

Debate da IAC

A dívida pode ser paga?

Lisboa, 7 de Julho de 2012

Dívida, a quanto obrigas?

Ricardo Cabral

Universidade da Madeira

rcabral@uma.pt

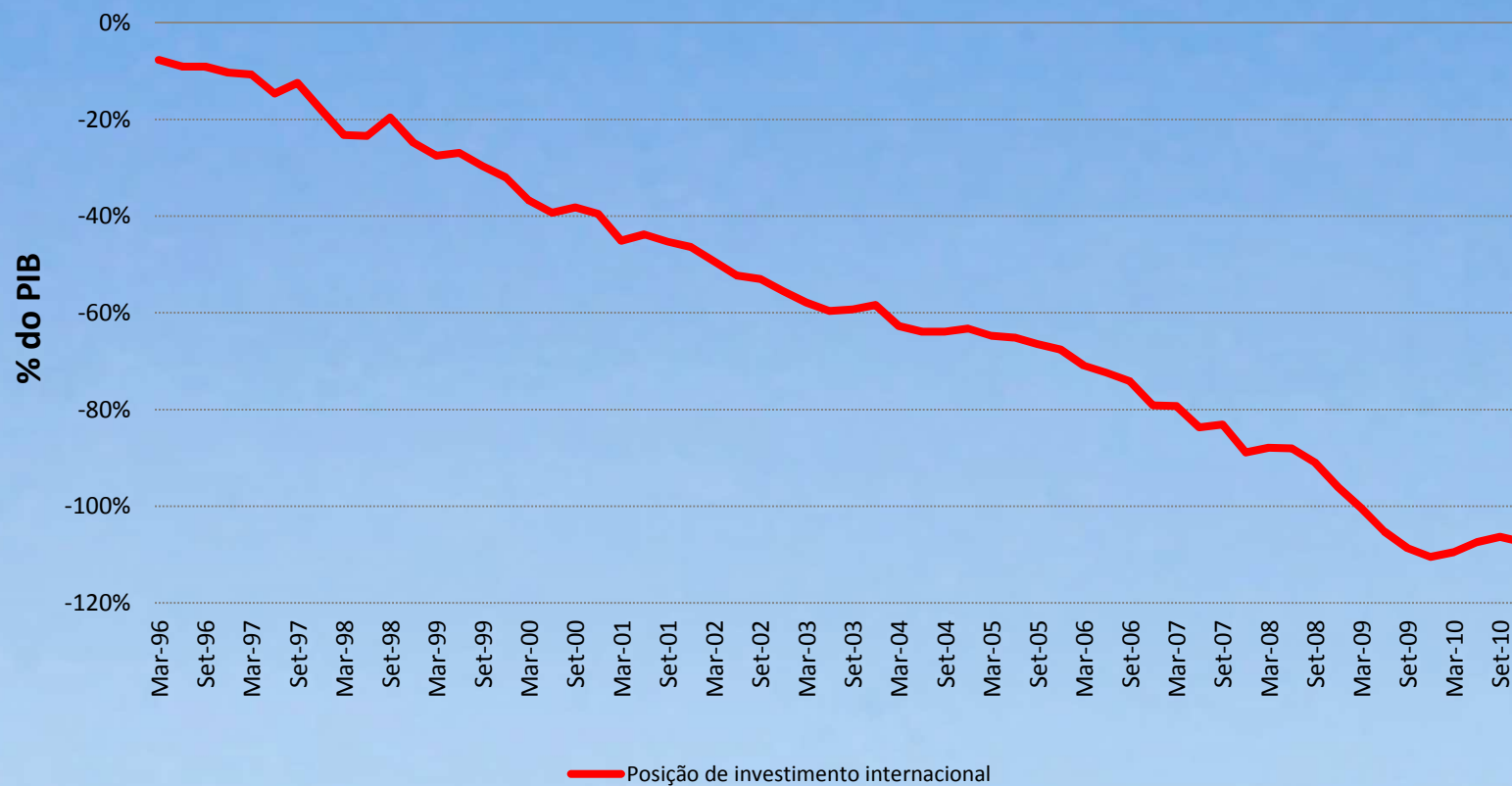
Tópicos

- As perguntas que a organização deste debate da IAC me fez são simples e concretas:
 - A dívida pode ser paga?
 - Quais as soluções e/ou alternativas que devem ser adoptadas?

Qual dívida?

- O país enfrenta uma crise de balança de pagamentos e de dívida externa
 - A crise orçamental e a crise de dívida pública são, no contexto actual, sintomas dessa crise de balança de pagamentos e de dívida externa
 - A dívida externa (líquida) deverá ter um valor facial superior a 100% do PIB
 - Privada
 - sector bancário e grandes empresas
 - Pública
 - dívida soberana titularizada detida em larga medida por não residentes e, de forma crescente, empréstimos do sector oficial (FEEF, FMI);
 - dívida da autoridade monetária (Banco de Portugal) face ao Eurosistema (Target 2)
 - » 69 mil milhões de euros em Abril de 2012 (40% do PIB)
 - » No entanto, perdas do BdP nas operações de política monetária seriam repartidas de acordo com o capital ajustado do BdP no BCE (2,5%)
 - » Mas, devido às garantias entregues ao Eurosistema, poderiam obrigar estado a assumir dívida externa e interna para proteger depositantes

Posição de investimento internacional



Evolução da dívida externa

- Entre o fim do 1º trimestre 1996 e o fim do 4º trimestre de 2010, a medida mais lata da dívida externa líquida deteriorou-se em cerca de €180 mil milhões. Essa evolução explica-se sobretudo pelos défices acumulados da balança de bens (-€234 mil milhões) e da balança de rendimentos (-€61 mil milhões).
 - Esses défices foram contrabalançados pelos excedentes acumulados registados na balança de serviços e na balança de transferências correntes de cerca de €57 mil milhões e €43 mil milhões, respectivamente.
- Estes dados indicam, sem margem para dúvidas, que a elevada dívida externa nacional resulta, fundamentalmente:
 - do elevado défice acumulado da balança de bens (que explica 130% do aumento do passivo externo líquido entre o 1º trimestre de 1996 e o 4º trimestre de 2010) e,
 - de forma crescente, dos juros que o país paga ao exterior para financiar essa dívida externa (que explica 34% desse aumento do passivo externo líquido).

Porque é que dívida externa é tão problemática?

- Adam Smith, na sua obra “A Riqueza das Nações” (1776, Book V, Chapter III), referia que um país não fica mais pobre ao pagar juros se a dívida for doméstica, dado que a despesa com juros de uns (e.g. Estado) constitui rendimento de residentes, que é poupado ou gasto em larga medida no próprio país criando emprego e gerando receitas fiscais. Contudo, se essa dívida for externa, o pagamento de juros é poder de compra que sai do país.
- O passivo externo líquido de Portugal, assim como o de outros países sujeitos à crise de dívida soberana da zona Euro, atingiu níveis historicamente sem precedentes, em tempos de paz, para países de média dimensão. O juro composto faz a dívida externa crescer mais rapidamente que a economia portuguesa.
- Dívida externa e os juros que recaem sobre essa dívida são essencialmente pagos com receitas de exportações (líquidas). Assim, passivos externos líquidos elevados exigem excedentes comerciais crescentes para evitar que o juro composto resulte numa dinâmica de crescimento de dívida externa insustentável.

Trajectória de dívida externa é insustentável

	PIB nominal (taxa de crescimento de 4%)	Passivo externo líquido (-PII, p.f.p.)	Passivo externo líquido (-PII, p.f.p.)	Défice da balança comercial	Necessidades líquidas de financiamento da economia
	(€ mil milhões)			(% do PIB)	
2010	172.7	185.6	107.5%	6.5%	8.5%
2011	179.6	195.8	109.0%	3.0%	5.7%
2012	186.8	197.2	105.6%	-2.0%	0.7%
2013	194.3	190.6	98.1%	-6.0%	-3.4%
2014	202.0	182.9	90.5%	-6.0%	-3.8%
2015	210.1	174.2	82.9%	-6.0%	-4.1%
2016	218.5	164.3	75.2%	-6.0%	-4.5%
2017	227.2	153.2	67.4%	-6.0%	-4.9%
2018	236.3	140.8	59.6%	-6.0%	-5.3%
2019	245.8	127.0	51.7%	-6.0%	-5.6%
2020	255.6	111.6	43.6%	-6.0%	-6.0%
2021	265.8	94.6	35.6%	-6.0%	-6.4%
2022	276.5	75.8	27.4%	-6.0%	-6.8%
2023	287.5	55.1	19.2%	-6.0%	-7.2%
2024	299.0	32.5	10.9%	-6.0%	-7.6%
2025	311.0	7.7	2.5%	-6.0%	-8.0%

Tabela. Simulação da trajetória do passivo externo líquido de Portugal (estimativas do autor de Agosto de 2011 em artigo publicado no Anuário XXI, Ter Opinião)

Em 2011 PIB foi de €171 mil milhões, passivo externo líquido manteve-se aproximadamente constante devido a variações do valor de mercado dos passivos, défice da balança comercial foi de 3,9% do PIB, necessidades líquidas de financiamento da economia foram de 5,1% do PIB,

Exige excedentes comerciais crescentes

- O país nunca registou um excedente anual da balança de bens e serviços desde 1953 (défice comercial médio de 7,4% do PIB entre 1953 e 2010).
- Para pagar integralmente a sua dívida externa seria necessário que Portugal passasse a registar um excedente na balança de bens e serviços de cerca de 6,0% do PIB durante mais de uma década e registasse uma taxa de crescimento nominal média de 4% ao ano.
- Na realidade, para alterar a situação e colocar a dívida externa numa trajectória sustentável seria necessário um ajustamento externo sem precedentes e sustentado ao longo de mais de uma década. Isso teria de ocorrer numa altura em que vários dos principais mercados internacionais, destino das exportações nacionais, estão igualmente sujeitos à crise de dívida soberana e a empreender medidas de política económica similares.
- Na prática, é irrealista esperar, no âmbito da União Económica e Monetária e com as regras vigentes da política de concorrência da União Europeia que seja possível ao país ter um tal comportamento das suas exportações líquidas. Em todos os precedentes históricos as economias afectadas acabaram por se ver obrigadas a reestruturar a sua dívida externa.

Desequilíbrios das contas públicas são sintoma e consequência, não a causa da crise*

- A identidade contabilística da balança de pagamentos indica-nos que

Nec. Líq. Fin. (pub+priv) ≈ déficit balança (comercial+rendimentos) + Outros

- Esta identidade contabilística deve ser interpretada como uma equação matemática do género

$$3+1=2+2$$

- Ou seja, o déficit do sector público (3) mais as necessidades líquidas de financiamento do sector privado (1) dependem fundamentalmente do déficit da balança comercial (2) e do déficit da balança de rendimentos (2)
- Significa que não é possível reduzir o déficit público de forma sustentável se não for possível reduzir os termos do lado direito (déficit da balança comercial e de rendimentos)

(*Note-se que a causalidade ocorre nos dois sentidos. Contudo, no contexto actual, desequilíbrios externos elevados causam défices públicos elevados)

Uma Alternativa Possível

$$3+1=2+2$$

- Actuar directamente sobre os dois termos do lado direito da identidade contabilística da balança de pagamentos
- O objectivo seria melhorar as necessidades líquidas de financiamento da economia em cerca de 7% do PIB, para próximo de 0% do PIB
 - Permitiria ao país, e ao sector público, auto-financiar-se, i.e., não depender do financiamento externo
 - Metade do ajustamento (3,5% do PIB) através da melhoria da balança comercial
 - O restante (3,5% do PIB) através da reestruturação de dívida
- Medidas similares poderiam ser empreendidas pelos 12 países na periferia da UE, em acordo com os seus parceiros

Melhorar balança comercial através de alterações da estrutura dos impostos (1/2)

- Melhoria de 3,5% do PIB da balança comercial através de alterações da estrutura fiscal de forma a replicar desvalorização cambial
 - Receitas fiscais e contribuições sociais representaram 34,5% do PIB em 2010. Em média, os impostos e contribuições sociais deverão representar o custo mais significativo de toda e qualquer actividade económica
- Do lado da oferta: baixar custos fiscais e sociais de empresas em sectores de bens e serviços transaccionáveis e aumentar os custos fiscais e sociais de empresas em sectores não transaccionáveis
 - Redução do IVA e das contribuições sociais do empregador para todas as empresas
 - Sectores não transaccionáveis têm tendência a serem menos concorrenciais, a ter maior poder de mercado e maiores lucros: portanto, aumentar IRC e eliminar deduções previstas no código do IRC
- Do lado da procura: alterar impostos de forma a baixar preços de bens e serviços produzidos domesticamente e aumentar preços de bens e serviços importados de forma a redireccionar procura de importações para bens e serviços domésticos
 - Aumentar impostos específicos sobre categorias de bens e serviços com maior peso nas importações (ISP, imposto automóvel, outros)
 - Reduzir taxas de IVA, que é pago em todos os bens e serviços consumidos em Portugal, baixar impostos específicos sobre produtos e serviços produzidos em Portugal (portagens, propinas de universidades, taxas moderadoras, etc)

Melhorar balança de rendimentos através de reestruturação de dívida (2/2)

- Solução difícil, complexa e com custos, mas é a menos má das alternativas
- Reestruturação de dívida:
 - Objectivo é reduzir o défice da balança de rendimentos
 - Deve ser feita quanto antes através de alterações da Lei Quadro de Dívida Pública (Buchheit and Gulati, 2010), obviamente precedida de negociação com os parceiros da UE, com os credores e com implementação de legislação necessária, porquanto
 - Ao substituir dívida soberana que vence, por empréstimos da FEEF/FMI, a lei e jurisdição aplicável passa a ser internacional
 - Torna o futuro processo de reestruturação muito mais complexo, dispendioso e moroso.
 - Implementar lei de resolução bancária especial (Special Resolution Regime with Structured Early Intervention and Prompt Corrective Action)
 - É um erro utilizar dinheiros públicos e garantias do estado para recapitalizar o sistema bancário antes de se proceder à resolução bancária.
 - Alterar política de concessão de crédito dos bancos
 - Dilatar prazos e diminuir cupão da dívida pública/privada por forma que o défice da balança de rendimentos passe a ser 1-2% do PIB (i.e., sempre inferior a 2% do PIB), eventualmente indexado à taxa de crescimento do PIB
 - Fazer uma reestruturação de dívida substancial. Se for demasiado pequena, a dinâmica de dívida não se altera e teremos de proceder a nova reestruturação de dívida daqui a uns anos

Conclusões (1/2)

- A austeridade não irá resultar porque viola a identidade contabilística da balança de pagamentos, i.e., $3+1=2+2$
- Programa de resgate da troika apenas adia a reestruturação de dívida, não a evita
 - Com a agravante que quando ocorrer economia será menos competitiva e mais fragilizada, e com piores condições negociais
- Os desequilíbrios que Portugal enfrenta são na margem (representa cerca de 5,5% do PIB - média 2010-2011)
 - Não são necessárias alterações radicais à estrutura produtiva pública e privada do país, que aliás serão contraproducentes
- Há diversas alternativas para responder à crise

Conclusões (2/2)

- Uma alternativa possível é, mantendo-se o país no euro:
 - Alterações da estrutura fiscal para replicar desvalorização cambial e dessa reforma reduzir o défice comercial na margem (~3,5% do PIB)
 - Reestruturar a dívida externa e dessa forma reduzir o défice da balança de rendimentos (em ~3,5% do PIB)
- Diminuições dessa ordem de grandeza do défice comercial e da balança de rendimentos resultariam na queda das necessidades líquidas de financiamento da economia para próximo de 0% do PIB
 - Ou seja o país, não precisaria de qualquer ajuda externa
- Nessas condições seria de esperar substanciais e automáticas reduções do défice público
 - Se o governo entrasse hoje em incumprimento da sua dívida e suspendesse as medidas de austeridade, as contas públicas melhorariam automaticamente: seria de esperar um excedente orçamental