

Gerir a dívida pública

Ricardo Reis
Columbia University

Conferência Gulbenkian — Afirmar o Futuro
Políticas Públicas para Portugal
Outubro de 2014

A data desta conferência assinala um marco especial na minha vida: já passei tantos anos no exterior como os que vivi em Portugal. Em termos pessoais, emigrar veio com muitos custos e benefícios, mas em termos de *timing*, tive uma sorte imensa em sair de Portugal perto do final do século XX. Desde então, o país tem atravessado um dos episódios económicos mais negros da sua história. No século XXI, Portugal estagnou. Estamos hoje, em 2014, ligeiramente mais pobres em riqueza produzida por habitante do que estávamos no ano 2000. A manter-se este ritmo, daqui a poucos anos teremos em Portugal toda uma geração de pessoas que em média é mais pobre do que os seus pais, algo que já não nos acontecia há quase um século.

A extraordinária estagnação portuguesa no século XXI

Para perceber quão extraordinário isto é, o painel superior da figura I compara a evolução da riqueza produzida em Portugal durante este período com a evolução nos EUA durante a Grande Depressão ou no Japão durante a sua década perdida. Estes são talvez os dois mais marcantes períodos de estagnação em economias desenvolvidas no último século. A estagnação portuguesa do século XXI já é hoje muito pior.

Pode-se contrapor que estes países são muito diferentes de Portugal. Para além disso, não foi só Portugal, mas toda a Europa, que esteve em crise nos últimos anos. Uma amostra com experiências mais comparáveis à portuguesa será antes a evolução dos 23 países mais desenvolvidos do mundo que fazem parte da OCDE nas últimas décadas. Olhando para a taxa

de crescimento do Produto Interno Bruto real em períodos de 13 anos nestes países entre 1970 a 2013, podemos calcular 712 episódios para comparar a experiência portuguesa entre 2000 e 2013. O painel inferior da figura I mostra o factor de crescimento para cada um desses períodos de 13 anos para todos estes países, destacando a evolução portuguesa no tempo (com círculos), assim como a situação actual (com o triângulo). De todos estes episódios, só um tem um crescimento (ligeiramente) inferior ao português: a Itália entre 2000 e 2013. Em todos os outros períodos de 13 anos nestes 23 países, o crescimento económico foi maior do que em Portugal, e na maioria, foi mesmo muito maior.

FIGURA I AQUI

Olhando só para a experiência Portuguesa, podemos usar os dados anuais que temos desde 1870 para perguntar se Portugal alguma vez teve uma experiência semelhante de estagnação. Sim, mas apenas uma: o período entre 1899 e 1921, no qual passamos por uma mudança de regime político e uma guerra mundial. É extraordinário que o atual período de estagnação não tenha coincidido com grandes convulsões políticas e sociais, mas a continuar durante muito mais tempo, esta estagnação põe em risco as fundações do nosso regime atual.

Como crescer, e sair deste buraco?

Não faltam diagnósticos e propostas de cura para as doenças da economia portuguesa. Uma das mais populares nota que os portugueses poupam pouco há várias décadas. Por isso, não acumulámos o capital físico em fábricas ou equipamentos que estão ao dispor de outras nações europeias. Um diagnóstico alternativo realça a baixa escolaridade que herdámos da ditadura. Ainda hoje, depois de quase duas décadas de enorme investimento na educação, os portugueses têm em média bastante menos anos passados na escola do que qualquer outro

país da zona euro. Uma perspectiva diferente, mais recente, aponta para a fraca qualidade da gestão em Portugal, sobretudo nos recursos humanos, que faz com que um trabalhador português trabalhe muitas horas mas gere pouca riqueza. Uma quarta hipótese, realçada pela intervenção da troika, é a necessidade de reformar o mercado de trabalho português para que se premeie mais o trabalho e se permita que as pessoas saiam de empregos sem futuro e encontrem novas ocupações em expansão. As reformas estruturais também são precisas no mercado dos produtos e serviços para impor mais concorrência que faça desaparecer da economia portuguesa tantas más empresas que desperdiçam recursos que podiam estar ao dispor de novos setores para crescer. Por fim, quer no sector público, quer no privado, Portugal tem de afectar melhor o capital, protegendo menos os grupos de pressão com peso político e financeiro, e tomando mais riscos no fomento do empreendedorismo.

Não há nada de novo nos seis factores apontados no parágrafo anterior que já não se escrevesse há vários anos. O que é novo, hoje, no final de 2014, são antes dois factores. Primeiro, temos uma enorme dívida pública, maior em relação ao PIB do que em qualquer outra altura da nossa democracia. Desde que a estagnação começou, a dívida pública foi de pesar menos de 60% no PIB para pesar hoje mais do que 130%. Por si só, esta dívida impede muitas das mudanças necessárias, pois não há fundos públicos disponíveis para fazer reformas, não há fundos estrangeiros dispostos a investir num país que parece estar à beira de não pagar a sua dívida, e há demasiada incerteza sobre os impostos futuros para permitir uma recuperação do investimento privado. Segundo, a crise expôs a fragilidade do nosso sistema financeiro. Todo o sector financeiro levou um enorme abanão, com mudanças extremas nos seus accionistas e aumentos de capitais que são, na prática, quase equivalentes à falência generalizadas dos principais bancos portugueses. Ainda hoje, o sistema está a recompor-se e à procura de bases mais estáveis para o futuro. Os bancos portugueses são os principais detentores da dívida pública, e os principais canais através dos quais os recursos financeiros

são alocados, pelo que a sua fragilidade torna inviáveis muitas reformas que seriam possíveis com um sistema bancário robusto.

O novo desafio da economia portuguesa, que até agora não foi estudado ou discutido, é por isso este: como gerir a dívida pública com bancos frágeis para permitir que o crescimento regresse?

Para procurar uma resposta, há dois temas que têm de ser discutidos à partida e, a meu ver, retirados de cima da mesa. O primeiro é a reestruturação da dívida ou, mais simplesmente, não pagar o que o Estado deve. Embora este debate fosse relevante em 2011, hoje já não é, por várias razões. Portugal optou por pagar e comprometeu-se nesse sentido, tendo conseguido crédito das entidades oficiais representadas na troika. Talvez tenha sido a opção errada, talvez não, mas não pagar a dívida hoje não implicava apenas decepcionar especuladores e investidores privados, mas sobretudo renegar compromissos assumidos oficialmente com o BCE, o FMI e os outros países da União Europeia. Não pagar as dívidas ao FMI é uma opção que foi tomada no passado por países como o Chad, o Congo, a Etiópia ou São Tomé e Príncipe, mas não por um país desenvolvido como Portugal. Não pagar as dívidas oficiais a outras nações soberanas é seguir os passos da Alemanha depois da I Guerra mundial, que levaram à infame invasão do vale do Ruhr em 1923. Para além disso, a experiência alemã da altura foi que, apesar da reestruturação da dívida com o plano Dawes de 1925, mesmo assim apenas alguns anos depois, Hitler subiu ao poder, renegou unilateralmente a dívida, e usou os fundos públicos para militarizar o país quase sem benefícios para a sua economia. Entramos no domínio da política internacional, ao seu nível mais complexo e perigoso.

O segundo debate que monopolizou a atenção nos últimos anos é sobre o efeito da austeridade e a capacidade de ter balanços positivos nas contas do Estado que permitam pagar a dívida. Por um lado, a correcção nas contas públicas é inevitável, e a troika com os

seus empréstimos permitiram que ela fosse mais suave. Por outro lado, continua a não ser certo que o Estado português vai conseguir gerar receitas fiscais suficientes sem destruir a economia. Crucial neste debate, e menos explorado, é a forma como esta dívida será gerida. É esse o tema deste capítulo, que vai tratar da gestão da dívida de três perspectivas diferentes.

Gerir a dívida I: em que moeda emitir a dívida portuguesa?

Quando Portugal pede emprestado, não é obrigado a fazê-lo em euros. Antes, pode fazê-lo numa moeda estrangeira, comprometendo-se a pagar ao credor o empréstimo e os juros nessa mesma moeda na data de pagamento. Aliás, Portugal nos últimos 10 anos, emitiu dívida em dólares (a 7/14, 3/10, 11/9, e 8/9) e em ienes (a 6/9), embora sempre em pequenas quantias. As obrigações em moeda estrangeira implicam que, se o euro se desvaloriza em relação a essa moeda, Portugal tem agora de pagar mais euros para satisfazer as suas obrigações. Por isso, normalmente não é boa ideia emitir dívida em dólares ou ienes em quantias significativas, porque é provável que as alturas em que vamos ter dificuldade em gerar os fundos para pagar esta dívida coincidam com alturas de crise em que a cotação do euro cai.

No entanto, há uma outra alternativa a emitir dívida em euros: emití-la em escudos. À primeira vista, isso pode parecer impossível. Afinal, o escudo já não existe. Mas existe uma forma de artificialmente ressuscitá-lo. Portugal pode pedir emprestados 1000 euros hoje, e promover pagar no futuro, em euros, uma quantia igual a 1000 vezes a taxa de juro de mercado vezes o diferencial entre a taxa da inflação em Portugal e a taxa de inflação na zona euro. Se ainda tivéssemos escudos, este diferencial entre as taxas de inflação seria uma medida razoável da taxa de desvalorização do escudo em relação ao euro. Por isso, esta dívida indexada à inflação simula os pagamentos de uma dívida emitida em escudos.

Este instrumento de dívida não é particularmente esotérico. É bastante comum os países emitirem dívida cujos pagamentos estão indexados à inflação. Na zona euro, a

Alemanha, a França e a Itália fazem-no regularmente. Porque os índices de preços são publicados regularmente, e supervisionados pelo Eurostat, os investidores podem confiar que os governos não vão tentar manipular as medidas da inflação de forma a reduzir os seus pagamentos. Porque estes contratos já existem, já existe também um edifício legal que protege estes contratos de dívida, e os investidores já estão familiarizados com eles. A novidade é emitir dívida indexada à inflação em Portugal, em vez da inflação na zona euro. Mas, porque novamente a medição da inflação em Portugal é credível, consistente, e validada por entidades externas, não deverão haver problemas de execução.

A vantagem deste tipo de dívida é que nas alturas de crise em Portugal, a taxa de inflação no território nacional é habitualmente mais baixa do que no resto da zona euro. Por isso, nas alturas de crise, os pagamentos da dívida serão menores em euros. Porque as alturas de crise são também alturas em que o défice tende a crescer, esta redução automática dos pagamentos da dívida dão um alívio fiscal muito útil quando ele é mais preciso.

A figura II mostra a inflação na zona euro e em Portugal durante esta crise, assim como a poupança real nos pagamentos que resultaria de ter toda a dívida inicial indexada ao diferencial das taxas de inflação. As poupanças são substanciais, chegando quase aos 200 milhões de euros em 2012.

FIGURA II AQUI

Quando há uma crise em Portugal, esta proposta consiste, efectivamente, em fazer uma transferência de recursos dos investidores no resto da zona euro para Portugal. Muitos economistas têm defendido que estas transferências, dos países mais afortunados para os mais atingidos pela crise, seriam não só justas, mas sobretudo eficientes como resposta às crises. No entanto, em termos políticos, esta solidariedade é difícil de impor e manter quando, depois da crise começar, os países que têm de pagar podem sempre adiar ou recusar fazê-lo.

Uma proposta recorrente consiste em tornar o subsidio de desemprego num program europeu, de forma a haver uma transferência automática dos países em que a taxa de desemprego se mantém baixa para aqueles em que ela sobe durante a crise. Da mesma forma que os que mantêm os seus empregos asseguram parte do rendimento daqueles que perdem o trabalho de forma automática, a nível europeu teríamos uma transferência automática entre fronteiras. Por muitos apoiantes que tenha, esta mudança institucional requer que se contornem uma serie de obstáculos legais, e exige também uma reforma extensiva dos sistemas públicos de diferentes países. Nunca poderia ser implementada rapidamente mas só lentamente como parte de um aprofundamento do processo de integração europeia com o qual muitos discordam. Em contrapartida, emitir dívida artificial em escudos não exige nenhuma coordenação entre os países da zona euro ou mudanças legais ou institucionais. Portugal pode começar a fazê-lo, unilateralmente, amanhã, se quiser.

Quando Portugal aceitou o euro como a sua nova moeda, deixou de ter a capacidade de ajustar a política monetária do Banco de Portugal de forma a responder a crises que afectem Portugal mais do que a restante zona euro. O tratado de Maastricht previa que fosse a política fiscal a fazê-lo, permitindo que Portugal tivesse défices públicos nas alturas de crise. Infelizmente, muitos países, incluindo Portugal não foram capazes de manter as contas públicas equilibradas em tempos de expansão, para depois terem o espaço fiscal para ter défices durante as recessões. Para além disso, com a nossa estagnação desde o início do euro não tivemos os desejados períodos de expansão para poder poupar para o futuro. Emitir dívida indexada seria uma forma automática de re-conquistar este espaço.

Gerir a dívida II: emitir dívida de que duração?

Um país (ou uma pessoa ou empresa) não tem uma crise fiscal só por dever uma grande quantia. As crises surgem quando há o risco de falhar um pagamento. Por isso, o

calendário desses pagamentos é uma variável crucial a ter em conta na gestão da dívida, para prevenir outra crise como a do fatídico mês de Abril de 2011, quando não tivemos fundos para pagar as nossas obrigações. Idealmente, quanto maior a duração da dívida a pagar, aproximadamente menor será a incidência de uma crise.

O painel superior da figura III mostra a maturidade das dívidas portuguesas, ou seja, o número médio de anos para pagar as diferentes variedades de empréstimos e obrigações contraídas pelo Estado português. O gráfico mostra a evolução desta maturidade entre 1999 e 2013 de três perspectivas. Da perspectiva da dívida total, a duração média da dívida portuguesa está acima de 8 anos, o seu nível mais alto desde que entramos no euro. Olhando só para esta medida, podemos ficar convencidos que Portugal está numa boa posição.

No entanto, o gráfico mostra também a maturidade das dívidas excluindo a dívida à troika. Aqui vemos que o aumento das maturidade dos últimos anos se deve exclusivamente ao crédito oficial, de longa duração, que recebemos do FMI e da União Europeia. Estes empréstimos não só incluem uma componente significativa a 20 e 30 anos, como também foram prolongados no tempo há dois anos na altura da reestruturação da dívida grega. A troika tentou assim remover muita da pressão sobre as contas públicas portuguesas. Ao mesmo tempo, vemos que os investidores privados detêm dívida portuguesa de cada vez menor duração.

FIGURA III AQUI

A terceira variável no gráfico mostra a maturidade da perspectiva do fluxo das novas emissões de obrigações, em vez do stock da dívida existente. O efeito da crise é bem visível neste gráfico. Depois da crise financeira de 2008, emitimos dívida de cada vez menor duração

para financiar o galopante défice público, e depois do colapso de 2011, só conseguimos empréstimos de muito curta duração.

O painel inferior da figura mostra o peso da dívida de curto prazo na dívida total para um período mais alargado, desde que Portugal voltou a colocar dívida nos mercados externos no início da década de 90. Depois de um esforço importante para reduzir o financiamento de curto prazo no final da década, Portugal teve um comportamento perigoso nos primeiros anos do século XXI, abusando da dívida de curto prazo. A tentativa de reverter esta tendência em 2006 e 2007 não foi a tempo pois após 2008 só conseguimos que nos emprestassem a curto prazo. O colapso em 2011 é notável na figura, pois a dívida a curto prazo externa deixou de ser renovada com o resgate.

Como deveríamos gerir a maturidade da nossa dívida? A um nível elementar, um Estado tem acesso a um fluxo anual de receitas fiscais que se estende até ao infinito com o qual tem de pagar as suas dívidas. Logo, para minimizar a hipótese do fluxo não ser capaz de cobrir os pagamentos respeitantes a essas dívidas, elas devem também consistir num fluxo de pagamento infinito. Ou seja, a dívida pública deve ser de uma duração tão longa quanto o possível. Portugal aliás já emitiu dívida infinita (perpetuidades) entre 1940 e 1943.

Para um país pequeno, sem controlo da sua moeda, e com acesso a capitais externos, há uma objecção principal a este princípio elementar que provavelmente explica porque é que países como Portugal emitem tanta dívida de curto prazo. Por muito que nos possa custar admiti-lo, o nosso país não tem a melhor reputação no que diz respeito à sua disciplina fiscal. Desde o início da democracia, já é a terceira vez que temos de pedir ajuda ao FMI porque não conseguimos pagar as nossas dívidas sozinhos. Com uma frequência impressionante, discutimos como seria bom não pagar o que devemos, ao mesmo tempo que declaramos que qualquer tentativa de poupar nos gastos públicos é impossível, maldosa e, ultimamente, até inconstitucional. Uma pessoa que imagine um esquema que nos permita pagar menos do que

prometemos numa dívida usando qualquer artefato legal é acolhida em Portugal como um herói, um génio das finanças ou do direito.

Não é por isso de admirar que os investidores que nos emprestam dinheiro queiram salvaguardar-se das nossas inconstâncias de espírito. Uma forma eficaz de o fazer é emprestar apenas a curto prazo. Quanto mais curto o prazo do empréstimo, menor a hipótese de os nossos políticos e formadores de opinião se sentirem tentados em não pagar ou estimulados a arranjar forma de escapar às obrigações. Na prática, isto reflecte-se nas taxas de juro de longo prazo que tendem a ser bem mais altas do que as taxas a curto prazo. Quando maior a duração do empréstimo, maior o risco para o credor, pois menor é a confiança na disciplina dos nossos governantes.

Tendo em mente que, para prevenir uma crise futura, gostaríamos de estender a maturidade da nossa dívida, qual é o custo atual de o fazer? A figura IV mostra as taxas de juro das obrigações de diferentes maturidades em Portugal desde o início da crise. Em 2013, o diferencial entre as taxas de juro a 10 anos e a curto prazo está ao nível mais baixo neste intervalo. As taxas de juro estão aliás a um dos níveis mais baixos da história da nossa dívida dos últimos 20 anos. Por alguma razão, e apesar da nossa enorme dívida pública e da nossa credibilidade limitada, o mercado parece estar disposto a emprestar-nos a um preço muito barato. A gestão da dívida pública nos próximos meses deve por isso passar por estender a duração da nossa dívida. Ou seja, pagar as dívidas de curto prazo usando fundos de novas obrigações de muito maior prazo. Fazendo isto cuidadosamente, e gradualmente, tendo sempre em consideração a reacção das taxas de juro de longo prazo, estaremos a comprar um seguro muito valioso para a gestão das nossas obrigações para a próxima década.

FIGURA IV AQUI

É importante notar que esta estratégia tem alguns riscos. As taxas de juro podem estar baixas hoje, mas talvez possam baixar ainda mais. Se contraíssemos hoje uma dívida de 10 anos a uma certa taxa de juro, e um ano depois pudéssemos emitir uma dívida de 9 anos a uma taxa de juro bastante mais baixa, teríamos perdido dinheiro. A experiência portuguesa recente tem um exemplo. Em Dezembro de 2013, o Instituto de Gestão do Crédito Público propôs aos detentores de dívida portuguesa que vencia em Junho de 2014, Outubro de 2014 e Outubro de 2015, trocarem-na por dívida que vencia em Outubro de 2017 e Outubro de 2018. Esta extensão das maturidades foi feita na altura ao preço de mercado, pelo que as duas novas parcelas de dívida pagavam um juro de 4,68% e 4,96%, respectivamente. Mas, entretanto, as taxas de juro de longo prazo caíram muito, como se vê na figura IV. Por isso, se o IGCP tivesse feito esta troca apenas dez meses depois, teria poupado cerca de 556 milhões de euros.

Poderá isto acontecer outra vez? É com certeza possível. Mas é difícil ver como as taxas de juro atuais podem baixar muito mais, pelo que o risco é limitado. Em contrapartida, se no próximo ano voltarem as preocupações ao mercado da dívida como resultado de problemas na Grécia, e se a determinação do Estado português em pagar o que deve voltar a vacilar em ano de eleições, uma extensão das maturidades hoje pode assegurar que não vamos ter um novo resgate da troika pelo menos nos próximos dois anos.

Gerir a dívida III: os bancos e a dívida portuguesa

Para além da troika, quem são os credores do Estado português? A figura V revela a sua identidade, por grupo, desde 2008. O primeiro dado a realçar é que, na crise de 2011, os privados estrangeiros deixaram de querer emprestar a Portugal. Esta foi quer a causa, quer a consequência, do choque de 2011, mas a figura mostra claramente aquele que foi o principal propósito da intervenção da troika: o resgate do Estado português a quem o FMI, a União

Europeia e o Banco Central Europeu emprestaram milhares de milhões de euros quando mais ninguém fora das nossas fronteiras estava disposto a fazê-lo.

A dívida detida domesticamente também quase duplicou durante este período. A figura mostra que quem comprou durante a crise foram os bancos portugueses. Antes de 2008, cerca de metade da dívida pública portuguesa detida por privados estava no balanço dos bancos portugueses. Depois de 2011, essa proporção subiu para cerca de 80%. Como foi possível aos bancos portugueses comprarem tanta dívida pública ao mesmo tempo que havia uma grande contração do crédito, os bancos se queixavam de dificuldades de financiamento, e declaravam perdas todos os trimestres? A última série na figura V mostra o crédito do Banco de Portugal aos bancos portugueses. Ela quase coincide com a série mostrando a dívida detida pelos bancos. Por sua vez, se olhássemos para o balanço do Banco de Portugal veríamos que este aumento coincide com o aumento da dívida do Banco de Portugal ao Eurosistema, numa conta particular chamada TARGET II.

Combinando todos estes factos chegamos a uma caracterização simples do que aconteceu aos detentores da dívida portuguesa depois de 2011: Os estrangeiros privados fugiram quase todos, vendendo a pouca dívida de longo prazo que detinham, e sobretudo não renovando as dívidas de curto prazo. Não havia razões para confiar na capacidade ou inclinação do Estado português em pagar as suas dívidas, e as descidas no rating da dívida pública impediam os fundos e bancos estrangeiros que habitualmente investiam em dívida portuguesa de continuarem a fazê-lo. Por sua vez, não havia investidores privados em Portugal dispostos a emprestar ao Estado. Depois de mais de uma década de estagnação e endividamento privado, esse capital não existia.

Portugal foi por isso salvo do destino que a Argentina teve uma década antes pelos seus parceiros europeus. A União Europeia, com o apoio do FMI, emprestou vastas quantias através do acordo da troika. O BCE usou os seus mecanismos para emprestar ao Banco de

Portugal, que por sua vez emprestou aos bancos portugueses os fundos para poderem eles comprar a dívida pública. O BCE estava proibido pelos seus regulamentos de comprar a dívida pública dos Estados, mas conseguiu na mesma resgatar o Estado português emprestando aos bancos e exigindo em troca obrigações públicas portuguesas como garantia.

Os bancos portugueses tiveram por isso um papel crucial no resgate ao Estado português. Eles foram uma peça fundamental do mecanismo através do qual o Estado português evitou a bancarrota depois de 2011, em parte tendo acesso aos fundos do BCE.

Infelizmente, este uso dos bancos como intermediários no financiamento do Estado vem com vários problemas. O primeiro problema é a coordenação das carteiras dos bancos. Ao contrário da maioria dos outros setores da atividade económica, o setor financeiro tem a característica de a falência de uma das suas empresas colocar em risco todo o setor. São varias as razões para esta peculiaridade, e não é este o lugar certo para as descrever, mas a sua consequência é que as empresas do setor financeiro acabam por gozar de um seguro do Estado, pois sabem que vão muitas vezes ser resgatadas em caso de falência iminente para impedir o colapso de todo o setor. Este seguro encoraja comportamentos arriscados e contribui para a fragilidade do setor. Logo, todas as políticas que possam levar a uma maior coordenação das fortunas do sector bancário aumenta este problema e devem ser evitadas. A concentração de dívida pública na carteira dos bancos portugueses é uma dessas políticas. Quando há uma crise de dívida soberana que leva à queda do preço das obrigações portuguesas, todo o sistema bancário português sofre prejuízos, e a necessidade de haver um resgate do sistema é maior.

O segundo problema é o ciclo diabólico entre Estado e bancos que é criado quando os bancos portugueses têm uma grande parte dos seus investimentos em dívida pública portuguesa. Quando os investidores, especuladores ou não, na dívida pública portuguesa começam a ter receios de não ser pagos, eles vendem os títulos da dívida que detêm. Isto leva

à queda do seu preço. Os bancos portugueses que têm na carteira milhões em títulos da dívida portuguesa sofrem prejuízos. Por um lado, isto leva à contração do crédito na economia, precipitando uma recessão económica que diminui as receitas fiscais e aumenta as despesas sociais, aumentando o défice público. Por outro lado, isto aumenta a probabilidade de haver um resgate do sistema financeiro com dinheiros públicos. Ambos os lados implicam um rombo nas finanças públicas. Logo, aumenta a probabilidade de o Estado não ter os fundos para pagar as suas dívidas, o que justifica e aumenta os receios iniciais dos investidores. Apanhado neste ciclo diabólico, os Estados vivem à mercê de rumores e pânicos, porque o receio de um incumprimento aumenta as hipóteses de ele ocorrer, levando a uma enorme volatilidade nos mercados. Os portugueses que passaram pela crise de 2011 viveram isto na pele. O aumento da dívida pública no balanço dos bancos foi um dos fatores nessa crise e continuará a sê-lo no futuro.

Em terceiro lugar, não é nada claro que os bancos comerciais sejam detentores naturais de dívida pública. Um banco recebe depósitos à ordem e a (curto) prazo para financiar investimentos ilíquidos de longo prazo através empréstimos e outros instrumentos de dívida. A dívida pública não é um investimento natural para um banco, pois ela pode ser vendida a qualquer altura. Logo, os depositantes podiam ter comprado a dívida pública directamente, sem terem de usar o banco como um intermediário. Para além disso, quando um banco vai à falência e é resgatado pelo Estado, a dívida pública portuguesa de longo prazo no balanço do banco transforma-se efetivamente em dívida de curto prazo que o Estado tem de assumir subitamente para resgatar o banco.

Em quarto e último lugar, o Estado português partilha com a economia privada do nosso país um factor de risco. Quando a dívida pública cai de preço, ou o Estado ameaça não pagar, normalmente as empresas e famílias portuguesas também têm dificuldades em pagar. Isto acontece quer porque as causas da crise no setor público e no sector privado coincidem, quer

porque o Estado quase sempre reage a crises nas finanças públicas aumentando os impostos e colocando o sector privado em dificuldades. Logo, quando um banco ou qualquer outro investidor aumenta o seu investimento na dívida pública portuguesa, ele está a aumentar a sua exposição ao factor de risco Portugal. Uma gestão prudente da sua carteira de investimentos aconselha a reduzir o crédito ao sector privado da economia, de forma a controlar este risco. Há uma relação directa entre o aumento da dívida pública no balanço dos bancos desde 2011 e a redução no crédito privado à economia portuguesa desde então.

É por isso desejável que o IGCP, o ministério das finanças, e o Banco de Portugal tentem limitar a quantidade de dívida pública portuguesa que acaba por ser detida pelos bancos. Uma forma de caminhar nesse sentido seria o Banco Central Europeu e o Eurosistema começarem a deter mais obrigações públicas directamente no seu balanço. Outra forma seria expandir o mercado dos certificados de aforro, e outras formas de os portugueses poderem comprar directamente obrigações do Estado, poupando nas comissões bancárias de intermediação. Este trabalho não precisa de ser feito repentinamente, mas desenvolver um mercado mais diversificado da dívida pública portuguesa em que os bancos não tenham tão grande papel seria uma forma de evitar crises no futuro.

Conclusões, quatro meses depois

No século XXI, Portugal até hoje viveu em depressão. Este artigo descreveu quão profunda e rara é a estagnação que Portugal tem vivido, e sugeriu que um desafio para o nosso país é gerir a nossa enorme dívida pública neste ambiente. Pondo de parte discussões sobre reestruturação da dívida ou austeridade, foquei-me antes em três propostas, ou orientações, para a política portuguesa no que diz respeito à gestão da dívida pública. Primeiro, emitir dívida indexada à inflação de forma a ganhar um seguro automático que permita aliviar o fardo da dívida em crises futuras. Segundo, prolongar, e muito, a maturidade da dívida pública de forma

a aproveitar as baixas taxas de juro atuais e prevenir uma nova crise nos próximos anos, apesar da nossa alta dívida pública. Terceiro, reduzir a exposição dos bancos portugueses à dívida pública portuguesa, quer mudando a conduta da política monetária, quer promovendo o mercado interno de dívida detida por entidades não-financeiras.

A palestra em que foi apresentada esta comunicação tomou lugar em Outubro de 2014. A revisão deste texto em Fevereiro de 2015 permite rever estas conclusões, avaliar se se revelaram correctas, e atualizar as que ainda são relevantes. Da minha perspectiva, à luz do que sabemos hoje, esta comunicação e as suas previsões e recomendações tiveram dois sucessos, dois temas em que é preciso esperar para ver, e um equívoco.

O primeiro sucesso foi a recomendação que Portugal emitisse mais dívida de longa duração, estendendo assim a maturidade das nossas obrigações. Ao fazê-lo, estaríamos a reduzir a probabilidade de termos uma nova crise nos próximos dois anos, e tal seria possível desde que a taxa de juro das obrigações portuguesas não aumentasse em resposta. Desde a palestra na Gulbenkian, Portugal vendeu 1000 milhões de obrigações de 5 anos em Outubro, 1200 milhões de dívida de 10 anos em Novembro, e 1250 milhões de euros a 10 anos em Fevereiro. A taxa de juro não subiu, até baixou. Embora este trabalho ainda não esteja concluído, Portugal já fez o mais difícil para prevenir outra crise de liquidez como a que precipitou a crise de 2011.

O segundo sucesso foi a recomendação de deixar de usar os bancos como intermediários na compra de obrigações portuguesas. Do lado do BCE, foi anunciado em Janeiro um programa de compra de dívida directamente aos Estados, permitindo precisamente que o sistema monetário funcione sem depender de os bancos deterem dívida pública. Ao mesmo tempo, entraram em efeito as regras da união bancária que penalizam os investimentos dos bancos em dívida pública arriscada em termos dos seus rácios de capital. Do lado português, houve uma promoção eficaz dos certificados de aforro e certificados de tesouro, de

forma que a sua subscrição aumentou significativamente no início de 2015. Ainda falta fazer muito, mas estamos no bom caminho.

É preciso esperar para ver o que acontece à economia portuguesa. Portugal está a emergir da recessão, com uma queda acentuada na taxa de desemprego, e as estimativas apontam para que o país cresça ligeiramente acima da média europeia em 2015. No entanto, para recuperar o terreno perdido, é preciso que Portugal cresça bem acima desta média, e por muitos anos. Por enquanto, a estagnação portuguesa continua.

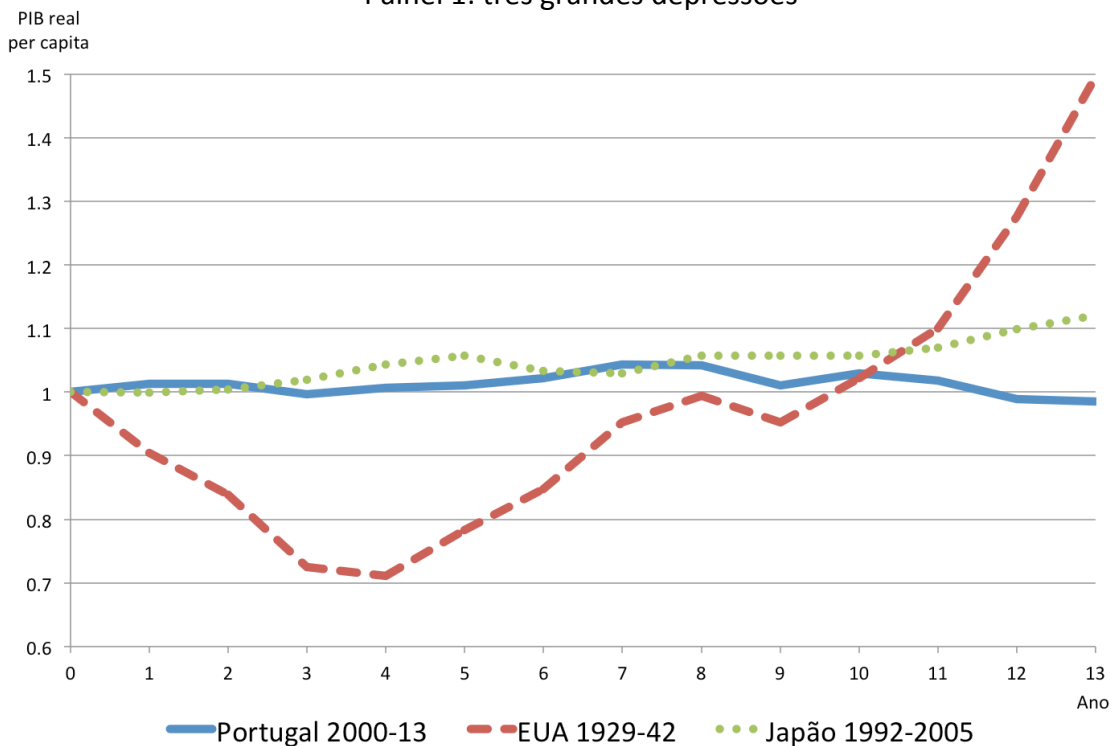
Uma outra proposta na comunicação na Gulbenkian foi a criação de dívida indexada à inflação portuguesa. Esta era uma recomendação mais arrojada e académica, pois tal não tinha sido feito por nenhum outro país na zona euro na sua história. Não é surpreendente por isso que, quatro meses depois, não seja possível dizer se esta ideia vai alguma vez ser concretizada ou não.

Por fim, o equívoco foi ter retirado de cima da mesa a discussão sobre a reestruturação da dívida pública. Afinal, o tema continua bem presente, com as pretensões do novo governo grego. Talvez seja possível que a dívida pública portuguesa nas mãos da troika seja reduzida. A impossibilidade de renegociar dívida nas mãos de credores oficiais que eu aponte, tornou-se uma possibilidade nos novos tempos que vivemos. Se isto é desejável, depende muito das condições.

Daqui a uns meses, quando este texto for publicado, talvez uma nova revisão das conclusões seja necessária. Com alguma sorte, um leitor deste texto daqui a uma década viverá num país que retomou o caminho da prosperidade e cuja dívida pública está de novo a níveis baixos, pelo que toda esta discussão terá apenas um interesse histórico. Mas, pelo menos nos próximos anos, Portugal vai ter de enfrentar o desafio de retomar o crescimento apesar de uma enorme dívida pública. Gerindo os termos, a maturidade e os detentores dessa dívida podemos aliviar este fardo.

Figura I: A estagnação portuguesa do século XXI

Painel 1: três grandes depressões



Factor de crescimento PIB
períodos de 13 anos

Painel 2: a raridade do caso português na OCDE

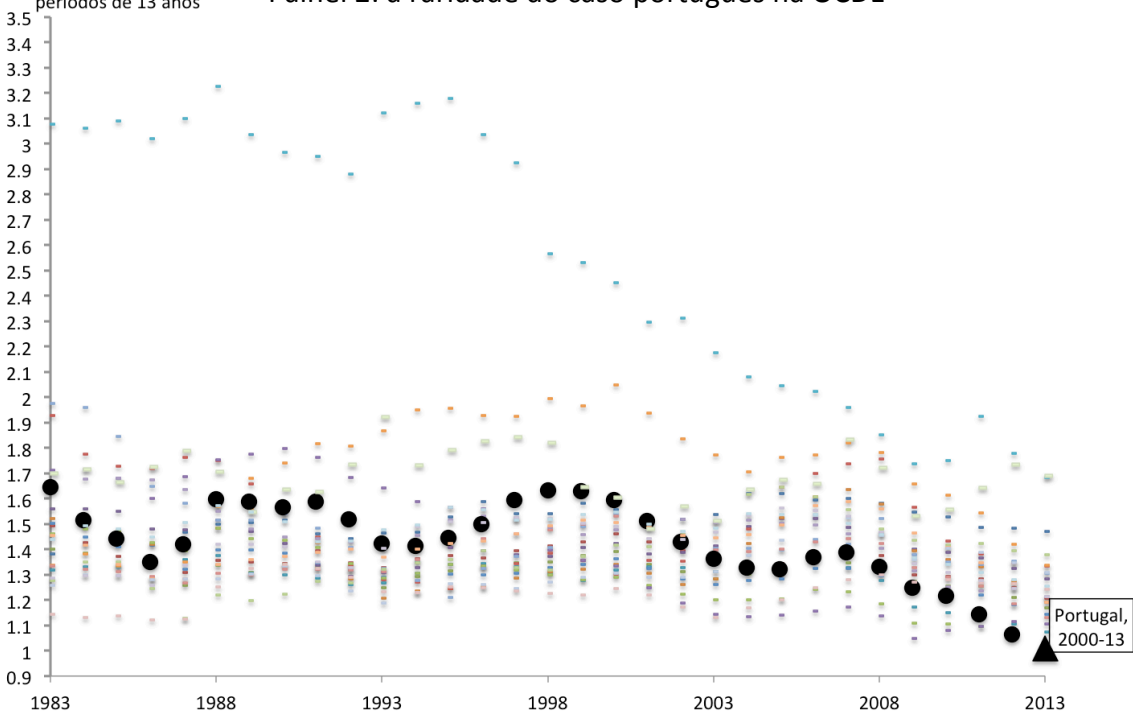
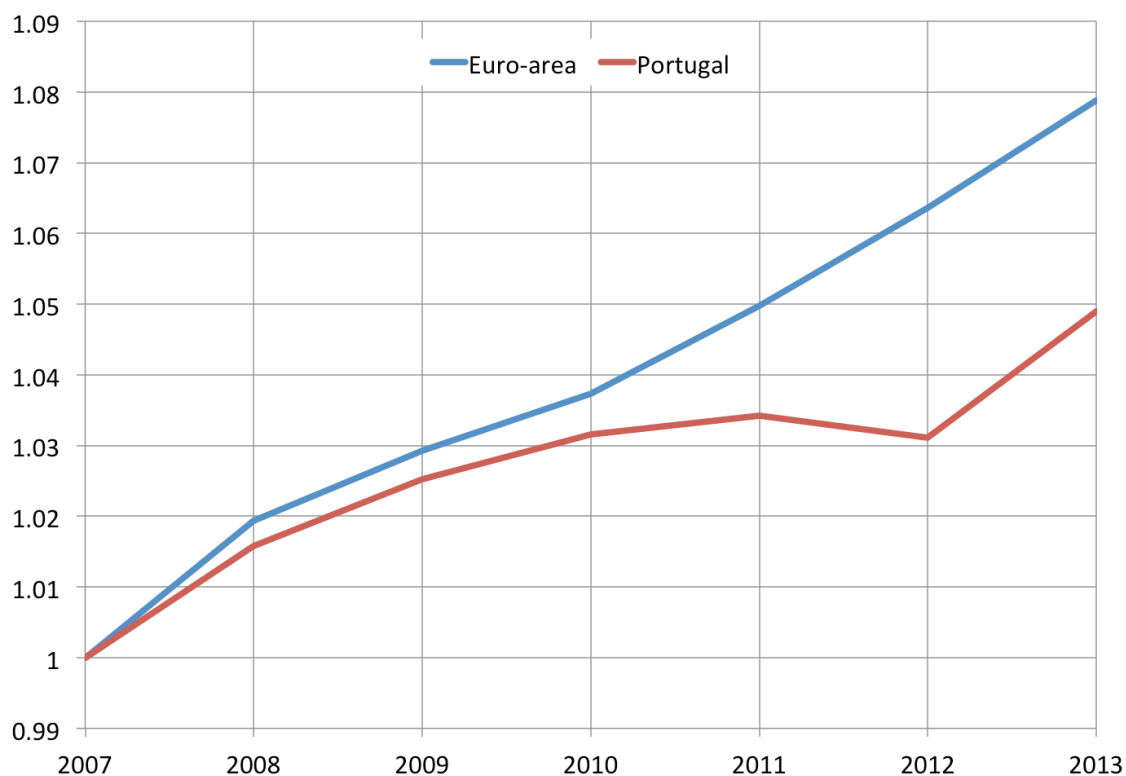


Figura II: Dívida indexada à inflação

Painel 1: índice de preços (deflator do PIB)



Painel 2: poupanças no serviço da dívida

Milhões de euros

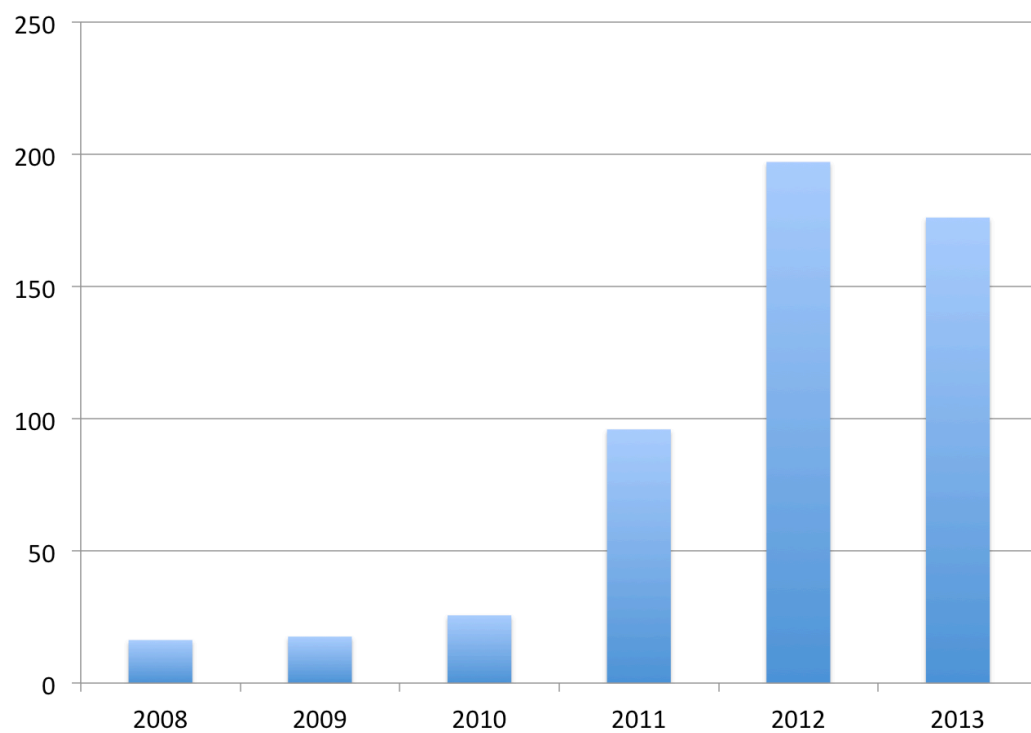
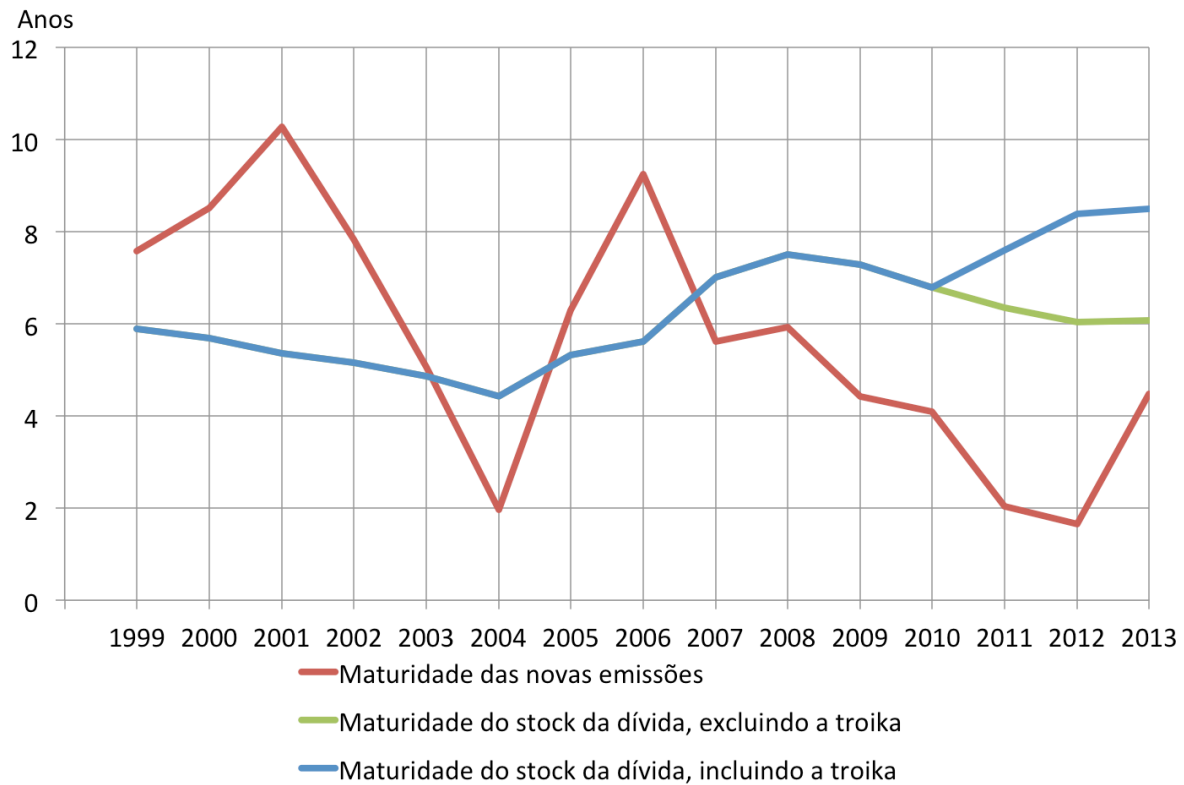


Figura III: A maturidade da dívida portuguesa

Painel 1: maturidade da dívida



Painel 2: fracção da dívida de curto prazo no total

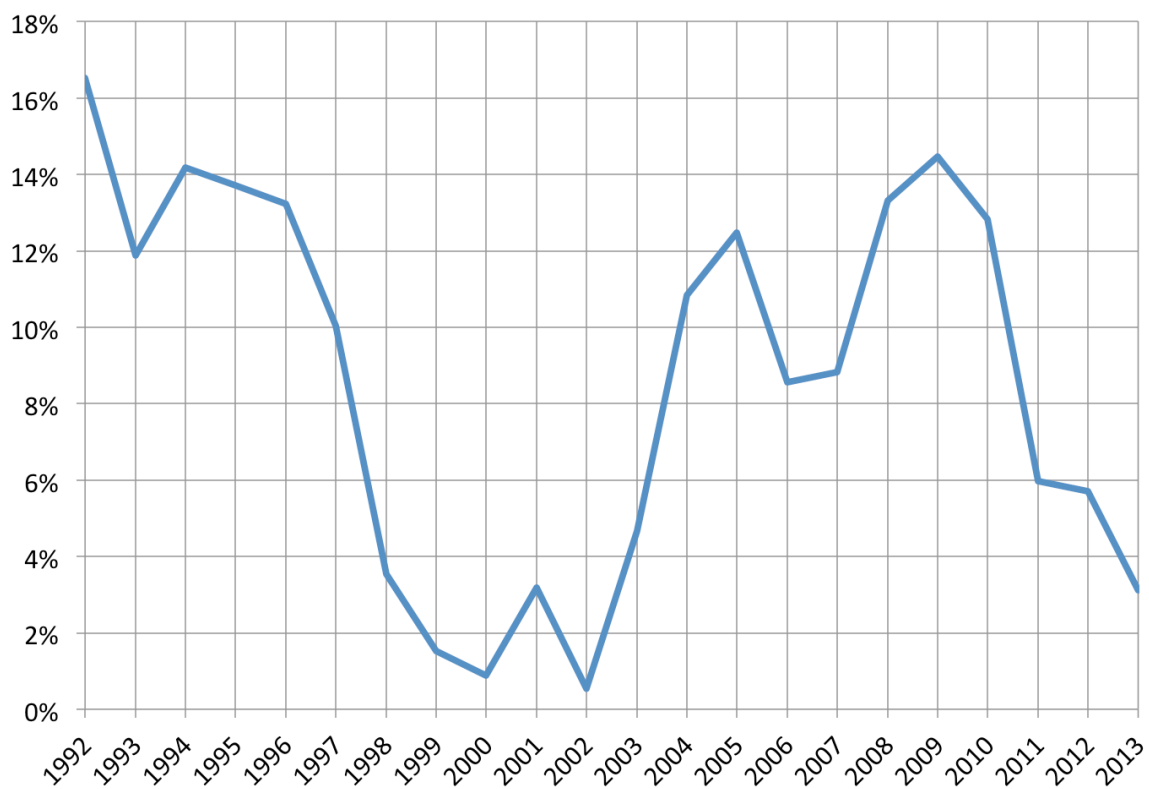


Figura IV: As taxas de juro da dívida portuguesa



Figura V: Os detentores da dívida portuguesa

