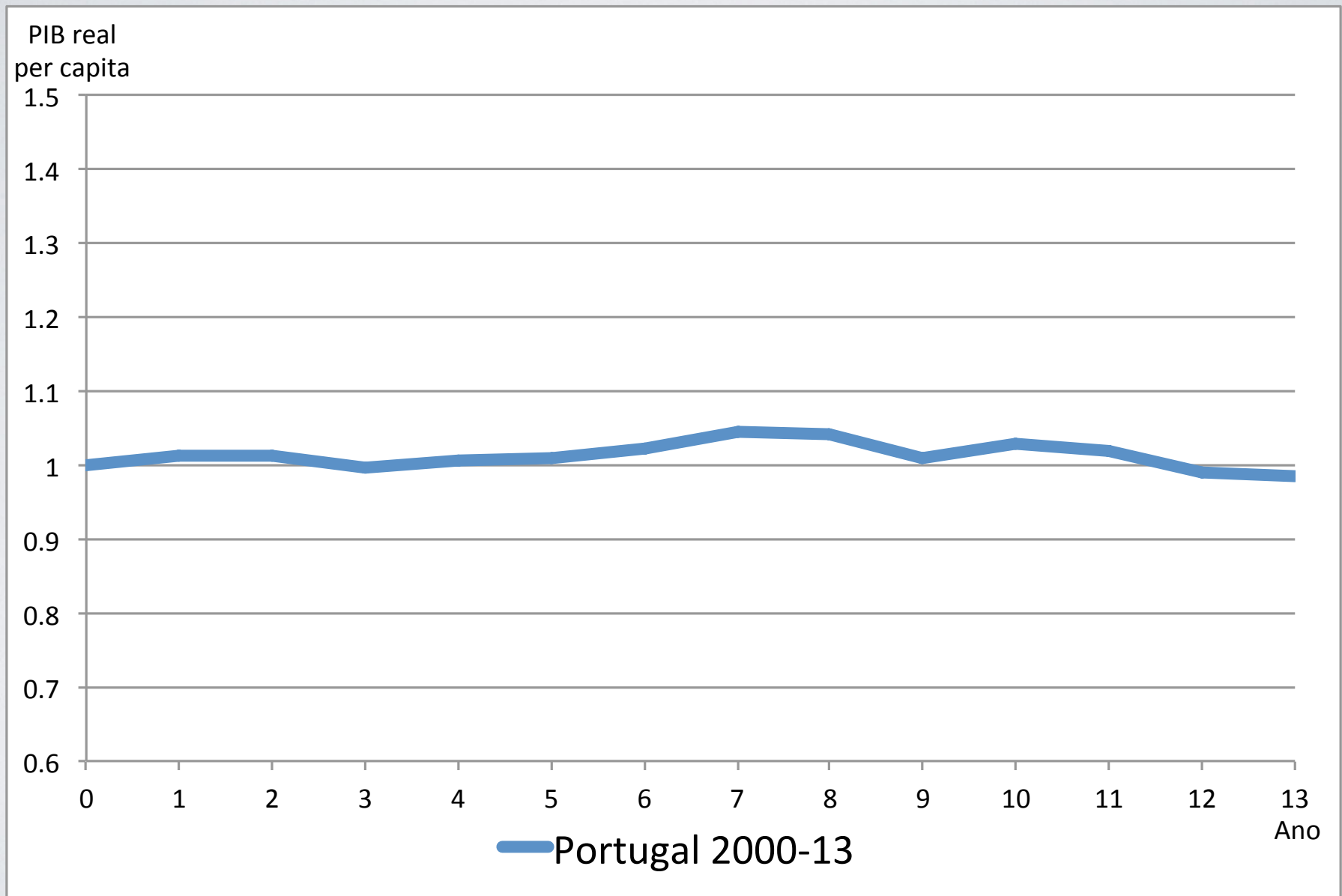


GERIR A DÍVIDA PÚBLICA

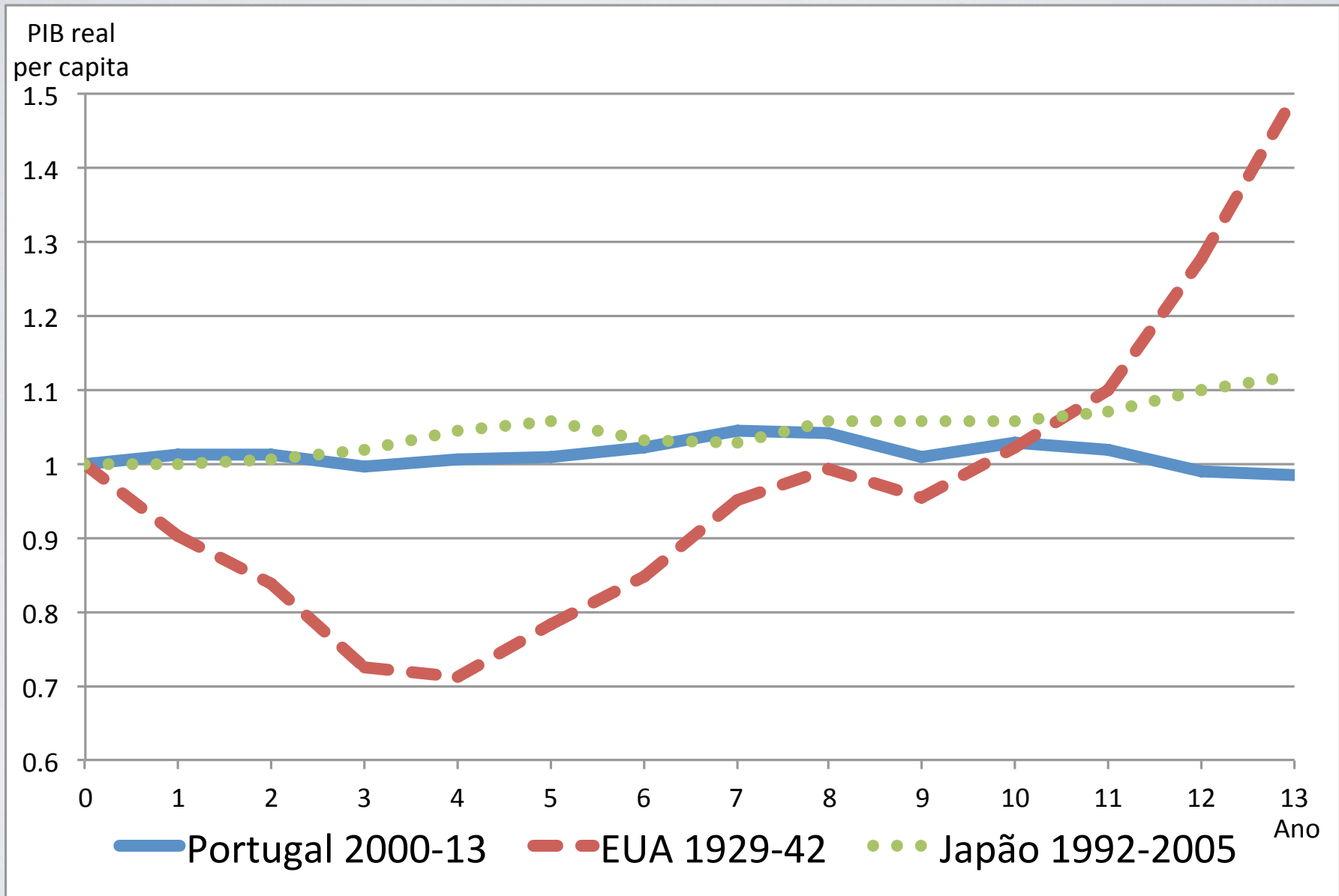
Ricardo Reis
Columbia University

Fundação Calouste Gulbenkian
Lisboa, 6 de Outubro, 2014

O DRAMA DO SÉCULO XXI



O DRAMA DO SÉCULO XXI



O DRAMA DO SÉCULO XXI

	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Australia	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Austria	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Belgium	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Canada	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Denmark	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Finland	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
France	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Iceland	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Italy	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	1.00
Japan	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Korea	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Luxembourg	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Mexico	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Netherlands	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
New Zealand	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Norway	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Portugal	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	1.01
Spain	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Sweden	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Switzerland	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
Turkey	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
UK	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F
USA	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F

O DRAMA DO SÉCULO XXI

- Desde 1800, episódios em que um país esteve 15 anos ou mais sem crescer:
 1. **Portugal:** 1865-81, 1899-1921, 2000-15.
 2. **Reino Unido:** 1898-1920, 1916-33.
 3. **França:** 1868-93, 1900-21, 1929-48.
 4. **Espanha:** 1852-68, 1873-96, 1922-50.
 5. **Itália:** 1912-45.
 6. **Brasil:** 1905-33.
 7. **Argentina:** 1896-1921, 1969-2002.

COMO CRESCER?

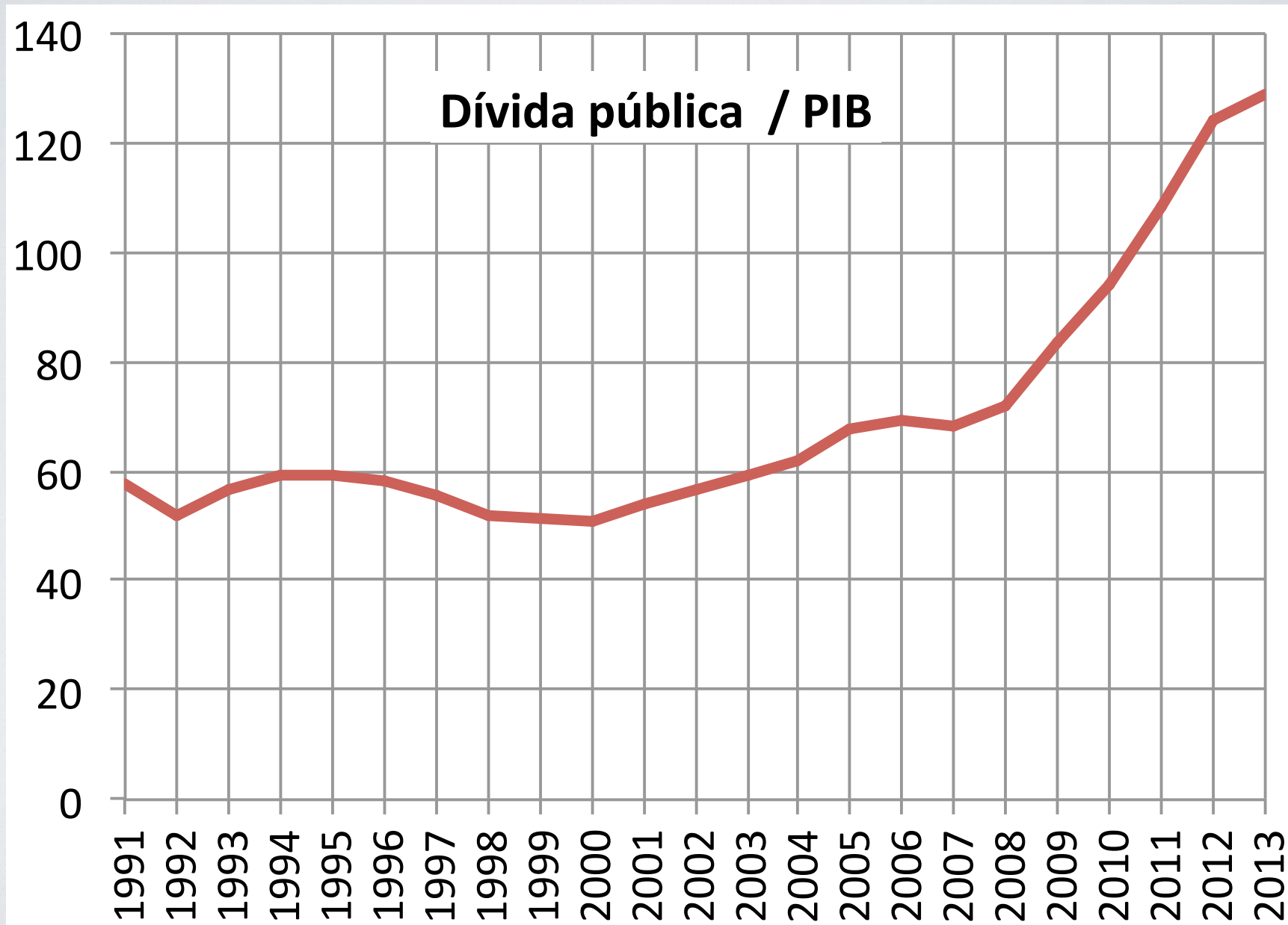
1. Investimento e poupança.
2. Escolaridade e educação.
3. Qualidade da gestão.
4. Reformas estruturais no mercado de trabalho.
5. Reformas estruturais na concorrência.
6. Melhor alocação de capital, público e privado.

O QUE É ESPECIAL DESDE 2010?

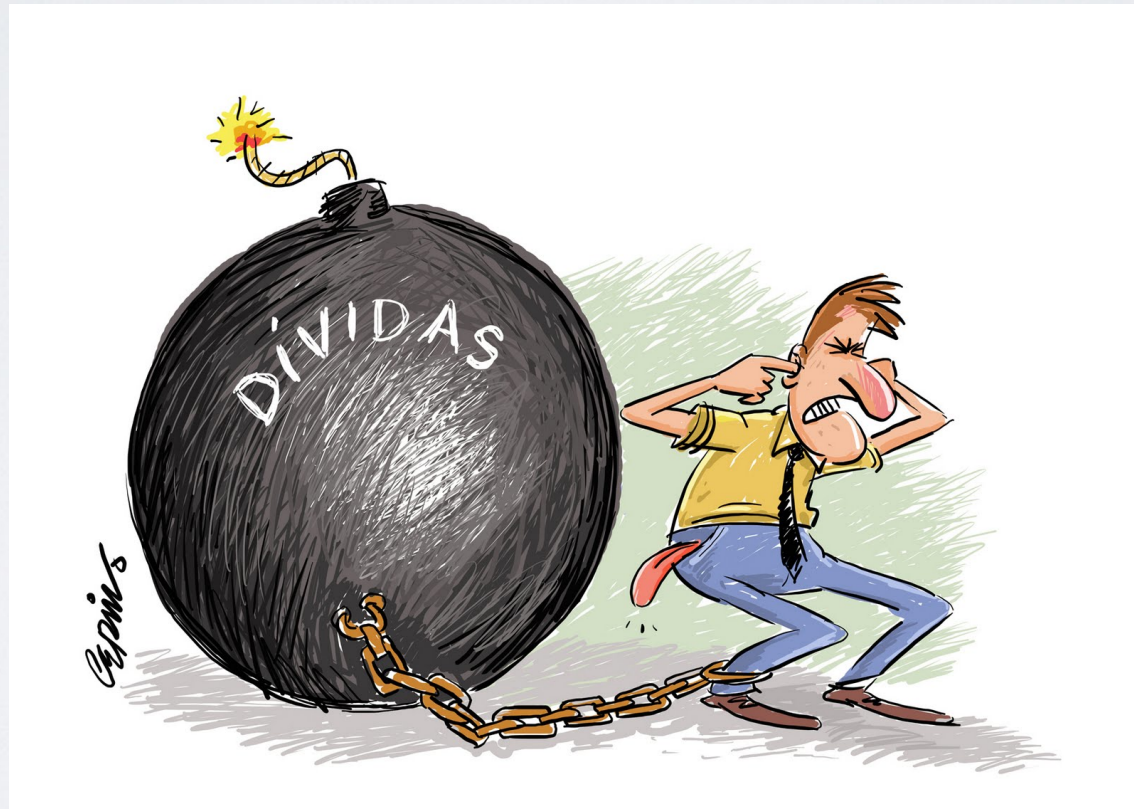
(1) enorme dívida pública, (2) fragilidade financeira, (3) Euro.

- Brunnermeier, Garicano, Lane, Pagano, Reis, Santos, Thesmar, Nieuwerburgh, Vayanos (2011): como desenhar obrigações europeias, ESBies.
- Reis (2013a): o que pode o BCE fazer neste contexto?
- Reis (2013b): porque sobrevivem e são financiadas tantas más empresas em Portugal?
- Hoje: **como gerir a dívida pública.**

NOVIDADE: PEDRA NO SAPATO



2. Gerir a dívida pública numa união monetária e financeira



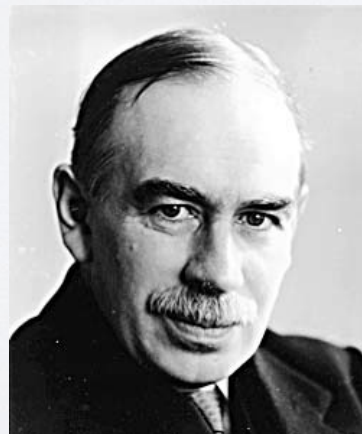
NÃO PAGAR?

1. Dívida toda na troika ou nos nossos bancos.

2. Exemplo:

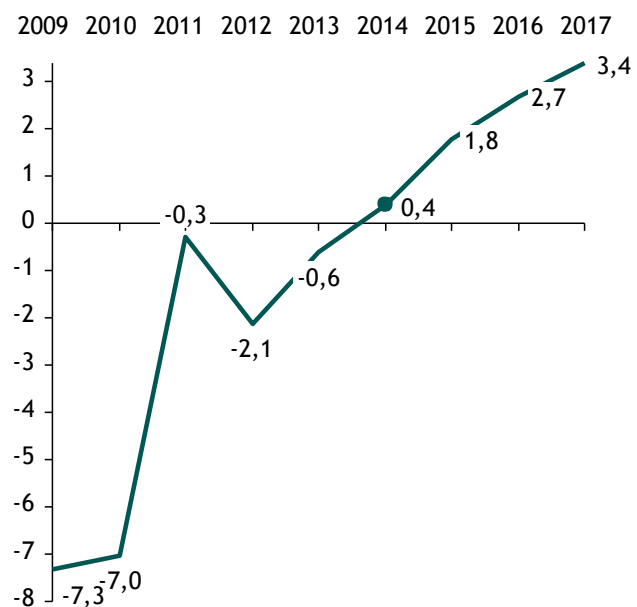
-  Afghanistan
-  Benin
-  Bolivia
-  Burkina Faso
-  Burundi
-  Cameroon
-  Central African Republic
-  Chad*
-  Republic of the Congo
-  Democratic Republic of the Congo
-  Comoros*
-  Ivory Coast*
-  Ethiopia
-  Gambia
-  Ghana
-  Guinea*
-  Guinea-Bissau
-  Guyana
-  Haiti
-  Honduras
-  Liberia
-  Madagascar
-  Mali
-  Mauritania
-  Mozambique
-  Nicaragua
-  Niger
-  Rwanda
-  São Tomé and Príncipe
-  Senegal
-  Sierra Leone
-  Tanzania
-  Togo
-  Uganda
-  Zambia

3. Ou talvez...

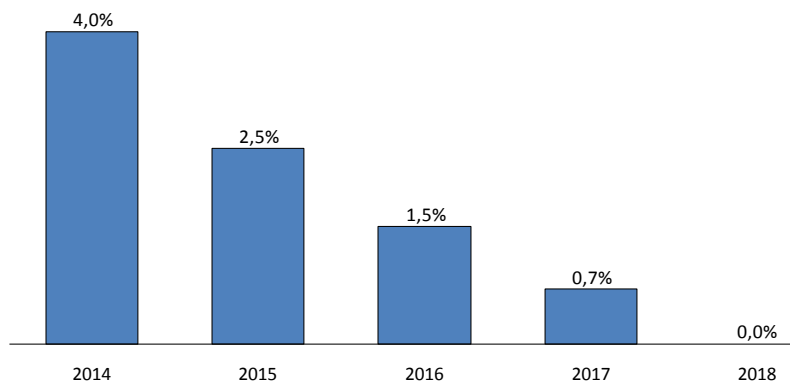


AUSTERIDADE?

Primary Balance¹
Percentage of GDP

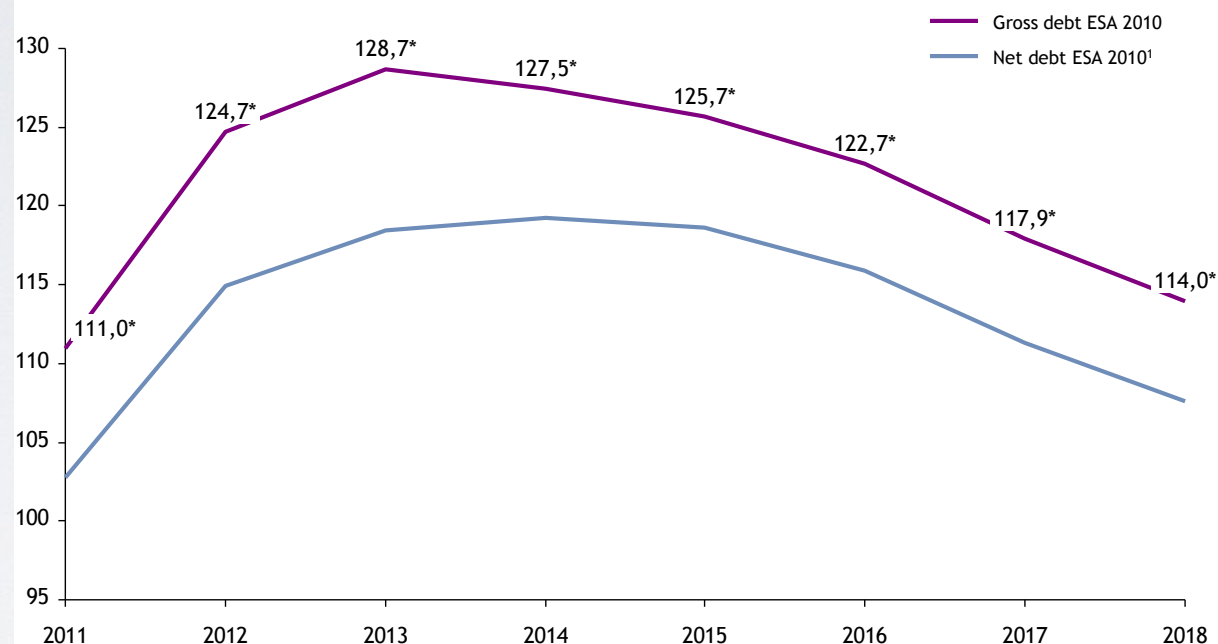


General Government deficit 2014-2018
Percentage of GDP.



Source: Ministry of Finance, April 2014 – Fiscal Strategy Document.

General Government Gross Debt and net debt (excluding deposits at Central Administration)
As percentage of GDP



¹ Debt excluding deposits at Central Administration.

* Estimates from the Ministry of Finance for the debt profile under ESA 2010 (published in the Fiscal Strategy Document). Debt-to-GDP ratio to be accounted with ESA2010 from September onwards.

Source: Ministry of Finance, May 2014; Fiscal Strategy Document; IGCP 12th review estimates for net debt.

GERIR A DÍVIDA

1. Moeda de emissão



2. Maturidade da dívida

- Solvência e liquidez

3. Os mercados e os detentores da dívida

- Bancos, bancos centrais e reguladores

3. Em que moeda emitir dívida portuguesa?



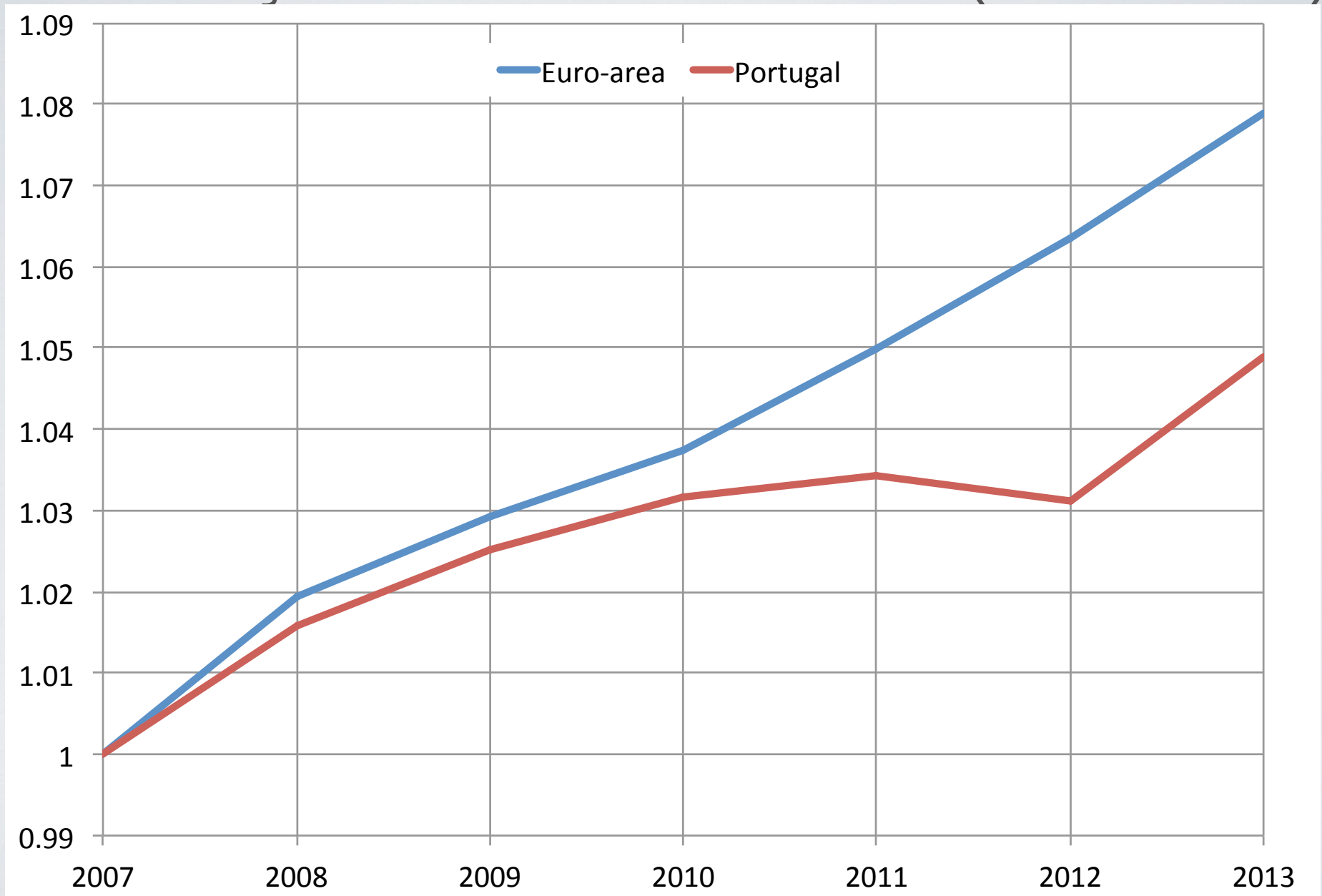
MOEDA ESTRANGEIRA?

- Nos últimos 20 anos, depois do regresso aos mercados mas já com o euro à vista, Portugal emitiu dívida em:
 - dólares (7/14, 3/10, 11/9, 8/9, 9/99, 7/99, 11/97),
 - ienes (6/09, 6/97, 5/97),
 - sempre pouco.
- Má ideia em princípio, pecado original. Converte uma crise económica numa crise financeira. Mas com swaps, não há problema.

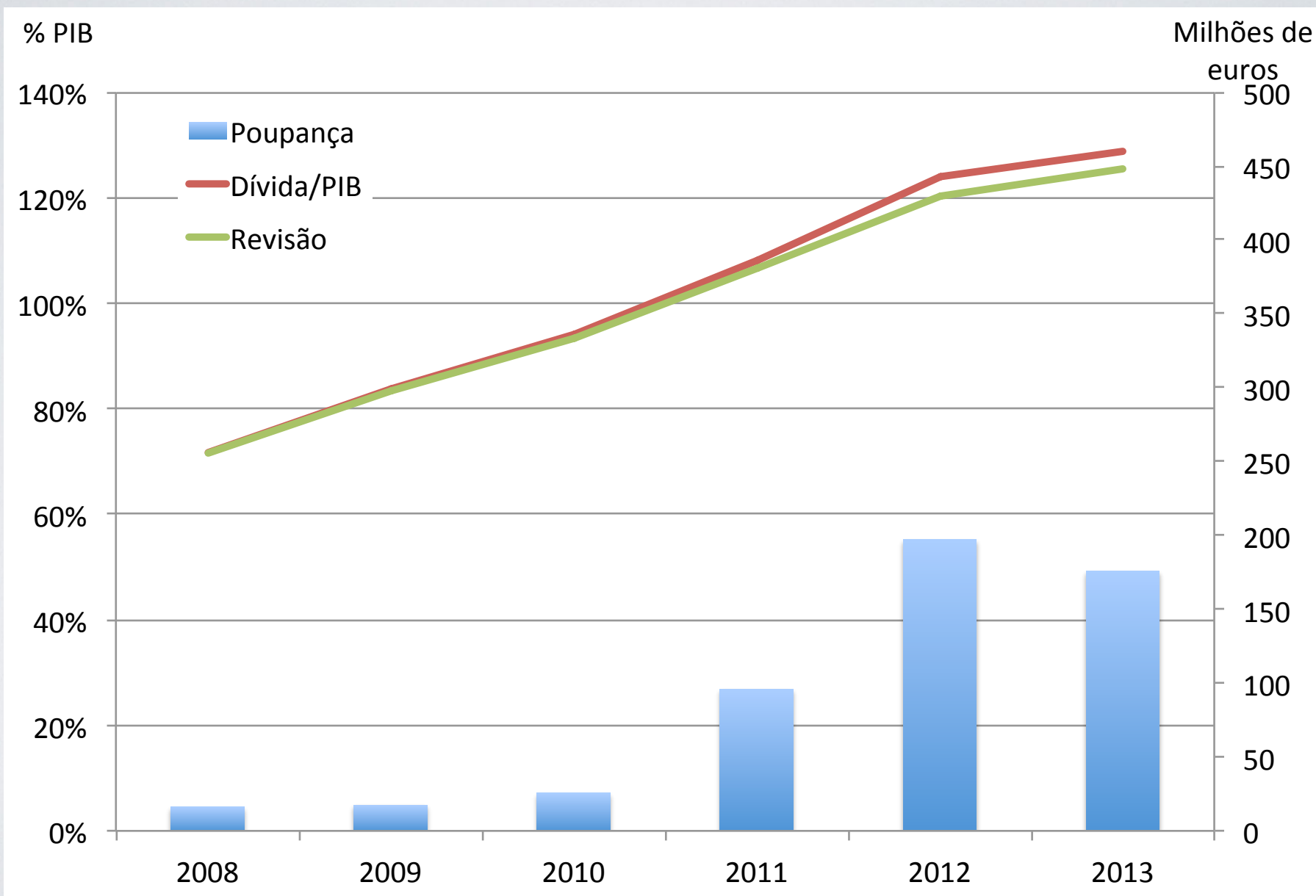
MOEDA PORTUGUESA...

- É frequente países emitirem dívida indexada à inflação. Nada de estranho.
- França, Itália e Alemanha emitem regularmente dívida indexada à inflação na zona euro.
- E se Portugal (e outros países na zona euro) emitisse dívida indexada à inflação, não na zona euro, mas no território nacional!?

INFLAÇÃO NA CRISE (DEFPIB)



POUPANÇA NESTES ANOS



4. A maturidade da dívida portuguesa

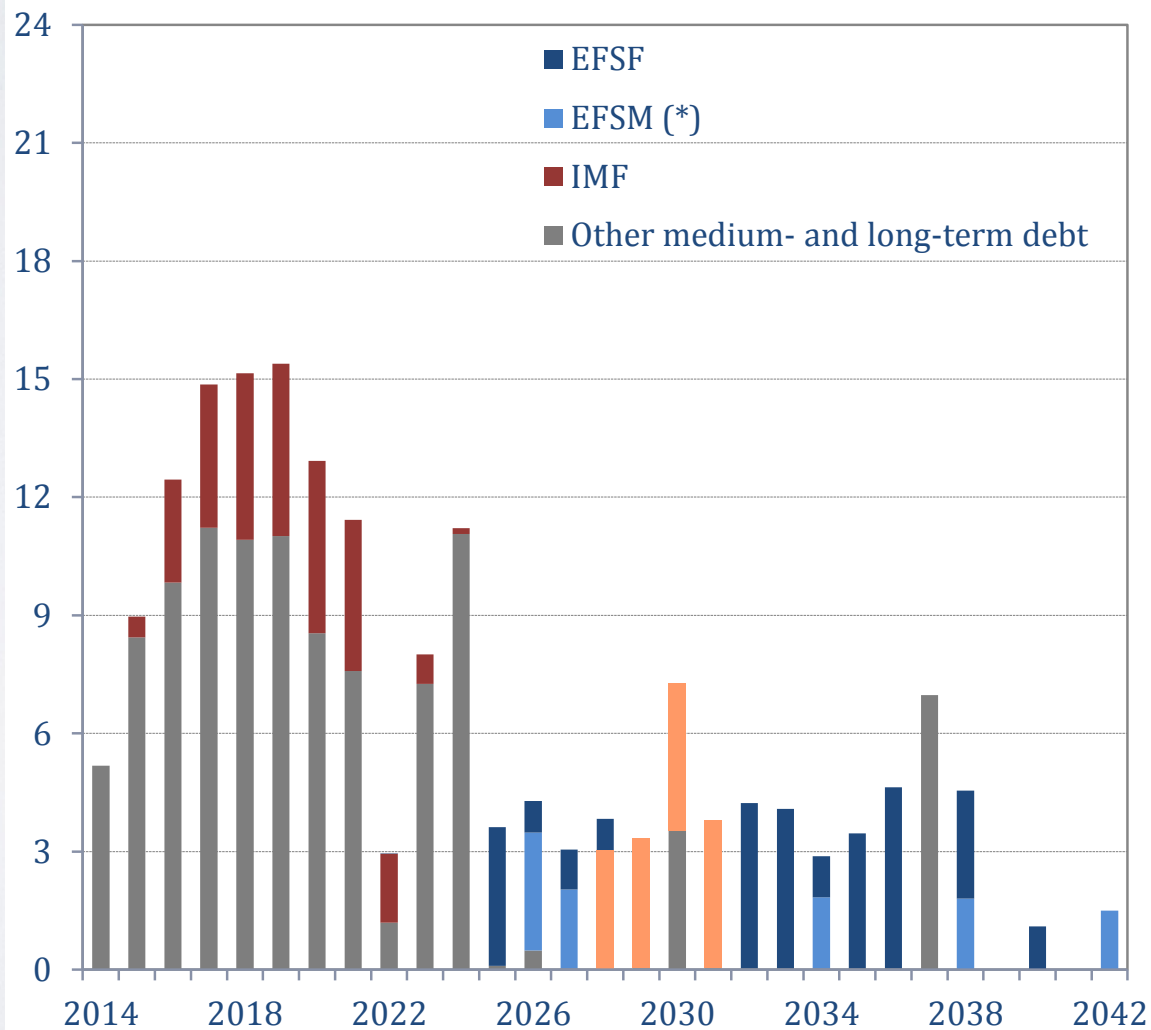


José Sócrates (7/11): “...pagar a dívida é uma ideia de criança. As dívidas dos Estados são por definição eternas. As dívidas gerem-se.”

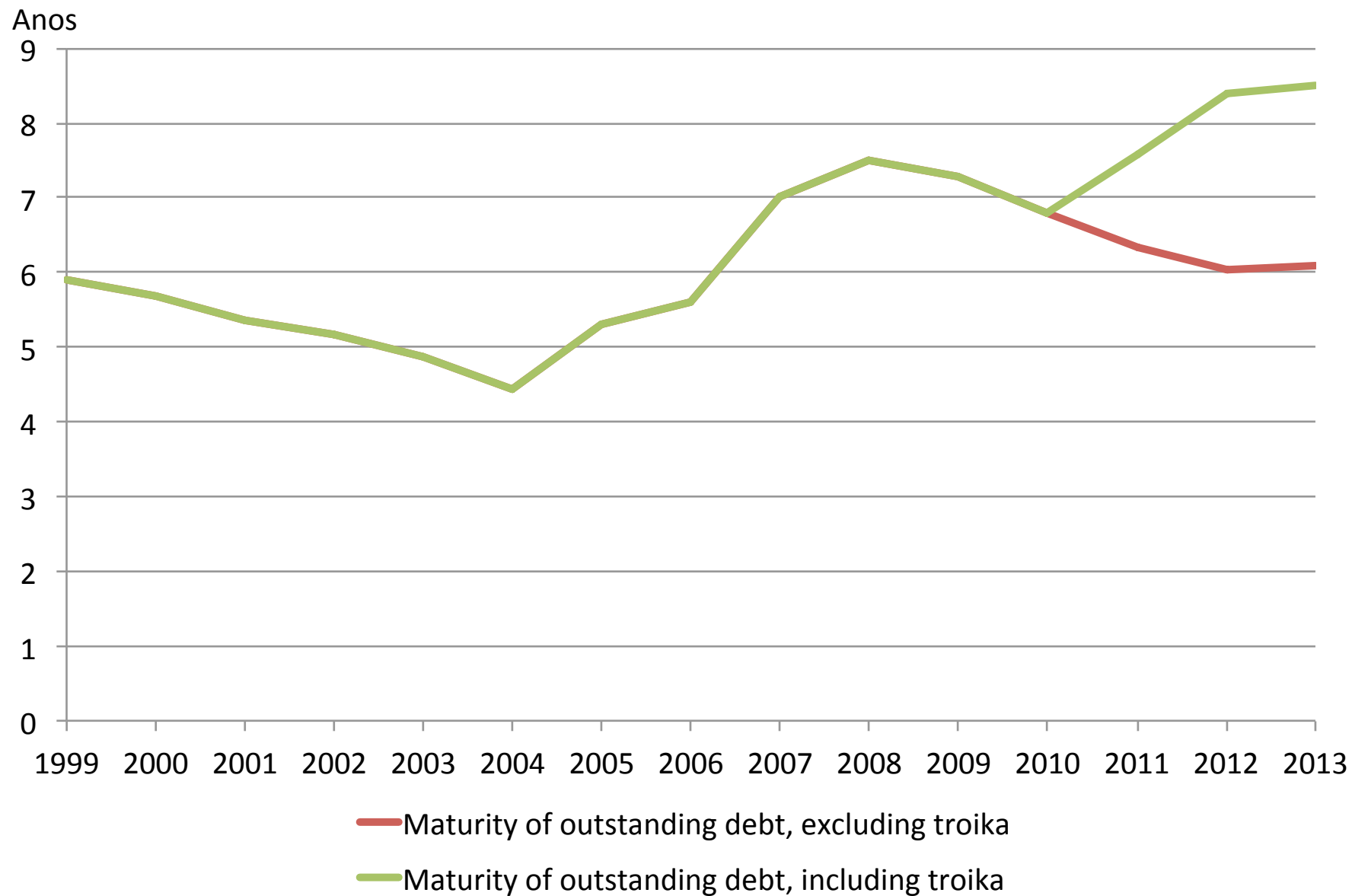
MATURIDADE HOJE

Redemption profile of MLT debt (after extensions)

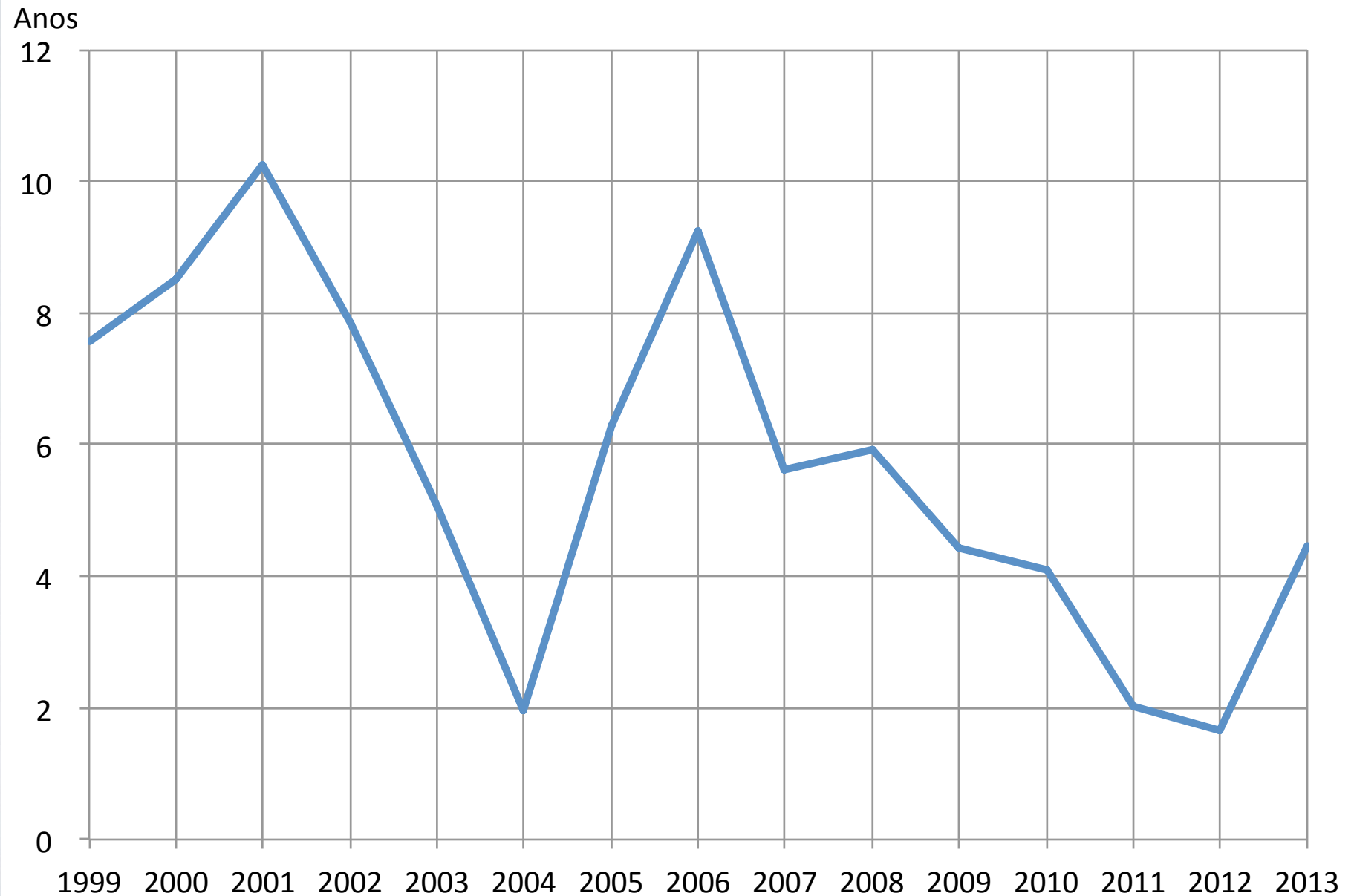
[Jul-14 + 15Y issuance + rollover of EFSM loans; EUR billion]



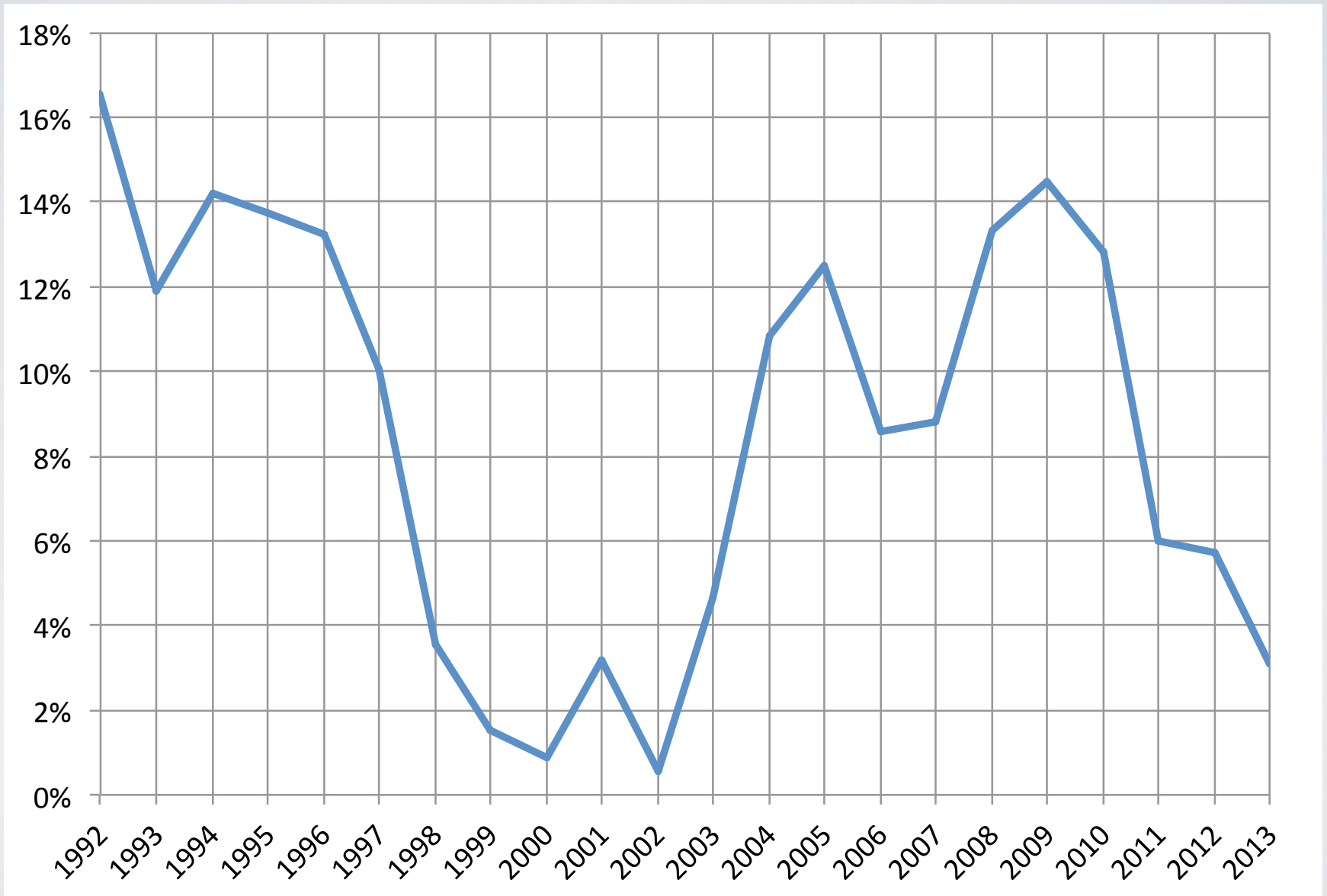
DESDE O EURO



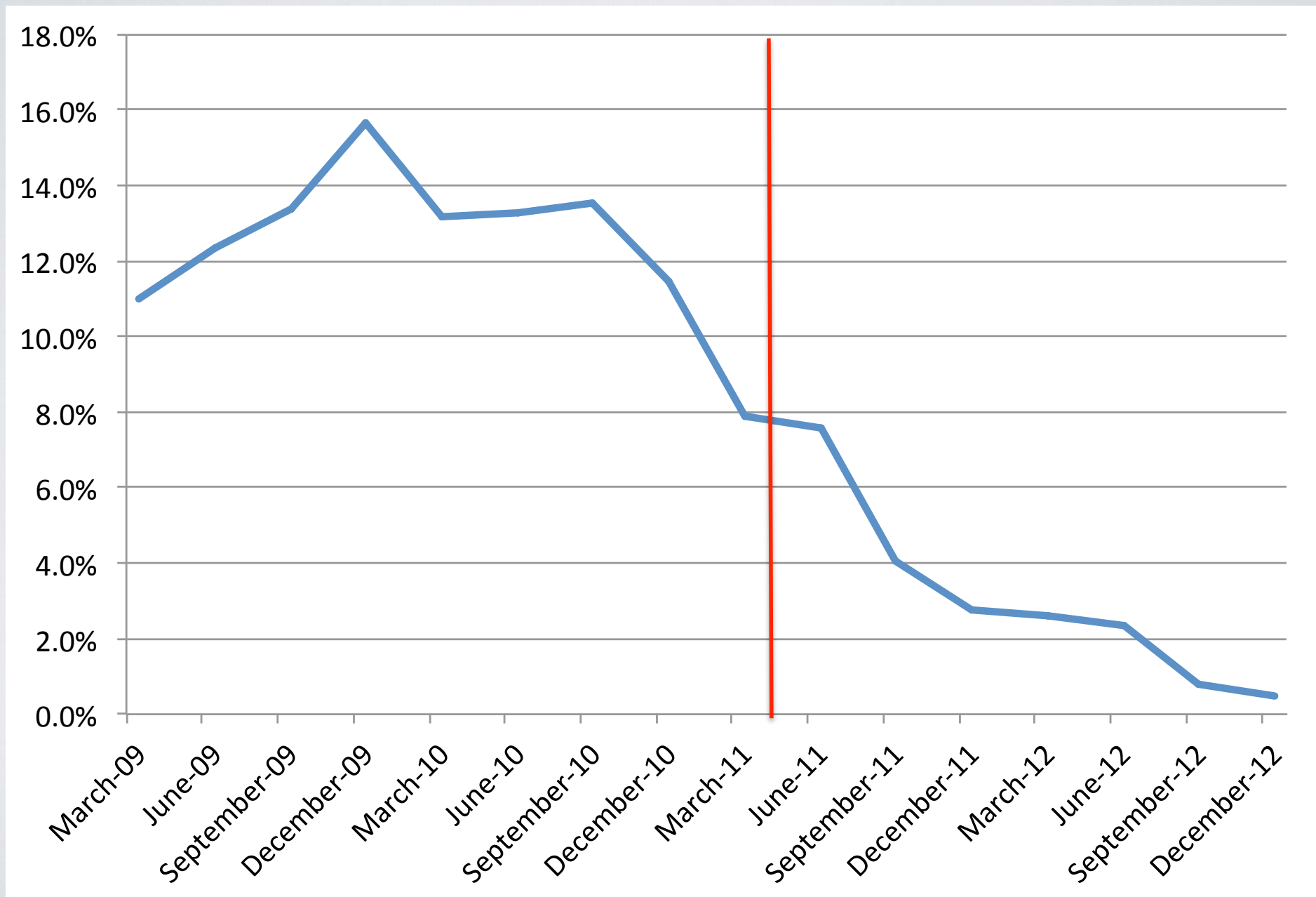
COMO CHEGÁAMOS AQUI



DÍVIDA CURTO PRAZO/TOTAL



DÍVIDA CURTO PRAZO EXTERNA



COMO PODIA SER?

Emitir dívida a maturidades mais longas.

- Teoricamente: O Estado tem um fluxo de receitas infinita no tempo. O financiamento deveria ser infinito também.
- Portugal já emitiu perpetuidades em 1940-43...
- Seguro para evitar uma nova crise. Para que não se repita o Abril de 2011.

COMO PODIA SER?

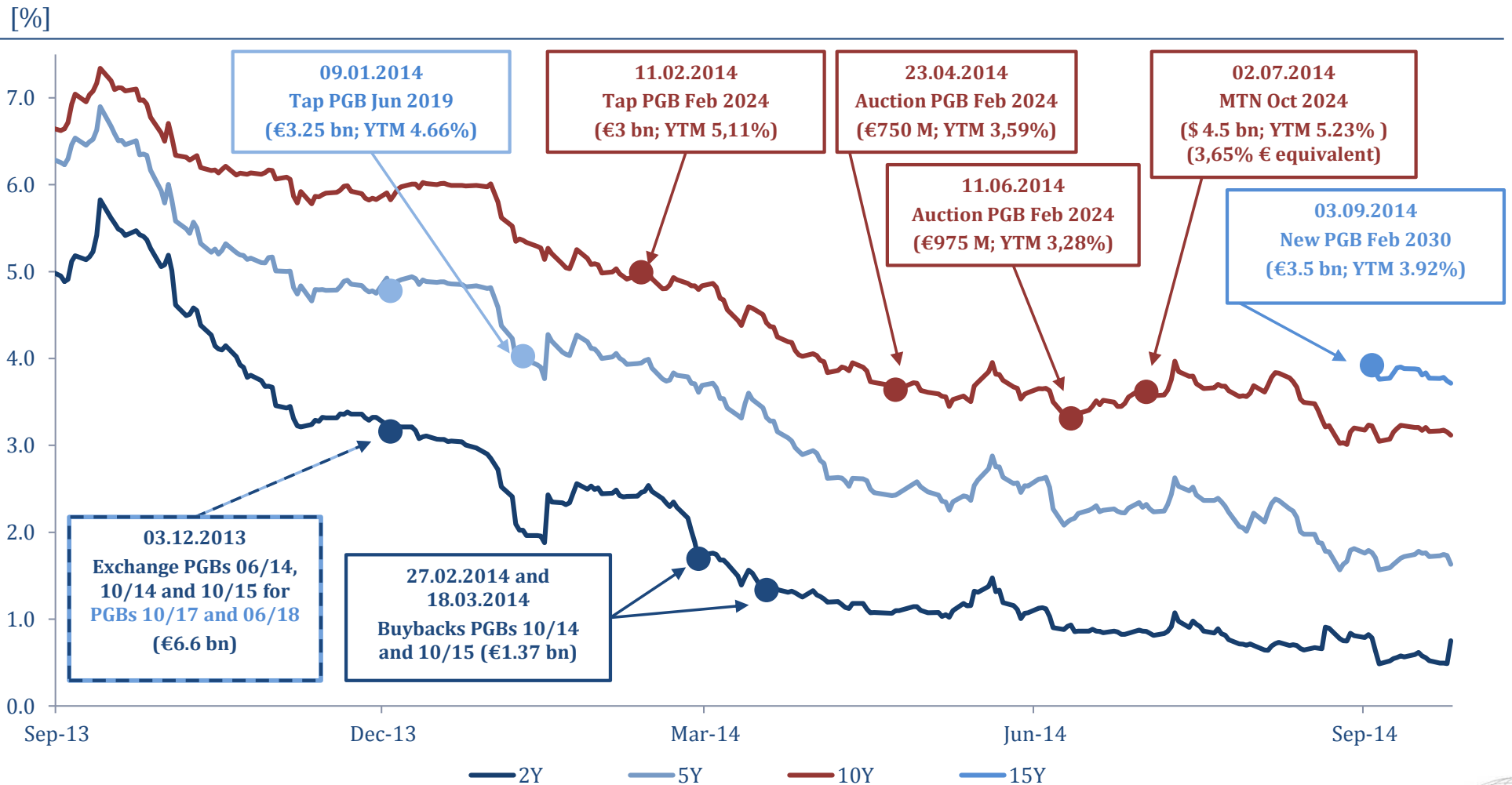
Emitir dívida a maturidades mais longas.

- Contra 1: dívida de curto prazo é controlo sobre os governos que não gostam de pagar.
- Contra 2: pagar antecipadamente à troika?
- Contra 3: o timing conta. Se as taxas descerem perdes dinheiro.

Mas as taxas de juro a 10 anos estão a 3,5%...

TAXAS DE JURO

PGBs secondary market yields



TROCAS DE 2013-14

- Dezembro de 2013.

Security	Exchange Offer YTM	Amount (eur mln)	% swapped over outstanding (before the transaction)
PGB 4.375 06/16/2014	2.12%	837	14%
PGB 3.6 10/15/2014	2.75%	1,640	21%
PGB 3.35 10/15/2015	3.33%	4,165	31%
		6,642	
PGB 4.35 10/16/2017	4.68%	2,676	31%
PGB 4.45 06/15/2018	4.96%	3,966	58%
		6,642	

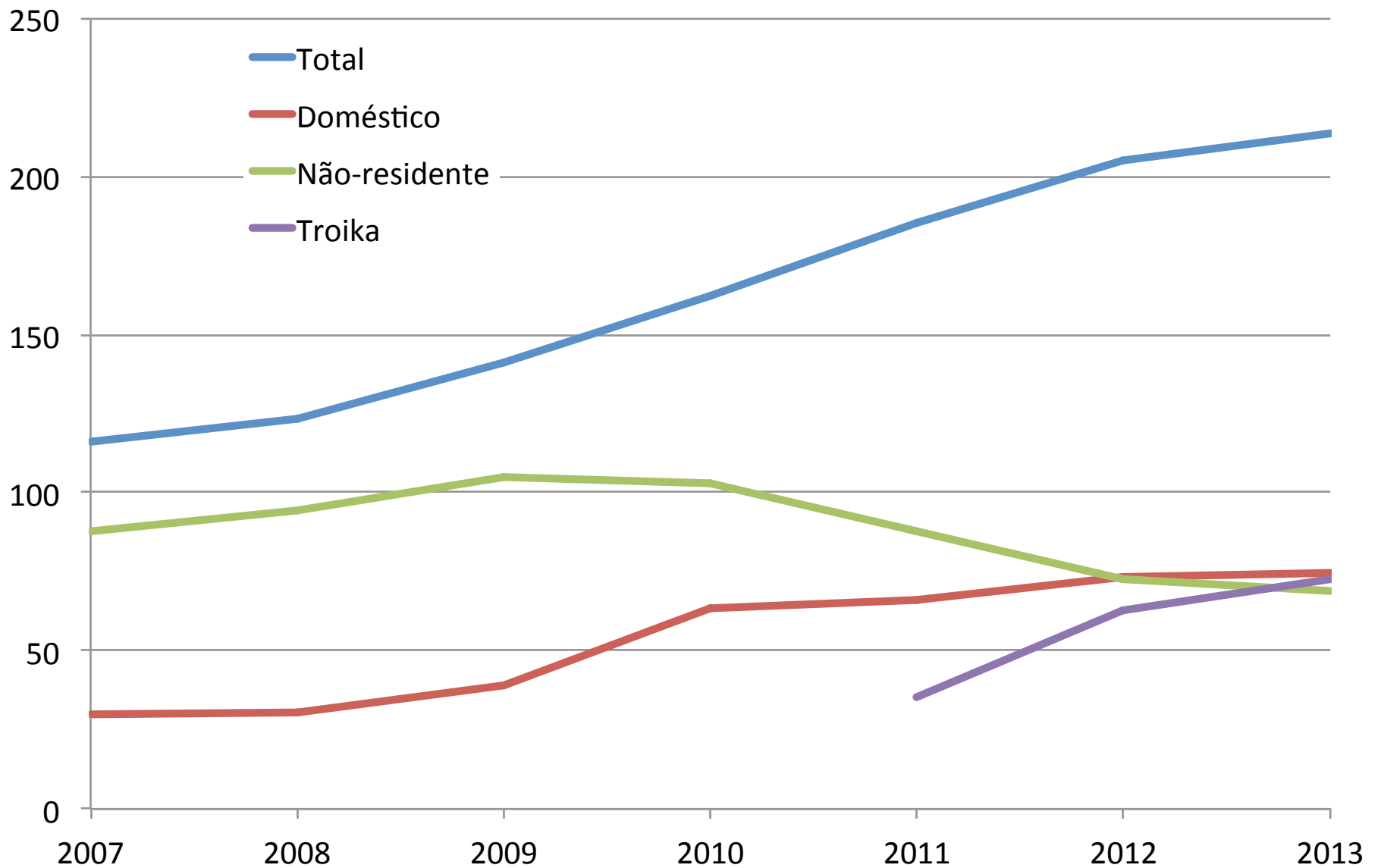
- Recompras de Fevereiro e Março de 2014
 - Recomprou 293M de 10/14, 1076M de 10/15
 - Vendeu 750M em obrigações de 02/2014
- Quanto perdemos?
Dezembro 2013: **556M** Fevereiro 2014: **33M**

5. Os mercados e os detentores da dívida

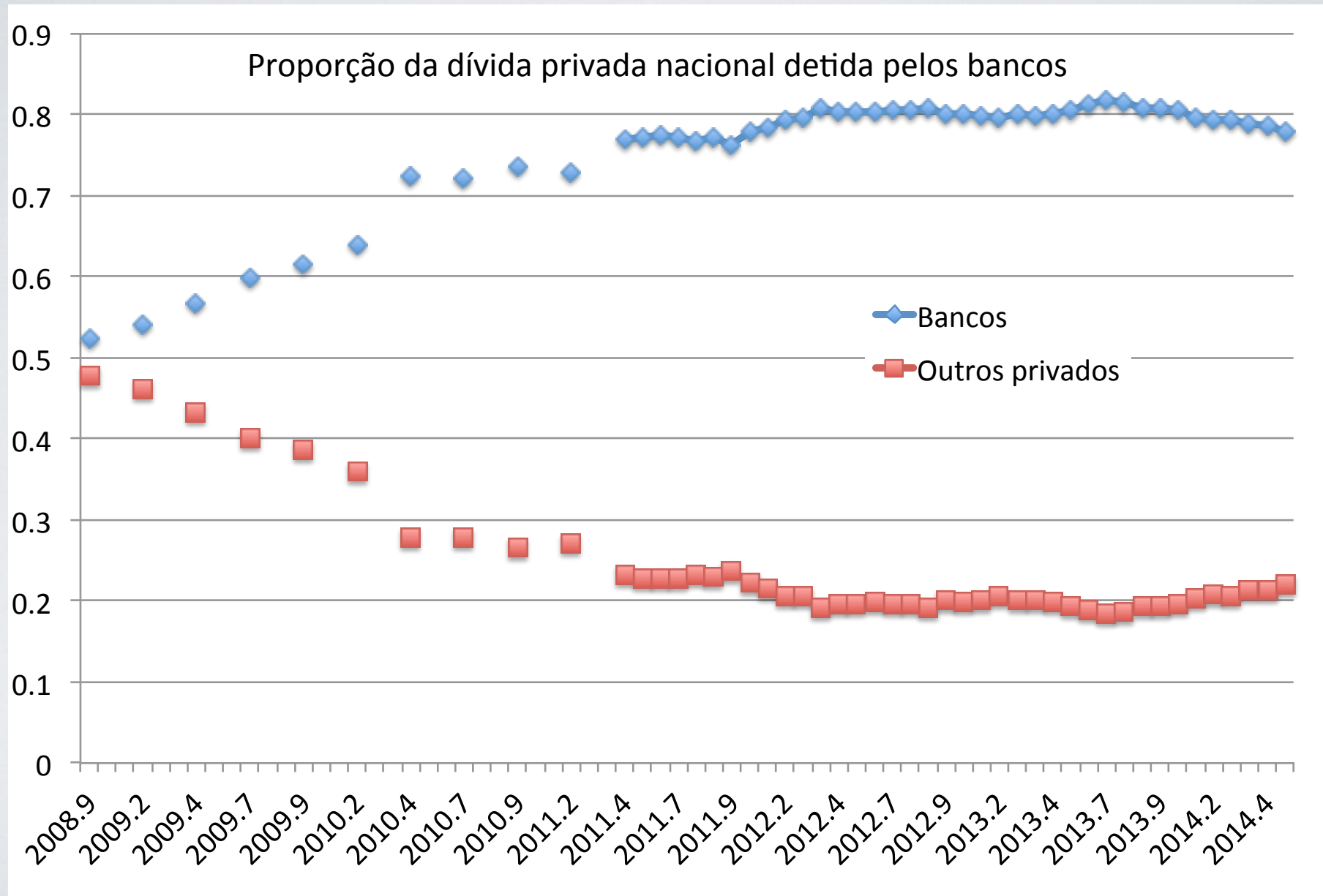


QUEM DETÉM A DÍVIDA?

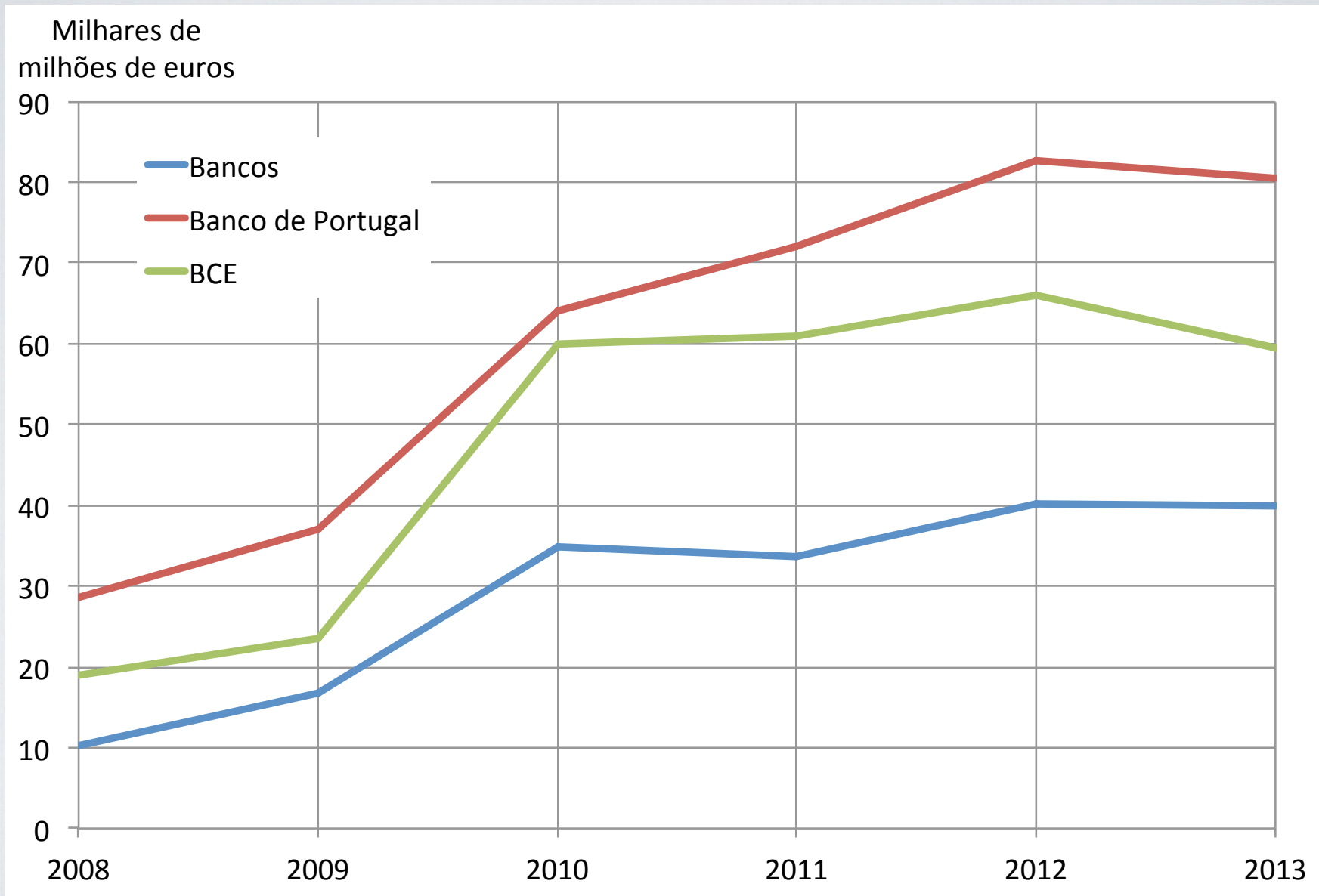
Mil milhões



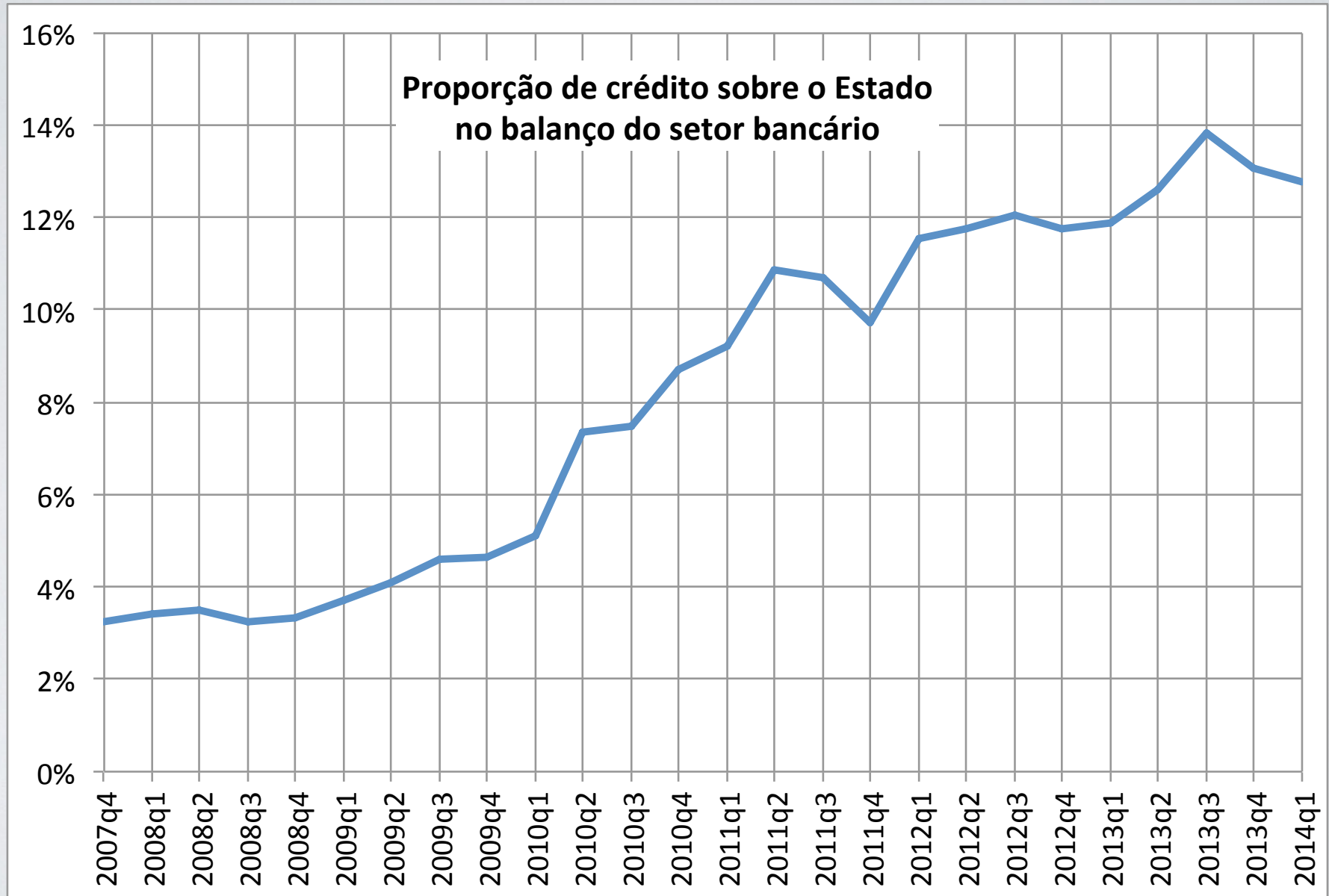
QUEM DETÉM A DÍVIDA?



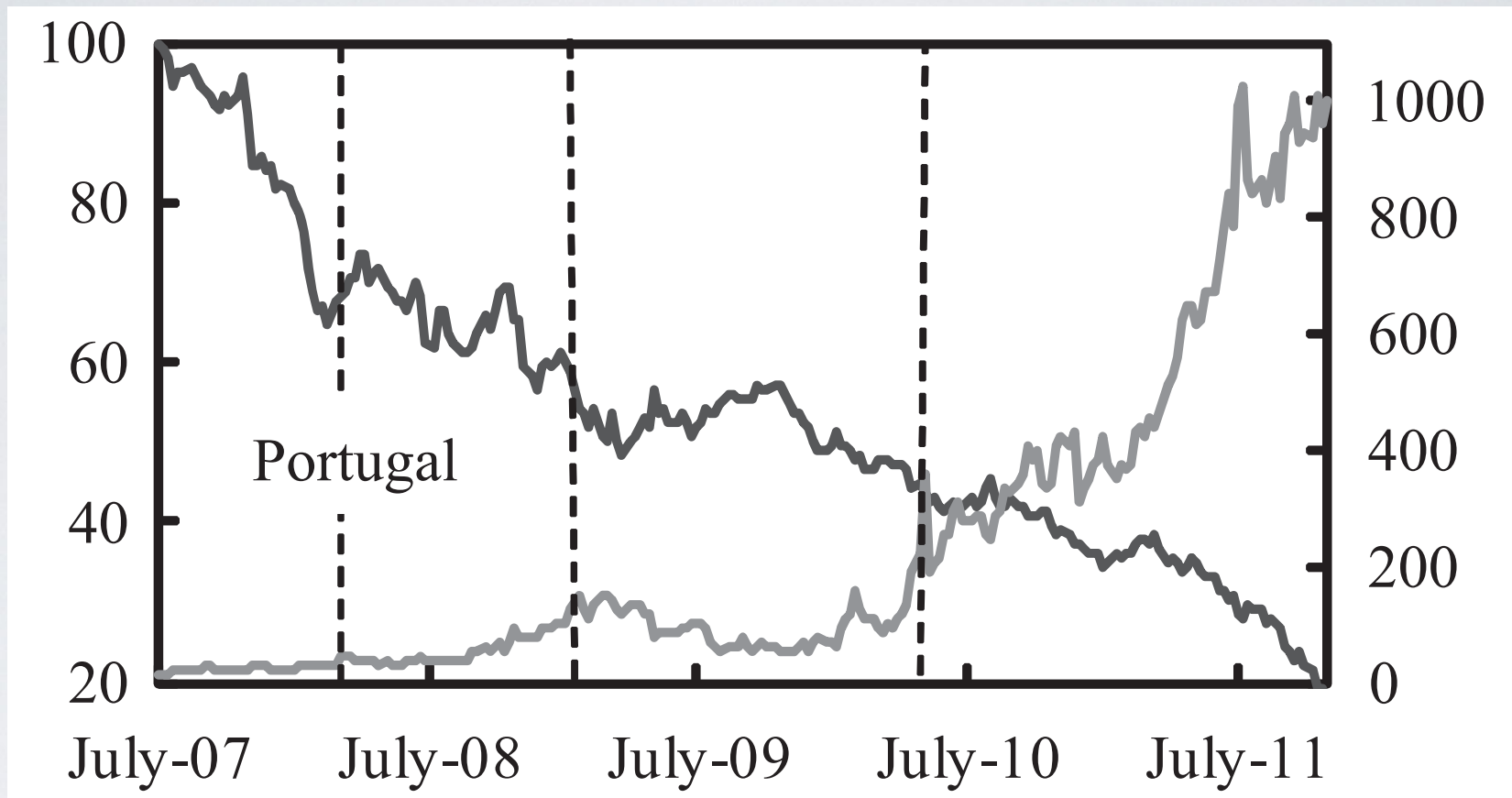
PORQUÊ? REGRAS MONETÁRIAS



PORQUÊ? REGRAS FINANCEIRAS



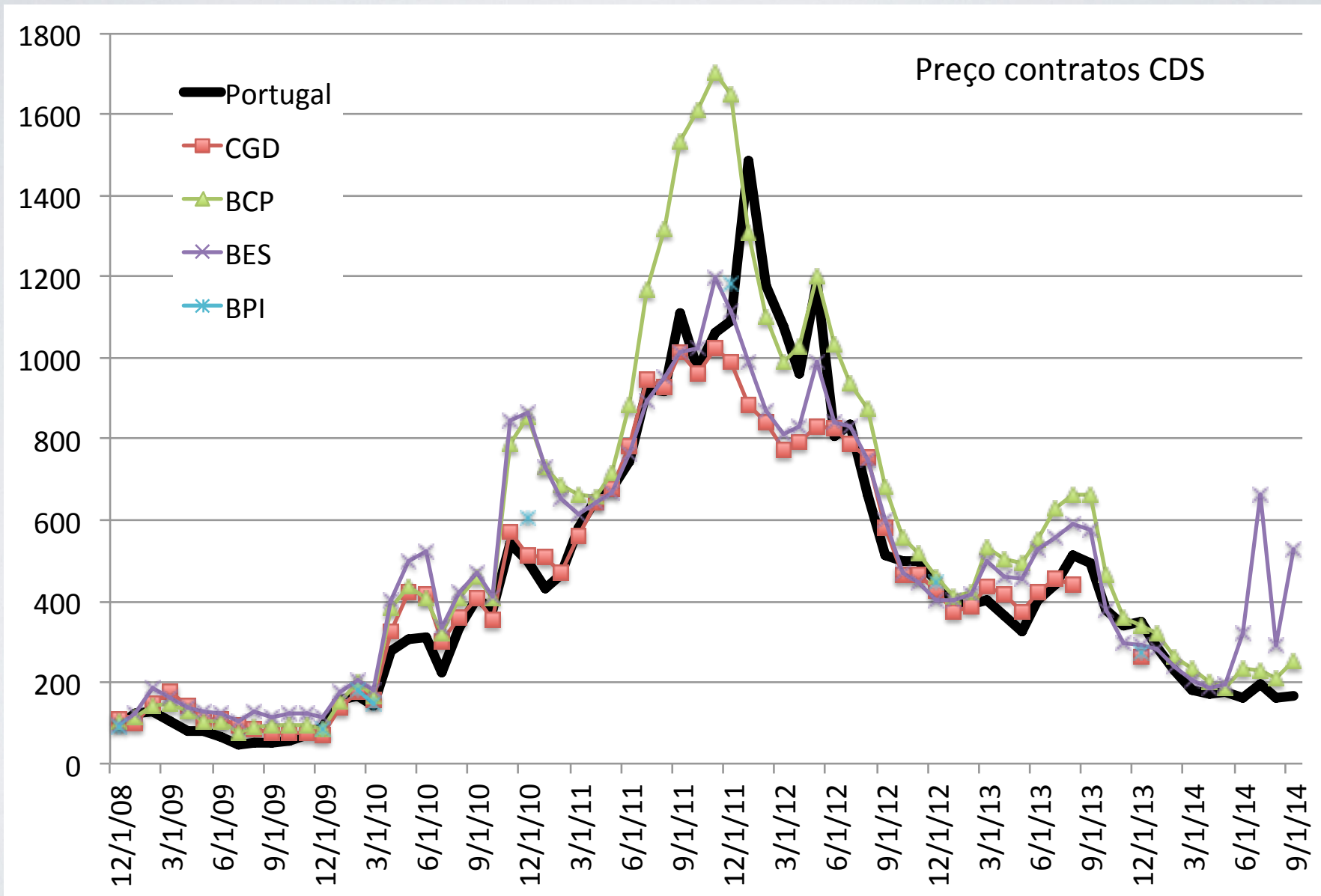
PROBLEMA I: BAIL OUTS



- Ratio of financial sector equity index to overall stock market index (6-Jul-07=100, left axis)
- 10 year sovereign spread over the German Bund (basis points, right axis)

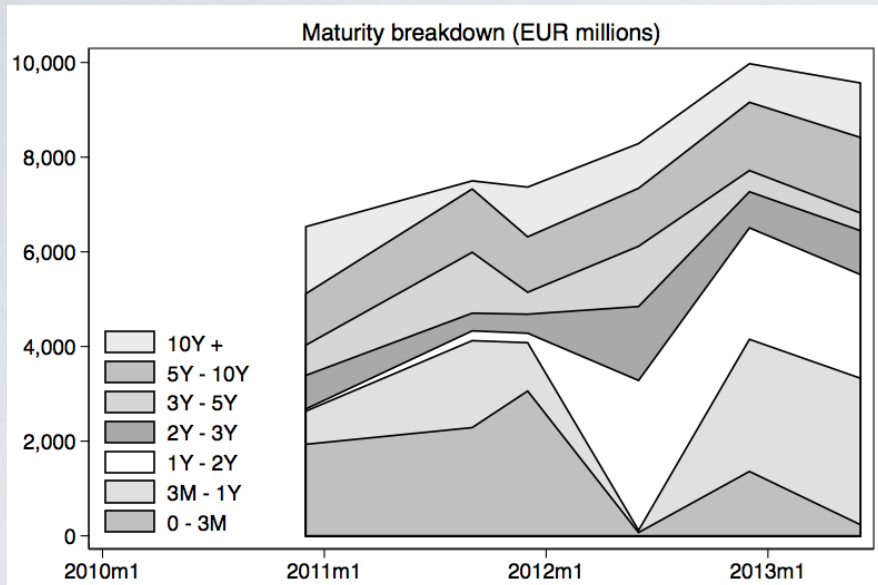
Vertical lines: rescue of Bear Stearns (Mar-08), nationalization of Anglo Irish (Jan-09), Greece bailout (May-10)

PROBLEMA I: "DIABOLIC LOOP"

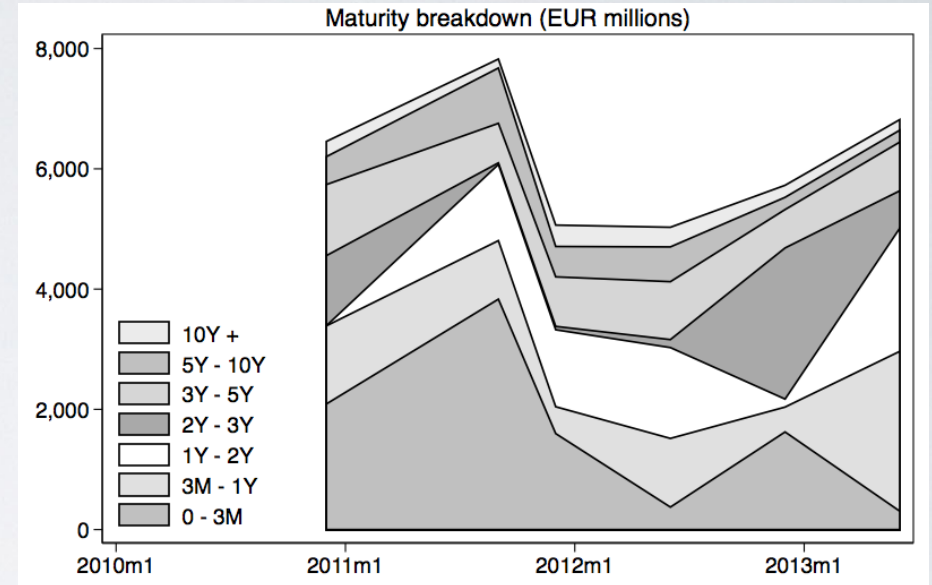


PROBLEMA 2: MATURIDADES

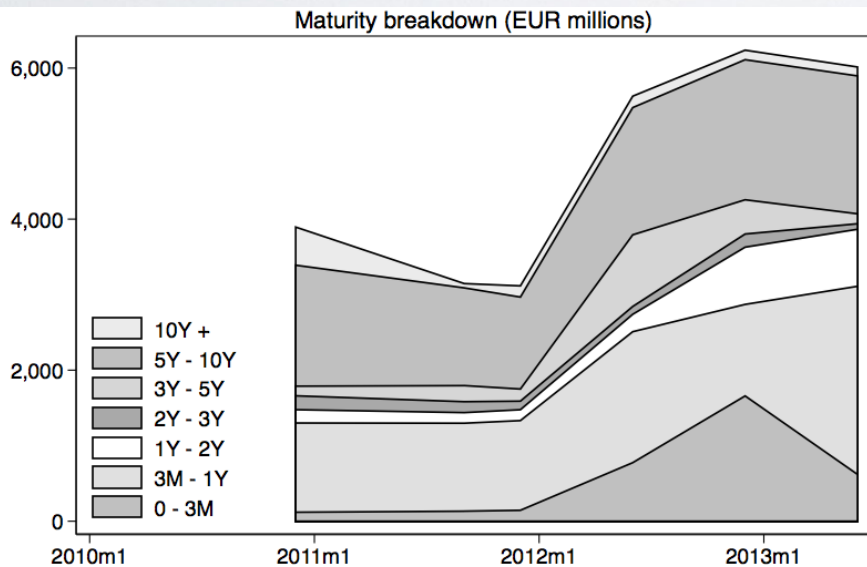
Caixa Geral de Depositos



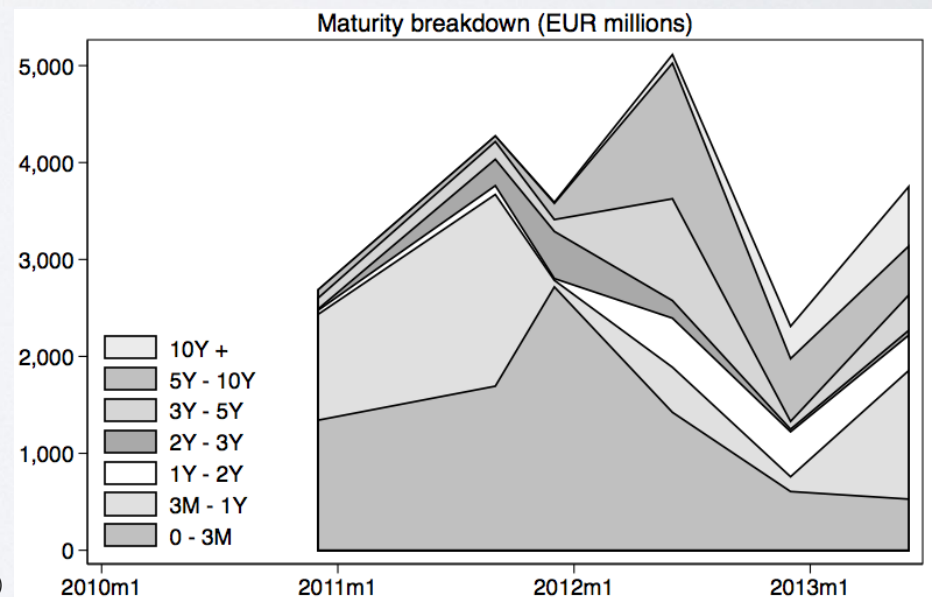
Banco Comercial Portugues



Banco BPI



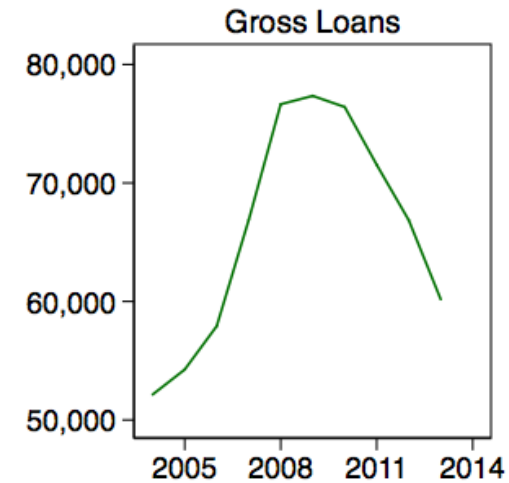
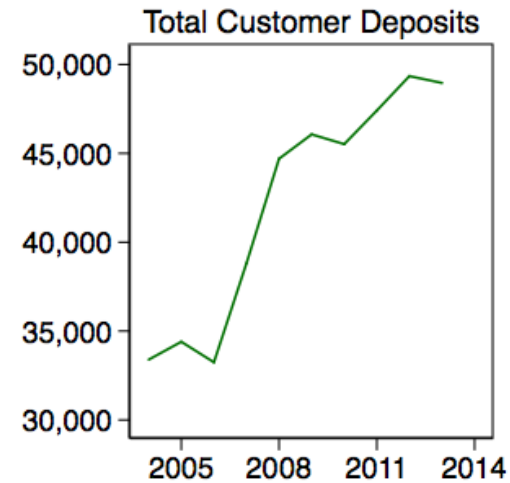
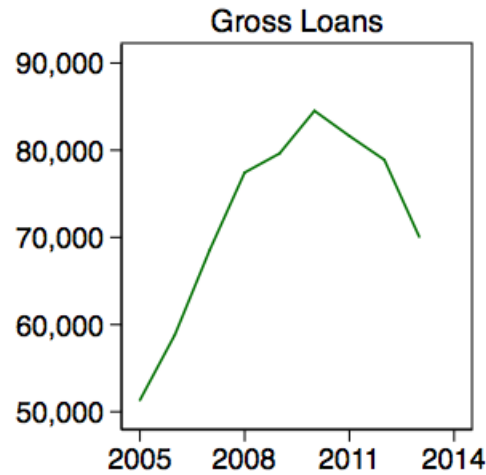
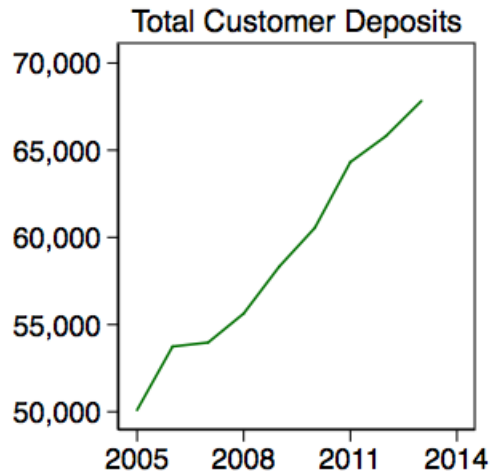
Banco Espirito Santo



PROBLEMA 3: GESTÃO DE RISCO

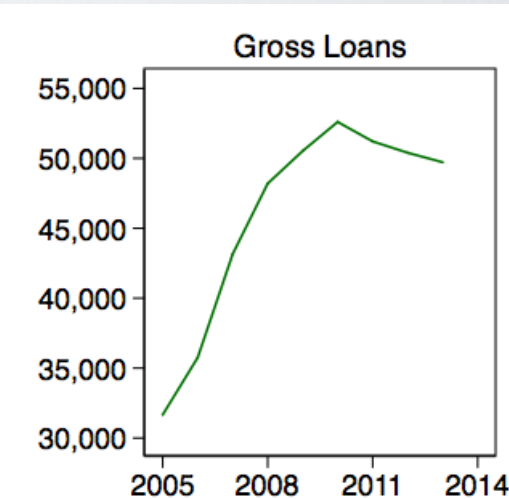
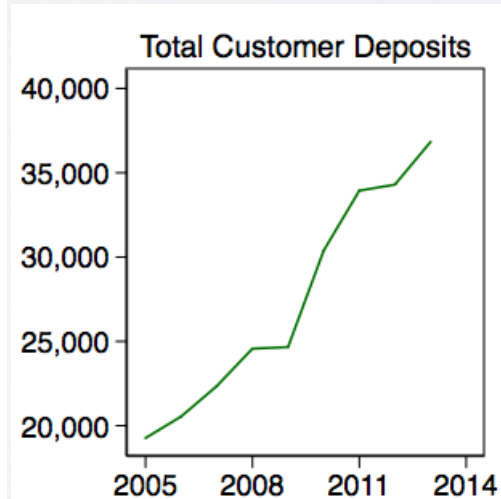
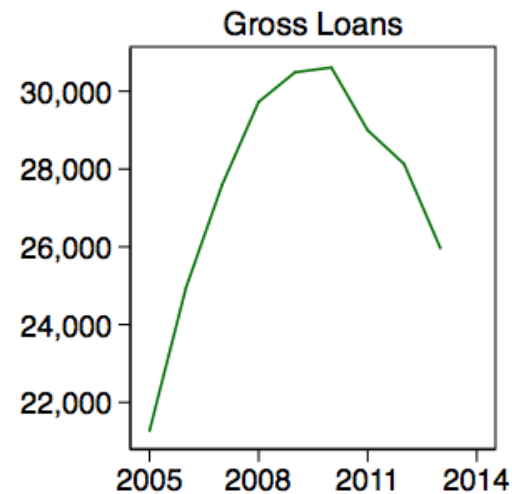
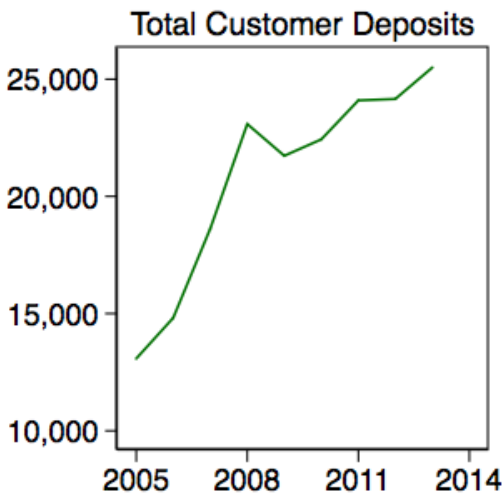
Caixa Geral de Depositos

Banco Comercial Portugues



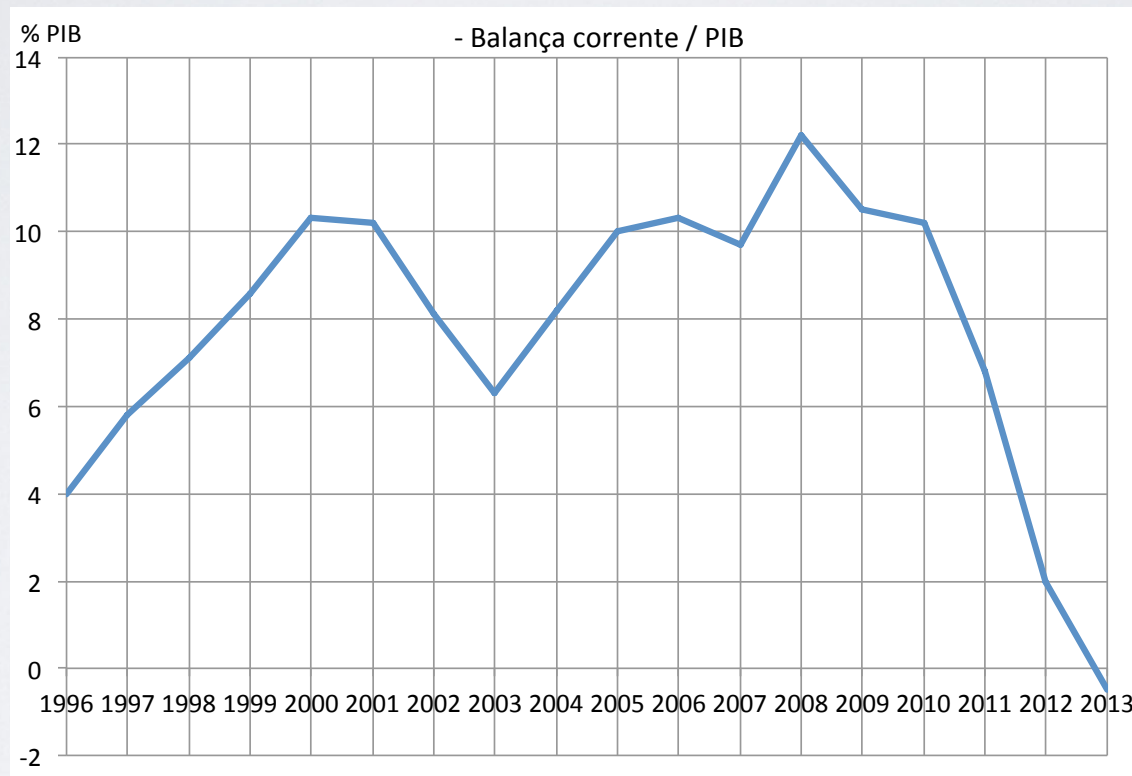
Banco BPI

Banco Espirito Santo



AFETAÇÃO DE CAPITAL

Reis (2013): porque é que quando fluiu tanto capital para Portugal, deixámos de crescer?



Financial integration without financial deepening.

AFETAÇÃO DE CAPITAL

Financial integration without financial deepening.

Evidência: Reis (2013): os setores que mais cresceram foram os com menos produtividade.

Table 4. Changes in Sector Composition in Portugal and Its Trading Partners, 2000-06

Indicator and sector	Portugal, 2006	Change, 2000-06 (percentage points)		
		Portugal	Euro area ^a	Main trading partners ^a
Share in employment				
Manufacturing	17.74	-2.72	-1.94	-2.14
Construction	10.22	-1.33	0.16	0.53
Real estate	6.38	0.96	1.40	1.39
Community services	24.06	1.12	1.07	0.94
Wholesale and retail trade	17.42	1.95	-0.14	-0.28
Share in value added				
Manufacturing	14.43	-2.66	-1.34	-2.23
Construction	6.61	-1.00	0.37	1.74
Real estate	14.59	0.14	0.75	1.91
Community services	26.51	2.53	0.11	0.06
Wholesale and retail trade	12.85	-0.52	-0.72	-0.63

AFETAÇÃO DE CAPITAL

Financial integration without financial deepening.

Evidência: Dias et al (2014): dispersão aumenta dentro de cada setor, sobretudo nos serviços.

Table 2: Dispersion of TFPR

	1996			2004			2011		
	Total	Manuf.	Serv.	Total	Manuf.	Serv.	Total	Manuf.	Serv.
S.D.	0.23	0.19	0.27	0.27	0.22	0.29	0.32	0.25	0.35
75-25	0.24	0.18	0.31	0.27	0.20	0.34	0.32	0.22	0.39
90-10	0.53	0.42	0.65	0.62	0.47	0.70	0.72	0.52	0.82

Note: Statistics are for $\log(TFPR_{si}/TFPR_s^*)$. S.D.=Standard deviation, 75-25 is the difference between the 75th and 25th percentiles, and the 90-10 the 90th vs. 10th percentiles.

AFETAÇÃO DE CAPITAL

Financial integration without financial deepening.

Evidência acumula-se:

1. Reis (2013): os setores que mais cresceram foram os com menos produtividade.
2. Dias et al (2014): dispersão aumenta dentro de cada setor, sobretudo nos serviços.
3. Gopinath et al (2014): sobrevivem sobretudo as empresas mais dependentes do crédito bancário.

6. Conclusões



CONCLUSÕES

1. A depressão portuguesa do século XXI. A primeira pergunta hoje sobre qualquer política económica devia ser: *vai pôr Portugal a crescer?*
2. Finanças públicas e estabilidade macroeconómica: seguro contra a austeridade emitindo dívida indexada.
3. Finanças públicas e estabilidade financeira: emitir dívida de longo prazo na altura certa.
4. Finanças públicas e afetação de capital: libertar crédito, re-enfoque na eficiência em vez da estabilidade.