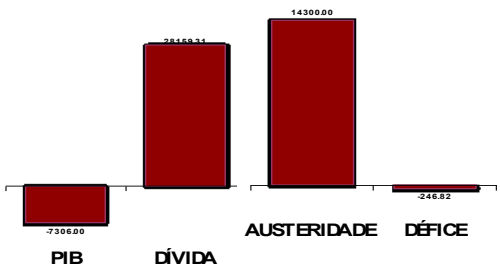
Com a crise internacional e nacional, correu sempre pior do que o previsto



F: INE, Eurostat e Relatórios dos Orçamentos de Estado.

A base é 2004=100 e as duas linhas comparam a realidade da evolução do PIB a partir de 2004 (a linha de baixo), com o que teria acontecido se as previsões dos vários Orçamentos se tivessem cumprido (a linha de cima, a tracejado). A partir da crise internacional de 2008 e da recessão em Portugal (a linha vertical), as curvas separam-se e, no final do período considerado, com a exceção do período de recuperação em 2009, há uma diferença de dez pontos percentuais entre a realidade e a ficção orçamental.

O resultado da troika: um desperdício de sacrifícios



F: INE e Eurostat.

O valor total dos cortes comparado com os seus resultados durante o período de vigência do Memorando e de intervenção direta da troika (2011-2014): os cortes pela austeridade foram muito amplos, o efeito de correção do défice é negligenciável, a queda do PIB demonstra a gravidade da recessão e a dívida cresceu.
O programa de ajustamento foi um fracasso e deixou a estrutura produtiva do país muito mais enfraquecida do que nos anos anteriores à recessão.

Ora, o ajustamento pela austeridade tem limites insuperáveis: o empobrecimento, as falências e o elevado nível de desemprego estrutural reduzem a produtividade, enfraquecem a estrutura produtiva e tornam mais desigual a vida social.

A redução da procura interna gerada pela austeridade tem um efeito de correção da balança de bens e serviços, mas também aumenta o rácio da dívida no PIB, como se verificou e, portanto, reduz a capacidade de resolver qualquer problema estrutural da economia (Andini e Cabral, 2012).

Por sua vez, as privatizações ou as vendas de ativos nacionais, outra das políticas da austeridade, reduzem a curto prazo a dívida externa bruta mas geram maior défice futuro de balança de rendimentos (com a transferência de dividendos para o exterior). Este efeito recessivo é cumulativo, dificultando a reversão do processo no médio e longo prazo.

2.2. As duas componentes da crise portuguesa

Sublinhamos neste relatório duas componentes desta crise nacional: a que é registada nos fluxos (balança de pagamentos) e a dos stocks (dívida externa).

Em relação aos fluxos, a crise manifestou-se até 2010 por elevados e sistemáticos défices da balança corrente e de capital.

A resposta das instituições de governo da União Europeia e do FMI – a "estratégia de austeridade" - visou obter enormes ajustamentos da balança comercial para, dessa forma, melhorar a balança corrente e de capital. De acordo com os planos do Governo,[5] entre 2010 e 2015 a balança corrente e de capital deveria melhorar em 14,3 pontos percentuais do PIB, sendo essa evolução fundamentalmente determinada pela evolução numa das suas componentes – a balança comercial – que deverá registar uma melhoria próxima de 12 pontos percentuais do PIB.

Portanto, na estratégia de austeridade, o ajustamento em relação a fluxos far-se-ia quase exclusivamente através do canal da "economia real", com mais exportações e menos importações, combinando recessão interna com transferência de recursos. Este ajustamento externo permitiu que a balança corrente e de capital registasse um excedente de 2,0% do PIB em 2013, sobretudo devido à balança comercial, cuja fragilidade já apontámos.

Em relação aos stocks, a crise manifestou-se a partir de 2010 pela maior dificuldade em obter financiamento externo com progressiva interrupção de acesso aos mercados financeiros internacionais quer do Estado, quer da banca nacional, quer ainda de grandes empresas nacionais com elevado endividamento externo. Ou seja, o país viu-se incapaz de refinanciar a sua dívida externa.

A resposta das instituições de governo da União Europeia baseou-se, por um lado, num recurso crescente aos mecanismos automáticos de financiamento do Eurosistema, que resultaram em desequilíbrios crescentes no sistema Target2 e, por outro lado, a programas de resgate com financiamento mutualizado (pelos países membros da zona euro e pelos países membros do FMI) e de condicionalidade estrita. Desta forma foi possível ao Governo português e à banca nacional refinanciar grande parte da dívida externa que venceu entre 2010 e a presente data, substituindo dívida detida pelo sector privado internacional por dívida detida pelo sector oficial internacional.

[5] Documento de Estratégia Orçamental 2014-2018, Ministério das Finanças e da Administração Pública, abril de 2014.

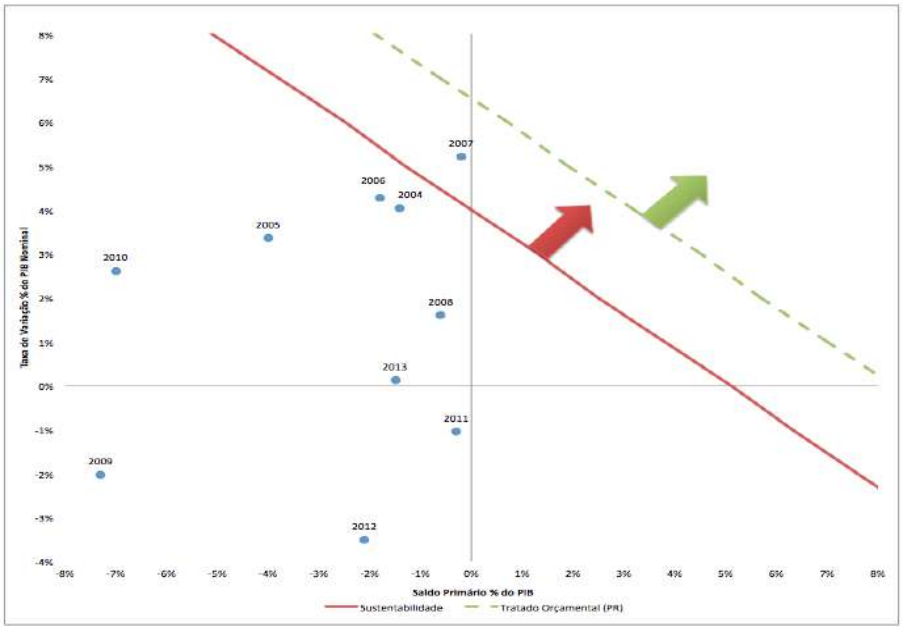
2.3. Os pressupostos futuros da estratégia de ajustamento

Os factos demonstram, assim, que a atual estratégia da troika de resposta à crise, baseada num longo processo de ajustamento com uma estrutura produtiva em degradação, não é uma opção plausível.

Essa opção alicerça-se em duas impossibilidades: esperar que o sector externo possa ter um desempenho de longo prazo superior ao da média histórica da Alemanha e que o Estado possa gerar excedentes inéditos. Cavaco Silva assinalou em Março de 2014 a segunda dificuldade no seu prefácio ao livro *Roteiros VIII*: "Pressupondo um crescimento anual do produto nominal de 4% e uma taxa de juro implícita da dívida pública de 4%, para atingir, em 2035, o valor de referência de 60% [*do PIB*] para o rácio da dívida, seria necessário que o Orçamento registasse, em média, um excedente primário anual de cerca de 3% do PIB. Em 2014, prevê-se que o excedente primário atinja 0,3% do PIB" (Cavaco Silva, 2014). [6]

No Gráfico seguinte, que foi apresentado pelo Observatório das Crises e Alternativas, compara-se a realidade orçamental e do PIB nos últimos anos com as condições de sustentabilidade apresentadas pelo Primeiro-Ministro e pelo Presidente, e ainda as condições do Tratado Orçamental.

Gráfico 3. Condições de sustentabilidade da dívida e de cumprimento do Tratado Orçamental na interpretação do Presidente da República



[6] O Primeiro-ministro Passos Coelho apresentou também as suas projeções numa conferência organizada pelo *Jornal de Negócios*, a 11 de março,: "Se nós conseguirmos exibir nos próximos anos, em média, um excedente primário em torno de 1,8%, não me parece uma coisa muito irrealista, estamos muito próximo de chegar a uma meta dessa natureza. Se juntarmos um nível de inflação não superior a 1% e um crescimento anual entre 1,5% e 2%, temos a possibilidade de exibir o resultado que pretendemos: sustentabilidade da dívida pública com redução da dívida". Ver http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/personalidades_que_defendem_reestruturacao_da_divida_sao_os_mesmos_que_falavam_na_espiral_recessiva.html.

Fonte: Observatório das Crises e Alternativas, Barómetro 9, abril de 2014. A linha vermelha indica as condições de sustentabilidade apontadas pelo Primeiro-Ministro e a linha verde as condições de cumprimento do Tratado Orçamental na interpretação do Presidente.

Como se verifica pelo Gráfico, para garantir a sustentabilidade (com a redução da dívida, presumindo uma taxa de juro de 4%) são exigidos saldos primários superiores a 1,8% do PIB e taxas de crescimento superiores a 2,6%, ao passo que para cumprir as condições do Tratado Orçamental são necessários saldos primários médios sempre superiores a 2,5% do PIB até 2035 (ou superiores a 3,2% na interpretação do Presidente da República) e, ao mesmo tempo, taxas de crescimento do PIB nominal superiores a 3,5% (4% na interpretação do Presidente da República).

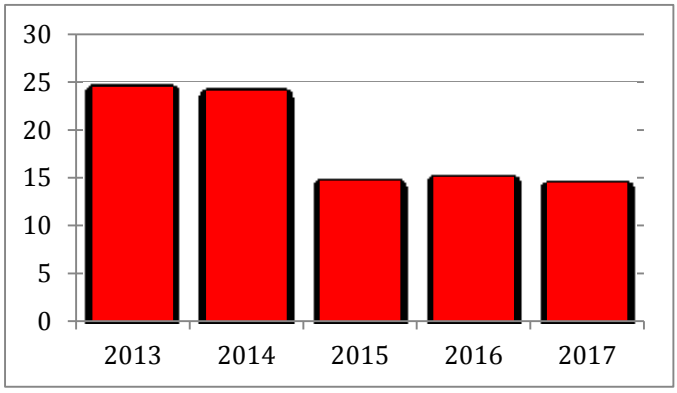
Ora, estas condições parecem impossíveis no contexto atual. Uma taxa de juro de 4% só é alcançada com a estabilidade de longo prazo da zona euro, o que os últimos anos demonstraram ser improvável. O crescimento real de 1,6% só foi alcançado em 5 dos últimos 14 anos e um excedente primário da ordem que é requerida por esta projeção só foi alcançado em 1991. Só em 2007 foi cumprida a condição de sustentabilidade, mas não a do Tratado Orçamental.

Na análise de Norberto Rosa (2014), com esta taxa de juro Portugal só conseguiria reduzir o peso da dívida ao longo de 15 anos e até 100% do PIB, se alcançasse taxas de crescimento real de 1,5% e saldos primários acima de 1,8%.

Nenhuma destas condições é realizável num contexto em que o esforço da economia e da sociedade portuguesa é condicionado por um nível muito elevado da dívida, como se sublinha no Gráfico seguinte, que indica o calendário de curto prazo para esse esforço no que diz respeito às necessidades de financiamento decorrentes dos compromissos atuais e da aplicação da restrição orçamental.

Até 2017, é necessário pagar cerca de 100 mM€ de títulos de dívida direta do Estado que chegam à sua maturidade, sem contar com o financiamento dos défices entretanto registados e de outras necessidades de financiamento, por exemplo para a capitalização de empresas públicas. Este compromisso e esta estratégia são inviáveis.

Gráfico 4. Necessidades de financiamento nos próximos anos para amortização do stock de dívida direta do Estado



Fonte: IGCP, em milhares de milhões de euros.

Por outro lado, para um crescimento sustentado das exportações, é preciso, ao contrário do que tem acontecido, um forte investimento, a qualificação do trabalho com salários e contratos adequados e uma política de inovação consistente: é preciso produzir melhor e diferente. Ora, nos últimos 238 anos (entre 1776 e 2013), Portugal só registou uma balança comercial com excedente em 8 anos, e a primeira vez que isso ocorreu desde 1943 foi em 2013, com uma melhoria da balança comercial em 8,8 p.p. do PIB desde 2010 e à custa de uma queda da procura interna mais acentuada do que a recuperação das exportações. Além disso, esta recuperação é baseada em vantagens frágeis, nomeadamente no aumento da capacidade produtiva de uma única refinaria.

Por outras palavras, é sempre necessária uma correção estrutural para recuperar a economia, através da reestruturação da dívida.

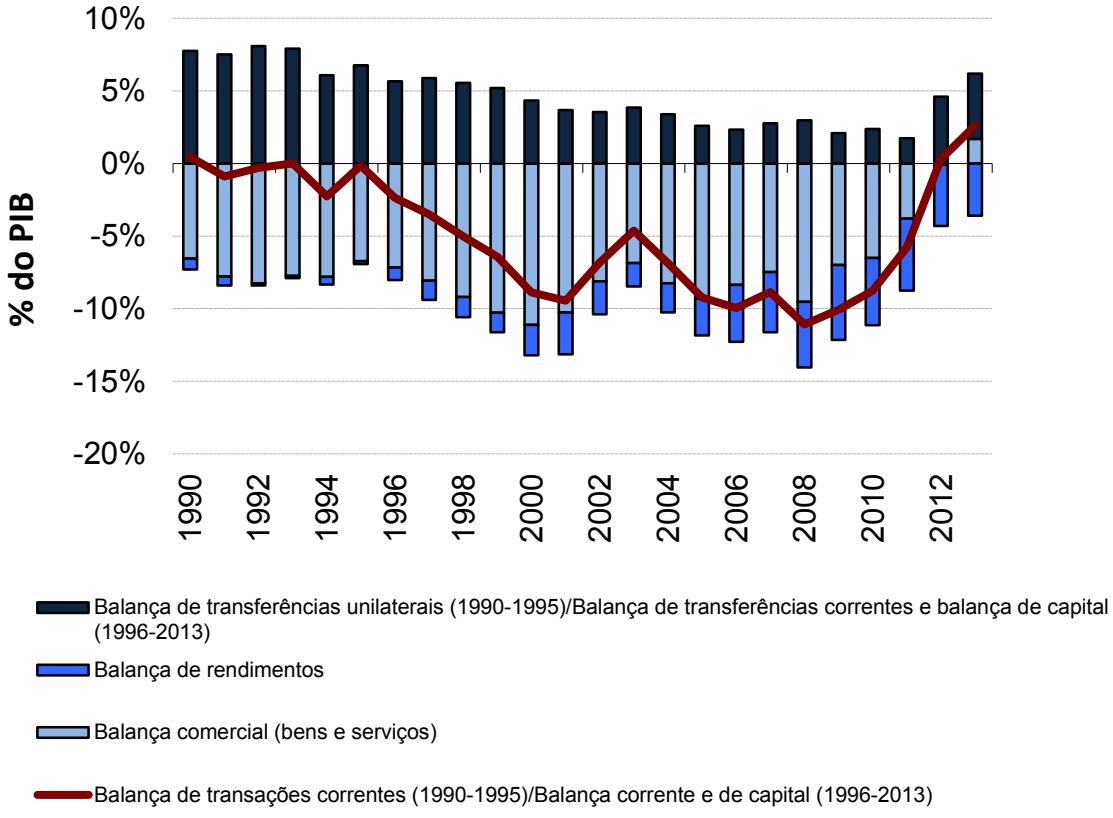
3. Objetivos do programa

3.1. Sobre a natureza da crise

A crise económica e financeira que o país atravessa deve ser tratada, segundo os autores, como uma crise de balança de pagamentos e de dívida externa que resulta fundamentalmente de deficiências na arquitetura da zona euro, sem ignorar outras causas estruturais que distorcem a economia e a sociedade portuguesas.[7] A crise de finanças públicas é mais consequência do que causa daqueles desequilíbrios externos.

Em resultado das deficiências da zona euro, o país acumulou, desde meados dos anos 90, défices externos significativos, sem que tal fosse adequadamente notado e sem que fossem tomadas medidas corretivas pelas instituições nacionais e da União Europeia.

Gráfico 5 – Principais componentes da Balança de Pagamentos (1990-2013)



Fonte: INE .

[7] Para os autores, políticas orçamentais domésticas incorretas tiveram um papel importante, mas de segunda ordem, na atual crise económica e orçamental do país. Outros aspectos importantes, como o impacto da crise financeira internacional ou as distorções da estrutura produtiva, não são objeto deste relatório.

A crise financeira internacional (2007-2008) põe a descoberto esses desequilíbrios e, como já é conhecido, o país perdeu o acesso ao financiamento externo via mercados financeiros internacionais, precipitando uma crise de balança de pagamentos e uma crise orçamental e, em consequência, o resgate pelas instituições de Governo da União Europeia e pelo FMI.

Os défices externos significativos acima referidos derivam, por um lado, dos sistemáticos défices da balança comercial, mas de forma crescente, a partir do início do milénio, de défices da balança de rendimentos.

Em particular, os défices da balança de rendimentos de Portugal (7,7% do PIB em 2013), derivam fundamentalmente do pagamento de juros sobre a dívida externa bruta (4,7% do PIB) e do pagamento de dividendos (2,8% do PIB).

Tabela 1. Débitos brutos da balança de rendimentos

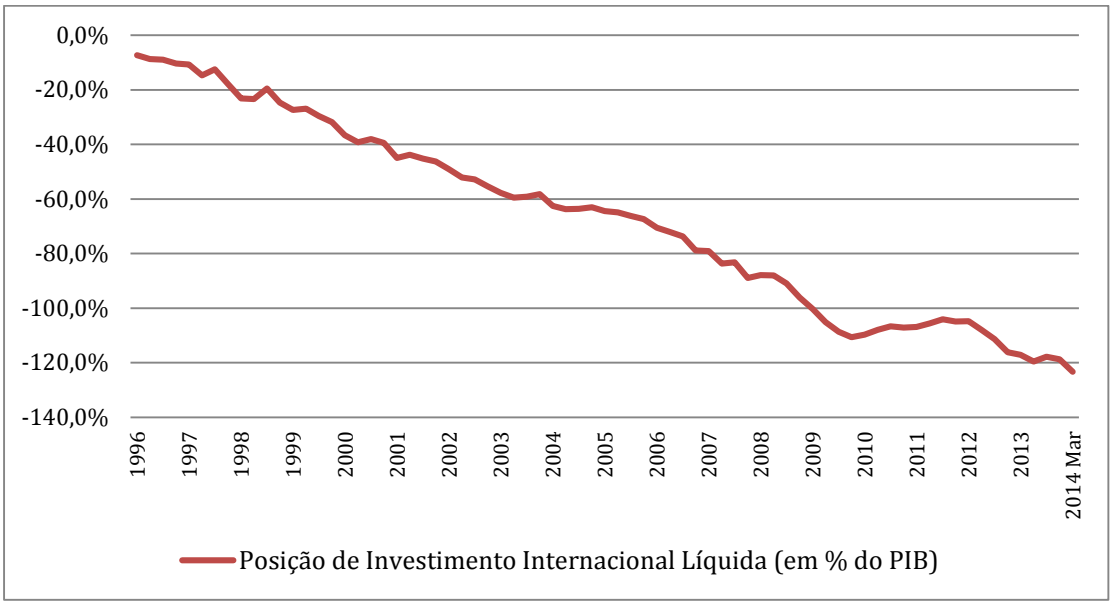
	2010	2011	2012	2013
			(M€)	
Débitos brutos da balança de rendimentos	19562	18546	14051	12674
(em % do PIB)	*11,3%*	*10,8%*	*8,5%*	*7,6%*
Juros	8951	10168	8532	7719
Dividendos e lucros distribuídos	7513	6487	4107	2930
Rendimentos de trabalho	382	451	389	371
Resultados reinvestidos e lucros não distribuídos	2716	1440	1023	1650
Débitos brutos da balança de rendimentos, excluindo resultados reinvestidos e lucros não distribuídos	16846	17106	13028	11024

Fonte: Eurostat.

Na verdade, uma das causas importantes para o desequilíbrio externo de Portugal tem origem nessa dívida externa: entre 1996 e 2013, a despesa acumulada (débitos) com juros sobre a dívida externa bruta do país (132,5 mM€) representa (e explica) 35,7% da dívida externa bruta do país em 2013, e 77,6% da sua dívida externa líquida.

O défice da balança de rendimentos representou, em média, 3,3% do PIB, entre 1999 e 2013 (desde que o país adotou o euro). Sem esse défice da balança de rendimentos, a economia poderia autofinanciar-se.

Gráfico 6 – Evolução do Passivo externo líquido de Portugal (Posição de Investimento Internacional), 1996 – 1T2014



Fonte: BdP, posição em fim de período.

No final de 2013, a dívida externa líquida do país ascendia a 103% do PIB e a posição internacional de investimento do país era de –118,9% do PIB. Em consequência deste balanço financeiro muito negativo (crise de dívida externa ou de stocks), o défice da balança de rendimentos[8] tem sido sistematicamente muito elevado nos últimos anos, não obstante a redução das taxas de juro na zona euro. O défice da balança de rendimentos, aliado ao crónico défice na balança de bens, coloca sob pressão desfavorável as necessidades líquidas de financiamento do país no presente e no futuro, ou seja, com este défice da balança de rendimentos é muito provável que o país enfrente, de forma recorrente, crises de balança de pagamentos (de fluxos).

Em síntese, com este peso da dívida e com o condicionamento que ele determina, Portugal manter-se-á uma economia inviável.

3.2. Objetivos e natureza do programa

O "Programa Sustentável para a Reestruturação da Dívida Portuguesa" que se propõe neste documento, para além de um plano de reestruturação de dívida, pretende-se que constitua um contributo relevante para a definição de um programa de resposta à crise económica e social do País

Compreende três medidas fundamentais de política económica:

1. reestruturação de dívida pública (ponto 5)
2. saneamento bancário (ponto 6)

[8] Juros e dividendos que o país paga, em termos líquidos, sobre o seu elevado passivo financeiro.

3. requisitos de modernização da estrutura fiscal[9] (ponto 7)

E tem como objetivos:

- Responder diretamente à crise de balança de pagamentos e de dívida externa, com políticas económicas baseadas no correto diagnóstico da crise e direcionadas para corrigir as suas causas;
- Assegurar que o país passe a ser financeiramente auto-sustentável, condição para recuperação da soberania nacional;
- Garantir a sustentabilidade das contas públicas; e
- Promover crescimento económico sólido, com criação sustentável do emprego e redução das desigualdades.

Primeiro objetivo: responder à crise de balança de pagamentos e à crise de dívida externa.

> Em relação à crise da balança de pagamentos, o programa propõe-se reduzir, de forma permanente e, por conseguinte, estrutural, o défice da balança de rendimentos. Assim, o programa visa melhorar os fluxos externos, através da redução dos juros (cupões) pagos sobre a dívida (externa e doméstica) existente.[10] Dessa forma, torna-se mais fácil assegurar que o país não enfrentaria crises de balança de pagamentos recorrentes.
>
> No que se refere à balança de bens e serviços, em particular, à balança de bens, impõe-se a alteração da estrutura fiscal que, atuando sobre a oferta e a procura, permita por um lado, estimular o crescimento económico e, por outro, reduzir, de modo sustentado, o desequilíbrio crónico naquela balança.
>
> Por outro lado, e porque a crise de dívida externa (stocks) essencialmente significa que o país não é capaz de refinanciar, sem ajuda, o seu stock de dívida externa nos mercados financeiros internacionais, a reestruturação visa assegurar que o país não enfrentará, no futuro, uma crise de stocks. Para isso, propõe-se a extensão de maturidades de uma parte significativa da dívida bruta portuguesa, que adie e alise no tempo a amortização do capital em dívida, garantindo dessa forma que o país não enfrentaria uma crise de dívida externa, quando procurar refinanciar stocks de dívida externa que chegam à maturidade.

Segundo objetivo: garantir que o país passa a ser financeiramente auto-sustentável, ou seja, que o Estado, banca e outros agentes económicos deixam de necessitar de recorrer a empréstimos externos para financiar a sua atividade económica, pagar juros sobre dívida, ou refinanciar a dívida que chega à maturidade.

---

[9] Neste relatório os autores limitam-se a indicar os requisitos que, em sua opinião, devem orientar uma reforma na estrutura fiscal que estimule o desenvolvimento económico e social do país e contribua para a correção dos seus principais desequilíbrios (internos e externos).

[10] Com impacto positivo evidente também na consolidação das finanças públicas.

Terceiro e quarto objetivos: restaurar a sustentabilidade das contas públicas e promover o desenvolvimento económico e o crescimento do emprego.

Uma reestruturação competente da dívida, acompanhada do saneamento bancário e de estrutura fiscal adequada, permitem libertar recursos para o crescimento e o emprego. Em particular permitem ao Estado promover e apoiar o investimento e estimular o crescimento sustentável da procura interna compatível com o equilíbrio externo e das contas públicas.

4. Enquadramento Macroeconómico do Programa de Reestruturação

4.1. Indicadores macroeconómicos: objetivos e instrumentos

A partir do diagnóstico da crise económica e financeira do país, o programa de reestruturação da dívida portuguesa foi delineado por forma a atingir os valores, sustentáveis a longo prazo, para os seguintes indicadores macroeconómicos:

- Balança de Rendimentos: redução permanente do défice anual em 2,8% do PIB de 2013, o equivalente, a cerca de 4,7 mM€/ano;[11]
- Balança de Pagamentos (Balança Corrente e de Capital): superávite de mais de 5% do PIB em 2015,[12] e que diminuiria lentamente no tempo para 1% do PIB, permitindo ao país reduzir gradualmente a sua dívida externa.
- Dívida Externa no final de 2015:
    - Dívida externa líquida (valor presente): 24% do PIB;
    - Dívida externa bruta (valor presente): 145% do PIB;
- Dívida pública na ótica de Maastricht (valor presente), no final de 2015: 74% do PIB;
- Dívida pública na ótica de Maastricht, líquida de depósitos (valor presente), no final de 2015: 63% do PIB;
- Saldo orçamental das Administrações Públicas, ótica de Maastricht, no final de 2015
    - Primário: +1,6% do PIB[13]
    - Total: +0,1% do PIB

Os princípios observados na elaboração do Programa, apresentados no ponto 3.2, fundamentam a opção escolhida na presente proposta: adiamento da amortização da dívida, mantendo o seu valor nominal, em simultâneo com uma redução da taxa de juro. A escolha deste modelo de reestruturação da dívida conduziu à definição dos seguintes instrumentos que garantem, de modo sustentável, os valores assumidos para os indicadores macroeconómicos acima referidos.

---

[11] Tal alteração permanente de fluxos tem, com uma taxa de desconto de 4%, um valor presente equivalente a 70% do PIB de 2013 (70% PIB 2013=2,8% do PIB 2013/4%).

[12] O superávite previsto é superior aos 2,8% do PIB de redução no défice da balança de rendimentos, porque a posição de partida, em 2015, é um excedente de 3,2% do PIB (previsão do FMI, no seu relatório relativo à 10ª avaliação do programa de resgate a Portugal).

[13] O FMI prevê, no relatório relativo à 10ª avaliação, um saldo primário de +3,6% do PIB em 2015, assumindo despesa com juros de 4,4% do PIB (7,6 mM€). Prevê ainda que o PIB nominal seria de 172,4 mM€. Os autores do estudo assumem que em 2015, a reestruturação de dívida seria acompanhada de medidas de estímulo macroeconómico que resultariam num saldo primário 2 pontos percentuais inferiores ao previsto pelo FMI e adotam a mesma previsão para o PIB nominal. A despesa pública com juros, pós-reestruturação, representaria 2,6 mM€, ou seja, 1,5% do PIB de 2015.

- Prolongamento dos prazos de maturidade da dívida: dívida pública nominal (bruta não consolidada) amortizada num período de 10 anos, em anuidades iguais, a partir de 2045;
- Taxa de juro (cupão da dívida): 1% ao ano sobre a dívida pública nominal;
- *Resolução bancária sistémica*, reduzindo a dívida bancária em 111,8 mM€, equivalente a 24,1% dos passivos (excluindo capitais próprios) das Outras Instituições Financeiras residentes em Portugal, no final de 2013.

4.2. Dívida Externa Bruta: proposta de reestruturação

A abordagem desenvolvida neste programa de reestruturação difere da tradicional. De facto, o objetivo fundamental de processos de reestruturação passados (Cline, 2003, p.101) era baixar os rácios de dívida pública em percentagem do PIB para um nível substantivamente inferior, de forma a:

- tornar a dinâmica de crescimento de dívida pública sustentável, dessa forma evitando rondas sucessivas de reestruturação de dívida; e
- assegurar o maior valor possível para os credores, no período pós-reestruturação.

A dimensão da reestruturação era determinada pela estimativa do saldo primário orçamental pós-reestruturação, que teria de ser suficiente para: assegurar o serviço da dívida sénior (não sujeita à reestruturação, i.e., dívida cujo serviço seria integralmente cumprido), amortizar o capital em dívida pós-reestruturação e servir (pagamento de juros) a dívida pós-reestruturação. A reestruturação de dívida pública era feita numa mera ótica de saneamento das finanças públicas.

A abordagem subjacente à presente proposta baseia-se, tal como já referido no ponto 3.1, no entendimento de que Portugal enfrenta uma crise de balança de pagamentos e uma crise de dívida externa. A crise de finanças públicas é mais consequência do que causa dos desequilíbrios macroeconómicos externos do país.

O programa de reestruturação de dívida é, por isso, desenhado – em primeiro lugar – para responder às crises de balança de pagamentos e de dívida externa: Na proposta de reestruturação da dívida bruta externa são respeitados os seguintes princípios:

- Não discriminação de credores institucionais. Em particular, assegurar que credores não residentes não serão discriminados nos processos adotados, de modo a evitar litigância futura e a respeitar a Constituição.

- Dado o elevado nível de dívida externa bruta do país detida por credores do sector oficial (apr. 94% do PIB em abril de 2014), não é possível proteger tais credores da reestruturação de dívida.[14] De facto, se a dívida

[14] A dívida do Banco de Portugal ao BCE no âmbito das operações regulares de financiamento do Eurosistema (Target2), não é afetada pela reestruturação, dado que não se enquadra na dívida das

dos credores oficiais não fosse reestruturada, para atingir os objetivos definidos (*vide* ponto 4.1) seria necessário impor perdas de 97% aos restantes credores, o que seria um nível inaceitável. Ao incluir a dívida do Sector oficial na reestruturação de dívida, é possível minimizar as perdas para todos os credores, assegurando uma reestruturação de dívida com perdas, medidas pela variação do valor presente, estimadas em 55,2%, similares às perdas de investidores privados na reestruturação de dívida pública da Grécia de Fevereiro de 2012 (56%), embora seguindo no caso desta proposta uma orientação muito diferente em condições diferentes.

Na Tabela 2 apresenta-se informação sobre a Dívida Bruta Externa Portuguesa:

Tabela 2. Dívida externa bruta de Portugal

	4T2009		4T2013	
	(M€)	%	(M€)	%
Dívida externa bruta do país	380711	100	370622	100
Administrações Públicas	97703	25,7	141854	38,3
Banca comercial	186561	49	86759	23,4
Banco de Portugal	23440	6,2	59565	16,1
Outros sectores	55064	14,5	57333	15,5
Investimento direto estrangeiro	17943	4,7	25111	6,8

Fonte: BdP, Estatísticas SDDS e Boletim Estatístico. Dívida das Administrações Públicas no 4T2013, alterada com base em dados da Tab. K.1.3 Dívida das Administrações Públicas, do Boletim Estatístico do BdP.

A dívida externa bruta do país, no final de 2013, é, fundamentalmente, dívida das Administrações Públicas (€141,9 mil milhões)[15] e da Banca (€86,7 mil milhões diretamente e €59,6 mil milhões indiretamente em operações de cedência de liquidez contraídas junto do Eurosistema, através do Banco de Portugal).

Embora fosse desejável repartir o esforço de ajustamento proposto para o défice da balança de rendimentos através da redução quer da despesa com juros quer da despesa com dividendos e, reduzir a despesa com juros na proporção da dívida de cada um titulares identificados na Tabela 1, tal seria difícil. Com efeito, numa economia de mercado e num Estado de direito – nomeadamente, na observância do princípio do "devido processo" legal ("due process") – a operacionalização, em tempo útil e com o necessário enquadramento legal das medidas necessárias a uma reestruturação de todos os passivos do país, impede que todos os agentes com passivos face ao exterior (e respetivos fluxos) sejam incluídos no processo de reestruturação.

Por isso, o processo de reestruturação de dívida foi desenhado para afetar um número reduzido de agentes económicos mas de forma a assegurar que abrange a

Administrações Públicas nem na dívida da Banca Comercial. Note-se que o seu impacto no défice da balança de rendimentos é mínimo.

[15] Note-se que, no final de 2009, a dívida externa bruta das Administrações Públicas representava 25,7% do total, enquanto que, no final de 2013, passou a representar 38,3% do total, sendo que a dívida externa bruta total manteve-se aproximadamente constante. Na realidade, o resgate financeiro a Portugal permitiu uma alteração do perfil de credores e devedores. O Estado (Administrações Públicas) assumiu uma parte significativa da dívida externa do sector bancário doméstico. Por sua vez, o sector oficial internacional (FMI, BCE e FEEF em representação da UE) assumiu os créditos face a Portugal do sector bancário internacional.

componente mais significativa da dívida face ao exterior, i.e., a dívida que gera o maior pagamento de juros ao exterior: Administrações Públicas (e Sector Empresarial do Estado)[16] e a Banca.

A reestruturação da dívida externa – proposta neste Programa – abrange somente a dívida das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado e a dívida da Banca comercial (61,7% da dívida externa bruta total, no final de 2013). Dessa forma minimiza-se a complexidade do processo de reestruturação ao mesmo tempo que se assegura a eficácia macroeconómica do mesmo. Essa reestruturação traduzir-se-ia numa:

- Extensão das maturidades de dívida pública com valor facial de 173% do PIB, que se traduziria numa redução de valor presente equivalente a 91% do PIB de 2013, e
- Redução do valor facial da dívida bancária, equivalente a 67,5% do PIB (*vide* cálculos na secção 4 e 5).

Daí adviria uma redução do valor presente da dívida externa bruta do país de 224% do PIB no final de 2013, para aproximadamente 145% do PIB e da dívida externa líquida de 103% do PIB para cerca de 24% do PIB.

Tabela 3. Efeito global da reestruturação de dívida das Administrações Públicas e do processo de resolução bancária sistémica

	Antes		Após	
	(mM€)	% do PIB	(mM€)	% do PIB
Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado				
Dívida bruta não consolidada				
Valor facial	287	173%	287	173%
Valor presente	285	173%	136	82%
Dívida externa bruta				
Valor facial	148	89%	148	89%
Valor presente	148	89%	67	40%
Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes				
Balanço agregado	515	310%	427	258%
Capitais próprios	51	31%	62	37%
Dívida bruta agregada, da qual	464	280%	365	220%
Dívida externa bruta	87	52%	37	22%
Dívida ao Eurosistema	51	31%	51	31%
Portugal				
Dívida externa bruta (valor facial)	371	224%	320	193%
Dívida externa bruta (valor presente)	371	224%	238	145%
Dívida externa líquida (valor presente)	171	103%	39	24%

F: BdP, BCE e estimativas dos autores (*vide* Secções 5 e 6).

[16] A dívida externa do Sector Empresarial do Estado (fora do perímetro de consolidação das Administrações Públicas) era de 6,6 mM€ no final de 2013. Assim sendo, a dívida externa bruta total das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado é estimada em 148,4 mM€ no final de 2013.

Como consequência da reestruturação da dívida externa:

- O Estado deixaria de enfrentar uma crise de stocks porque só teria de refinanciar a dívida a muito longo prazo;
- A banca veria o valor de mercado dos seus ativos reduzidos em 17,1% e o valor facial da sua dívida cair 24% (21,3% em termos líquidos, vd. Secção 6). Contudo os seus fluxos teriam uma evolução ligeiramente desfavorável: as receitas com juros cairiam 2,5mM€ e as despesas com juros cairiam 2,2 mM€, resultando numa deterioração da margem de intermediação bancária em 300 milhões de euros por ano. A dívida externa líquida da banca cairia 50,3 mM€ (30% do PIB de 2013).

A dívida externa bruta de "Outros sectores" e a relativa ao "Investimento direto estrangeiro" representava cerca de 49% do PIB no 4T2013 (v. Tabela 1). O refinanciamento deste stock de dívida externa bruta, da responsabilidade do Sector privado, poderia, no curto e médio prazo, colocar pressão sobre a balança financeira do país.

Contudo, residentes do país dispõem de ativos financeiros no exterior que representam 120% do PIB, quase 2,5 vezes desse stock de dívida. Acresce que parte dessa componente da dívida externa bruta (15% do PIB) é de empresas afiliadas – investimento direto estrangeiro –, sendo menos provável que esses investidores estrangeiros não refinanciem as suas empresas, quando os empréstimos chegam à maturidade. Por último, o Estado dispõe de instrumentos legais para controlar essa situação, competindo-lhe acompanhar a questão do refinanciamento externo do sector privado.

A dívida externa bruta do Banco de Portugal não seria reestruturada porque se assume que, com o acordo do BCE e UE, seria possível continuar a utilizar os mecanismos de financiamento do Eurosistema, mantendo a taxa de juro e o nível de endividamento próximos dos valores atuais.

Note-se, todavia, que a redução da taxa de juro e o alargamento das maturidades, preservando o valor facial do capital em dívida, implica a redução do valor presente da dívida (externa).

Pressupondo que se chega a acordo com os credores e parceiros na União Europeia, os autores definiram como objetivo permanente (*vide* ponto 4.1) a melhoria da balança de rendimentos e, por conseguinte, da balança corrente e de capital (fluxos), em 2,8% do PIB e 2013, aproximadamente 4,7 mM€ por ano (vd. cálculos no ponto 5 deste relatório).

Tabela 4. Efeito na despesa com juros sobre a dívida externa

	Antes (4T2013)			
	Dívida externa bruta (valor facial) (M€)	Taxa de juro bruta implícita (média) %	Despesa com juros (M€)	(% PIB)
Portugal	370622	2,2%	8139,2	4,9%
Administrações Públicas	141854	3,7%	5291,2	3,2%
Banca comercial	86759	1,5%	1301,4	1,0%
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				
	Dívida externa bruta (valor facial) (M€)	Taxa de juro nominal (pós-reestruturação) (%)	Despesa com juros (M€)	(% PIB)	Redução anual da despesa com juros (M€)
Portugal	320318	1,0%	3446,3	2,1%	4692,9
Administrações Públicas	148400	1,0%	1484,0	0,9%	3807,2
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

F: BdP e estimativas dos autores. Nota-se que a estimativa dos autores da despesa com juros de Portugal no final de 2013 (8,1 mM€) é superior à do Eurostat/INE (7,7 mM€, vd. Tabela 1).

A reestruturação proposta da dívida pública e do passivo bancário teria um efeito equiparável a reduzir a medida mais lata da dívida externa do país – a Posição de Investimento Internacional – de 118,9% do PIB para cerca de 40% do PIB, em valor presente (ou seja, em cerca de 79 p.p. do PIB, ou 130,9 mM€ em valor presente). Enquanto a dívida externa líquida do país passaria de 103% do PIB para 24% do PIB.[17]

Ou seja, a reestruturação de dívida asseguraria que a dívida externa do país se tornaria sustentável (ficando a dívida externa líquida claramente abaixo do limiar de sustentabilidade). De facto, de acordo com a literatura académica existente (Reinhart et al., 2003; Manasse e Roubini, 2009) o limiar da sustentabilidade da dívida externa bruta será de aproximadamente de 40% do PNB.

Saliente-se que a metodologia adotada neste programa respeita integralmente dois dos princípios utilizados em reestruturações de dívida tradicionais (Vd. parágrafo introdutório deste ponto):

- Assegura que a dinâmica de dívida externa se torna sustentável, evitando nova reestruturação de dívida poucos anos depois;

[17] O cálculo (aproximado) do valor da redução de dívida externa líquida obteve-se subtraindo do seu valor de mercado a variação do valor presente da dívida externa bruta.

- Por outro lado, reduz as perdas para os credores privados ao mínimo necessário.

4.3 Efeitos do programa de reestruturação da dívida externa

O modelo da reestruturação será negociado com os credores, que naturalmente proporão uma menor redução do valor presente da dívida e maior preservação do capital em dívida. Contudo, a realidade dos números com que o país se defronta não deixa muita margem de manobra,[18] porque uma reestruturação de dimensão inferior seria insuficiente e condenada ao fracasso podendo originar uma espiral de incumprimentos. Poderiam, porém, ser estudadas e negociadas medidas que oferecessem condições mais favoráveis para os credores, caso a evolução da economia e contas externas do país fossem melhores que o previsto.

Ao melhorar a balança de rendimentos, de forma estrutural e permanente, em 4,7 mM€ por ano a partir de 2015,[19] a balança corrente e de capital passaria a registar superavites sistemáticos e recorrentes que, no início, seriam superiores a 5% do PIB (vd Tabela 4).[20]

Com os excedentes na balança de pagamentos e com o alongamento dos prazos de pagamento do capital em dívida, Portugal não dependeria de financiamento externo e seria financeiramente auto-sustentável. Não necessitaria de qualquer ajuda externa, mesmo se tivesse de enfrentar fugas de capital.

Por outro lado, com estes níveis de excedentes externos poderia finalmente dar por findo o programa de austeridade, empreendendo medidas de estímulo à produção e procura interna, com elevada sustentabilidade macroeconómica (correção dos desequilíbrios macroeconómicos fundamentais).

[18] Poder-se-ia antecipar em alguns anos a amortização do capital em dívida, resultando numa menor redução do valor presente da dívida. Isso significaria, no entanto, que o valor presente da dívida direta do Estado, pós-reestruturação, seria então superior a 60% do PIB (ver ponto 5 deste relatório).

[19] Em 2015, a melhoria da balança de rendimentos seria de 6200 milhões de euros (moratória de juros proposta para 2015) e a partir daí, de 4,7 mM€ por ano (*vd.* ponto 5).

[20] Vd. nota de rodapé 11.

5. Medida de política económica I: Reestruturação da dívida pública bruta não consolidada e da dívida pública contingente

5.1. Indicadores utilizados e fontes de dados

Para definir, por um lado, os objetivos e instrumentos da reestruturação de dívida e, por outro, elaborar as estimativas necessárias à proposta de reestruturação são utilizados dados relativos a: balança de rendimentos (Fonte: Eurostat/INE); stock de dívida doméstica (Fonte: Banco de Portugal e IGCP); e stock de dívida externa bruta (Fonte: Banco de Portugal, estatísticas SDDS).

Nas estimativas, recorre-se a cruzamento destes dados, mantendo alguma margem de segurança de modo que eventuais erros ou discrepâncias estatísticas, bem como a natural alteração dos dados com o tempo, não afetem, de forma significativa, os resultados do processo de reestruturação.

À data da preparação deste relatório, só estão disponíveis todas as séries de dados utilizadas para o ano 2013.

Os cálculos são feitos como se os níveis de dívida e taxas de juro, observadas no final de 2013, se mantivessem constantes em 2014, supondo que a reestruturação de dívida ocorre a 1 de janeiro de 2015, com a entrada em vigor da Lei do Orçamento de Estado de 2015.

A partir do momento em que se decida reestruturar a dívida, os cálculos devem ser atualizados incorporando, parcialmente, a informação disponível mais recente sobre stocks de dívida doméstica e externa, alteração da sua composição, bem como sobre a evolução de taxas de juro e da balança de rendimentos.

Como já referido, a reestruturação de dívida é definida com base em objetivos macroeconómicos, nomeadamente a melhoria permanente do défice da balança de rendimentos em aproximadamente 4,7 mM€ por ano. Este valor traduz-se num objetivo de redução anual de 3,9 mM€ na despesa com juros das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado[21] a não residentes e na redução anual de 750 milhões de euros na despesa com juros a não residentes das Instituições Financeiras Monetárias (vd. Tabela 4). A proposta feita de redução da taxa de juro para 1% e de resolução bancária sistémica assegura a prossecução desses objetivos, como se demonstra nesta secção e no ponto 6.

[21] De acordo com o Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC95) o Sector das Administrações Públicas divide-se em quatro sub-sectores: Administração Central, Administração Regional, Administração Local e Segurança Social.

5.1.1. Dívida Pública: medida utilizada

Esta proposta baseia-se na medida mais lata da dívida pública,[22] compilada pelo Banco de Portugal (BdP), i.e., a dívida total bruta não consolidada das Administrações Públicas (AP) e Sector Empresarial do Estado (SEE), com algumas exceções que enumeramos abaixo e com algumas diferenças metodológicas introduzidas pelos autores (nomeadamente, a introdução na medida da dívida bruta não consolidada: da capitalização de certificados de aforro; da dívida do Sector Empresarial do Estado fora do perímetro de consolidação; e de uma margem de segurança de cerca de 10 mM€ para fazer face a dívida que possa não estar a ser contabilizada).

A proposta abrange ainda a dívida contingente do Estado, que inclui garantias e avales financeiros, bem como certo tipo de contratos com o Sector privado com receitas garantidas pelo erário público ao longo de vários anos (e.g., PPPs).

Na Tabela 5 estima-se o montante global da dívida bruta a reestruturar relacionando-a com a dívida direta do Estado.

Tabela 5. Dívida bruta total das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado

ID	Pré-reestruturação: Valor nominal da dívida das Administrações Públicas e Setor Empresarial do Estado (bruta, não consolidada) (em milhões de euros)	2013
1	Dívida Direta do Estado (DDE)	204252
2	Diferença de valor nos instrumentos da DDE emitidos a descontos	393
3	Depósitos das Administrações Públicas (FSA, ALR) junto do Tesouro	7500
4	Dívida da AC, excl. Estado, Setor Empresarial do Estado (AC), incl. empréstimos do Estado a FSA	1900
5	Dívida direta e indireta da Administração Local e Regional	12525
6	Setor Empresarial do Estado, perímetro da Administração Central	26475
7	Créditos comerciais (dívida a fornecedores), perímetro da Administração Central	55
8	Dívida do Estado à ParPública	100
9	PPP reclassificadas	3000
10	Moeda metálica emitida	600
11	Factoring à Administração Central	400
12	Outros (Dívida não contabilizada)	10000
13	Sector Empresarial do Estado, fora do perímetro das Administrações Públicas	19639
14	**Total (dívida bruta, não consolidada, incl. Cap. Cert. Aforro)**	**286839**
15	**Total em % do PIB**	**173,0%**
16	**Dívida bruta total sujeita ao processo de reestruturação**	**271639**
17	**Total em % do PIB**	**163,8%**

F: BdP, Boletim Estatístico Anexo K, e estimativas indiretas dos autores sobre itens 4, 8, 9, 11 com base em dados sobre a dívida bruta total, não consolidada (253,3 mM€), relatório de contas da ParPública de 2012 e outras fontes. O ítem 12 constitui uma margem de segurança para fazer face a potencial dívida que não esteja contabilizada, representando 3,6% da dívida bruta total, não consolidada.

A dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado (SEE) é estimada em 286,8 mM€. Parte deste montante

[22] Principais indicadores de medida da dívida das Administrações Públicas: dívida na ótica de Maastricht (ou dos procedimentos dos défices excessivos), medida pelo Eurostat; dívida direta do Estado gerida e medida pelo IGCP; dívida bruta não consolidada, das Administrações Públicas, que é medida pelo Banco de Portugal. As metodologias utilizadas para estimar estas diferentes medidas da dívida pública e o perímetro de inclusão das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado diferem consoante o tipo de medida.

37,3 mM€) constitui dívida entre Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado às Administrações Públicas.[23]

O programa visa ainda assegurar o regular funcionamento das Administrações Públicas durante o processo de reestruturação de dívida. Isso, na prática, significa que a reestruturação é desenhada de forma a minimizar os impactos nas Administrações Públicas, nomeadamente nos fluxos (e.g., receitas e despesas), nos stocks (e.g., depósitos e dívida pública detida por essas entidades) e nas relações com fornecedores e agentes económicos (créditos comerciais).

Obedecendo aos critérios definidos acima, seriam protegidos da reestruturação de dívida, no total de 15,2 mM€:

- depósitos das Administrações Públicas junto do Tesouro (7,5 mM€)[24] que o próprio Tesouro deposita – através do IGCP - junto da banca;
- dívida a fornecedores das Administrações Públicas (estimada pelos autores em 6,7 mM€ e, portanto, substancialmente acima das estatísticas oficiais) que, por um lado, é pouco significativa no contexto da dívida pública global e que, por outro lado, obrigaria a alteração de dezenas de milhares de contratos e poderia ser contestada, com sucesso, por milhares de fornecedores das Administrações Públicas, criando incerteza jurídica e perturbando o regular funcionamento dos serviços públicos;
- dívida relativa a *factoring* à Administração Central (estimados em 400 milhões de euros);
- dívida correspondente à moeda metálica existente (600 milhões de euros).

A dívida das sociedades financeiras do Estado, em particular, da CGD, é tratada na seção sobre resolução bancária.

Assim, a dívida bruta das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado a reestruturar ascende a 271.639 milhões de euros (163,8% do PIB de 2013), uma parte significativa da qual é devida a outras entidades das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado.

[23] Desta dívida, 15,2 mM€ são empréstimos do Tesouro às Administrações Públicas e ao Sector Empresarial do Estado (SEE), 14,4 mM€ são títulos de dívida pública detidas pela Caixa Geral de Aposentações, Fundo de Regularização da Dívida Pública e pelos fundos da Segurança Social, e 7,5 mM€ são depósitos das Administrações Públicas junto do Tesouro.

[24] 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. Dos fundos depositados junto do tesouro cerca de 40% (6,5 mM€), estava depositada no Banco de Portugal e o restante estava depositado junto da banca comercial. Cerca de 7,5 mM€ representam depósitos das Administrações Públicas excluindo Administração Central junto do Tesouro, que por sua vez o deposita em instituições bancárias e, por isso, é contabilizado como dívida entre Administrações Públicas.

5.1.2. Dívida Contingente

Dados do Banco de Portugal indicam que a Administração Central tinha responsabilidades contingentes (na forma de garantias) com o valor facial de 23,2 mM€, no final de 2013.[25]

A estas responsabilidades contingentes acrescem as obrigações decorrentes de numerosos contratos de Parcerias Público-Privadas (PPPs), ao longo das próximas décadas, que se resumem na tabela 6.

Tabela 6. Responsabilidades contingentes das PPPs, por Sector[26]

	Valores acumulados (em milhões de euros)							
Sectores	**2015-2041**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020-2029**	**2030-2041**
Rodoviárias	11082	1097	1121	967	938	877	5029	1053
encargos brutos	20327	1338	1472	1334	1326	1284	10524	3049
receitas	9297	291	351	368	388	408	5494	1997
Ferroviárias	243	9	9	9	9	9	90	108
Saúde	2796	398	397	391	384	273	631	322
Segurança	268	51	49	47	46	31	44	0
Responsabilidades brutas totais	23634	1796	1927	1781	1765	1597	11289	3479

Fonte: Relatório do Orçamento de Estado de 2014, p.77.

Tanto quanto é do conhecimento dos autores, não existem outros dados sistematizados disponíveis em relação a esta matéria, mas é provável que o Estado tenha responsabilidades contingentes superiores ao indicado.

É do conhecimento público que as Administrações Regionais e, muito provavelmente, as Administrações Locais, têm responsabilidades contingentes na forma de garantias e/ou avales financeiros.

São consideradas as responsabilidades contingentes identificadas acima, pelo que a estimativa do montante global de dívida contingente a reestruturar é de 47 mM€. Esse limite poderia ser aumentado pelo Parlamento, caso viessem a ser incluídas outras responsabilidades contingentes.

[25] https://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/IndicadoresEstatisticosPadronizadosSDDS/sddspaginas/Paginas/inf_esta.htm.

[26] O valor presente da dívida contingente das PPPs é substancialmente inferior ao seu valor facial, dado que a maior parte dessas responsabilidades ocorre após 2020.

5.2. Proposta de lei de reestruturação de dívida das Administrações Públicas

A reestruturação de dívida seria precedida por negociações e acordo com a União Europeia e com representantes dos credores. Somente após a conclusão das negociações se poderia iniciar o processo de reestruturação.

A reestruturação de dívida das Administrações Públicas seria feita através de uma lei de reestruturação da dívida das Administrações Públicas, que desejavelmente seria introduzida no âmbito da Lei do Orçamento de 2015.

A lei incluiria a dívida bruta não consolidada, das Administrações Públicas, incluindo a do Sector Empresarial do Estado (no montante estimado de 271,6 mM€, *vide* Tabela 3, linha 16).

A lei de reestruturação de dívida pública portuguesa deveria:

1) Criar um novo Instituto Público e respetivos Estatutos, o "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa", para gerir todo o processo de reestruturação da dívida pública;
2) Enumerar e caracterizar cada um dos instrumentos dessa dívida bruta da Administração Pública, incluindo os seus montantes, juros, data de maturidade, credor, quando conhecido, e entidade devedora;
3) Determinar a nulidade de todos os instrumentos de dívida existentes (pré-reestruturação), enumerados acima, com efeito a partir de 1 de janeiro de 2015, e determinar a proibição legal de qualquer entidade das Administrações Públicas realizar quaisquer pagamentos relativos a esses contratos de dívida;
4) Incluir a autorização legislativa, nos termos da Constituição da República Portuguesa, para o aumento do limite de dívida através da emissão de Novas Obrigações do Tesouro no montante nominal de 271,6 mM€;
5) Determinar, posteriormente, que cada um dos instrumentos de dívida anulados em 3) seria substituído por 10 novos títulos de dívida pública ("Novas Obrigações do Tesouro"), de valor facial igual a 1/10, por defeito, do valor do instrumento de dívida original, com maturidades entre 2045 e 2054 e cupão de 1%.[27]
6) Determinar a emissão dessas Novas Obrigações do Tesouro e a sua transferência para o Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa;
7) Determinar que os instrumentos de dívida pública tornados nulos por esta lei seriam sujeitos a uma oferta pública de troca pelos novos títulos de dívida pública ("NOT") e que poderiam ser trocados durante um prazo de 3 meses, nas mesmas condições;
8) Em relação às séries emitidas ao abrigo da lei e jurisdição estrangeiras, a troca de dívida antiga por NOT terá acoplado a subscrição de uma

[27] A diferença entre o valor facial em dívida do instrumento original e o valor dos 10 novos títulos de dívida pública seria paga num novo título de dívida pública ("NOT"), arredondada por excesso, com cupão de 1% e com maturidade em 2054.

resolução que visa obter a autorização dos subscritores para alterar algumas cláusulas contratuais, especificamente:[28]

- Retirar de negociação em bolsa ou mercado regulamentado as séries de dívida antiga;
- A remoção de certas cláusulas dos contratos de dívidas (e.g. *cross-default*[29] e aceleração *cross-series*[30]);
- A alteração para a lei e jurisdição nacional das séries emitidas ao abrigo da lei e jurisdição estrangeira;

9) Determinar que os novos títulos de dívida pública ("NOT") devidos aos credores que não responderem dentro do prazo ou que não aceitarem a oferta pública de troca seriam mantidos numa conta separada do Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa ("*escrow account*");
10) Proibir o Estado de, no futuro, oferecer a quaisquer outros credores melhores condições nestes mesmos contratos, medidas pela variação do valor presente, do que as oferecidas durante a acima especificada troca de dívida.

Com esta lei, seriam tornados nulos instrumentos da dívida pública bruta não consolidada, num montante até 271,6 mM€.[31] Para o efeito, o Estado procederia à emissão de Novas Obrigações do Tesouro com idêntico valor facial.

5.2.1. Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro

Alguns dos autores deste relatório defendem ser necessário proteger os pequenos

[28] De acordo com Schumacher et.al (2014), desde 2000 que se acentuaram significativamente as ações em tribunal (e os montantes em litígio) contra Estados soberanos, intentadas por credores privados que rejeitam as condições oferecidas nas operações de restruturação dívida pública. O caso da Argentina é um dos mais recentes mas também aquele com maior visibilidade pelo montante envolvido (cerca de 5% da dívida original) e pelo facto do Tribunal, na primeira e segunda instância ter imposto a obrigação destes credores serem ressarcidos pelo valor nominal da dívida, permitindo a apreensão de ativos como compensação. Por trás desta tendência, encontram-se, em 75% dos casos, *distressed debt funds*, ou *fundos abutre*, os fundos especializados em especular sobre estados soberanos em situação de insolvência ao adquirir ao desbarato a sua dívida tendo em vista a recuperação daquele investimento pelo seu valor nominal e, portanto, com margens de lucro astronómicas.
Embora Portugal esteja menos exposto a este tipo de situação que outros soberanos cujo acesso a investidores estrangeiros se faz exclusivamente através da emissão de dívida com lei e jurisdição estrangeira (especialmente inglesa e americana), porque o peso deste tipo de dívida é marginal na carteira de dívida pública portuguesa, há que prevenir quaisquer situações futuras que podem colocar em causa todo o processo de reestruturação e levar a futuras situações de incumprimento. As três medidas avançadas, visam, por um lado, reduzir a liquidez dos títulos em mercado secundário; por outro, alterar a lei e jurisdição para evitar futura litigância e limitar o impacto de uma decisão individual desfavorável sobre toda a operação de reestruturação. Enquanto que a decisão de aceleração do capital pode ser revogada com uma maioria simples, a anulação do *cross-default* e da aceleração *cross-series* requer apenas a aprovação de representantes de 25% do *principal.* Outro aspecto a ter em atenção é a necessidade dos fundos de pensões públicos e da Segurança Social desinvestirem de ativos estrangeiros os quais podem ser alvo de arresto por ordem do tribunal.

[29] O incumprimento no serviço da dívida numa série é automaticamente extensível ao resto da dívida. O emitente entra em incumprimento para toda a dívida.

[30] Todo o capital em dívida é de imediato exigível.

[31] *Vide* cálculos no ponto 5.11.

aforradores detentores de instrumentos de retalho como os Certificados de Aforro (CAs) e do Tesouro (CTs). Este tipo de investidor, que representa 6% da dívida direta, equivalente a cerca de 12,2 mM€, não configura o grau de sofisticação frequentemente atribuído aos investidores institucionais: não tem por hábito diversificar o risco; nem a jogar na volatilidade para obter mais valias com o diferencial de preços; nem ainda a fazer reservas para precaver eventuais incumprimentos dos emitentes. Assim, justifica-se que o desenho da reestruturação crie uma situação de exceção com um objetivo idêntico, por exemplo, à proteção dos pequenos depositantes que usufruem de garantias sobre os depósitos inferiores a €100 000.

A abordagem ao problema da ausência de um mecanismo internacional de reestruturação de dívida seguida pelo Comité Económico e Financeiro da UE (CEF), tem estrategicamente evitado a questão dos pequenos aforradores sem acesso aos mercados de capitais. Como é sabido, na ausência de um mecanismo internacional de reestruturação de dívida, qualquer operação de reestruturação de dívida resulta da combinação de uma moratória sobre o serviço da dívida, pressão sobre os credores e uma operação de troca. Neste contexto, é generalizada a convicção de que a introdução de Cláusulas de Ação Colectiva (CACs) se afigura como o mecanismo mais viável para uma atempada resolução de um processo de reestruturação de dívida e prevenção de futura litigância.

Nesse âmbito, o Sub-Comité de Mercados de Dívida Soberana da UE redigiu um texto standard de CACs (à luz da redação proposta pelo relatório do G10 de 26/09/2002) mandatório para todas as emissões de dívida direta soberana colocadas a partir de Janeiro de 2013 nos mercados de capitais e de prazo superior a um ano. De acordo com a nota explicativa que acompanha este articulado, foi considerada a possibilidade de alterações *cross-series* aos termos e condições da dívida pública a fim de assegurar o tratamento indiferenciado entre credores privados institucionais no caso de uma operação alargada de reestruturação de dívida. Porém, o âmbito dos instrumentos consagrados nas CACs abarca instrumentos colocados nos mercados de capitais de prazo superior a um ano, deixando de fora quaisquer instrumentos de prazo inferior a um ano e instrumentos de retalho cuja distribuição não seja feita pelos mercados de capitais, reconhecendo por esta via a necessidade de proteger os pequenos aforradores.

Opinião diferente é a de que o tratamento diferenciado de pequenos aforradores em CA e CT poderia por em causa o processo de reestruturação de dívida, por um lado porque exige o refinanciamento de cerca de 12,2 mM€ entre 3 e 6 anos[32] e, por outro lado, cria um precedente negocial para os credores que exijam um

[32] Pós-reestruturação, o Estado seria capaz de facilmente auto-financiar os fluxos da dívida reestruturada. Contudo não disporia de poupanças suficientes para permitir, simultaneamente, gerir a sua tesouraria, fazer face a contingências inesperadas e amortizar o stock de dívida de Certificados de Aforro e Certificados de Tesouro. Portanto, ver-se-ia obrigado a recorrer a financiamento nos mercados ou de investidores a retalho para amortizar o capital em dívida dos Certificados de Aforro e dos Certificados de Tesouro (12,2 mM€). Essa é uma das razões que leva alguns dos autores deste relatório a defender que o tratamento diferenciado desses credores coloca em risco todo o processo de reestruturação de dívida.

tratamento preferencial, nomeadamente os credores do Sector oficial. Portanto, esta é uma questão que terá de ser analisada em maior detalhe.

De qualquer forma, especifica-se aqui o procedimento para permitir um tratamento diferenciado e proteção de pequenos aforradores em CA e CT. Nesse caso, os CA e os CT não seriam incluídos no processo descrito no Ponto 5.2., e portanto não estariam sujeitos à oferta de troca por Novas Obrigações do Tesouro. Dessa forma:

- Os Certificados de Aforro e os Certificados de Tesouro existentes seriam declarados nulos;
- Seriam emitidos Novos Certificados de Aforro (NCT), com cupão de 1% e maturidade de 3 anos (40% do valor facial total de Certificados de Aforro e de Certificados de Tesouro) e de 6 anos (60% do valor facial total de Certificados de Aforro e de Certificados de Tesouro).
- Aos detentores de Certificados de Aforro e de Tesouro seria oferecido a troca pelos Novos Certificados de Aforro (NCT).
- Aos pequenos aforradores que decidam reinvestir os NCT de maturidade a 3 anos por mais 3 anos será oferecido um prémio de permanência, sempre que a taxa de crescimento real do PIB for superior a 1.5%, equivalente ao diferencial entre a taxa de crescimento do PIB e aquele limiar mínimo, até um máximo de 2% ("cap").

5.2.2. Reestruturação da dívida da Administração Regional e Local

A dívida da Administração Regional e Local é de 12,5 mM€. Desse montante, 884 milhões de euros é relativo a dívida do Sector Empresarial da Administração Regional e Local. Essa dívida seria reestruturada no âmbito do processo descrito no ponto 5.2.3.

A metodologia proposta para a reestruturação da dívida tem como resultado que a quase totalidade da dívida da Administração Regional e Local seria assumida pelo Estado, transformando-se em Dívida Direta do Estado (Novas Obrigações do Tesouro).

Caberia ao "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública" a operação de troca dos diversos instrumentos de dívida da Administração Regional e Local por Novas Obrigações do Tesouro.

A dívida oficial da Administração Regional e Local ficaria reduzida somente à dívida a fornecedores, ou seja, cairia de 12,5 mM€ para um montante que se estima em 2,7 mM€.

A legislação existente, que visa limitar a capacidade de endividamento da Administração Regional e Local, seria reforçada na Lei do Orçamento de Estado de 2015, por forma a evitar novo aumento do endividamento da Administração Regional e Local.

5.2.3. Reestruturação da dívida do Sector Empresarial do Estado

A dívida bruta não consolidada das Empresas Públicas (dentro e fora do perímetro de consolidação das Administrações Públicas) era de 47,0 mM€ no final de 2013[33].

Deste montante, os autores estimam que 2 mM€ seja "dívida a fornecedores", que não seria reestruturada.

Refira-se que a dívida do Sector Empresarial do Estado da Administração Local e Regional ascendia a 884 milhões de euros no mesmo período.

O Sector Empresarial do Estado é diferenciado, o que torna mais complexa uma operação de reestruturação de dívida. Há três aspetos fundamentais a ter em consideração:

- O capital das empresas públicas pode ser total ou parcialmente público
- O capital público pode ser detido por:
  - Direção Geral do Tesouro
  - Outras entidades da Administração Central
  - Administração Local e Regional
  - Sector Empresarial do Estado (e.g., ParPública, Caixa Geral de Depósitos)
  - Qualquer combinação das anteriores
- As regras da concorrência da União Europeia impedem ajudas estatais a, pelo menos, algumas das empresas do Sector Empresarial do Estado.

Nesta proposta de reestruturação da dívida, o Estado assumiria como dívida direta do Estado uma grande parte da dívida do Sector Empresarial do Estado. Esta operação obrigaria a uma injeção de capital por parte do "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa", na forma de Novas Obrigações do Tesouro. Para o fazer há certos trâmites legais (e.g., Assembleia Geral) que teriam de ser previamente observados. A reestruturação seguiria as seguintes regras:

1) A reestruturação de dívida somente abrangeria empresas com mais de 50% de capital público, direta ou indiretamente, e exclui o Sector financeiro do Estado (e.g., Caixa Geral de Depósitos);
2) Enquanto decorressem as negociações entre o Governo de Portugal e os credores do país, o Governo solicitaria autorização, à luz da legislação comunitária de concorrência, para realizar a reestruturação de dívida nas diversas empresas do Sector Empresarial do Estado, recapitalizando-as, nos casos em que tal autorização fosse necessária;
3) Seriam posteriormente convocadas Assembleias Gerais das empresas para deliberar sobre o aumento de capital, de valor facial idêntico ao da dívida financeira de cada empresa, pelo "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa" e para autorizar a operação de troca de títulos de dívida, no âmbito da reestruturação de dívida pública;
4) Com essa injeção de capital, o capital dessas empresas passaria a ser quase

[33] Fonte: Boletim Estatístico do Banco de Portugal (Anexo K).

totalmente público (necessariamente superior a 50%, *vide* nº 1);
5) Só a dívida das empresas que autorizassem o aumento de capital é que seria reestruturada, sendo para o efeito declarada nula (vide nº 3));
6) O "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa" realizaria a injeção de capital por transferência de Novas Obrigações do Tesouro para cada empresa, no montante da sua dívida financeira;
7) O "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa" supervisionaria a operação de troca, em benefício dos credores, das Novas Obrigações do Tesouro transferidas para cada empresa.

5.2.4. Reestruturação da Dívida Contingente do Estado

Seria adotada uma metodologia similar para a dívida contingente identificada no Ponto 5.1.2, ou seja abrangeria, nomeadamente, garantias do Estado e obrigações financeiras do Estado no âmbito de PPPs (vd. Tabela 4). Nenhum contrato com garantia ou aval financeiro concedido pelo Estado seria diretamente alterado, salvo processo negocial que venha a ser necessário e distinto do que é proposto neste relatório.

A "Lei de Reestruturação da Dívida" a incluir na Lei do Orçamento do Estado de 2015 deveria, em relação à dívida contingente:

1) Determinar que a toda e qualquer garantia ou aval da Administração Central, ou qualquer contrato com propósito ou efeitos similares, se aplicaria o disposto nesta legislação, preservando o contrato, garantia ou aval existente, mas revogando o disposto sobre essa matéria (clausulado) no respetivo contrato, garantia ou aval;
2) Determinar que caso o direito à garantia ou aval fosse exercido pelo detentor, nos termos do respetivo contrato, garantia ou aval, o "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa" (FRDPP) representaria o Estado português,[34] cumprindo essa obrigação financeira;
3) Determinar que a obrigação financeira subjacente ao contrato, garantia ou aval seria integralmente cumprida com a entrega, pelo "Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa", de Novas Obrigações do Tesouro, com cupão 1% e maturidade entre 2045 e 2054 (1/10 anualmente), com valor facial global idêntico ao do valor facial do contrato, garantia ou aval;[35]
4) Para o efeito, deveria incluir a autorização legislativa para a emissão, se necessário, e posterior transferência para o Fundo de Reestruturação, de até 47 mM€ de Novas Obrigações do Tesouro, para fazer face às obrigações contingentes das Administrações Públicas, nos termos da Constituição da República Portuguesa.

[34] A responsabilidade da intermediação do processo passaria da Direção Geral do Tesouro, que é a entidade que actua em nome do Estado Português, para o FRDPP.

[35] Ou seja, os juros capitalizados dos certificados de aforro seria considerado parte do valor facial a reestruturar. Da mesma forma os juros capitalizados e por capitalizar de Bilhetes do Tesouro, porque são títulos cupão zero, seriam considerados também como valor facial.

Neste estudo as estimativas do valor presente da dívida pública, pós reestruturação, não consideram o efeito do eventual exercício de garantias públicas nem o efeito sobre as obrigações contingentes de PPPs, dado que estas obrigações contingentes do Estado também não estão incluídas, pré-reestruturação, nas diferentes estatísticas oficiais da dívida pública.

5.3. Reestruturação da dívida bruta não consolidada do Estado: cálculos

Como referido no ponto 4.1, na proposta de reestruturação da dívida pública, optou-se pelo adiamento das maturidades da dívida, mantendo o seu valor nominal, em simultâneo, com a redução da taxa de juro.

A partir deste modelo e por forma a atingir, de modo sustentado, os valores objetivo para os principais indicadores macroeconómicos – balança de rendimentos e rácios da dívida externa, do défice e dívida públicos em % do PIB – foram estimados o valor da taxa de juro e o plano de maturidade da dívida:

- Prolongamento dos prazos de maturidade da dívida: amortização, num período de 10 anos, em anuidades iguais, a partir de 2045, da dívida pública nominal (bruta não consolidada).[36] O total da dívida nominal seria paga em 10 prestações idênticas (cada uma correspondente a 1/10 do valor facial) entre 2045 e 2054.

- Taxa de juro (cupão das Novas Obrigações do Tesouro): 1% ao ano sobre a dívida pública nominal.

5.3.1 Dívida direta do Estado: montante a reestruturar

Começa-se por apresentar os cálculos para a dívida direta do Estado e, de seguida, para as restantes componentes da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas constantes na Tabela 7.

Tabela 7. Valor presente da dívida direta do Estado, *pré-reestruturação*

	Valores acumulados 2015-2065	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2029	2030-2044	2045-2054
Pré-reestruturação da dívida									
Cash-flows do stock de Dívida Direta do Estado, valores nominais (€ mil milhões)	**204,3**	25,1	22,0	17,9	18,2	17,7	67,6	35,8	0,0
Taxa de juro bruta implícita (% do valor facial)	3,5%								
Cash flows dos juros da Dívida Directa do Estado		7,1	6,4	5,7	5,0	4,3	19,7	5,9	0,0
Total: Cash flows da Dívida Directa do Estado		32,2	28,4	23,6	23,2	22,0	87,3	41,7	0,0
Valor presente da Dívida Direta do Estado (taxa de desconto: 4%)	**204,6**	32,2	27,3	21,8	20,6	18,8	63,9	19,9	0,0
Valor presente do stock de Dívida Direta do Estado (em % do PIB de 2013)	**123,4%**								

F: Estimativas dos autores baseadas em dados do IGCP e do Banco de Portugal. Os cash-flows num dado ano não são descontados.

[36] Corresponde a alongar os prazos de maturidade da dívida pública entre 30 e 39 anos a partir de 2015.

O cálculo da redução do valor presente dívida é realizado utilizando a metodologia convencional (por exemplo, Sturzenegger e Zettelmeyer, 2008) com uma diferença substantiva. A metodologia convencional utiliza uma taxa de desconto que é definida na perspetiva dos credores. Sturzenegger e Zettelmeyer, por exemplo, utilizam a taxa de desconto observada nos mercados financeiros imediatamente a seguir à reestruturação de dívida. Ora, tais níveis de taxa de juro são tipicamente muito elevados (e.g., Sturzenegger e Zettelmeyer utilizam nos seus cálculos, por exemplo, uma taxa de desconto de 8,2%, no caso da reestruturação da dívida da Argentina, em 2005). Da utilização de uma taxa de desconto demasiado elevada resulta a tendência para realizar uma reestruturação de dívida demasiado pequena porque pagamentos no futuro longínquo têm, nesse caso, um valor presente quase nulo.

Nesta proposta, utiliza-se uma taxa de desconto que é definida na perspetiva do devedor – o Estado português – e que deve representar a capacidade do Estado português cumprir integralmente o serviço da dívida, pós-reestruturação. Assim, utiliza-se uma taxa de desconto de 4% porque se assume, que a economia portuguesa, com encargos com juros muito inferiores, após a reestruturação da dívida, e com políticas económicas orientadas para o crescimento macroeconomicamente sustentável da procura interna e, por conseguinte, do PIB, será capaz de registar taxas de crescimento nominal médias de 4% ao ano.

Com a taxa de desconto de 4%, o valor presente da dívida direta do Estado, pré-reestruturação – *com as atuais maturidades da dívida e os fluxos de juros correspondentes* – é de 204,6 mM€,[37] muito próximo do seu valor facial (204,3 mM€) e do seu valor de mercado atual (as Obrigações do Tesouro transacionam-se no mercado secundário com taxas de desconto implícitas, a 10 anos que têm variado, mas próximas de 4%, no presente (i.e., pré reestruturação).
Com a mesma taxa de desconto (4%), o valor presente da dívida direta do Estado pós-reestruturação – *com as alterações propostas nas suas maturidades e taxa de juro* – seria 90,9 mM€, como indicado na Tabela 8. Assim, com a reestruturação proposta, a redução do valor presente da dívida direta do Estado seria de 55,6%.[38]
O valor presente do Stock do Dívida Direta do Estado representaria, imediatamente a seguir à reestruturação de dívida, 54,8% do PIB de 2013.

Note-se que se fosse bem aceite a reestruturação da dívida proposta, a capacidade do Estado cumprir integralmente o serviço da dívida seria muito superior à atual e, por isso, a taxa de desconto nos mercados teria condições para ser inferior à corrente.[39]

---

[37] Para parte da dívida, nomeadamente Obrigações de Tesouro e empréstimos da troika, é possível estimar com maior precisão o valor presente, porque é possível antecipar os fluxos de pagamentos relativos a essa parte da dívida. Em relação à restante parte da dívida direta do Estado (e.g., certificados de aforro, CEDICs, CEDIMs) os autores assumiram um dado perfil de maturidade dessa dívida – e respetivos fluxos de pagamentos – para poder estimar o valor presente dessa parte da dívida.

[38] ((204,6 - 90,9)/204,6)*100 =55,6%.

[39] Note-se, porém, que outros fatores explicam a evolução recente das taxas de desconto nos mercados secundários. De facto, com níveis de dívida pública, na ótica de Maastricht, superiores a 130% do PIB, taxas de desconto nos mercados secundários próximas de 4% só se podem compreender devido à política monetária não convencional e extremamente acomodatícia do

Daí resultaria uma redução de valor presente da dívida, pós-reestruturação, inferior à estimada na Tabela 8 (113,7 mM€).

Tabela 8: Valor presente da dívida direta do Estado, *pós-reestruturação*

	Valor acumulado 2015-2065	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2029	2030-2044	2045-2054
Pós-reestruturação da dívida									
Cash-flows do stock de Novas Obrigações de Tesouro relativos à Dívida Direta do Estado, valores nominais (€ mil milhões)	**204,3**	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	204,3
Cash flows dos juros da Dívida Directa do Estado		0,0	2,0	2,0	2,0	2,0	20,4	30,6	11,2
Total: Cash flows da Dívida Directa do Estado		0,0	2,0	2,0	2,0	2,0	20,4	30,6	215,5
Valor presente da Dívida Direta do Estado (taxa de desconto: 4%)	**90,9**	0,0	2,0	1,9	1,8	1,7	14,2	13,1	56,2
Redução do valor presente da Dívida Direta do Estado com a reestruturação da dívida									
Em % do valor presente pré-reestruturação	**55,6%**								
Em € mil milhões	**113,7**								
Valor presente do stock de Dívida Direta do Estado (em % do PIB de 2013)	**54,8%**								

F: Estimativas dos autores baseadas em dados do IGCP e do Banco de Portugal. Os cash-flows num dado ano não são descontados.

5.3.2 Dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado: montante a reestruturar

Adotando metodologia similar à utilizada para o cálculo da redução do valor presente da dívida direta do Estado, estima-se agora a redução do valor presente da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado (ou seja, a medida mais lata da dívida).

O valor facial dessa dívida ascende a 286,8 mM€ (*vide* Tabela 5, linha 14). Por razões anteriormente referidas, desse montante, não são abrangidos na proposta de reestruturação – os depósitos, dívida a fornecedores, moeda emitida, factoring à Administração Central – que somam 15,2 mM€. Ou seja, a dívida bruta abrangida pela reestruturação seria de 271,6 mM€ (vd. Tabela 5).

Os autores estimam que a despesa com juros bruta associada à dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado é de cerca de 9,1 mM€ por ano. Estima-se que, desse montante, cerca de 5,4 mM€ por ano corresponda a transferências (pagamentos) a não residentes.[40]

Banco Central Europeu e porque o Sector Oficial (UE,BCE, FMI) detém uma parte significativa dessa dívida pública.

[40] Cerca de 5,3 mM€ relativos às Administrações Públicas, e cerca de 130 M€ relativos ao Sector Empresarial do Estado fora do perímetro de consolidação das contas públicas.

Tabela 9. Valor presente da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado, *pré-reestruturação*

	Valores acumulados 2015-2065	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2029	2030-2044	2045-2054
Pré-reestruturação da dívida									
Cash-flows do stock de dívida bruta, não consolidada, das Administrações Públicas (APs) e Setor Empresarial do Estado (SEE), valores nominais (€ mil milhões)	**271,6**	26,4	32,9	27,0	27,5	37,3	84,8	35,8	0,0
Taxa de juro bruta implícita (% do valor facial)	3,35%								
Cash flows dos juros da dívida bruta das APs e SEE		9,0	8,1	7,1	6,1	5,1	20,3	5,9	0,0
Total: Cash flows da dívida bruta das APs e SEE		35,4	41,0	34,1	33,6	42,4	105,1	41,7	0,0
Valor presente da dívida bruta das APs e SEE (taxa de desconto: 4%)	**270,1**	35,4	39,4	31,5	29,9	36,2	77,7	19,9	0,0
Valor presente do stock de Dívida Direta do Estado (em % do PIB de 2013)	**162,9%**								

F: Estimativas dos autores baseadas em dados do IGCP e do Banco de Portugal. Os cash-flows num dado ano não são descontados.

A Tabela 9 mostra que, com a taxa de desconto de 4%, o valor presente da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado, pré-reestruturação – *com as atuais maturidades da dívida e os fluxos de juros correspondentes* – é estimado em 270,1 mM€, muito próximo do seu valor facial (271,6 mM€).

Na Tabela 10, na página seguinte, estima-se as alterações que resultariam das alterações propostas, neste programa, nas maturidades e juros da dívida.

Tabela 10. Valor presente da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado, *pós-reestruturação*

	Valor acumulado 2015-2065	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2029	2030-2044	2045-2054
Pós-reestruturação da dívida									
Cash-flows do stock de Novas Obrigações de Tesouro relativos à dívida bruta, não consolidada, das Administrações Públicas (APs) e do Setor Empresarial do Estado (SEE), valores nominais (€ mil milhões)	**271,6**	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	271,6
Cash flows dos juros da dívida bruta das APs e SEE		0,0	2,7	2,7	2,7	2,7	27,2	40,7	14,9
Total: Cash flows da dívida bruta das APs e SEE		0,0	2,7	2,7	2,7	2,7	27,2	40,7	286,6
Valor presente da dívida bruta das APs e SEE (taxa de desconto: 4%)	**120,9**	0,0	2,6	2,5	2,4	2,3	18,8	17,4	74,8
Redução do valor presente da dívida bruta do Estado sujeita à reestruturação de dívida									
Em % do valor presente pré-reestruturação	**55,2%**								
Em € mil milhões	**149,2**								
Valor presente do stock da dívida bruta das APs e do SEE (em % do PIB de 2013) (1)	**72,9%**								
Dívida bruta não reestruturada (em % do PIB) (2)	**9,2%**								
Total pós-reestruturação: Dívida bruta, não consolidada, das APs e SEE (em % do PIB) (3)=(1)+(2)	**82,1%**								

F: Estimativas dos autores baseadas em dados do IGCP e do Banco de Portugal. Os cash-flows num dado ano não são descontados.

Com a mesma taxa de desconto (4%), o valor presente dessa dívida bruta das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado, pós-reestruturação –

– *com as alterações propostas nas suas maturidades e taxa de juro* – seria de 120,9 mM€, como consta da Tabela 9, i.e., 72,9% do PIB de 2013.

Com a reestruturação proposta, a redução do valor presente da dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado seria de 55,2%.[41]

O valor presente do Stock da Dívida Bruta não consolidada das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado representaria, imediatamente a seguir à reestruturação de dívida, 72,9% do PIB de 2013. Acresce a essa dívida 15,2 mil milhões euros que não foram incluídos na reestruturação (depósitos, dívida a fornecedores, moeda metálica emitida, *factoring* à Administração Central), equivalente a 9,2% do PIB de 2013.

Assim, a dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado passaria a ter um valor presente de 136,1 mM€ (82% do PIB). Note-se que parte dessa dívida 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 substancialmente inferior – cerca de 123,0 mM€,[42] incluindo depósitos das Administrações Públicas (74% do PIB). Líquida dos depósitos das Administrações Públicas, a dívida pública na ótica de Maastricht representaria 63% do PIB.

5.4. Efeitos da reestruturação da dívida pública

5.4.1. Efeitos nas contas do Estado

Imediatamente após a reestruturação da dívida pública, o valor facial da dívida direta do Estado manter-se-ia em 271,6 mM€.

Pós-reestruturação, o valor facial da dívida externa bruta das Administrações Públicas, passaria a ser de 148,4 mM€ (i.e., manter-se-ia constante, mas passaria a incluir a dívida do Sector Empresarial do Estado que não estava incluída, pré-reestruturação).

Note-se que, para assegurar margem de manobra no muito curto prazo, em 2015, a proposta de reestruturação tem implícita um período de carência de um ano no pagamento de juros. A despesa do Estado com juros seria nula em 2015 (as Novas

[41] ((270,1- 120,9)/270,1)*100 =55,2%.

[42] O valor presente, pós-reestruturação, dos empréstimos do Tesouro e dos títulos detido por diversos fundos da Administração Central (e.g., Segurança Social, Caixa Geral de Aposentações) é estimado em 13,1 mM€. Este valor é subtraído ao montante acima (136,1 mM€) para obter a estimativa (de forma simplificada) da dívida consolidada das Administrações Públicas (123,0=136,1-13,1), 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.

Obrigações do Tesouro não pagariam juros nesse ano, que é o ano em que são emitidas).

A partir de 2016, a despesa anual com juros das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado desceria de cerca de 9,0 mM€ [43] para 2,7 mM€ (taxa de juro de 1%). A despesa com juros passaria a ser assumida integralmente pelo Estado, no âmbito da dívida pública direta.

A despesa anual com juros das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado, transferida para não residentes (Balança de Rendimentos), desceria de cerca de 5,4 mM€ para cerca de 1,5 mM€ anuais.

O Estado (Tesouro) passaria a deter Novas Obrigações do Tesouro com valor facial de 15 mM€, em resultado da reestruturação dos empréstimos do Tesouro às Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado, de que resultariam rendimentos de 150 milhões de euros, por ano, em juros.

Em síntese, a despesa líquida com juros das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado passaria a ser aproximadamente de 2,6 mM€ por ano.

De acordo com a Síntese de Execução Orçamental de janeiro de 2014, a despesa corrente consolidada das Administrações Públicas em 2013 foi de 7,9 mM€.[44] Assim, esta proposta de reestruturação da dívida pública traduz-se numa redução da despesa corrente do Estado de 5,3 mM€ por ano, o equivalente a 3,2% do PIB de 2013, contribuindo decisivamente para o reequilíbrio das contas públicas, um dos objetivos centrais deste programa.

Note-se que a redução da despesa corrente das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado seria superior: 6,3 mM€ anuais, o equivalente a 3,8% do PIB de 2013. Os encargos com juros e com a dívida das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado seriam, na sua quase totalidade, assumidos pelo Estado.

5.4.2. Efeitos nas contas das Administração Regional e Local

Da metodologia seguida nesta proposta de reestruturação da dívida resulta que a quase totalidade da dívida da Administração Regional e Local seja assumida pelo Estado, transformando-se em Dívida Direta do Estado (Novas Obrigações do Tesouro).
A dívida da Administração Regional e Local ficaria reduzida somente à "dívida a fornecedores", ou seja cairia de 12,5 mM€ para um montante que se estima em 2,7

[43] Esta estimativa inclui despesa com juros do Sector Empresarial do Estado que está atualmente fora do perímetro de consolidação das Administrações Públicas.

[44] Entre o final de 2012 e 2013 a dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas cresceu cerca de 12 mM€, tendo a dívida direta do Estado crescido 9,8 mM€. Contudo, a taxa de juro média da dívida desceu neste período, pelo que se assume que a despesa com juros em 2014 se mantém constante face a 2013. Note-se que o Orçamento de Estado de 2014 prevê que a despesa com juros seja de 7,2 mM€.

mM€.

De acordo com a síntese de execução orçamental de fevereiro de 2014 da DGO, a despesa com juros da Administração Regional e Local, em 2013, foi de 238,7 milhões de euros. Assim, em resultado da reestruturação de dívida, a despesa corrente da Administração Regional e Local cairia 238,7 milhões de euros por ano.

Ou seja, a metodologia adotada para a reestruturação de dívida permite reforçar o orçamento da Administração Regional e Local – particularmente das Administrações Regionais e Locais com maior nível de endividamento -, através da redução da despesa corrente com juros.[45]

5.4.3. Efeitos nas contas do Sector Empresarial do Estado

À semelhança da Administração Central e Regional, o Estado assumiria grande parte da dívida das empresas públicas, que veriam a sua despesa com juros reduzida a zero.

Como referido na secção 5.2.3, a dívida bruta total do Sector Empresarial do Estado é, no final de 2013, de 47 mM€, estimando-se que 2 mM€ constitua dívida a fornecedores.

O Estado emitiria 45 mM€ de Novas Obrigações do Tesouro, para o efeito, que seriam depositadas junto do Fundo de Reestruturação da Dívida Pública Portuguesa. Nem todos esses títulos seriam previsivelmente utilizados no processo de recapitalização e de reestruturação da dívida das empresas públicas, dado que várias empresas públicas seriam, como descrito na secção 5.2.3., excluídas do processo de reestruturação de dívida, pelas razões aí apontadas.

No entanto, assume-se nos cálculos apresentados neste relatório que a totalidade da dívida do Sector Empresarial do Estado, exceto dívida a fornecedores, seria reestruturada. Estima-se, por esse motivo, uma redução de 1,2 mM€ anuais na despesa com juros do SEE.[46] Daí adviria uma melhoria significativa da situação financeira (fluxos de caixa e demonstração de resultados) do Sector Empresarial do Estado, particularmente, das empresas públicas de transporte com maior nível de endividamento.

O Orçamento de Estado consagraria uma redução das transferências para o Sector Empresarial do Estado de 600 milhões de euros anuais. Esta quebra de receitas do SEE seria, porém, mais do que compensada pela diminuição dos encargos com juros (em 1,2 mM€ por ano).[47]
Por outro lado, o Orçamento de Estado incluiria: um aumento das transferências

[45] *Vide* 5.2.2.
[46] Taxa de juro média de 2,7%.
[47] De acordo com o Relatório Anual do Sector Empresarial do Estado, preparado pela Direção Geral do Tesouro (novembro de 2013, p. 49): *"O montante de apoios financeiros prestados pelo Estado às EPNF (Empresas Públicas Não Financeiras), em 2012, através de indemnizações compensatórias, dotações de capital e empréstimos, e pela assunção de passivos, excluindo a execução de garantias, ascendeu a 4.540,1M€".*

para a Segurança Social e Caixa Geral de Aposentações de 350 milhões de euros, por ano; e um aumento das transferências para o Fundo de Garantia de Depósitos de 250 milhões de euros por ano (*vd*. explicação nos pontos 5.4.5 e seguinte). Estas transferências compensariam as quebras de receitas ou aumentos de custos destes fundos em resultado do processo de reestruturação e do processo de resolução bancária.

5.4.4. Segurança Social, Caixa Geral de Aposentações e Fundo de Regularização da Dívida Pública

A Caixa Geral de Aposentações e Fundo de Regularização da Dívida Pública (da Administração Central) e os Fundos da Segurança Social detinham, no final de 2013, 14,4 mM€ de títulos de dívida pública, que seriam sujeitos à reestruturação de dívida.

Nesta secção avaliam-se os efeitos da reestruturação de dívida nesses fundos, numa perspetiva de fluxos e stocks e propõem-se as medidas para responder aos desequilíbrios nessas instituições causados pela reestruturação de dívida.

Estima-se que, pré-reestruturação, esses títulos gerem receitas para esses fundos de cerca de 650 milhões de euros anuais.

Pós-reestruturação de dívida, o stock nominal de dívida seria o mesmo, mas as Novas Obrigações do Tesouro gerariam 144 milhões de euros de receitas anuais. Ou seja, as receitas desses fundos deteriorar-se-iam em cerca de 500 milhões de euros anuais, comprometendo a sua estabilidade financeira.

A redução do valor presente desses ativos da Administração Central e da Segurança Social seria de cerca de 8 mM€.

Para repor integralmente o valor presente desses ativos seria necessária a injeção de 18 mM€ de Novas Obrigações do Tesouro nesses fundos, com valor presente, precisamente, de 8 mM€.

A solução a adotar seria a seguinte: para compensar esse efeito da reestruturação de dívida, o Orçamento de Estado deveria contemplar transferências adicionais para os fundos da Segurança Social e Caixa Geral de Aposentações, no montante de 350 milhões de euros por ano, durante 7 anos.[48] Estas transferências teriam um valor presente de 2,2 mM€.

Além disso, o Tesouro teria de transferir 15 mM€ de Novas Obrigações do Tesouro[49] com valor presente de 6,7 mM€, para os Fundos da Segurança Social,

[48] Deve-se ter presente que, no pós reestruturação, a transferência do OE para o SEE é reduzida em 600 milhões de euros por ano (vide 5.4.3).

[49] Recebidas pelo Tesouro no processo de reestruturação, por conta dos empréstimos às Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado, vd. Secção 4.4.1

para a Caixa Geral de Aposentações e para o Fundo de Regularização da Dívida Pública.[50]

5.4.5. Balanço financeiro das Outras Instituições Financeiras Monetárias residentes em Portugal

A reestruturação da dívida pública afetaria de forma muito significativa o balanço agregado das Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes em Portugal, i.e., da banca comercial nacional.

Segundo o BCE, o balanço agregado, i.e., não consolidado, das OIFM residentes em Portugal, ascendia, no final de 2013, a cerca de 515 mM€ (≈ 311% do PIB).

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%).

Contudo, é provável que a redução do valor de mercado dessa dívida seja superior a esse montante. De facto, as normas contabilísticas obrigam, para a generalidade da dívida pública à banca, que a banca contabilize essa dívida ao seu valor de mercado,[51] pelo que a redução do valor de mercado dos ativos da banca seria provavelmente superior aos 55,2% de redução do valor presente.

Para efeitos dos cálculos do processo de resolução bancária, que se apresenta na secção 6 deste relatório, assume-se que a banca veria o valor de mercado dos seus créditos – às Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado – deteriorar-se em 55 mM€, ou seja uma redução do valor de mercado desses títulos

[50] Pós reestruturação, os fundos da Segurança Social e da Caixa Geral de Aposentações receberiam ativos com valor presente de 8,9 mM€ (=2,2mM€+6,7mM€), para fazer face a perdas (em resultado da reestruturação) com valor presente de 8 mM€. Tais injeções de ativos assegurariam o seu equilíbrio tanto em termos de fluxos (durante 7 anos) como de stocks.

[51] Parte da dívida da Administração Regional e Local e do Sector Empresarial do Estado resulta de empréstimos ou obrigações sem liquidez sendo, por isso, contabilizada pelo sistema bancário pelo seu valor de custo ("book value").

de cerca de 75% do seu valor facial original.

A resposta aos efeitos da reestruturação de dívida pública no Sector bancário seria implementada através de um processo de *resolução bancária sistémica* (vd. Secção 6). Como se demonstrará, desse processo resultaria uma redução dos passivos bancários e da despesa da banca com juros. Entre outros resultados, o processo de resolução proposto permitiria à banca suportar as perdas a que estaria sujeita num processo de reestruturação da dívida pública.

5.4.6. Balanço financeiro de outras instituições financeiras e não financeiras

A reestruturação de dívida afetaria outras instituições nacionais, nomeadamente, companhias de seguros.

O Estado acompanharia a situação dessas empresas e, se necessário, para assegurar a sua viabilidade financeira, procederia a injeções de capital, se as empresas o solicitassem, tornando-se dessa forma seu acionista.

A injeção de capital tomaria a forma de outras Novas Obrigações do Tesouro com maturidades entre 2055 e 2064 (i.e., maturidades ainda mais longas do que as propostas na operação de troca) e mantendo o cupão de 1%. Poderiam ainda ser realizadas injeções pontuais, de montantes inferiores, em numerário.

O processo de recapitalização de instituições nacionais afetadas pela reestruturação de dívida seria definido por lei própria a incluir na Lei de Orçamento de Estado de 2015. O correspondente aumento do limite de endividamento público estaria sujeito a autorização prévia da Assembleia da República.

6. Medida de política económica II: Resolução bancária sistémica

6.1. Fundamentação

Para assegurar a redução permanente do défice da balança de rendimentos não basta reestruturar a dívida pública. É igualmente necessário o saneamento dos passivos da banca (segunda medida do programa), através de um processo de resolução bancária sistémica que permita evitar o colapso do sistema financeiro. Isto porque a vulnerabilidade da banca portuguesa é muito elevada.

O Sector bancário só sobrevive – e evita uma crise financeira profunda – recorrendo a empréstimos permanentes e de curto prazo do Eurosistema, que têm variado entre 27% e 37% do PIB nos últimos 3 anos. O nível de endividamento e o perfil de curto prazo dessa dívida torna estas instituições ainda mais sujeitas a pressões do que o Estado, porque não têm qualquer poder soberano.

Para compreender porque é necessário um processo de resolução bancária sistémica convém analisar a resposta à crise financeira internacional de 2007-2008. Nessa instância, os governos dos Estados Unidos e da Europa recorreram sobretudo à figura da recapitalização bancária, com prestação de garantias públicas e medidas não convencionais de política monetária. Este tipo de intervenção implicou elevados custos para o erário público.

Nos Estados Unidos, no auge da crise, em outubro de 2008, os maiores bancos foram intervencionados pelo Governo Federal, tendo os bancos sido obrigados a realizar uma injeção de capital público no montante de cerca de 205 mil milhões de dólares,[52] no âmbito de um pacote de resgate do sector financeiro de mais de 785 mil milhões de dólares. Medidas não convencionais de política monetária foram ainda implementadas pela Reserva Federal, igualmente para apoio à banca.

Na União Europeia, diversos Estados (Alemanha, Reino Unido, Bélgica, França, Holanda, Áustria, Irlanda, Portugal, Espanha, Grécia, Itália, e outros) intervieram na sua banca nacional, realizando aumentos de capital e garantindo dívida bancária, para evitar o colapso eminente de vários bancos de grande dimensão. O BCE e o Banco de Inglaterra adotaram também medidas de política monetária não convencionais para apoio aos bancos.

Dada a dimensão do balanço agregado do sistema bancário português residente (Outras Instituições Financeiras Monetárias) – cerca de 515 mil milhões de euros, i.e., 311% do PIB, no final de 2013[53] – e da sua dívida externa (direta e indireta) –

[52] Fonte: http://money.cnn.com/news/specials/storysupplement/bankbailout/.

[53] Foram utilizadas as estatísticas do BCE para o Balanço Agregado das Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes em Portugal. Estas estatísticas revelam que o Balanço

estimada em cerca de 137,9 mil milhões de euros –, não é viável, para o Estado Português, adotar a metodologia, baseada em recapitalizações bancárias, utilizada pelos EUA e pelos países membros da União Europeia na resposta à crise financeira internacional.

Por um lado, porque o Estado Português não dispõe dos meios financeiros para o fazer sem comprometer a sua própria estabilidade financeira e, por outro lado, porque para assegurar a estabilidade financeira e macroeconómica do sector bancário e a do país, é necessário reduzir o nível de dívida externa do sector bancário, o que não ocorreria se o Estado Português assumisse essa dívida (vd. explicação detalhada na secção FAQs no Anexo).

Por conseguinte, para permitir ao Governo Português restaurar a viabilidade financeira do sistema bancário, propõe-se neste relatório um processo de *resolução bancária sistémica*.

6.1.1 Metodologias de processos de resolução bancária

Nos processos de resolução bancária[54] são utilizados basicamente quatro tipos de metodologias: aquisição parcial ou total de ativos e depósitos pelo Sector privado (tipicamente, outro banco); criação de um banco intercalar, que assume os passivos e ativos de melhor qualidade do banco intervencionado; nacionalização (temporária) do banco; pagamento de depósitos cobertos por garantia estatal acompanhado do encerramento do banco.[55]

Os processos de resolução bancária existentes (especialmente do FDIC) dão grande ênfase ao cálculo do valor dos ativos no balanço do banco intervencionado e da venda desses ativos. Por exemplo, no caso do FDIC, esse cálculo é realizado por peritos da instituição que analisam uma fração dos ativos do banco intervencionado utilizando um procedimento de amostragem probabilística (ou, quando não há tempo, recorrendo a médias históricas).

Com base nesse cálculo do valor dos ativos, podem ser estimadas as perdas dos ativos totais do banco, estimativas que entram em linha de conta com o facto de que, da necessidade de vender rapidamente ativos ilíquidos, resultam perdas

Agregado das OIFM em Portugal era de 515,1 mil milhões de euros (mM€) no final de 2013, com 308,5 mM€ de depósitos. Contudo, as estatísticas do Banco de Portugal (Boletim Estatístico, Capítulo B.3.9.1, indicam que o Balanço Agregado era de 461,8 mil milhões de euros no final de 2013, com 300,1 mM€ de depósitos e 51,1 mM€ de passivos face ao Eurosistema (que nas estatísticas do BCE são incluídos na categoria depósitos). Acresce que, nas estatísticas do BCE, os capitais próprios das OIFM de Portugal era de 51,3 mM€, enquanto nas estatísticas do BdP era de 31mM€. Estas diferenças ocorrem, fundamentalmente, porque o BdP inclui as subsidiárias das OIFM no estrangeiro enquanto o BCE não as inclui. Os autores optaram por utilizar as estatísticas do BCE, mas indicam, em item individual, os empréstimos do Eurosistema (51,1 mM€) e a dívida subordinada (10,6 mM€), utilizando os dados do BdP como fonte.

[54] *Vide*, por exemplo, *Resolution Handbook*, FDIC, http://www.fdic.gov/bank/historical/reshandbook/

[55] Nos anos 1950, era utilizada ainda uma metodologia baseada em empréstimos e outros apoios aos bancos em dificuldade, mas essa opção foi progressivamente abandonada devido aos elevados custos para o erário público.

adicionais. Dada a identidade contabilística entre ativos e passivos totais, as perdas nos ativos têm de ser refletidas nos passivos bancários. Em consequência, torna-se necessário alocar essas perdas aos credores do banco. Tal faz-se de acordo com uma regra simples de senioridade, da mais baixa para a mais alta: acionistas, credores subordinados, credores não seguros ("unsecured creditors", como por exemplo fornecedores e funcionários) e depósitos bancários.

Assim, as perdas a que depósitos bancários estariam sujeitos seriam determinadas por uma fórmula do tipo:

> *Perdas_depósitos (seguros+não seguros) = Perdas ativos – capitais próprios – dívida subordinada – perdas_credores_não seguros*[56]

Os processos de resolução bancária são desenhados para ser implementados de forma expedita. O FDIC, por exemplo, analisa os ativos do banco em dificuldades e procura vendê-los num período entre 90 a 100 dias.[57] Após esse processo, o FDIC anuncia publicamente a intervenção no banco numa sexta-feira após o seu encerramento para fim de semana. Na segunda feira seguinte, o banco reabre, já com outro proprietário (i.e., como novo banco). Os depositantes têm acesso aos seus depósitos. As empresas podem, logo após a reabertura do banco, solicitar novo crédito bancário. Ou seja, o banco continua a funcionar normalmente.

No entanto, embora o processo de avaliação de ativos – venda de parte dos ativos e venda dos depósitos – seja rápido, o processo de encerramento das contas do banco que foi intervencionado pelo FDIC, e de ressarcimento dos restantes credores do banco (os acertos finais dependem dos resultados da venda dos restantes ativos do banco) demora entre 6 a 12 meses.

Acresce que, muitas vezes, o FDIC aceita acordos de partilha de perdas futuras sobre os ativos dos bancos que vende, pelo que pode ter de acompanhar esse processo durante alguns anos.

De acordo com as práticas usuais de procedimentos de resolução bancária, os depósitos seguros (abaixo de 100.000€, no caso português, abaixo de 250.000 USD, no caso dos EUA, em ambos os casos com particularidades específicas) seriam protegidos integralmente.

De acordo com as regras atualmente vigentes, as perdas naqueles depósitos (seguros) seriam suportadas, proporcionalmente, por depósitos não seguros e pelo Fundo de Garantia de Depósitos. Ou seja, o Estado seria chamado a assumir os custos relativos a parte das perdas assumidas pelos depósitos seguros, sendo as restantes perdas suportadas pelos acionistas, depósitos não seguros e outros credores. Dessa forma, é minimizado o custo para o erário público de um processo de resolução bancária.

---

[56] *Vide* "Exhibit 2-4", pg. 14 do Capítulo 2, *Resolution Handbook*, FDIC, disponível em http://www.fdic.gov/bank/historical/reshandbook/.
[57] Fonte: páginas 16 e 17 do Capítulo 2, *Ibid*.

6.2. Objetivos da proposta de resolução bancária sistémica

No "programa de reestruturação da dívida portuguesa" que se propõe neste relatório, o processo de resolução bancária tem como objetivos: assegurar a estabilidade financeira e macroeconómica do sistema bancário nacional; evitar uma corrida sistémica aos bancos; e evitar o colapso simultâneo de toda a banca nacional.

Neste contexto, deixam de fazer sentido a maior parte das metodologias enumeradas acima, que são utilizadas quando um ou alguns (poucos) bancos enfrentam dificuldades.[58] Com efeito, por um lado, essas metodologias perdem operacionalidade se a crise afetar muitos bancos, porque não há nem o tempo nem os recursos disponíveis para intervir em muitos bancos simultaneamente e porque, por outro lado, os seus custos se tornam incomportáveis. [59]

O Programa de Reestruturação da Dívida Portuguesa propõe um processo de *resolução bancária sistémica*, tendo como objetivo tornar a banca financeiramente auto-sustentável, mantendo todos os bancos em funcionamento, pós-resolução bancária.

Ou seja, *não se propõe*: a venda de ativos de bancos; a criação de novos bancos; ou o encerramento dos bancos existentes. Pelo contrário, a operacionalização do processo de resolução bancária sistémica é simplificada – não são necessários recursos nem tempo para avaliar ativos e para procurar compradores para os ativos do banco – permitindo que sejam intervencionados muitos bancos simultaneamente. Nestas condições:

- Não é necessário proceder a uma avaliação do valor dos ativos ("due dilligence") nem é necessário, no pós-resolução bancária, o longo processo de encerramento das contas dos bancos que foram intervencionados e de ressarcimento dos restantes credores do banco que só pode ser concluído após a venda de todos os ativos do banco;

[58] De facto, o próprio Fundo de Garantia de Depósitos, com ativos que representam 1,3% dos depósitos sujeitos a garantias, não seria suficiente para cobrir as perdas que previsivelmente resultariam de um processo de resolução bancária. Aliás, o caso dos Estados Unidos é disso paradigmático. De um fundo de garantia de depósitos disponível de 52,4 mil milhões de dólares no final de 2007 (1,22% dos depósitos seguros), o fundo caiu para -20,9 mil milhões de dólares no final de 2009, já após uma contribuição especial solicitada à banca no 2º trimestre de 2009. Entre 2007 e 2013, o FDIC interveio ou apoiou 505 bancos, tendo dessas intervenções resultado perdas para o fundo de garantia de depósitos americano de 83,4 mil milhões de dólares (Fonte: FDIC).

[59] De facto, não faria sentido avaliar o valor dos ativos de toda a banca nacional simultaneamente, porque se o Estado tentasse vender todos esses ativos o preço dos mesmos cairia substancialmente, resultando desse processo perdas de ativos (i.e., custos) insuportáveis para o erário público nacional. Acresce que teria de procurar compradores externos de toda a banca nacional num espaço de tempo muito reduzido, tendo todos este processo desvantagens sistémicas que nos dispensamos de analisar aqui. Também não faria sentido pagar a depositantes e encerrar toda a banca nacional, de um dia para outro, nem criar novos bancos intercalares para substituírem os existentes.

- Também não é necessário vender os ativos do banco – de que resultam perdas, porque essas vendas são realizadas sob pressão de tempo e com informação imperfeita – nem é necessário procurar transferir os depositantes para outro banco. De igual forma, não é necessário alterar os números das contas bancárias nem os sistemas informáticos;
- Os funcionários dos bancos continuam a trabalhar para as instituições e a receber os seus salários normalmente.
- Fornecedores dos bancos continuam as suas relações comerciais com os bancos sendo pagos integralmente pelos seus serviços e fornecimentos;
- O banco existente continua a monitorizar o valor dos seus ativos (crédito), a conceder crédito e a servir os seus depositantes, i.e., continua a funcionar normalmente.

O processo de resolução bancária sistémica que se propõe consiste exclusivamente numa reestruturação (redução) dos passivos financeiros da banca que poderá ser seguida por um processo de recapitalização bancária.

Para determinar o valor da redução necessária dos passivos da banca sob supervisão nacional, utilizaram-se dados históricos do FDIC sobre o valor médio das perdas de ativos - 34% - em 102 processos de resolução bancária entre 2009 e 2010.[60]

Esta proposta de redução dos passivos bancários é a que se estima ser a adequada, para atingir os objetivos definidos para os indicadores macroeconómicos (*vd. 6.4*), que especificam os contributos do Sector bancário para a redução do défice da balança de rendimentos e da dívida externa do país. Nomeadamente, de acordo com as estimativas dos autores, com esta redução da dívida bancária (excluindo Fundo de Garantia de Depósitos e Empréstimos do Eurosistema) seria possível obter a redução da dívida externa líquida do Sector bancário de 30% do PIB e uma redução da despesa com juros total (face a credores residentes e não residentes) de 2,2 mM€ por ano (destes, 750 M€ por ano, face a credores não residentes).

6.3. Cálculos e metodologia a adotar no processo de resolução bancária sistémica

Nesta Secção descrevem-se as fases do processo de resolução bancária sistémica que é proposto neste relatório. A Fase 0 corresponde à situação no final de 2013, antes do início da reestruturação de dívida e antes do início do processo de resolução bancária sistémica.

A Fase 1 corresponde à situação após o processo de reestruturação de dívida pública mas antes do início do processo de resolução bancária.

[60] O FDIC, quando não tem tempo para estimar o valor dos ativos, utiliza igualmente médias históricas. Dado que alguns ativos são protegidos da reestruturação de dívida bancária, a redução dos passivos bancários (não incluindo as perdas dos capitais próprias dos acionistas iniciais) é de 24%.

As fases seguintes correspondem a diferentes etapas do processo de resolução bancária sistémica.

As Tabelas 11 a 17 apresentam os efeitos no balanço agregado das OIFM residentes de cada uma das fases do processo de resolução bancária sistémica.

Tabela 11: Fase 0 - Balanço agregado das Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes em Portugal, no final de 2013

Ativos		Δ Ativos	Δ Passivos	Passivos	
Empréstimos a particulares e empresas	237,3			116,6	Depósitos Seguros
Emprestimos às Administrações Públicas	7,5			140,8	Depósitos Não Seguros
Empréstimos a OIFs	39,3				
Total Empréstimos	**284,1**			**257,4**	**Total depósitos**
				51,3	Capital e reservas
Títulos de dívida pública	37,4				
Títulos de dívida de OIFs	49,6			75,1	Dívida titulada senior
Outros	46,4			10,6	Dívida titulada subordinada
Total Dívida Titulada	**133,4**			**85,7**	**Total Dívida titulada**
Dívida de curto prazo	0,0			2,3	Dívida de curto prazo
Portfolio de acções	27,6			51,1	Dívida ao Eurosistema
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32			46,6	Passivo face ao exterior
Outros ativos	38,1			20,6	Outros passivos
Total ativos	**515**			**515**	**Total passivos**

F: BCE e estimativas dos autores com base em dados do BdP (em milhares de milhões de euros)

Tabela 12: Fase 1 - Balanço agregado das instituições financeiras monetárias em Portugal, após a reestruturação de dívida pública, mas antes do início do processo de resolução bancária sistémica

Ativos		Δ Ativos	Δ Passivos	Passivos	
Empréstimos a particulares e empresas	208,8	-28,5		116,6	Depósitos Seguros
Emprestimos às Administrações Públicas	0,0	-7,5		140,8	Depósitos Não Seguros
Empréstimos a OIFs	39,3				
Total Empréstimos	**248,1**	**-36,0**		**257,4**	**Total depósitos**
			-54,9	-3,6	Capital e reservas
Títulos de dívida pública	18,4	-19,0			
Títulos de dívida de OIFs	44,6	-5,0		75,1	Dívida titulada senior
Outros	46,4		-10,6	0,0	Dívida titulada subordinada
Total Dívida Titulada	**109,5**	**-24,0**	**-10,6**	**75,1**	**Total Dívida titulada**
Dívida de curto prazo	0,0			2,3	Dívida de curto prazo
Portfolio de acções	22,1	-5,5		51,1	Dívida ao Eurosistema
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32,0			46,6	Passivo face ao exterior
Outros ativos	38,1			20,6	Outros passivos
Total ativos	**450**	**-65,5**	**-65,5**	**450**	**Total passivos**

F: BCE e estimativas dos autores com base em dados do BdP (em mM€). A vermelho marcam-se variações negativas de ativos/passivos.

O processo iniciar-se-ia com a aplicação, determinada por uma lei, de uma contribuição especial a pagar pelas Outras Instituições Financeiras Monetárias

residentes em Portugal (i.e., bancos residentes para efeitos estatísticos),[61] para o Fundo de Garantia de Depósitos, à semelhança do que ocorreu nos EUA em 2009, quando o FDIC solicitou uma contribuição especial à banca para repor as reservas do Fundo de Garantia de Depósitos.

Esta contribuição especial incidiria sobre todos os depósitos e não apenas sobre os depósitos seguros.[62]

A contribuição especial representaria 10% dos depósitos antes do início do processo de resolução bancária (25,7 mil milhões de euros, vd. Tabela 12).

A banca pagaria essa contribuição deduzindo a todos os depósitos existentes 10% do saldo em conta e transferindo esse montante para uma nova conta bancária, criada no respetivo banco, em benefício do Fundo de Garantia de Depósitos.

Tabela 13: Fase 2 - Balanço agregado, OIFM residentes, Portugal

Ativos		Δ Ativos	Δ Passivos	Passivos	
Empréstimos a particulares e empresas	208,8		-11,7	104,9	Depósitos Seguros
Emprestimos às Administrações Públicas	0,0		-14,1	126,7	Depósitos Não Seguros
Empréstimos a OIFs	39,3		25,7	25,7	Depósitos Fundo de Garantia de Depósitos
Total Empréstimos	**248,1**			**257,4**	**Total depósitos**
				-3,6	Capital e reservas
Títulos de dívida pública	18,4				
Títulos de dívida de OIFs	44,6			75,1	Dívida titulada senior
Outros	46,4			0,0	Dívida titulada subordinada
Total Dívida Titulada	**109,5**			**75,1**	**Total Dívida titulada**
Dívida de curto prazo	0,0			2,3	Dívida de curto prazo
Portfolio de acções	22,1			51,1	Dívida ao Eurosistema
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32,0			46,6	Passivo face ao exterior
Outros ativos	38,1			20,6	Outros passivos
Total ativos	**450**			**450**	**Total passivos**

F: BCE e estimativas dos autores com base em dados do BdP (em mM€). A verde marcam-se variações positivas de ativos/passivos.

Cada banco concederia ainda um empréstimo a 30 anos ao Fundo de Garantia de Depósitos equivalente a 5% dos respetivos depósitos (num total de 12,9 mil milhões de euros, vd. Tabela 13), garantido pelo Estado, que depositaria igualmente na conta criada no respetivo banco, em benefício do Fundo de Garantia de Depósitos. A taxa de juro desse empréstimo seria de 2%.

[61] Vide lista de OIFM residentes compilada pelo BdP em https://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/MetodologiaseNomenclaturasEstatisticas/LEFE/Publicacoes/IFM_listas.pdf

[62] De acordo com dados do BCE e do Banco de Portugal, as OIFM residentes têm depósitos de 257,4 mil milhões de euros (excluindo empréstimos do Eurosistema). Contudo, de acordo com o Fundo de Garantia de Depósitos, só 116,7 mil milhões de euros são depósitos atualmente abrangidos pelo Fundo de Garantia de Depósitos, ou seja, 38,4% do total.

Tabela 14: Fase 3 - Balanço agregado, OIFM residentes, Portugal

Ativos		Δ Ativos	Δ Passivos		Passivos
Empréstimos a particulares e empresas	221,7	12,9		104,9	Depósitos Seguros
Emprestimos às Administrações Públicas	0,0			126,7	Depósitos Não Seguros
Empréstimos a OIFs	39,3		12,9	38,6	Depósitos Fundo de Garantia de Depósitos
Total Empréstimos	**261,0**	**12,9**	**12,9**	**270,3**	**Total depósitos**
				-3,6	Capital e reservas
Títulos de dívida pública	18,4				
Títulos de dívida de OIFs	44,6			75,1	Dívida titulada senior
Outros	46,4			0,0	Dívida titulada subordinada
Total Dívida Titulada	**109,5**			**75,1**	**Total Dívida titulada**
Dívida de curto prazo	0,0			2,3	Dívida de curto prazo
Portfolio de acções	22,1			51,1	Dívida ao Eurosistema
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32,0			46,6	Passivo face ao exterior
Outros ativos	38,1			20,6	Outros passivos
Total ativos	**463**	**12,9**	**12,9**	**463**	**Total passivos**

F: BCE e estimativas dos autores com base em dados do BdP (em mM€)

Após esse processo, o valor nominal das ações existentes seria reduzido a 0€. Os detentores de dívida subordinada veriam igualmente os seus créditos anulados. Cada banco emitiria novas ações com valor nominal de 1€ cada, num montante total equivalente a 25% do balanço de cada banco no final de 2013. Tal representaria, para o sistema bancário residente, uma emissão de ações com valor nominal global de 128,8 mM€[63] (vd. Nota de rodapé 63).

Todos os restantes passivos da banca, exceto depósitos do Fundo de Garantia de Depósitos, a dívida ao Eurosistema, dívida a fornecedores e a funcionários, seriam, por lei, redenominados, sendo o valor nominal dos depósitos reduzidos em 24% e o valor nominal dos restantes passivos reduzidos em 34% (vd Tabela 14).

Tabela 15: Fase 4 - Balanço agregado, OIFM residentes, Portugal

Ativos		Δ Ativos	Δ Passivos		Passivos
Empréstimos a particulares e empresas	221,7		-25,2	79,8	Depósitos Seguros
Emprestimos às Administrações Públicas	0,0		-30,4	96,3	Depósitos Não Seguros
Empréstimos a OIFs	25,9	-13,4		38,6	Depósitos Fundo de Garantia de Depósitos
Total Empréstimos	**247,6**	**-13,4**	**-55,6**	**214,7**	**Total depósitos**
			65,6	62,0	Capital e reservas
Títulos de dívida pública	18,4				
Títulos de dívida de OIFs	25,0	-19,6	-25,5	49,6	Dívida titulada senior
Outros	46,4			0,0	Dívida titulada subordinada
Total Dívida Titulada	**89,8**	**-19,6**	**-25,5**	**49,6**	**Total Dívida titulada**
Dívida de curto prazo	0,0		-0,8	1,5	Dívida de curto prazo
Portfolio de acções	19,3	-2,8		51,1	Dívida ao Eurosistema
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32,0		-15,8	30,8	Passivo face ao exterior
Outros ativos	38,1		-3,5	17,1	Outros passivos
Total ativos	**427**	**-35,8**	**-35,8**	**427**	**Total passivos**

F: BCE e estimativas dos autores com base em dados do BdP (em mM€)

Posteriormente, o Fundo de Garantia de Depósitos iria proceder a transferências dos seus depósitos em cada banco para os depositantes beneficiários de seguro de

[63] Tal montante seria superior ao montante estimado das perdas dos credores não subordinados das OIFM residentes em Portugal: em média, as perdas representariam 19,7% do balanço agregado das OIFM residentes, num montante nominal total que se estima em 101,2 mM€. Contudo, o nível de perdas não seria uniforme em cada banco, dado que a estrutura de passivos de cada banco difere. Por essa razão, realiza-se um aumento de capital superior ao necessário para toda a banca, de forma a permitir que cada banco seja capaz de compensar os seus credores entregando novas ações com valor nominal idêntico às perdas sofridas pelos credores.

depósitos, de forma a que cada um desses depositantes visse os seus depósitos até 100.000€ integralmente repostos.

Tabela 16: Fase 5 - Balanço agregado, OIFM residentes, Portugal

Ativos		Δ Ativos	Δ Passivos		Passivos
Empréstimos a particulares e empresas	221,7		36,8	116,6	Depósitos Seguros
Emprestimos às Administrações Públicas	0,0			96,3	Depósitos Não Seguros
Empréstimos a OIFs	25,9		-36,8	1,8	Depósitos Fundo de Garantia de Depósitos
Total Empréstimos	**247,6**			**214,7**	**Total depósitos**
				62,0	Capital e reservas
Títulos de dívida pública	18,4				
Títulos de dívida de OIFs	25,0			49,6	Dívida titulada senior
Outros	46,4			0,0	Dívida titulada subordinada
Total Dívida Titulada	**89,8**			**49,6**	**Total Dívida titulada**
Dívida de curto prazo	0,0			1,5	Dívida de curto prazo
Portfolio de acções	19,3			51,1	Dívida ao Eurosistema
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32,0			30,8	Passivo face ao exterior
Outros ativos	38,1			17,1	Outros passivos
Total ativos	**427**			**427**	**Total passivos**

F: BCE e estimativas dos autores com base em dados do BdP (em mM€)

Cada banco, como contrapartida pela redução do passivo, entregaria a cada um dos seus credores, incluindo o Fundo de Garantia de Depósitos (que se substitui aos depositantes dos depósitos seguros, até 100.000 €), novas ações com valor nominal idêntico ao da redução do valor dos seus créditos sobre o banco, em resultado da resolução bancária.

O Fundo de Garantia de Depósitos, por exemplo, teria direito a receber ações no montante de 36,8 mil milhões de euros do sistema bancário nacional,[64] tornando-se no maior acionista individual do conjunto das OIFM, com uma participação ajustada de 36,4%.[65] Estas ações seriam entregues ao Estado como contrapartida pela garantia dada pelo Estado ao Fundo de Garantia de Depósitos (vd. fase 3).

Os depositantes (depósitos não seguros, saldos bancários que excedem os 100.000€ por depositante) receberiam ações, de cada banco. Para o conjunto das OIFM, o valor nominal destas novas ações seria de 44,5 mil milhões de euros (44% do capital emitido e distribuído).

Os restantes credores do banco (excluindo os detentores de dívida subordinada) receberiam, de igual modo, novas ações do seu banco. Para o conjunto das OIFM, o valor nominal destas novas ações seria de 19,9mM€ (19,7%).[66]

[64] Valor igual ao montante transferido para os depositantes com depósitos até 100.000 €, que não sofreriam quaisquer perdas.

[65] 36,4%=36,8 mM€/101,2 mM€ de ações entregues aos credores não subordinados como compensação da reestruturação da dívida bancária.

[66] 128,8 mM€ (emissão de ações para o sistema bancário residente)= 36,8 mM€ (ações transferidas para o Fundo de Garantia de Depósitos) + 44,5 mM€ (ações transferidas para depositantes relativos à parte dos depósitos que não estão garantidos) + 19,9 mM€ (ações transferidas para restantes credores da banca)+ 27,6 mM€ (ações emitidas, mas não distribuídas, para fazer face a diferenças na estrutura de passivos da banca).

Tabela 17: Processo de resolução bancária sistémica: balanço final e alterações globais decorrentes do processo no balanço agregado das OIFM residentes, Portugal

Ativos		Δ Ativos	Δ Passivos	Passivos	
Empréstimos a particulares e empresas	221,7	-15,6	0,0	116,6	Depósitos Seguros
Emprestimos às Administrações Públicas	0,0	-7,5	-44,5	96,3	Depósitos Não Seguros
Empréstimos a OIFs	25,9	-13,4	1,8	1,8	Depósitos Fundo de Garantia de Depósitos
Total Empréstimos	**247,6**	**-36,5**	**-42,7**	**214,7**	**Total depósitos**
			10,7	62,0	Capital e reservas
Títulos de dívida pública	18,4	-19,0			
Títulos de dívida de OIFs	25,0	-24,6	-25,5	49,6	Dívida titulada senior
Outros	46,4	0,0	-10,6	0,0	Dívida titulada subordinada
Total Dívida Titulada	**89,8**	**-43,6**	**-36,1**	**49,6**	**Total Dívida titulada**
Dívida de curto prazo	0,0	0,0	-0,8	1,5	Dívida de curto prazo
Portfolio de acções	19,3	-8,3	0,0	51,1	Dívida ao Eurosistema
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32,0	0,0	-15,8	30,8	Passivo face ao exterior
Outros ativos	38,1	0,0	-3,5	17,1	Outros passivos
Total ativos	**427**	**-88,4**	**-88,3**	**427**	**Total passivos**

F: BCE e estimativas dos autores com base em dados do BdP (em mM€)

Em síntese, em consequência do processo de resolução bancária proposto:

a. Titulares de ações registariam perdas equivalentes ao valor contabilístico dos capitais próprios (as perdas de valor de mercado seriam substancialmente inferiores);
b. Titulares de dívida subordinada registariam perdas de 100%, em conformidade com as práticas vigentes e aceites nos mercados financeiros internacionais;
c. Alguns credores, nomeadamente o Eurosistema e os depositantes com depósitos inferiores a 100.000€, não teriam quaisquer perdas;
d. Os restantes credores (relativa à parte dos depósitos acima de 100.000€ e credores de títulos de dívida bancária), bem como o Fundo de Garantia de Depósitos que se substitui aos depositantes com depósitos inferiores a 100.000€, veriam os seus créditos face ao sistema bancário residente reduzido em 34%. Receberiam, porém, como contrapartida, ações dos respetivos bancos com valor nominal idêntico ao da redução dos seus créditos sobre a banca e com valor contabilístico equivalente a 61,2% dessa redução.[67] Note-se que receberiam ações de bancos com balanços muito mais robustos do que atualmente, ações essas que teriam tendência a apreciar-se.

[67] 61,2%=62 mM€ capitais próprios/101,2 mM€ valor nominal das ações emitidas e distribuídas. Ou seja, a redução do valor contabilístico dos ativos dos credores face à banca seria de 34%*(1-61,2%)=13,1%.

6.3.1. Tratamento dos ativos e passivos das Outras Instituições Financeiras Monetárias (bancos) residentes face a outras instituições financeiras monetárias não residentes

Uma das questões mais complexas em processos de resolução bancária prende-se com o tratamento de ativos e passivos externos entre instituições financeiras monetárias ("cross-border banking"). Esta é uma questão muito relevante no caso de um processo de resolução bancária sistémica em Portugal, devido ao perfil internacional das OIFM residentes em Portugal.[68]

De facto, as OIFM residentes em Portugal não só detêm sucursais no estrangeiro com ativos e passivos significativos, como também são em alguns casos sucursais de bancos não residentes.

De acordo com o quadro B.3.7.2 do Boletim Estatístico do Banco de Portugal, no final de 2013, cerca de 70,1 mM€ de depósitos e outros instrumentos equiparados a depósitos das OIFM residentes eram passivos face a não residentes (27,3% do total de depósitos das OIFM residentes, mas que representam quase 50% dos depósitos não seguros das OIFM residentes).

Deste montante 34,4 mM€ eram passivos face à sede ou às sucursais da própria instituição financeira monetária. Cerca de metade corresponde a depósitos ou empréstimos da casa mãe de bancos não residentes a sucursais destes bancos em Portugal, com a outra metade a representar empréstimos das sucursais da banca nacional no estrangeiro à casa mãe em Portugal.

Dos 70,1 mM€ de depósitos, 19mM€ correspondiam a depósitos ou empréstimos de OIFM não residentes a OIFM residentes. Contudo neste caso, embora se tratassem de instituições financeiras distintas existiam, para a maior parte dos depósitos/empréstimos, uma relação de domínio entre a instituição financeira credora e devedora.

Ou seja, dos 70,1 mM€ de depósitos de não residentes nas OIFM residentes, 53,4 mM€ são depósitos/empréstimos de OIFM não residentes nas OIFM residentes, sendo que cerca de 88% desses depósitos são realizados por instituições financeiras relacionadas (sucursais, casa mãe, ou relação de domínio) com as OIFM residentes e são depósitos não abrangidos pelo seguro de depósitos.

O processo de resolução bancária sistémica resultaria numa redução do valor nominal desses depósitos que se estima em 31,3% (22,0 mM€), dado que a quase totalidade desses depósitos seriam depósitos não seguros, porque de montante superior a 100.000€.

[68] Vide lista das OIFM residentes referenciada na nota de rodapé 61, em que se salienta o número de sucursais de OIFM não residentes.

A redução dos passivos bancários face a não residentes seria articulada com as autoridades monetárias não residentes, de forma a minorar o impacto da resolução bancária sistémica nos sistemas financeiros de outros países.

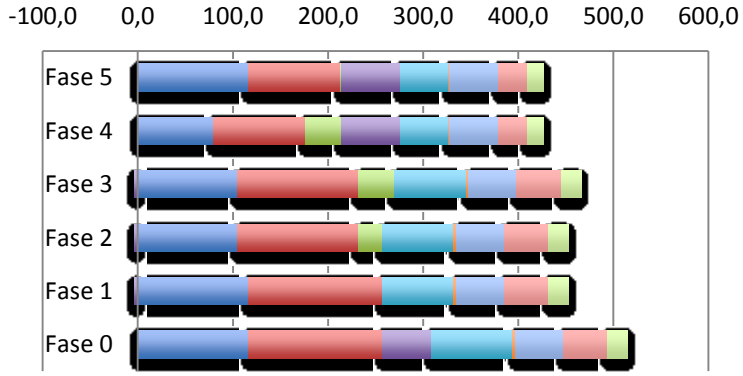
Neste contexto, teria de ser negociado, com a casa mãe, o funcionamento das sucursais em Portugal de bancos estrangeiros.

6.4. Efeitos

6.4.1. Efeitos no balanço agregado das OIFM residentes em Portugal

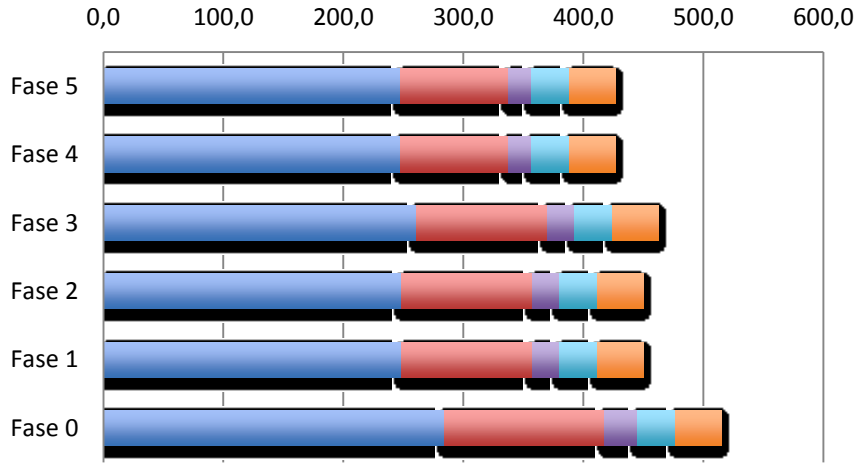
Os gráficos 7 e 8 mostram o efeito das diferentes fases do processo de resolução bancária sistémica nos ativos e passivos das OIFM residentes em Portugal.

Gráfico 7: Resolução bancária sistémica – evolução do passivo agregado das OIFM residentes em Portugal



	Fase 0	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Fase 4	Fase 5
Depósitos Seguros	116,6	116,6	104,9	104,9	79,8	116,6
Depósitos Não Seguros	140,8	140,8	126,7	126,7	96,3	96,3
Depósitos Fundo de Garantia de Depósitos	0,0	0,0	25,7	38,6	38,6	1,8
Capital e reservas	51,3	-3,6	-3,6	-3,6	62,0	62,0
Total Dívida titulada	85,7	75,1	75,1	75,1	49,6	49,6
Dívida de curto prazo	2,3	2,3	2,3	2,3	1,5	1,5
Dívida ao Eurosistema	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1
Passivo face ao exterior	46,6	46,6	46,6	46,6	30,8	30,8
Outros passivos	20,6	20,6	20,6	20,6	17,1	17,1

Gráfico 8: Resolução bancária sistémica – evolução do ativo agregado das OIFM residentes em Portugal



	Fase 0	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Fase 4	Fase 5
Total Empréstimos	284,1	248,1	248,1	261,0	247,6	247,6
Total Dívida Titulada	133,4	109,5	109,5	109,5	89,8	89,8
Dívida de curto prazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Portfolio de acções	27,6	22,1	22,1	22,1	19,3	19,3
Ativos sobre o Resto do Mundo (excl. área Euro)	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0
Outros ativos	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1

A resolução bancária sistémica reduz a dívida das OIFM residentes em Portugal em 24% (111,8 mM€), em termos brutos, e em 98,9 mM€ em termos líquidos.[69] Resulta ainda numa redução da dívida externa das OIFM residentes que se estima em 50,3 mM€ (30% do PIB de 2013).[70]

Em resultado do processo de resolução bancária sistémica, como indicamos, o balanço agregado das OIFM residentes em Portugal reduzir-se-ia de 515 mM€ para 427 mM€ (-17,1%). Ou seja, o processo de resolução bancária sistémica permitiria melhorar a robustez do sistema financeiro nacional, ao resultar num reforço dos capitais próprios de 51,3mM€ (cerca de 10% dos ativos totais) para 62mM€ (que passaria a representar 14,5% dos ativos totais, pós-resolução bancária).

[69] O Fundo de Garantia de Depósitos contrai um novo empréstimo de 12,9 mM€ junto da banca, utilizando 11,1 mM€ desse empréstimo para garantir os depósitos seguros (saldos até 100.000€). Por conseguinte, a dívida líquida da banca reduz-se em 98,9 mM€ (=111,8 mM€-12,9 mM€), ou 21,3% da dívida agregada das OIFM residentes no final de 2013.

[70] 50,3mM€= 15,8mM€ (redução do passivo face ao exterior)+12,5 mM€ (redução da dívida titulada detida por não residentes)+22 mM€ (redução de depósitos não seguros detidos por não residentes).

6.4.2. Efeitos nos resultados das OIFM residentes em Portugal

As receitas com juros das OIFM residentes cairiam 1,8 mM€ em resultado da reestruturação da dívida pública (vd. Secção 5.4.5).[71]

Estima-se que a redução de outros ativos bancários (excluindo créditos sobre as Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado) seria de 33,5 mM€. Assumindo uma taxa de juro média de 3% sobre esses ativos, essa redução de ativos resultaria numa diminuição adicional das receitas com juros de cerca 1 mM€ por ano.

Contudo, o Fundo de Garantia de Depósitos contrairia novos empréstimos junto da banca de 12,9 mM€ com taxa de juro de 2% (Fase 3 da resolução bancária), gerando receitas para a banca de 0,26 M€ por ano.

Em suma, estima-se que, após a reestruturação da dívida pública e após a resolução bancária sistémica, as receitas com juros das OIFM residentes cairiam, em termos líquidos, cerca de 2,5 mM€ por ano.

Como referido acima, após a resolução bancária, a dívida líquida das OIFM residentes diminuiria em 98,9 mM€. Assumindo uma taxa de juro média de 2,2% sobre essa dívida bancária,[72] a despesa com juros das OIFM residentes cairia 2,2 mM€ por ano.

Em síntese, estima-se que a margem líquida de juros ("net interest margin") das OIFM residentes deteriorar-se-ia em 300 M€ por ano em resultado da reestruturação da dívida pública e da resolução bancária, montante que a banca seria capaz de compensar através de outras medidas, pós-resolução bancária e através da melhoria estrutural do balanço agregado das OIFM residentes em várias dezenas de milhares de milhões de euros (fruto de uma redução de dívida bancária e, em particular, da redução da dívida externa da banca, muito superior à redução de ativos).

6.4.3. Efeitos na dívida das Administrações Públicas

A resolução bancária não teria efeitos diretos na dívida bruta das Administrações Públicas. Contudo, teria efeitos diretos na dívida pública, líquida de depósitos, das Administrações Públicas, na ótica de Maastricht.

[71] Não se incluem nesta estimativa as perdas de receitas resultantes da reestruturação das obrigações contingentes do Estado relacionadas com as PPPs ou com outras garantias públicas.
[72] Essa dívida inclui 10,6mM€ de dívida subordinada, entre a qual os "CoCos" adquiridos pelo Estado, que têm taxas de juro médias muito elevadas. Por essa razão assume-se que a taxa de juro média, da parte da dívida bancária que é reestruturada, é de 2,2%.

As Administrações Públicas, que têm depósitos na banca comercial estimados em 10,8 mM€, registariam perdas de 3,7 mM€ [73] e receberiam ações com esse valor nominal.

Por conseguinte, o valor presente da dívida pública, líquida de depósitos, na ótica de Maastricht, seria estimado em 65% do PIB, ou seja o processo de resolução bancária implicaria uma deterioração de 2 p.p. naquele rácio.

O Estado é o único acionista da Caixa Geral de Depósitos (capitais próprios de 6,8 mM€) e no âmbito do programa de resgate emprestou à banca nacional um montante que se estima, no final de 2013, em 5,5 mM€, na forma de dívida subordinada ("CoCos"). O Estado sofreria perdas de 100% nesses passivos das OIFM residentes. Ou seja, sofreria perdas, na qualidade de acionista e detentor de dívida subordinada, de cerca de 12 mM€ (=6,8+5,5).

O total das perdas totais sobre os passivos das OIFM residentes ascende a 62mM€ (51,3mM€ de capitais próprios + 10,6mM€ de dívida subordinada).

Acresce que o Estado garantiu parte da dívida bancária. Assumindo que 50% das garantias do Estado (total no final de 2013: 23,2 mM€) são relativas à banca e que destas garantias, 50% seriam exercidas após o processo de resolução bancária o Estado seria chamado a ressarcir credores bancários no valor nominal de 5,8 mM€.[74] Para isso, entregaria Novas Obrigações de Tesouro a esses credores ficando, por seu turno, credor das OIFM residentes no mesmo montante (*vide* Secção 5.2.4). Após a resolução bancária, passaria a ser credor da banca no valor nominal de 3,8 mM€. A banca iria entregar novas ações ao Estado com valor nominal de 2 mM€.

Se essas garantias fossem exercidas, isso representaria um agravamento do valor presente da dívida pública bruta não consolidada em até 2 p.p. do PIB.

6.5. Notas finais

Nesta secção descrevem-se o procedimento a adotar para a reestruturação dos passivos bancários e saneamento da banca, que revela, por um lado, a complexidade de tal processo e, pelo outro lado, que tal processo seria exequível.

Realça-se ainda que casos recentes têm colocado em causa a credibilidade dos balanços financeiros publicados de alguns grupos bancários a atuar em Portugal.

Acresce que as diferenças nas estruturas de passivos da banca se traduziria em níveis de perdas diferenciados em cada banco.

---

[73] 34% de 10,8mM€.

[74] 0.5*0,5*23.2mM€ =5.8mM€. Não se entra em conta com o efeito do exercício das garantias nas estimativas da dívida pública apresentadas neste documento.

Por conseguinte, antes da resolução bancária seria necessário uma verificação cuidada desses balanços bancários por especialistas e o processo deveria ser conduzido em parceria com as autoridades monetárias.

7. Medida de política económica III: Alteração da estrutura fiscal

As alterações da estrutura fiscal não são abordadas em detalhe neste relatório. Os autores limitam-se a indicar que é necessária uma alteração da política fiscal para conduzir, nomeadamente, à redução dos custos fiscais de sectores transacionáveis e mais sujeitos à concorrência, aumentando os custos fiscais de monopólios e sectores protegidos da concorrência.

O objetivo das alterações da estrutura fiscal seria melhorar a sustentabilidade macroeconómica do país, nomeadamente visam assegurar que o crescimento da procura interna não resulta em agravamentos insustentáveis da balança comercial e da balança corrente e de capital, situação que viria, a prazo, conduzir a economia nacional a novas crises de balança de pagamentos e de dívida externa.

8. Conclusões

Este relatório parte da constatação de que as políticas recessivas criam um país inviável, democraticamente diminuído porque assume a forma de um protetorado e economicamente fragilizado pelo agravamento da austeridade, perda de investimento e de capacidade de emprego e de produção. Como demonstramos, a austeridade não pode resultar e a dívida é insustentável nesse contexto.

A União Europeia deveria, já há muito, ter reconhecido a natureza da crise e promovido uma resposta de política económica fundamentada a esta crise que, como referido, tem as suas raízes em deficiências da arquitetura da União Económica e Monetária, i.e., do euro. Ao invés, as políticas económicas definidas pelas instituições de governo da União Europeia têm sido, na maior parte dos casos, contraproducentes e divisivas, colocando em risco a sobrevivência do projeto de integração Europeia.

Segundo Scharpf (2014), falta legitimação democrática e técnica ("input-legitimacy") às políticas de resposta à crise definidas pelas instituições de governo da União Europeia. E mesmo que essas políticas fossem legitimadas pelo sucesso dos resultados ("output-legitimacy") – que não são, na opinião dos autores deste relatório, como se demonstrou acima – os fins nunca justificam os meios.

Portanto, o país confronta-se não só com uma deficiente arquitetura do euro e com uma contraproducente resposta à crise por parte das instituições de governo da União Europeia, mas também com problemas graves no funcionamento das instituições de governo da União Europeia. Em consequência, o país não pode contar nem pode esperar uma resposta Europeia à crise avisada e fundamentada, enquanto persistirem esses problemas na governança da União Europeia.

Por essa razão, torna-se necessário definir políticas económicas nacionais que permitam responder à crise de forma autónoma das instituições de governo da União Europeia, dessa forma influenciando o processo de decisão europeu em prol de melhores políticas europeias.

Não abdicando de uma solução europeia para a crise das dívidas soberanas e de uma resposta europeia para a longa recessão iniciada pelo *crash* internacional de 2007 e 2008, os autores apresentam um programa para a reestruturação da dívida portuguesa que deve servir de guião para negociações com os credores e com as instituições europeias, pressupondo que o Estado português deve tomar a iniciativa de iniciar o processo de reestruturação e de todos os passos necessários nesse sentido. A urgência de uma resposta enérgica, depois de seis anos de degradação das condições económicas nacionais e internacionais, determina a formulação deste programa como a proposta de um roteiro preciso que as autoridades nacionais deveriam seguir.

São possíveis vários caminhos para a reestruturação da dívida e os autores manifestam a sua inteira abertura para considerar outras alternativas, como as

que incidam noutros planos negociados, na redução imediata do stock da dívida com juros mais elevados para os credores, ou outros modelos.

No programa aqui apresentado os autores analisam os efeitos de uma primeira medida que consiste na substituição de todos os títulos de dívida bruta não consolidada das Administrações Públicas e Sector Empresarial do Estado por Novas Obrigações do Tesouro, a serem resgatadas integralmente em prestações iguais entre 2045 e 2054 com um cupão de 1%.

O efeito desse programa seria reduzir o valor presente dessa dívida, líquida de depósitos, para 63% do PIB, ou, na ótica de Maastricht, para 74%, já considerando a necessária recapitalização da Segurança Social e de outros fundos do Estado. Deste modo, o fluxo de pagamentos de juros da dívida pública seria reduzido anualmente em cerca de 5mM, criando uma margem importante para investimento e recuperação económica.

A segunda medida consiste num processo de resolução bancária sistémica, reestruturando 32% dos passivos bancários atuais e reduzindo a dívida bancária em cerca de 24%, de modo a assegurar a recuperação, a solvabilidade e a credibilidade do sistema bancário.

Estas duas medidas, que deveriam ser suportadas por uma mudança profunda do sistema fiscal, conduziriam à redução da dívida externa líquida portuguesa para 24% do PIB (ou da dívida externa bruta para 145% do PIB) e a uma melhoria do superávite da balança corrente e de capital para mais de 5% do PIB em 2015, o que recolocaria Portugal numa trajetória sustentável, recuperando ao mesmo tempo a capacidade de auto-financiamento futuro e de auto-determinação democrática.

9. Anexos

9.1. Fundamentos teóricos e históricos da reestruturação da dívida

A proposta de reestruturação da dívida tem uma ampla fundamentação na teoria económica. Não sendo esse o tema deste relatório, limitamo-nos a evocar o contributo de dois autores de épocas distintas, Adam Smith e John Maynard Keynes, e ainda um exemplo de uma reestruturação bem sucedida e que foi condição para o surgimento da União Europeia.

Adam Smith dedicou o último capítulo do seu clássico *Inquérito sobre a Riqueza das Nações* à questão da dívida soberana. Registando essas "enormes dívidas que atualmente oprimem e que, provavelmente, serão no futuro a causa da ruína de todas as grandes nações da Europa" (Smith, 1776: 626), Smith distinguiu o caso em que a dívida é interna daquele em que é externa. No primeiro, escrevia, "Quando se faz o pagamento do juro da dívida pública, já tivemos ocasião de o referir, é a mão direita que paga à esquerda [se a totalidade da divida pública é devida aos habitantes do país]. O dinheiro não sai do país. Trata-se apenas de um parte do crédito de um grupo de habitantes que é transferido para outro grupo, não havendo, assim, um empobrecimento da nação" (ibid.: 651). Embora considerasse que, mesmo nesse caso, a dívida seria "perniciosa", por suscitar a cobrança futura de impostos que diminuiria a acumulação de capital, financiando uma transferência prejudicial para os credores da dívida pública (simplesmente porque os agentes financeiros podem não ser os agentes do investimento), essa situação seria sempre distinta do caso de a dívida ser externa, que arrastaria, além desse risco, a certeza de um "empobrecimento da nação".

Para aliviar o peso da dívida, Adam Smith refere os casos em que a redução da taxa de juro permitiu criar fundos de amortização e de investimento (ibid.: 643, 646) ou em que o soberano impôs unilateralmente a alteração do valor da moeda nacional, desvalorizando a dívida, ou declarou a bancarrota. O autor defendeu explicitamente o primeiro procedimento, e não o segundo ou o terceiro. Mas a razão pela qual defende o alívio do peso da dívida é ainda mais importante para os nossos dias: Smith contrariava a política de usar receitas fiscais e a redução da procura interna para pagar a dívida externa, porque conduzia ao empobrecimento e à "ruína das grandes nações".

No limite, segundo Adam Smith, o governo poderia mesmo impor uma moratória e usar o seu fundo de amortização da dívida, evitando o aumento de impostos: "Uma suspensão imediata do pagamento da dívida não é imediatamente sentida pelo povo, nem vai provocar críticas ou queixas. Contrair um empréstimo através do fundo de amortização é um processo evidente e simples para se sair da dificuldade actual. Quanto mais se acumulam as dívidas públicas, mais necessário se torna estudar a maneira de as reduzir e mais perigoso e prejudicial será aplicar mal qualquer parcela do fundo de amortização. (...) Quando uma nação já se encontra sobrecarregada de impostos, nada poderá submeter o povo a pagar, com

uma paciência razoável, um novo imposto, a não ser as necessidades próprias de uma nova guerra (...)" (ibid.: 641-2).

Cerca de cento e cinquenta anos mais tarde, John Maynard Keynes voltou ao tema do pagamento da dívida no livro que o tornou famoso, *As Consequências Económicas da Paz*, que foi escrito no contexto da imposição pelo Tratado de Versalhes do pagamento de reparações de guerra pela Alemanha. Como é conhecido, Keynes considerou que o valor determinado era excessivo, que tornaria inviável a economia alemã e que a estratégia de empobrecimento suscitaria uma reação de vingança, o que veio a revelar-se uma previsão tragicamente correta: "Se adoptamos o ponto de vista de que a Alemanha deve ser empobrecida e as suas crianças esfomeadas e estropiadas [...]. Se temos por objectivo deliberado o empobrecimento da Europa Central, prevejo que a vingança não tardará" (Keynes, 1919: 28).

Neste contexto, em que aliás a alegação de culpa, juridicamente fundamentada, era aceite por ambas as partes, Keynes discutiu as três formas de pagamento desta dívida: "As formas que a Alemanha pode usar para liquidar a soma que se comprometeu a pagar são três:: (1) riqueza imediatamente transferível sob a forma de ouro, navios e valores estrangeiros; (2) o valor de propriedade em território cedido ou entregue nos termos do armistício; (3) pagamentos anuais ao longo de um certo número de anos, em parte em cash e em parte em materiais tais como carvão, potassa e tintas" (ibid.: 69).

As duas primeiras, a cedência de ouro ou de outros ativos, e a cedência de território e propriedades, acentuariam as dificuldades imediatas da Alemanha e seriam motivo de descontentamento e hostilidade futura. Por outras palavras, restaria a utilização do terceiro instrumento: só uma economia capaz de produzir saldos comerciais poderia liquidar a sua dívida. Nesse sentido, Keynes rejeitou a redução do nível de vida como instrumento para obter esses saldos comerciais (ibid.: 75, 83). Calculando o valor atual do seu eventual fluxo futuro, presumiu que a produção de bens e serviços devia aumentar e que se, pelo contrário, o PIB fosse reduzido, o programa de exportações seria inviável (ibid.: 80-1). Mais ainda, seria necessário um investimento importante e mudanças na estrutura de capital e de trabalho para adequar o sistema produtivo a esse modelo de exportação, a partir da recuperação e do crescimento da economia alemã (ibid.: 83).

Keynes explorou diversas possibilidades de resolver o impasse nas negociações entre os vencedores e os vencidos da guerra, considerando a sua preocupação quanto à insustentabilidade da posição em que ficaria a Alemanha. Sugeriu, por exemplo, uma emissão limitada de títulos de dívida a cinco anos, sem juros ou com 5% de juro e cinco anos de carência, garantidos simultaneamente pelos credores e pelos devedores, que servissem de colateral para empréstimos para a reconstrução do pós-guerra. No decurso das negociações para o Tratado de Versalhes, Keynes, enquanto consultor da delegação britânica, chegou mesmo a apresentar um plano que incluía a redução imediata da dívida da Alemanha, o cancelamento da dívida entre os Aliados, afectando sobretudo os EUA, a criação de uma zona de comércio livre na Europa e um sistema de empréstimo

internacional para estabilizar as moedas (Skidelsky, 1983: 356; Moggridge, 1992: 333).

A estratégia anti-recessiva proposta por Keynes era portanto diametralmente oposta à que foi adoptada pelo Tratado de Versalhes e que fracassou nos anos seguintes, dando lugar à vingança e ao turbilhão de destruição que se lhe seguiu. O argumento era evidente: não é viável pagar a dívida externa com a redução da procura interna por via da repressão fiscal ou da redução do investimento público em período recessivo; a dívida externa só pode ser amortizada por receitas de exportações, o que exige um grande aumento do investimento e do emprego. Por outro lado, Keynes defendia o controlo da circulação de capitais como a condição para uma política económica soberana (carta a Harrod, 19 de abril de 1942, Keynes, 1971: 149).

Em 1953, terminada a Segunda Grande Guerra, a Conferência de Londres procurou evitar os erros do Tratado de Versalhes e aceitou uma reestruturação de dívida que apoiasse o fortalecimento da economia, no curto prazo, sem colocar em perigo o bem-estar da população; no longo-prazo, a recuperação económica. Por isso, o Acordo de Londres assegurou que a Alemanha não seria obrigada a pagar mais do que aquilo que poderia pagar, o que se traduziu em quatro orientações. Primeiro, o montante em dívida foi significativamente reduzido (entre 50% e 63%). Segundo, foi dado um longo período de tempo para pagar (a última prestação de capital e juro venceu 30 anos depois, em 1983), com um período de carência inicial de 5 anos. Terceiro, o limite do serviço da dívida a pagar em cada ano seria função da capacidade económica e financeira do país para fazer face a estes pagamentos. As taxas de juro foram subsidiadas (entre 0 e 5%), o juro vencido calculado à taxa de 1%. O serviço da dívida estava indexado ao comércio externo, requerendo-se uma balança comercial excedentária e nunca podendo representar mais de 5% do valor das exportações. Por último, ainda se aceitou o princípio da renegociação futura dos termos e condições, caso estes se afigurassem mais onerosos que o previsto.

Sem o sucesso desta reestruturação, não teria sido possível, poucos anos mais tarde, criar a Comunidade Económica Europeia, hoje UE. A teoria económica e a experiência concreta da Europa demonstram que, perante uma crise da balança de pagamentos com uma dimensão grave, a reestruturação da dívida externa é não só uma necessidade como uma obrigação.

9.2. FAQs (Frequently Asked Questions) sobre resolução bancária

9.2.1. O que é a resolução bancária?

Um processo de resolução bancária é um processo expedito de saneamento bancário, que foi originalmente introduzido nos EUA, sendo administrado nesse país pelo *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC).

O objetivo de um processo de resolução bancária é reestruturar os passivos bancários, utilizando regras muito simples, que permitem a intervenção do supervisor num banco com problemas financeiros graves num curto espaço de tempo, sem que tal intervenção afecte o dia-a-dia dos clientes do banco. Por exemplo, as intervenções do FDIC em bancos com problemas tipicamente ocorrem numa sexta-feira ao fim do dia. Na segunda-feira, o banco reabre normalmente, os depositantes têm acesso imediato e integral aos fundos que estão garantidos pelo fundo de garantia de depósitos ($250.000 no caso dos EUA, €100.000 no caso da zona euro e de Portugal).

Um processo de resolução bancária não é um processo normal de saneamento ou de falência de empresa, que ocorre no âmbito de um processo judicial, sob a supervisão de um juiz independente. De facto, devido à importância e às características particulares do sistema bancário, que exigem celeridade processual, criou-se nos EUA uma agência governamental para gerir processos de resolução bancária fora do sistema de justiça (em Portugal, nos termos da legislação atualmente vigente, cabe ao Banco de Portugal gerir o processo de intervenção administrativa e resolução bancária).

Ou seja, num processo de resolução bancária o legislador reconhece que é do interesse público defender prioritariamente os interesses gerais e os da maioria dos credores do banco. De facto, se não existisse um processo de resolução bancária, todos os credores do banco, incluindo depositantes, deixariam de ter acesso aos seus fundos, enquanto o processo de saneamento seguia os seus trâmites na justiça, num processo que poderia demorar anos. Tal demora no acesso aos fundos confiados ao banco seria inaceitável e poderia resultar em corridas a bancos em dificuldades e em crises bancárias.

Com um processo de resolução bancária especial, o legislador define regras simples de prioridades dos credores e depois confia a uma agência governamental a reestruturação do passivo do banco, de acordo com essas regras, de forma a repartir as perdas entre os credores de acordo com essa ordem pré-estabelecida. Os pequenos depositantes (no caso português, com depósitos até €100.000) estariam protegidos e não sofreriam quaisquer perdas.

9.2.2. Porque é necessária a resolução bancária?

A crise que o país atravessa resulta de deficiências na arquitetura da zona euro, com consequências muito graves no sistema financeiro. Nesta secção procura-se explicar, de forma simplificada, o que ocorreu ao sistema financeiro nacional, desde a adopção do euro.

Como é sabido, a banca comercial cria moeda creditícia (moeda bancária), ao emprestar dinheiro a particulares, empresas e Administrações Públicas. Ora a banca comercial nacional criou, proporcionalmente, desde 1997, muito mais

moeda creditícia do que a banca comercial de países do centro da Europa, nossos credores.[75]

Se o país tivesse moeda própria, esse processo de criação de moeda creditícia em excesso teria levado à desvalorização das moedas bancárias nacionais (e, em consequência, da moeda pública nacional) face às moedas estrangeiras de países em que a banca tivesse criado menos moeda. Ou seja, a moeda criada pela banca nacional deveria, em média, passar a valer menos do que a moeda criada pela banca de países do centro da Europa. Contudo, como o país pertence à zona euro, tal desvalorização não pode ocorrer porque a arquitetura do euro assegura que, sempre que há tendência para tal ocorrer, há uma intervenção quase-automática do Banco Central Europeu (Eurosistema) que cede liquidez para garantir que a moeda criada pela banca nacional mantém o seu valor em euros. Foi exactamente isso que ocorreu, com a banca nacional a ver-se obrigada a recorrer a empréstimos crescentes do Eurosistema e de bancos não residentes para conseguir assegurar que conseguia converter os seus depósitos em euros.

Se o país saísse do euro – o que não é o quadro desta proposta – depósitos e outros passivos bancários seriam redenominados na nova moeda (e.g., "Novo Escudo"), a qual sofreria uma desvalorização muito substancial (vários autores argumentam que a desvalorização seria de 30% ou superior).

Portanto, a resolução bancária é necessária para corrigir os desequilíbrios acumulados desde a criação do euro. Reestrutura os passivos bancários para permitir que seja possível assegurar que o valor da moeda da banca nacional seja o mesmo que a moeda da banca dos países credores, pós-reestruturação. Após a resolução bancária a banca nacional passaria a poder a assegurar a convertibilidade dos depósitos em euros, sem dificuldades e sem financiamento externo ou do Eurosistema. Ou seja, a banca nacional passaria a poder auto-financiar-se.

9.2.3. A estratégia de austeridade do Governo evita a resolução bancária?

Haverá quem, receoso dos efeitos da proposta de resolução bancária que aqui se avança, argumente que seria menos arriscado continuar a seguir o programa de austeridade da troika e do atual Governo de Portugal durante as próximas décadas, acreditando que tal permitiria evitar um processo de resolução bancária.

Contudo, a estratégia de austeridade do Governo não só não evita a resolução bancária como torna mais perniciosos e menos eficazes os seus efeitos. De facto, recentemente o Conselho Europeu e o Parlamento Europeu chegaram a um acordo

[75] Constata-se, por exemplo, que o balanço agregado das instituições financeiras monetárias (banca) portuguesas aumentou 175,4% entre setembro de 1997 e março de 2014, já após um processo de desalavancagem significativa que se iniciou em fevereiro de 2012. Em contraste o balanço agregado das instituições financeiras monetárias alemãs aumentou apenas 62,1% no mesmo período. E o balanço agregado das instituições financeiras espanholas aumentou 262% no mesmo período.

sobre o mecanismo único de resolução bancária. Esse mecanismo será, em larga medida, gerido pelo Banco Central Europeu, que é igualmente o principal credor do sistema bancário europeu e como tal enfrenta enormes conflitos de interesse.

O BCE, aliás, pela voz de Jörg Asmussen, um dos antigos membros da sua Comissão Executiva, foi responsável pelo planeamento, ao longo de mais de um ano, e execução do processo de resolução bancária no Chipre. No Chipre, após um processo muito conturbado em que o BCE propôs inicialmente que todos os depósitos, inclusive aqueles abaixo de €100 000 euros sofressem perdas e, finalmente, as autoridades europeias acabaram por impor perdas muito significativas aos maiores depositantes bancários dos dois maiores bancos do Chipre (Bank of Cyprus e Laiki Bank), num processo de restruturação bancária designado eufemisticamente por "bail-in". Muitos depositantes perderam o acesso à maior parte dos seus fundos para sempre ou passaram a acionistas da banca restruturada.

Ora dada a elevada dívida doméstica e externa do país, é certo que o país não irá ser capaz de se auto-financiar. Quando (não se) Portugal vier a necessitar de ajuda financeira externa em anos vindouros, Portugal terá de pedir um segundo resgate – como sugerido pelo presidente do Eurogrupo -, com condições muito mais duras do que as já implementadas. Entre essas condições estará o "bail-in" dos bancos nacionais, que resultará no confisco de depósitos dos portugueses. Esse processo de resolução bancária, controlado pelos credores externos do país, será desenhado de forma a proteger o BCE de perdas e será muito prejudicial ao interesse nacional.

É preferível que sejam as autoridades portuguesas a realizar o processo de resolução bancária da banca nacional, protegendo os depositantes, do que confiar esse processo aos credores externos do país.

9.2.4. A banca nacional entra em colapso sem o apoio de um banco central?

Desde 2009 que o BCE tem desempenhado um papel chave na crise da zona euro. Em altura determinantes, o BCE obrigou governos de países membros – em que se incluem, Irlanda, Portugal, Itália, Espanha, Chipre – a implementar políticas de austeridade, a solicitar um resgate externo, ou mesmo a alterar a Constituição (no caso de Espanha). O BCE obrigou os governos dos países membros a implementar essas políticas, porque ameaçou cortar o acesso da banca desses países membros à liquidez do Eurosistema. Tal precipitaria o colapso do respectivo sistema bancário.

Os governos dos países membros, mesmo se e quando não desejassem aplicar tais medidas, foram impotentes para reagir, porque assumiram que não é possível assegurar o funcionamento do sistema bancário sem o apoio de um banco central.

Tal premissa é incorrecta. De facto, já existem bancos comerciais desde pelo menos a Idade Média e durante a maior parte da existência da banca comercial

nunca existiram bancos centrais a apoiar essa banca comercial com liquidez, em situação de crise. De facto, só a partir dos finais do século XIX e inicio do século XX é que os bancos centrais passaram a assumir a função de "lender-of-last resort" para a banca comercial.

Ou seja, um sistema bancário robusto e saudável não necessita nem deve beneficiar de qualquer apoio de liquidez de um Banco Central (não nos referimos aqui às outras razões que impõem a necessidade de um Banco Central, seja para emitir moeda e conduzir a política monetária, seja para regular o sistema financeiro). Deveria operar recorrendo somente aos seus próprios meios. Por isso, um processo de resolução bancária especial que devolva a robustez ao sistema bancário nacional permitiria quebrar o elo de dependência da banca nacional face ao Eurosistema. Ou seja, o país pode reestruturar a sua banca nacional sem necessitar da ajuda do BCE.

Referências

Andini, C. e R. Cabral (2012), "Further austerity and wage cuts will worsen the euro crisis", *IZA Policy paper No. 37*.

Cabral, R. (2011), "Dívida: Como Explicar o Crescimento da Dívida Externa Nacional desde 1996?", *XXI, Ter Opinião*, 24-33.

Cavaco Silva, A. (2014), *Roteiros VIII*, Lisboa: Presidência da República.

Cline, W. (2003), *Restoring Economic Growth in Argentina*, World Bank Policy Research Working Paper 3158. Available online at http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-3158

Das, U., Papaioannou, M., Trebesch, C. (2012), *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, IMF Working Paper 12/203, Available online at http://www.un.org/esa/ffd/ecosoc/debt/2013/IMF_wp12_203.pdf.

Scharpf, F. (2014) "No Exit from the Euro-Rescuing Trap?", Max Planck Institute for the Study of Societies Discussion Paper 14/4. Available online at http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp14-4.pdf

Guinnane, T. (2004), *Financial Vergangenheitsbewaltigung: The 1953 London Debt Agreement*, EGC Working paper 888. Available online at http://ideas.repec.org/p/egc/wpaper/880.html

Keynes, J. M. (1919), *The Economic Consequences of the Peace*, Londres: Harcourt.

- (1971), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXV, Londres: Macmillan, for the Royal Economic Society.

Manasse, P., Roubini, N. (2009), "`Rules of Thumb´ for Sovereign Debt Crises", *Journal of International Economics*, 78:192-205.

Moggridge, D.F. (1992), *Maynard Keynes: An Economist's Biography*, Londres: Routledge.

Pâris, P., Wyplosz, C. (2014), *PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*, ICMB International Center For Monetary and Banking Studies.

Reinhart, C., Rogoff, K., Savastano, M. (2003), "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1-74.

Ritschl, A. (1996), *Sustainability of High Public Debt: What the Historical Record Shows*, CEPR Discussion Papers 1357. Available online at http://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/1357.html

- (2012), *The German Transfer Problem, 1920-1933: A Sovereign Debt Perspective*, CEP Discussion Paper 1155. Available online at http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp1155.pdf

Rosa, N. (2014), *Vamos Conseguir Pagar a Nossa Dívida Pública?*, Lisboa: Bnomics.

Scharpf, F. (2014), *No Exit from the Euro-Rescuing Trap?*, MPiFG Discussion Paper 14/4, Max Planck Institut

Schumacher, J., C. Trebesch, and H. Enderlein, (2014) Sovereign Defaults in Court (May 6, 2014). SSRN Working paper series, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2189997

Skidelsky, R. (1983), *John Maynard Keynes: Hopes Betrayed (1883-1920)*, Londres: Macmillan.

Smith, A. (1776/1983), *Inquérito sobre a Natureza e a Causa da Riqueza das Nações*, Lisboa: Gulbenkian.

Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2008), "Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005", *Journal of International Money and Finance*, 27:780-805

Varoufakis, Y, Holland, S. (2011), *A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis*, Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note 2011/3