

INICIATIVA PARA UMA
AUDITORIA CIDADÃ
À DÍVIDA

VER PARA AGIR

Conhecer a dívida para sair da armadilha

RELATÓRIO PRELIMINAR
DO GRUPO TÉCNICO



Conhecer a dívida para sair da armadilha

RELATÓRIO PRELIMINAR DO GRUPO TÉCNICO

Esta é a primeira versão do Relatório Preliminar do Grupo Técnico da Iniciativa para uma Auditoria Cidadã à Dívida Pública (IAC). O seu objetivo é informar e animar o debate público acerca do processo de endividamento, das causas da dívida pública e das formas de sair da armadilha da dívida. As suas omissões e possíveis erros serão corrigidos ao longo deste debate.

ELABORADO POR: José Castro Caldas, Nuno Teles, Sara Rocha (Coordenadores), Alexandre Romeiras, Ana Costa, António Carlos Santos, Bruno Maia, Eugénia Pires, Frederico Pinheiro, João Camargo, João Neves, José Carlos Ferreira, José Gusmão, Luís Bernardo, Mariana Mortágua, Paulo Coimbra, Sandro Mendonça, Susana Figueiredo

Edição Gráfica: Rita Gorgulho

INDICE

1. INTRODUÇÃO	4
2. O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO	6
2.1 DE QUE DÍVIDA ESTAMOS A FALAR?	6
2.2 DOS DESEQUILÍBRIOS ESTRUTURAIS NA ZONA EURO...	7
2.3 ...AO ENDIVIDAMENTO PORTUGUÊS	10
2.4 DO ENDIVIDAMENTO À DÍVIDA PÚBLICA	13
3. O QUE É A DÍVIDA PÚBLICA?	16
3.1 A DÍVIDA DIRETA DO ESTADO	16
3.2 QUEM SÃO OS CREDITORES?	18
3.3 DÍVIDAS HÁ MUITAS	21
3.3.1 SECTOR PÚBLICO E ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS	21
3.3.2 DÍVIDA PÚBLICA NA ÓTICA DE MAASTRICHT	23
3.3.3 DÍVIDA DIRECTA DO ESTADO	23
3.3.4 DÍVIDA NO ÂMBITO DO PAEF	23
3.4 COMO É FINANCIADA A DÍVIDA PÚBLICA?	24
3.4.1 INSTRUMENTOS DE MERCADO	27
3.4.2 PAPEL DO IGCP E DO SISTEMA FINANCEIRO	29
3.4.3 A TROIKA	30
3.4.4 QUANTO NOS CUSTA A DÍVIDA?	33
4. A CONTA CORRENTE DO ENDIVIDAMENTO	39
4.1 DOS DÉFICES ORÇAMENTAIS À DÍVIDA	39
4.2 DA DESPESA E RECEITA PÚBLICAS AO DÉFICE	43
4.3 A EROÇÃO DA BASE FISCAL COMO FONTE DE ENDIVIDAMENTO	48
4.3.1 CONTEXTO INTERNACIONAL	49
4.3.2 CONTEXTO ORÇAMENTAL E DAS POLÍTICAS PÚBLICAS	50
4.3.3 NO PLANO LEGISLATIVO	51
4.3.4 NO PLANO ADMINISTRATIVO	52
4.3.5 NO PLANO DO COMPORTAMENTO DOS CONTRIBUINTES	53
5. OUTRAS FONTES DE DÍVIDA	55
O ESTADO (TRANSPORTES)	55
5.1.1 QUANTO DEVEM AS EMPRESAS DE TRANSPORTES PÚBLICOS?	55
5.1.2 PORQUE DEVEM AS EMPRESAS DE TRANSPORTES PÚBLICOS?	56
5.1.3 A QUEM DEVEM AS EMPRESAS DE TRANSPORTES PÚBLICOS?	58
5.1.4 IMPACTO DO PAGAMENTO “A TODO O CUSTO” NOS SERVIÇOS	58
5.1.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	60
5.2 PPP	61
5.2.1 PPP EM PORTUGAL	61

5.2.2 AUDITORIA ÀS PPP ENTREGUE À ERNST & YOUNG	64
5.2.3 NOVA LEGISLAÇÃO	65
5.2.4 LUSOPONTE: O GRANDE ASPIRADOR FINANCEIRO	67
5.3 PPP SAÚDE	68
5.3.1 HOSPITAIS EM PPP – CASOS ESPECÍFICOS	72
5.4 RESGATES BANCÁRIOS	73
5.4.1 COMO FOI FEITA A INTERVENÇÃO?	76
5.4.2 A BANCA PORTUGUESA NA CRISE	76
5.4.3 O USO DO FINANCIAMENTO PÚBLICO PELOS BANCOS	77
5.4.4 FINANCIAMENTO PÚBLICO DOS BANCOS <i>VERSUS</i> FINANCIAMENTO DA ECONOMIA	80
5.5 A SOCIALIZAÇÃO DAS PERDAS DOS PRIVADOS: O BPN	83
5.5.1 A DECISÃO DE NACIONALIZAR	83
5.5.2 A SLN	84
5.5.3 O PREÇO DA NACIONALIZAÇÃO	85
5.5.4 O PROCESSO DE REPRIVATIZAÇÃO	86
5.5.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	89
6. A DÍVIDA PRIVADA: DA BANCA ÀS EMPRESAS E FAMÍLIAS	92
6.1 O ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO	92
6.2. DÍVIDA DAS EMPRESAS E DAS FAMÍLIAS	94
6.2.1 O ENDIVIDAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS	94
6.2.2 O ENDIVIDAMENTO DOS PARTICULARES	94
6.2.3 O CRÉDITO À HABITAÇÃO E AO CONSUMO	95
7. A DÍVIDA PÚBLICA PODE SER PAGA? A QUE CUSTO?	96
7.1 A AUSTERIDADE NÃO PAGA DÍVIDAS	96
7.2 SERÁ SUSTENTÁVEL?	103
7.2.1 PREVISÕES DE EVOLUÇÃO DA DÍVIDA	104
7.2.2 PODE SER PAGA?	106
8. A DÍVIDA DEVE SER PAGA?	109
9. REESTRUTURAÇÕES	112
9.1 REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA, O QUE É?	112
9.2 DIFERENTES FORMAS DE REESTRUTURAÇÃO	113
9.2.1 REESTRUTURAÇÃO LIDERADA PELO CREDOR	113
9.2.2 REESTRUTURAÇÃO LIDERADA PELO DEVEDOR	116
10. CONCLUSÃO	121

1. INTRODUÇÃO

A dívida é-nos apresentada como justificação para todos os cortes, perdas de direitos e aumentos de impostos. Dizem-nos que “gastámos acima das nossas possibilidades” e que agora temos de “proceder a um ajustamento” para pagar a dívida “custe o que custar”.

Nada disto é claro. De que dívida estamos a falar? Quais as causas da dívida? Gastámos mesmo “acima das nossas possibilidades”? É com cortes nos salários e pensões, nos serviços públicos, com aumento de impostos e com recessão e aumento do desemprego, isto é, com austeridade, que nos vamos livrar da dívida? A dívida pode ser paga? A dívida deve ser paga “a todo o custo”? Como nos podemos livrar da armadilha da dívida?

Perguntas como estas têm acompanhado a Iniciativa para a Auditoria Cidadã à Dívida Pública (IAC) desde a Convenção de Lisboa, realizada a 17 de dezembro de 2011. Um ano volvido, queremos dar conta das respostas a que fomos chegando.

Este relatório é um resultado preliminar que não pretende representar uma tomada de posição da IAC fechada e definitiva. É um documento ainda incompleto, aberto à crítica e a contribuições que o permitam melhorar e aprofundar. Sendo resultado direto de trabalho dos membros do “grupo técnico”, beneficiou do contributo de todo/as o/as que se envolveram no trabalho da IAC ao longo do primeiro ano de atividade e proporcionaram as condições para a troca de informação e o debate de ideias característicos de uma auditoria cidadã.

O relatório parte da discussão do endividamento externo (público e privado) e explica o processo de endividamento público e as características da dívida. Detém-se nalgumas “fontes” específicas de dívida (o sector empresarial do estado, as PPP, resgates bancários), analisa o endividamento privado e sua relação com o endividamento público. Considera as questões da possibilidade de pagamento da dívida e da legitimidade desse pagamento. Analisa por fim as vias de saída possíveis da armadilha do endividamento, isto é, as diversas modalidades de reestruturação da dívida que se perfilam.

É ainda omissos em vários aspetos. Não escrutina todos os contratos de dívida pública nem todas as fontes de endividamento, nomeadamente as autarquias e as administrações regionais, nem sequer todo o sector empresarial do estado e as PPP. A continuação do trabalho da auditoria cidadã procurará colmatar estas lacunas.

O relatório não retira também todas as ilações e consequências políticas do escrutínio até agora conseguido.

Um dos nossos objectivos é trazer para o debate público conceitos e análises muitas vezes tidos como reservados a profissionais. Procurámos por isso ser claros, mas sem abdicar do rigor. Admitimos, no entanto, que o texto possa usar uma linguagem demasiado técnica em algumas das suas secções. Procuraremos nos próximos meses criar versões destas secções destinadas a uma mais ampla divulgação.

Para suprir todas essas limitações e deficiências, conta o “grupo técnico” com a crítica dos seus leitores e com o debate entre os apoiantes da IAC e todos os cidadãos e cidadãs interessado/as.

2. O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO

2.1 DE QUE DÍVIDA ESTAMOS A FALAR?

No discurso público dos governantes e dos comentadores televisivos todas as atenções são atraídas para a dívida pública. Mas será a dívida pública a única dívida a ter em conta, ou mesmo a mais importante?

Em 2008, no momento em que a crise financeira começava a contaminar a economia, a dívida pública portuguesa, em percentagem do PIB, era semelhante à da França, da Alemanha, da Áustria e dos Países Baixos e muito inferior à da Grécia, da Itália e da Bélgica. Países como a Espanha e a Irlanda tinham dívidas públicas ainda mais baixas relativamente à média da eurozona. No entanto, Portugal tinha a dívida externa mais elevada do conjunto da eurozona, sendo logo seguido pela Grécia, a Irlanda e a Espanha, resultado de défices externos crescentes na sua balança corrente¹.

A dívida externa ou passivo externo líquido, medida pela posição de investimento internacional líquida², tem uma componente pública e outra privada³ e é pelo menos tão importante como a dívida pública. É o acumular de dívida em relação ao exterior que põe em causa a capacidade de pagamento do nosso país e propicia ataques especulativos nos mercados financeiros contra a dívida pública. Com a dívida privada a ser refinanciada através de apoios públicos (em particular com o refinanciamento do BCE à banca portuguesa), a dívida pública tornou-se o alvo dos mercados financeiros para a especulação em torno capacidade de pagamento do país.

O nosso problema não pode, portanto, ser simplista e demagogicamente caracterizado como uma “crise da dívida soberana”. O nosso problema é toda a dívida, sobretudo a externa, aquela cujo serviço implica um desvio do rendimento nacional para o exterior, que inviabiliza qualquer perspetiva de desenvolvimento a prazo. Essa é a dívida de que devemos falar.

¹ A balança corrente é o registo contabilístico do valor das exportações e importações de mercadorias (balança de bens), do valor das exportações e importações de serviços, nomeadamente turismo e transporte internacional (balança de serviços), dos rendimentos de ativos que os residentes possuem no estrangeiro e os estrangeiros possuem em território nacional, por exemplo, dividendos de ações ou juros de obrigações (balança de rendimentos), das transferências unilaterais, por exemplo, remessas de emigrantes e transferências de e para a União Europeia (balança de transferências).

² A posição de investimento internacional líquida é a diferença entre ativos e passivos financeiros de um país face ao resto do mundo. O seu simétrico representa o passivo externo líquido do país.

³ Em 2008, 76.6 % da dívida pública era externa (Fonte: Eurostat).

2.2 DOS DESEQUILÍBRIOS ESTRUTURAIS NA ZONA EURO...

Para haver um devedor é preciso existir pelo menos um credor disposto a emprestar. E para haver um credor disposto a emprestar em condições que ao devedor pareçam favoráveis, é preciso que exista uma grande acumulação prévia de recursos financeiros por parte do credor.

Apesar da história não se repetir, assistimos na Europa da década de 2000, mais exatamente na eurozona, a um processo muito semelhante aos processos de endividamento e insustentabilidade financeira presentes em muitos países em vias de desenvolvimento durante as décadas de setenta e oitenta.

Na zona euro, durante a última década, produziu-se uma transformação extraordinária das economias dos países integrantes da União Económica e Monetária. Partindo de uma situação de relativo equilíbrio, uma parte desses países começou a acumular excedentes da balança corrente cada vez maiores, ao mesmo tempo que outra parte acumulava défices da mesma balança.

Considerando o saldo da balança corrente dos diversos países podemos decompor o conjunto das economias da zona euro em três grupos: países com excedente na década de 1990 que viram a sua balança degradar-se (Bélgica, França, Finlândia); países com balança equilibrada na década de 1990 que viram o seu saldo aumentar (Alemanha, Países Baixos, Áustria) e países com balança equilibrada que viram a sua posição agravar-se (Irlanda, Grécia, Itália, Portugal). (ver gráfico 2.1)

A Alemanha, que passou de um défice corrente em percentagem do PIB de 1,7 em 1995 para um saldo positivo de 7,5 em 2007, é o caso mais extraordinário. A Grécia e Portugal, que viram os seus saldos degradar-se (Grécia: de -2,18 % em 1995, para -14,6 % em 2007; Portugal: de -2,7 % para -10,1 %), são extraordinários também, mas pelo motivo oposto. O que poderá explicar esta súbita transformação da Alemanha num país fortemente excedentário, acompanhado da igualmente brusca degradação da balança corrente da Grécia e Portugal, mas também da Itália e Espanha?

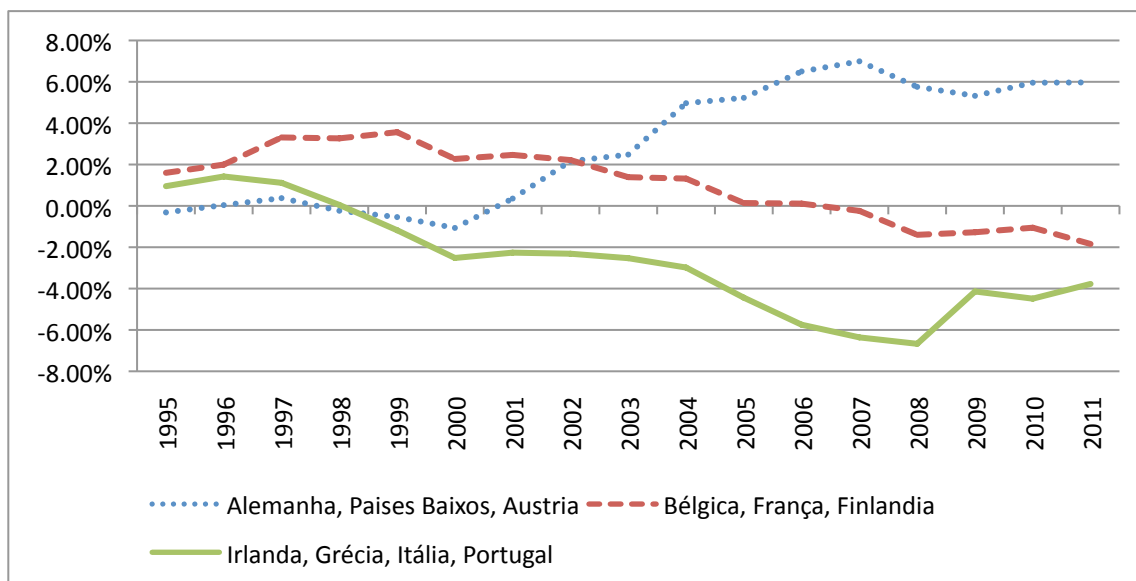


Gráfico 2.1: Balança corrente em percentagem do PIB, grupos de países da eurozona. Fonte: Eurostat.

A acumulação de excedentes por parte da Alemanha é o produto de causas muito diversas. Resulta quer de mudanças nas estratégias de integração europeia e de inserção da UE na economia global, quer de estratégias nacionais especificamente alemãs.

Quanto à estratégia europeia, sobressai a liberalização de fluxos de bens e serviços entre a UE e o resto do mundo, o alargamento a Leste e naturalmente a União Económica e Monetária, isto é, o euro.

A liberalização dos fluxos comerciais proporcionou à Alemanha, por um lado, o acesso mais fácil dos seus bens e serviços de exportação aos mercados globais, nomeadamente dos chamados países emergentes e, por outro lado, o acesso a componentes e produtos manufaturados baratos de proveniência global. No conjunto, isto significou mais mercado para as suas exportações e importações mais baratas.

O alargamento a Leste, com a integração na UE de estados vizinhos da Alemanha, proporcionou à economia alemã uma mão-de-obra qualificada e relativamente barata, que passou a estar integrada nas cadeias de produção dos sectores exportadores alemães por via da aquisição de empresas ou subcontratação.

Entre as estratégias especificamente alemãs destacam-se as políticas de restrição salarial.

A partir de 2003, o governo alemão implementou um programa de reformas tendente à “flexibilização” da regulamentação das relações de trabalho e à “contenção salarial”, que resultou numa redução dos salários reais dos trabalhadores alemães. (ver gráfico 2.2)

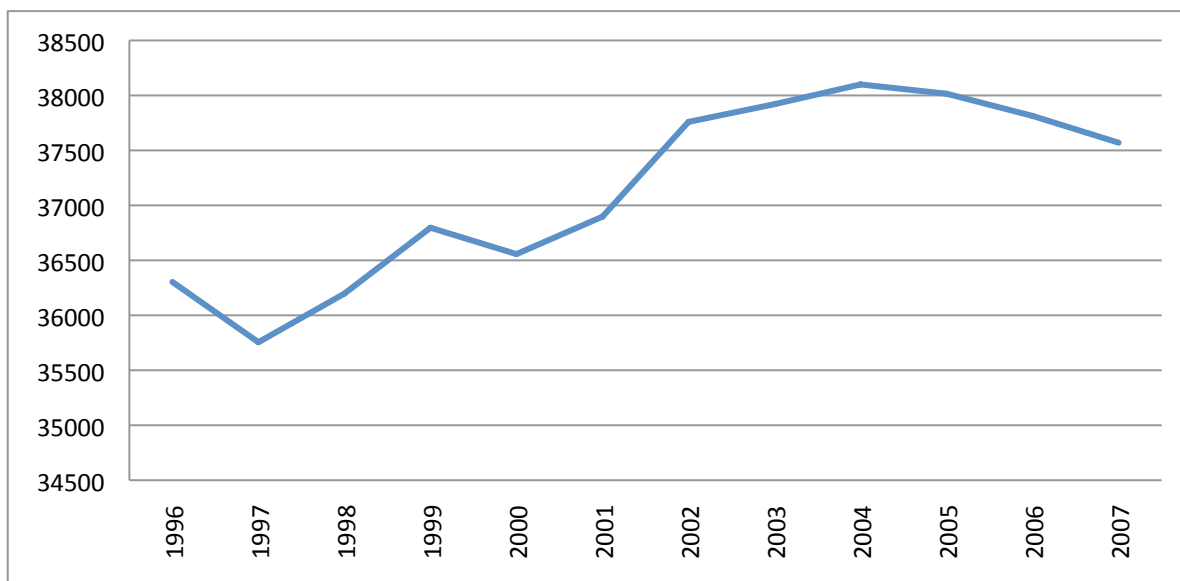


Gráfico 2.2: Alemanha 1996 – 2007, Salários brutos anuais médios reais na indústria e serviços (remunerações em numerário – euros - antes de deduções fiscais e de contribuições para a segurança social pagas pelo trabalhador). Fonte: Eurostat.

O neo-mercantilismo alemão⁴ (a estratégia de “competitividade” ou de acumulação sustentada de excedentes da balança corrente) serviu bem os interesses do sector exportador e financeiro daquele país, que foram os seus mais ativos promotores. No entanto, é preciso notar que esta foi uma estratégia promovida por governos social-democratas e consentida pelos principais sindicatos alemães. O empenho da social-democracia e o consentimento dos sindicatos podem ser explicados pela aceitação acrítica do discurso que justificava esta estratégia com a necessidade de preservar o estado social alemão, onde os sistemas de pensões por capitalização são dominantes. A acumulação de excedentes rentabilizados do ponto de vista financeiro é, por isso, determinante neste modelo.

A liberalização de fluxos de bens e serviços entre a UE e o resto do mundo, o alargamento a Leste e a adesão ao euro afetaram as economias “periféricas” da zona euro (Grécia, Portugal, Espanha e Itália) de um outro modo: tornaram as suas indústrias tradicionais vulneráveis, sujeitando-as a uma concorrência acrescida nos mercados externos e internos, e desviaram os fluxos de investimento estrangeiro.

No entanto, estas economias não entraram de imediato em recessão profunda, precisamente porque os excedentes da balança corrente acumulados no “centro” passaram a ser reciclados sob a forma de crédito concedido pelos bancos das economias

⁴ A estratégia alemã de reforço da “competitividade” pela contenção dos “custos salariais”, orientada para a acumulação de excedentes da balança corrente, tem semelhanças com as políticas mercantilistas dos monarcas europeus do século XVII, que procuravam obter excedentes sistemáticos da balança comercial para acumular o ouro e a prata com que custeavam os exércitos. Por isso mesmo esta estratégia é por vezes designada de neo-mercantilismo.

excedentárias às “periferias” deficitárias. Desta forma, ao mesmo tempo que se acumulavam excedentes em meia zona euro, acumulavam-se défices na outra metade. Meia Europa tornava-se credora e outra meia devedora.

O euro, ao inviabilizar as desvalorizações cambiais que poderiam corrigir os desequilíbrios externos de excedentários e deficitários, passou a constituir-se como travão ao ajustamento. Tornou-se numa moeda demasiado forte para os deficitários e relativamente fraca para os excedentários.

Durante algum tempo este estado de coisas parecia servir ambos. Permitia ao excedentários reciclar sob a forma de crédito os fundos acumulados nos seus bancos e, ao mesmo tempo, sustentar a procura externa para a sua indústria exportadora. Permitia aos deficitários manter o seu padrão de consumo, apesar da substituição de produção nacional por bens e serviços importados.

Deste modo, a zona euro fragmentou-se na década do euro. Numa união monetária desigual do ponto de vista da estrutura económica, sujeita a um agressivo neo-mercantilismo de alguns, praticamente desprovida de mecanismos de distribuição de rendimento inter-regionais e em que os movimentos de capitais são livres, dificilmente o resultado poderia ser outro. Nesta fragmentação reside a causa mais profunda do endividamento das “periferias”, incluindo Portugal.

O arranjo serviu durante algum tempo ao “centro” e à “periferia”, mas, no momento em que a crise financeira chegou à Europa, os bancos dos países excedentários interromperam subitamente o fluxo de crédito para a periferia e o castelo de cartas desmoronou-se.

2.3 ...AO ENDIVIDAMENTO PORTUGUÊS

O objetivo do argumento “gastámos acima das possibilidades” mil vezes repetido é absolutamente claro: transferir para todos a “culpa” do endividamento, preparar-nos para a expiação dessa “culpa”, impor à maioria o custo do “ajustamento”.

Vimos já que o endividamento decorreu em grande medida de estratégias de “competitividade” neo-mercantilistas e de um desenho da União Monetária que as favoreceu. Endividamo-nos, mas será que “gastamos acima das possibilidades” é um diagnóstico adequado que nos ajuda a resolver o problema do endividamento? Ou é antes um discurso enviesado, favorável aos credores e à imposição das soluções que estes pensam poder ajudá-los a cobrar as dívidas?

Vejamos se o plural no “gastamos acima das nossas possibilidades” não é no mínimo um pouco exagerado. O PIB (produto interno bruto) é muitas vezes descrito como um “bolo” a repartir por diferentes usos. Na realidade, se olharmos desta forma para o PIB,

descobriremos que a parte do “bolo” que foi consumida pelas famílias e pelo Estado não aumentou, ou aumentou muito pouco, entre 1995 e 2007. O que mudou mais na repartição do “bolo” neste período foi o peso das importações que passou de 34 % do PIB em 1995, para 40 % em 2007. O que se verificou ao longo da década do euro foi uma substituição da produção nacional por bens e serviços provenientes do exterior na despesa de consumo, de investimento e nas exportações portuguesas. Isto é, aprofundou-se a dependência externa da economia portuguesa.

Caixa 2.1: Precisa de saber que...

Quando alguém lhe disser que “gastamos acima das possibilidades” poderá recomendar a quem o diz a leitura de um estudo do Banco de Portugal e do INE chamado *Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2010*, publicado em Maio de 2012.

Lendo esse estudo fica-se a saber que em 2010:

- **a maior parte das famílias portuguesas (63 %) não devia nada aos bancos** ou a qualquer outra instituição financeira;
- **a maior parte das dívidas das famílias dizia respeito à aquisição de habitação** (24,5 % das famílias portuguesas estava a pagar empréstimos contraídos para adquirir habitação principal);
- **poucas famílias tinham outras dívidas** (3,3 % tinham contraído empréstimos para adquirir outros imóveis, 13,3 % tinham contraído empréstimos para outros fins e apenas 7,5 % estavam a pagar empréstimos obtidos com cartão de crédito, linhas de crédito e descobertos bancários);
- **quem deve é quem tem maior rendimento e riqueza** (nos 10 % das famílias com maior rendimento, 57,4 % das famílias eram devedoras; no grupo das 20 % com menor rendimento apenas 18,4 % das famílias estavam endividadas);
- **Quem mais deve é quem mais tem** (a dívida mediana da classe de rendimento mais elevado é cerca de duas vezes maior do que a da classe de rendimento mais baixo, a dívida mediana da classe de riqueza mais elevada é quase seis vezes maior do que a da classe de riqueza mais baixa).

Não será o plural no “gastamos acima das nossas possibilidades” no mínimo um pouco exagerado?

O crédito obtido pelos bancos no exterior não serviu para financiar o investimento (Formação Bruta de Capital Fixo)⁵. Neste período, o investimento diminuiu em percentagem do PIB. Para onde foram então canalizados os recursos financeiros obtidos no exterior?

⁵ A Formação Bruta de Capital Fixo é o valor dos bens de capital adquiridos pelas empresas e pelo Estado. Os bens de capital são bens que servem para produzir outros bens: máquinas, equipamentos e material de construção. Formação Bruta de Capital Fixo é investimento, mas não inclui aplicações financeiras em ações, obrigações e outros ativos financeiros.

Os fundos obtidos no exterior pelos bancos portugueses foram canalizados sobretudo para as famílias e as empresas sob a forma de crédito. Entre os créditos concedidos às famílias destaca-se claramente, pelo montante e dinâmica de crescimento, o crédito à habitação (ver gráfico 2.3). No entanto, não obstante o crescimento do crédito aos particulares, a percentagem de famílias portuguesas que recorreram a alguma forma de crédito é surpreendente baixa (ver caixa 2.1).

A maior parte do crédito concedido às empresas foi contraída pelas grandes empresas. Em outubro de 2012, 30 % do da dívida das empresas dizia respeito a mil grandes empresas, 21 % a 6 mil médias empresas, 19 % a 39 mil pequenas empresas e os restantes 30 % a 321 mil microempresas (Fonte: Boletim Estatístico Banco de Portugal, dezembro de 2012). Entre os créditos concedidos às empresas destacam-se dois sectores: o da construção e o do imobiliário (ver gráfico 2.4).

O afluxo de crédito barato e abundante propiciou o alastramento de atividades especulativas de todo o tipo, particularmente no sector imobiliário. Se alguém gastou acima das possibilidades neste período foram precisamente os que (empresas e particulares constituídos em empresa) se dedicaram à especulação imobiliária e bolsista, muitas vezes com recurso a fundos emprestados sem garantias ou com garantias insuficientes. Estes movimentos especulativos densificaram as relações opacas entre a esfera privada dos negócios e a esfera da tomada de decisão pública, envolvendo contratos de concessão e parcerias público-privadas ruinosas para o estado.

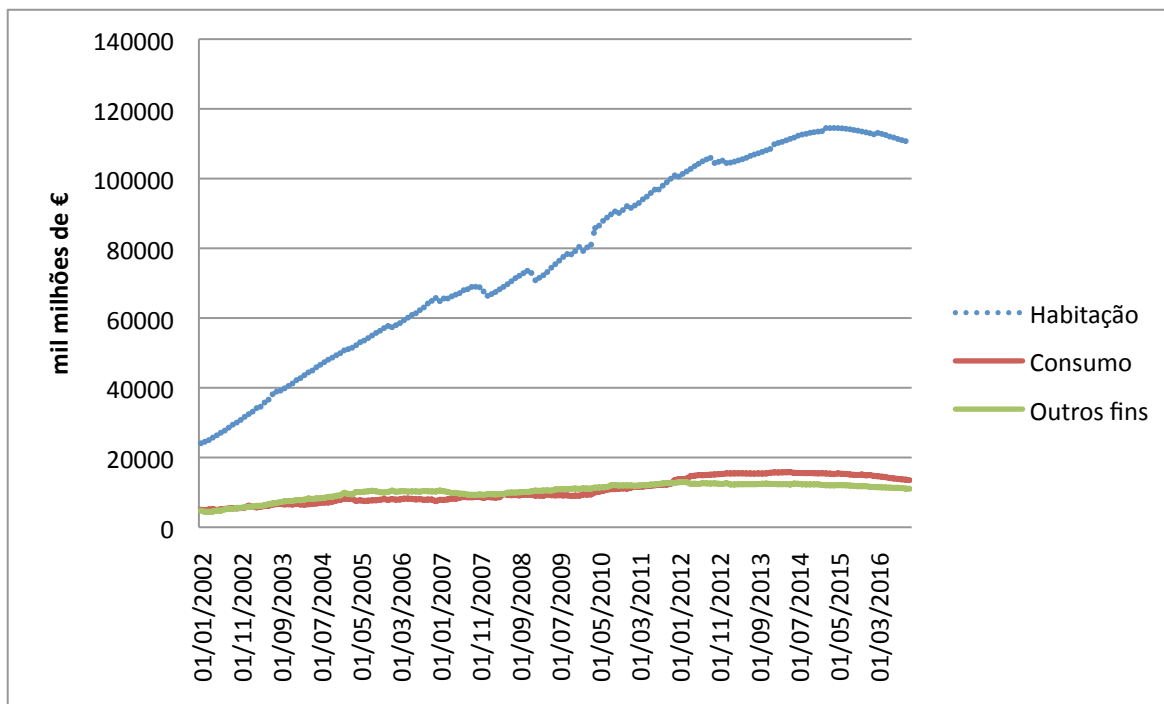


Gráfico 2.3: Portugal 1997 – 2011, crédito dos bancos portugueses a particulares por finalidade.

Fonte: Banco de Portugal.

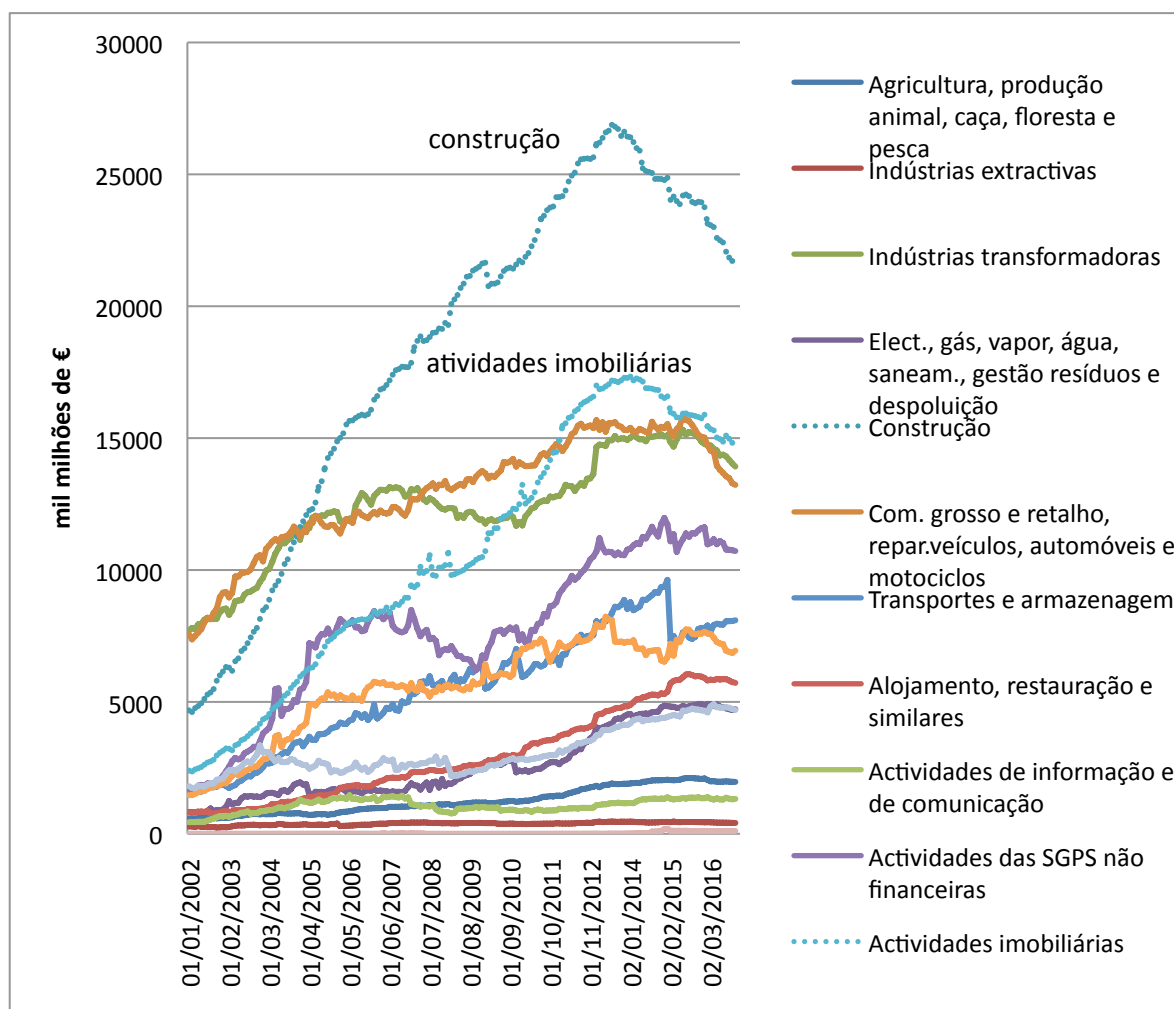


Gráfico 2.4: Portugal 1997 – 2011, crédito dos bancos portugueses a sociedades não-financeiras por sector. Fonte: Banco de Portugal.

A economia portuguesa, que tinha crescido 13 % entre 1995 e 2000, expandiu-se apenas 7 % nos cinco anos seguintes (2000 – 2005) e 0,9 % entre 2005 e 2010. Criou-se emprego e a taxa de desemprego desceu entre 1995 e 2001, mas a tendência inverteu-se a partir dessa data.

2.4 DO ENDIVIDAMENTO À DÍVIDA PÚBLICA

Para Portugal a década do euro foi de estagnação e desemprego, o que ajuda a perceber a razão pela qual, numa década marcada pelo discurso da crise e da contenção orçamental, os resultados na redução dos défices públicos foram tão limitados.

A discussão mais detalhada dos esforços e fracassos na “contenção orçamental” será feita mais adiante neste relatório. Para já interessam-nos alguns mitos acerca da dívida pública que inquinam a discussão no espaço público.

O primeiro mito já foi referido. A dívida pública não foi a única nem a principal causa do ataque especulativo contra Portugal em 2011. Falta referir outros dois mitos: (a) “a dívida pública é produto de uma festa de despesismo público ocorrida recentemente”; (b) “a dívida pública resulta de uma preferência despesista de um dos partidos do chamado arco da governação”.

Começemos pela “festa despesista”. Olhando numa perspetiva de longo prazo para a evolução da dívida pública, como no gráfico 2.5, verifica-se que houve dois períodos em que a dívida pública em percentagem do PIB subiu muito e atingiu novos patamares. O primeiro destes períodos ocorreu entre 1980 e 1986 e o segundo a partir de 2009. Entre 1987 e 2000 verifica-se um pequeno decréscimo e entre 2001 e 2008 um aumento.

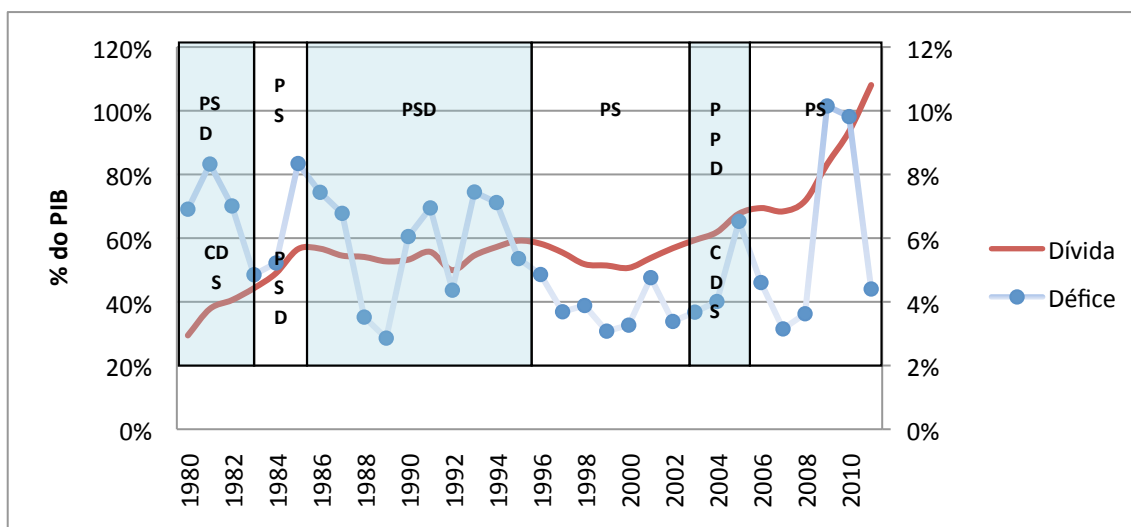


Gráfico 2.5: Portugal 1980 – 2011, Dívida das Administrações Públicas, défice público em percentagem do PIB e ciclos políticos. Fonte: AMECO

Entre 1980 e 1986 a dívida pública aumentou de 29 % para 57 % do PIB, isto é, o seu peso no PIB duplicou. Este extraordinário crescimento em seis anos ocorreu não obstante as elevadas taxas de crescimento nominais do PIB, em consequência de défices orçamentais sistematicamente situados entre os 4 % e os 8 % do PIB e de operações contabilísticas pouco claras, envolvendo “necessidades de financiamento líquidas do estado decorrentes de operações com ativos financeiros e regularizações de situações do passado sob a forma de assunção de dívidas de outras administrações públicas e de entidades fora do perímetro de consolidação orçamental”.⁶

⁶ Santos, Emanuel Gonçalves (2012), *Sem Crescimento não há Consolidação Orçamental*, Sílabo, p. 42.

Em 2009 teve início uma nova escalada do endividamento público que até hoje não terminou. Esta escalada decorreu em primeiro lugar dos grandes défices públicos de 2009 e 2010, resultantes em grande medida do impacto da recessão global e em segundo lugar, do prolongamento dessa recessão em 2011, induzida pela austeridade.

Entre 1987 e 2008 verificou-se uma relativa estabilização. No entanto, entre 2000 e 2006 houve um acréscimo da dívida, a que se sucedeu um ligeiro recuo em 2007. Este acréscimo ocorreu num contexto de proclamada “contenção orçamental” e efetiva descida dos défices relativamente aos da década de oitenta e primeira metade da década de noventa, por efeito conjugado do fraco crescimento, quer do PIB (em volume), quer dos preços.

A dívida pública é portanto produto de um processo, que se desenrolou ao longo de décadas, não de um surto de “despesismo” recente. Verificaremos adiante que ao longo da década de 2000, quer o crescimento do desemprego decorrente da estagnação económica, quer a crise global iniciada em 2008 desempenharam um papel importante no processo de endividamento.

Tão infundado como o mito do surto de “despesismo” recente é a ideia de uma “esquerda” com uma preferência pela despesa e o endividamento e uma “direita” inclinada para o rigor orçamental. Na realidade, tanto o PS como o PPD-PSD e CDS surgem historicamente associados a alguns períodos de endividamento e outros de estabilidade.

3. O QUE É A DÍVIDA PÚBLICA?

3.1 A DÍVIDA DIRETA DO ESTADO

A dívida pública é o resultado de todos os financiamentos que o estado português solicitou no passado para fazer face aos seus défices. Nesses défices incluem-se do lado da despesa os juros da dívida anteriormente contraída. Paralelamente, o estado tem, em cada ano, valores de dívida anteriores que devem ser pagos (amortizados) de acordo com a calendarização estabelecida. O estado precisa também de refinarçar esses pagamentos. Se não o puder fazer com os valores de receitas do seu orçamento, terá de contrair novas dívidas para pagar as anteriores.

Deste modo, a evolução da dívida pública de cada ano é determinada pelo défice orçamental, mas também pela própria estrutura da dívida contraída anteriormente. As emissões de dívida não são consignadas, isto é, não estão diretamente relacionadas com despesas específicas. Os investidores, ao comprarem um título de dívida, sabem apenas que estão a financiar as despesas de um estado, não conhecendo a aplicação que é feita do seu dinheiro.

A Dívida Direta do Estado (DDE) é um dos principais indicadores da dívida pública. Há outras formas de cálculo com perímetros diferentes (ver ponto 3.2), mas a DDE é a medida mais consistente e detalhada e que é usada pelo Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP), a entidade oficial responsável pela emissão e gestão de dívida pública em Portugal.

Segundo o Boletim Mensal do IGCP, a 30 de setembro de 2012 a DDE atingia 189 731 milhões de euros, ou seja, 114 % do PIB previsto para 2012 segundo a 5.ª revisão do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF) da troika. Neste valor incluem-se cerca de 60 mil milhões de euros de empréstimos da troika, os quais representam mais de 30 % da dívida total.

Podemos caracterizar esta dívida como sendo essencialmente emitida em euros (95,2 %), a uma taxa de juro fixa (78,5 %) e transacionável (60 %), isto é, representada por títulos que podem ser trocados no mercado secundário de dívida pública. Em 31/12/2011 esta percentagem era de 70 %, uma descida face aos 80 % verificados em 31/12/2010. A descida do peso da dívida transacionável nos últimos anos prende-se com a substituição da dívida transacionável em OT por dívida multilateral não transacionável, os empréstimos da troika.

O principal instrumento de financiamento nos mercados são as Obrigações do Tesouro (OTs), que representam agora 50 % da DDE. As obrigações mais antigas ainda ativas no mercado foram emitidas em 1998. O item seguinte da dívida transacionável são os Bilhetes do Tesouro (BTs), que representam 9 % da dívida e são emitidos com prazo máximo de 18 meses. Pelo menos 85 % da dívida atual foi emitida já no contexto do euro.⁷ Saliente-se ainda que 6 % da DDE se encontra em Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, instrumentos destinados à captação de poupanças dos pequenos aforradores domésticos.

Se considerarmos os dados a partir de 2000 podemos ter uma ideia mais clara da evolução da DDE. Assim, podemos analisar os dados em 3 momentos: 31/12/2000, 31/12/2008 e 31/12/2012 (segundo as estimativas apresentadas na quinta revisão do PAEF).

	Variação no Período				
	31-12-2000	31-12-2008	31-12-2012	Período 1	Período 2
N.º de Anos do Período				8	4
Produto Interno Bruto *	127,32	171,98	166,90	44,66	-5,08
Valor da dívida *	61,57	123,11	198,78	61,54	75,67
Dívida em % do PIB	48,4%	71,6%	119,1%	23,2%	47,5%
Juros do ano *	3,7	5,3	7,8	1,6	2,5
Juros em % do PIB	2,9%	3,1%	4,7%	0,2%	1,6%

Quadro 3.1: Variação da dívida e dos juros. Fonte: Base de dados do World Economic (Outlook do FMI e Banco Mundial) e INE. Estimativas para 2012: 5.ª revisão do PAEF *valores em milhares de milhões de euros

Neste quadro é possível verificar que, apesar de já se verificar uma subida nos valores da dívida pública antes da crise financeira, os últimos quatro anos apresentam uma rota verdadeiramente explosiva para estes números, agravada também pela recessão e redução dos valores do produto. A queda do PIB implica, por si só, um agravamento do peso da dívida, por via de um efeito de base, mesmo que ela se mantenha constante em termos nominais, já que a dívida é sempre analisada em proporção do PIB como medida de capacidade de pagamento nacional.

⁷ Uma das hipóteses de trabalho deste grupo prendia-se com a possibilidade de o estado português estar a ser onerado por endividamento público incorrido no período da ditadura. Os únicos títulos em circulação emitidos antes de 1974 são a série A dos Certificados de Aforro, que foi lançada em 1960. Estes títulos deixaram de ser emitidos em 1986 mas, por serem títulos vitalícios, há ainda alguns em circulação. Naturalmente, as dívidas atuais incorporam emissões realizadas para amortizar valores anteriores, mas não é plausível que se consiga neste momento destrinçar, dos valores disponíveis, quais são relativos ao período da ditadura em Portugal. Como mero exercício teórico, se tomarmos por base os valores da dívida portuguesa para 1973 calculados por Alessandro Missale, 52 mil milhões de escudos, e os atualizarmos a uma taxa de juro média de 7 % para o momento atual, fazendo a conversão para euros, teríamos um valor total desta dívida da ordem dos 3 mil milhões de euros, ou seja o seu valor atual seria muito pouco relevante. (Note-se que o valor desta dívida não é directamente comparável com o valor atual, dados os anos de inflação que medeiam ambos os momentos).

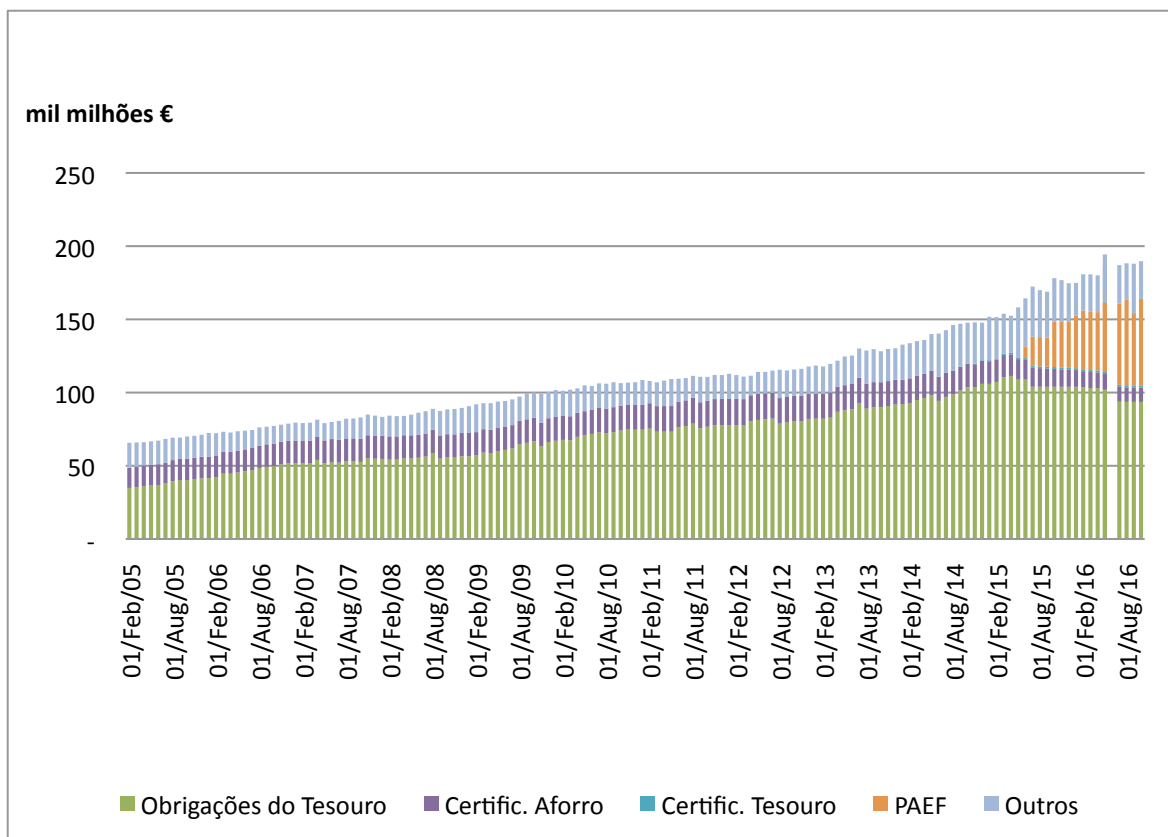


Gráfico 3.1: Composição da dívida direta do estado. Fonte: IGCP

Note-se que a DDE não inclui aquilo que são as dívidas a fornecedores, os “atrasados”. Esses valores (designados em inglês por *arrears*) não são considerados como dívida direta do estado até ao momento em que este tem de emitir títulos de dívida para o seu pagamento. Da mesma forma, não inclui o valor de despesas contratadas, mas ainda não concretizadas no futuro, como é o caso dos custos futuros das PPPs. Não se incluem também as chamadas dívidas contingentes, que só são assumidas se certos eventos ocorrerem. Estão nesta categoria a dívida emitida com a garantia do estado, entre as quais se destacam as garantias dadas aos bancos públicos e privados. Só se transformam num custo para o estado se o banco em causa não conseguir cumprir as suas responsabilidades.

3.2 QUEM SÃO OS CREDITORES?

Quando se fala da caracterização da DDE, há que saber igualmente quem são os nossos credores. Isso permite compreender as dinâmicas do financiamento público, bem como a

dinâmica subjacente à *performance* da DDE em mercado secundário e os problemas a considerar, caso se enverede por uma operação de reestruturação da dívida ou mesmo a recolha de ensinamentos para futuras operações de financiamento com instrumentos e operadores de mercado.

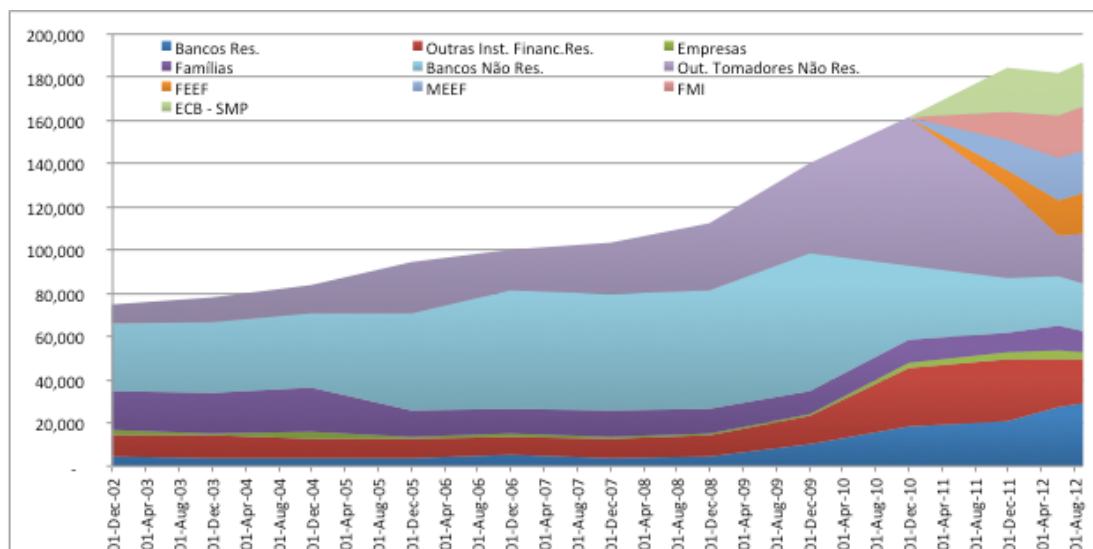


Gráfico 3.2: Composição da DDE por tipo de tomador (milhões de €). Fonte: IGCP, Eurostat, Banco de Portugal, Barclays Bank

De acordo com o Eurostat, a dívida detida por entidades domésticas, apresentou sustentadamente uma redução do seu peso até 2008, reflexo da diversificação de carteiras e da crescente participação de entidades não residentes no mercado de OT. Desde 1998, com a abertura do acesso da banca não residente aos leilões de OT, a banca doméstica foi perdendo expressão em mercado primário. Também em mercado secundário, vários foram os bancos portugueses que se desfizeram das suas carteiras de OT tirando partido da convergência das taxas de juro e *spreads* intrínseca ao euro. Depois deste período inicial, a quota da banca doméstica estabilizou em torno de 4% até 2008. Com o Euro, as outras instituições financeiras, por exemplo seguradoras e fundos de pensões, passaram também a diversificar as suas carteiras de investimento adquirindo dívida soberana que não a Portuguesa. A sua quota atingiu um mínimo de 8.3% em 2007. Também as famílias começaram a diversificar as aplicações das suas poupanças. À medida que os prémios de permanência dos Certificados de Aforro foram sendo penalizados, as poupanças foram canalizadas para fundos monetários e de investimento melhor remunerados, oferecidos pela banca privada, sendo mesmo desmobilizadas para fazer face à aquisição de habitação. A sua quota reduziu-se de um quarto do total da dívida para meros 5%. As empresas, por seu turno, têm vindo a apresentar uma presença marginal em torno de 2%.

Com a crise a tendência de contração do peso das famílias permanece. Porém, a banca e as instituições financeiras não monetárias começam a reforçar a sua presença aumentando de 4%, em 2008, para 15%, em 2012, no primeiro caso; e de 9% para 16% em 2011 e 12% em 2012, no segundo caso. Este reforço resulta, por um lado, dos *carry trade*, operações intermediadas pela banca nas quais a dívida soberana adquirida é entregue como colateral nas facilidades de cedência de liquidez junto do BCE, sendo remunerados pelo diferencial de taxas de juro. Por outro lado, tem-se assistido a uma mobilização de fundos domésticos para apoiar o programa de financiamento público, em especial por parte de outras entidades públicas.

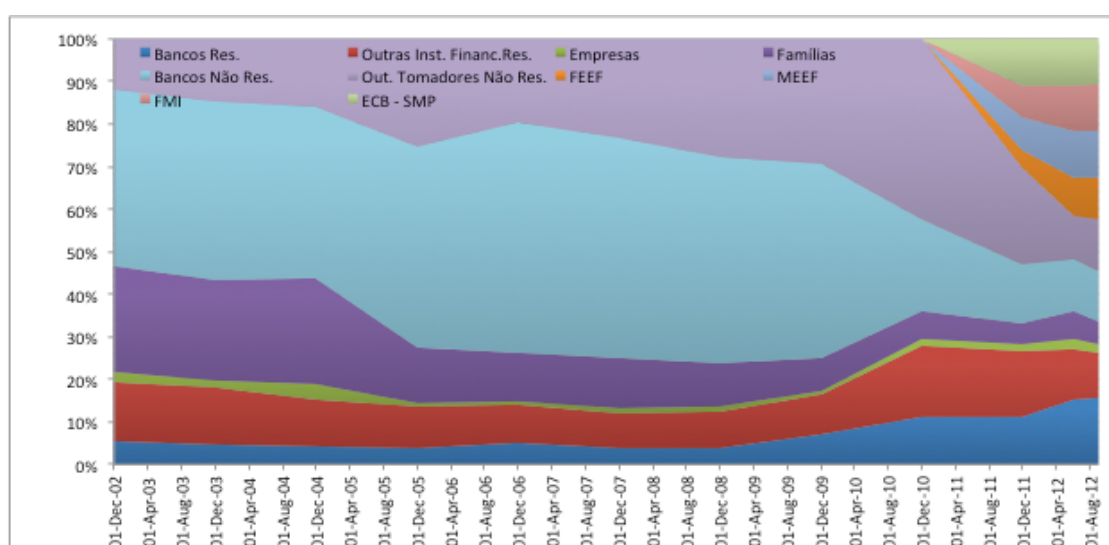


Gráfico 3.3: Estrutura da composição da DDE por tipo de tomador. Fonte: IGCP, Eurostat, Banco de Portugal, Barclays Bank

Entre 2002 e 2008, a dívida nas mãos de não residentes foi crescendo sustentadamente de 50% para 80%, detida maioritariamente por bancos (cerca de 50% da dívida total) mas também por investidores finais (28%). Com a crise assiste-se a um desfazer das posições por parte da banca não residente. Com o PAEF e a troika, esta queda acentua-se também por parte de investidores institucionais. Neste momento, bancos e investidores finais não residentes representam, cada, cerca de 12% do total da dívida. O desfazer das posições da banca não residente teve como contrapartida o *Securities Market Programme* (SMP) criado pelo BCE como medida extraordinária de cedência de liquidez ao sector financeiro. De acordo com o Barclays Bank, o BCE comprou cerca de €20 mil milhões de dívida Portuguesa (11%) através do SMP.

Por outro lado, uma nova dinâmica foi introduzida com o *rollover* (refinanciamento) da dívida vencida. Esta passou a ser financiada por empréstimos multilaterais, sendo detida pelo FMI, FEEF e MEEF (no caso das entidades coordenadas pela UE, os outros estados-

membros são os credores finais) os quais representavam em 2012 cerca de 32%, ou 42.5% caso consideremos a dívida adquirida pelo BCE através do SMP. Assiste-se, assim, a uma substituição dos credores privados por entidades oficiais que reivindicam *de facto* um estatuto de supersenioridade (ou seja, de credores prioritários), mesmo nos casos em que adquiriram a dívida em mercado secundário em igualdade com os restantes credores privados. No caso de uma reestruturação da dívida, este aspecto é particularmente importante dado que obrigará a uma escolha sobre qual o tratamento a dar às entidades oficiais. Como é sabido, existe uma menor margem de negociação junto destas entidades por receio de penalizações futuras no comércio externo e nas relações diplomáticas. Porém, acolher as imposições das entidades oficiais obrigará à imposição de um corte (*haircut*) mais significativo sobre o sector privado e mesmo sobre os investidores domésticos, à semelhança do plano de envolvimento do sector privado (PSI) na Grécia. O ponto mais importante a salientar é que a substituição da dívida detida pela banca não residente por entidades multilaterais poderá limitar a realização de uma reestruturação selectiva que vise proteger alguns dos credores, nomeadamente pequenos aforradores ou fundos de pensões públicos. Investidores finais que não estiveram na origem da crise e com menor robustez para acolher as perdas directas impostas por uma reestruturação da dívida poderão ser obrigados a suportar estas perdas. O mesmo se passa ao nível dos contribuintes dos estados membros, caso um *haircut* seja também aplicado às entidades oficiais.

3.3 DÍVIDAS HÁ MUITAS

Qualquer análise dos valores da dívida pública esbarra, desde logo, na definição dos valores que se incluem nesse conceito. Considerando a complexidade do aparelho do Estado, os tipos de instituições que nele se incluem e as várias formas de financiamento que existem, diferentes organismos foram desenvolvendo definições específicas para a dívida pública. É importante perceber as diferenças na constituição destes conceitos de modo a perceber qual o mais indicado para cada tipo de análise.

Para perceber alguns destes conceitos é preciso perceber a constituição do setor público e conhecer as componentes que são consideradas, ou não, em cada definição.

3.3.1 Sector Público e Administrações Públicas

O **Setor Público** é composto pelo conjunto das *unidades institucionais públicas*. Têm em comum o facto de estarem sob o controlo público, e podem ser classificadas de diferentes formas.

As *unidades institucionais não mercantis*, repartem-se por três subsectores:

- Administração Central (Estado + Serviços e Fundos Autónomos)
- Administração Local e Regional
- Segurança Social

As *unidades institucionais mercantis* repartem-se em duas categorias:

- Empresas públicas não financeiras
- Sociedades públicas financeiras

As **administrações públicas** representam o conjunto das *unidades institucionais públicas* cujas necessidades de financiamento definem o défice e a dívida pública. São compostas pelos subsectores *não mercantis* e ainda por algumas unidades do *sector mercantil* que vieram a ser consideradas como dependentes do Estado e que, por isso mesmo, foram reclassificadas como integrando o seu perímetro. Estão nesta situação as empresas cujas receitas são maioritariamente públicas (mais de 50%) como é o caso da Parque Escolar, Estradas de Portugal, REFER, Metro de Lisboa, Metro do Porto e RTP, entre outros. Esta reclassificação deu origem à integração das suas contabilidades nas contas das administrações públicas, passando a contribuir para o défice e dívida públicos.



Quadro 3.2: Decomposição do Setor Público

3.3.2 Dívida pública na Ótica de Maastricht

Esta é a medida normalmente utilizada para avaliar o nível de endividamento das administrações públicas. O conceito encontra-se definido no Procedimento dos Défices Excessivos no Tratado de Maastricht. A Dívida Pública na ótica de Maastricht corresponde ao valor nominal das responsabilidades brutas consolidadas das administrações públicas (no final de cada ano). É uma medida “bruta” no sentido em que não desconta às responsabilidades do Estado os ativos financeiros que este detém perante outros. É uma medida “consolidada” porque exclui as responsabilidades cujos ativos financeiros correspondentes são detidos por outras unidades do setor das administrações públicas, ou seja, exclui dívidas entre instituições das administrações públicas. É avaliada ao valor nominal, ou seja, as responsabilidades são contabilizadas ao seu valor facial, que corresponde ao valor contratualmente acordado com os credores, e não ao valor dos ativos no mercado num determinado momento.

3.3.3 Dívida Directa do Estado

Tal como o nome indica, a dívida direta inclui apenas a dívida emitida pelo subsetor Estado, enquanto a dívida de Maastricht inclui dívida emitida/contraída por todas as entidades classificadas no setor institucional das administrações públicas - o que inclui um número de empresas públicas que agora integram o perímetro de consolidação (e.g. Refer, Metro de Lisboa, STCP). Ao contrário da dívida de Maastricht, esta não é consolidada, refletindo todos os passivos do subsetor. Diverge ainda do conceito de Maastricht na medida em que inclui a capitalização acumulada dos Certificados de Aforro.

3.3.4 Dívida no âmbito do PAEF

Para efeitos de avaliação do Programa de Assistência Económica e Financeira, o Governo reporta uma nova medida de dívida pública, em tudo semelhante à dívida de Maastricht, à exceção de algumas situações previstas no memorando, nomeadamente: dívida contraída para efeitos de recapitalização da banca; depósitos do IGCP; pagamento antecipado da margem dos empréstimos do FEEF; revisões ao valor da dívida posteriores ao momento de definição dos limites; impacto da reavaliação da dívida às taxas de câmbio do programa.

		JUN/12
(1)	Dívida não consolidada do sector público não financeiro	249,8
(2)	Dívida das empresas públicas não financeiros não incluídas nas administrações públicas	19,0
(3)=(1-2)	Dívida não consolidada das administrações públicas	230,8
	<i>Da qual: dívida não consolidada da administração central</i>	217,2
	<i>Da qual: dívida não consolidada da administração local e regional</i>	13,6
(4)	Dívida entre entidades das administrações públicas	28,6
(5)=(3-4)	Dívida Consolidada das administrações públicas	201,2
(6)	Créditos comerciais obtidos pelas AP	3,8
(7)=(5-6)	Dívida na ótica de Maastricht	198,1
(8)	Dívida na ótica de Maastricht líquida de depósitos da administração central	182,0
(9)	Exclusões para efeito do critério de desempenho do PAEF	27,2
(10)=(7-9)	Dívida das administrações públicas para efeitos do critério de desempenho do PAEF	170,9

Quadro 3.3: Conceitos de dívida pública – Maastricht versus PAEF

3.4 COMO É FINANCIADA A DÍVIDA PÚBLICA?

Habitualmente, num regime que assenta predominantemente no financiamento através de instrumentos de mercado, quando falamos em emitir dívida, estamos a falar da criação de títulos financeiros que representam parcelas do “empréstimo” que os diversos credores fazem ao Estado, essencialmente Obrigações do Tesouro (OT). De uma forma simplificada, quando o Estado precisa de dinheiro, propõe ao mercado financeiro a emissão de um título que represente essa dívida e pelo qual pagará um determinado juro. Esses títulos podem depois ser transacionados em mercado secundário entre intermediários financeiros e/ou investidores finais.

Na maior parte dos casos, o que acontece é que o Estado, através do IGCP, avisa um grupo de bancos com quem trabalha diretamente (os Operadores Especializados de Valores do Tesouro – OEVT) que vai emitir um determinado montante de dívida, numa determinada data segundo um calendário previamente anunciado ao mercado, através da “venda” de títulos com características determinadas (como o período de duração do título – maturidade - ou o tipo de pagamento de juros). Na data fixada, estes bancos participam num leilão em que submetem propostas (*bids*) para a compra de títulos que são ordenados ascendentemente pela taxa de juros implícita (*yield*). Caso sejam aceites os

seus *bids*, no final entregam o dinheiro ao Estado para, de acordo com as condições definidas, receberem juros e, na data de vencimento do título, receberem de volta do Estado o valor total que investiram (*o principal*, pago com a amortização do título).

Os juros dos títulos podem ser analisados através de duas taxas de juro diferentes que é importante destacar: a taxa de cupão e a chamada *yield*. A taxa de cupão é a taxa de juro nominal oficial do título e a taxa que determina os cupões a pagar anualmente na data de pagamento de juros. A *yield* é a taxa real de custo para o Estado que se deve utilizar nas análises. A diferença entre estas duas taxas está no valor inicial pago pelo título que, habitualmente não é exatamente igual ao seu valor nominal, podendo ser vendido a prémio ou a desconto quando vendido, respetivamente, acima ou abaixo do par (100%).

Vejamos um exemplo: se o Estado emitir um título a dez anos com valor nominal de 100 euros e uma taxa fixa de cupão de 5%, isso quer dizer que todos os anos, o Estado vai pagar 5 euros ao investidor que o comprar. Dez anos depois, na data de maturidade do título, o Estado pagará os juros desse ano (5€) mais o valor nominal do título, ou seja, um total de 105€. No entanto, o leilão de venda dos títulos é feito com base no valor entregue pelos investidores que se situa acima ou abaixo “do par” ou seja, abaixo do valor nominal do título. Se, no nosso exemplo, o Estado só conseguisse obter 80 euros pelo título de 100, mas continuando a pagar o cupão oficial de 5 euros, a verdadeira taxa de juro que o Estado teria de pagar, *yield*, seria: $5\text{€}/80\text{€} = 6,25\%$ ⁸.

Após esta primeira colocação que envolve o soberano e os intermediários financeiros (os OEVT), a que se chama mercado primário, os bancos podem comprar e vender estes títulos entre si ou colocá-los junto dos investidores finais. A essas operações de transação posteriores, que já não envolvem o Estado, chama-se mercado secundário. Este mercado funciona diariamente, ao contrário do mercado primário, o que quer dizer que as variações diárias das taxas de juro que podemos observar nos jornais se referem apenas às *yields* obtidas no mercado secundário. O seu valor varia diariamente porque, como mencionámos antes, mesmo quando as taxas de cupão são fixas, o que faz variar os juros efetivos dos títulos é o preço oferecido pelos investidores e esse pode sofrer flutuações significativas.

Se bem que taxas crescentes neste mercado não impliquem diretamente custos acrescido para o Estado, essas taxas diárias são importantes, porque refletem a perceção de risco dos mercados. Assim, estas taxas podem, efetivamente, vir a condicionar as taxas de juro pagas pelo soberano. Quando chegar o momento de o Estado emitir nova dívida, o preço desta será condicionada pelo seu preço no mercado secundário. Por exemplo, se o Estado quisesse emitir, no mercado primário, dívida a cinco anos a uma taxa de juro de 5%, mas se

⁸ Na realidade, este é um cálculo muito simplificado. Os cálculos reais dos mercados financeiros entram em linha de conta com todos os pagamentos até à maturidade do título, incluindo o diferencial entre o valor pago e o valor nominal pago na maturidade, que constitui também uma forma de remuneração do investidor (e que no nosso exemplo seria 20€).

tem títulos seus no mercado secundário que também serão amortizados daqui a 5 anos que rendem juros de 8% no mercado secundário, o Estado pode não conseguir colocar a sua dívida a não ser que aumente a taxa de juro que está a pagar para níveis comparáveis aos dos mercados financeiros.

Esta arquitetura financeira coloca os Estados numa posição vulnerável face a ataques especulativos dos agentes financeiros e das agências de notação. A especulação em torno da capacidade de pagamento de um Estado permite um aumento da volatilidade de preços da dívida (o seu juro), onde os agentes financeiros conseguem lucrar largamente, quer com movimentos de aumento da taxa de juro, quer com a sua redução (como aconteceu com os títulos comprados ao longo do último ano pela banca portuguesa).

À medida que este processo especulativo se desenrola, os níveis de juros podem começar a ser considerados insuportáveis. A desconfiança sobre a capacidade de pagamento nacional que alimenta a especulação torna-se assim uma “profecia auto-realizada”. O Estado deixa de se conseguir financiar porque o juro exigido é demasiado alto. Foi este o processo por que passou Portugal no início de 2011 e a Grécia no ano anterior.

Caixa 3.1: A intervenção do BCE – Transações Monetárias Definitivas

Um dos fatores determinantes na atual crise que afeta os países periféricos europeus encontra-se na ausência de um Banco Central Europeu com a mesma atuação da observada em países como a Grã-Bretanha ou os EUA. Nestes países, numa situação em que os investidores por medo, pânico ou razões especulativas decidem vender as obrigações do tesouro que detêm, implicando uma subida da sua taxa de juro implícita, o Banco Central pode intervir comprando títulos, com o objetivo de manter o seu preço e, consequentemente, a taxa de juro implícita. É, pois, no contexto do quadro acima descrito que surge a decisão do BCE de assumir no Eurosistema o papel de prestamista de último recurso e de se comprometer a comprar no mercado secundário obrigações do tesouro de forma, se necessário, ilimitada para assim garantir o futuro do Euro. As transações efetuadas com este propósito serão conhecidas por Transações Monetárias Definitivas (TMD) (Outright Monetary Transactions – OMTs) e o quadro do seu funcionamento foi tornado público a 6 de setembro último tendo contribuído decisivamente para a subsequente descida das taxas de juro da dívida soberana periférica.

No entanto, “Uma condição necessária para as Transações Monetárias Definitivas é a existência de rigorosa e efetiva condicionalidade”⁹, o que significa que os países alvo de operações TMD têm obrigatoriamente de aceitar programas de ajustamento macroeconómico, ou de prevenção, associados a programas do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira/Mecanismo Europeu de Estabilidade, com o envolvimento do FMI. Ou seja, a intervenção do BCE está condicionada à aceitação de políticas de austeridade. Por outro lado, ao condicionar este apoio a países com efetivo acesso aos mercados financeiros, países como Portugal estão neste momento fora do seu alcance.

Entre outros economistas, Joseph Stiglitz¹⁰ criticou o funcionamento deste programa, afirmando que, “[e o Banco Central Europeu continuar a fazer das políticas de austeridade uma condição para os seus financiamentos, isso só irá agravar o estado da doença”. Este Nobel da Economia afirmou ainda que a moderada acalmia que se seguiu ao anúncio do Banco Central Europeu (BCE) do mecanismo de compra ilimitada de dívida não passa de “um paliativo temporário”.

3.4.1 Instrumentos de mercado

Como mencionámos no ponto anterior, a dívida pode ser colocada no mercado através de vários instrumentos, com diferentes características de juros, reembolso e destinatários. No caso português, o boletim mensal do ICGP permite-nos ter uma ideia dos principais instrumentos de dívida e da sua importância. No quadro que se segue apresentamos algumas das principais características dos instrumentos utilizados pelo ICGP, ordenados pela sua importância na composição da DDE em 30/11/2012.

⁹[http://www.bportugal.pt/pt-](http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeEurosisistema/SistemaEuropeudeBancosCentrais/BCE/Comunicados/Paginas/combce20120906-1.aspx)

[PT/OBancoeEurosisistema/SistemaEuropeudeBancosCentrais/BCE/Comunicados/Paginas/combce20120906-1.aspx](http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeEurosisistema/SistemaEuropeudeBancosCentrais/BCE/Comunicados/Paginas/combce20120906-1.aspx)

¹⁰ http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=2972320

Instrumentos de Dívida	Valor (milhões €)	% do total de dívida	Transacionável	Cupão / Juro	Prazo	Destinatários e Observações
Obrigações do Tesouro (OT)	93.626	47,48%	Sim	Fixo	Médio e longo prazo. Entre 1 e 50 anos (nunca ultrapassou os 30 anos)	Intermediários financeiros (banca) e investidores finais do setor financeiro (inc. bancos centrais, seguradoras, fundos de pensões)
Bilhetes do Tesouro (BT)	19.833	10,06%	Sim	Fixo, por desconto – juro é descontado no valor a entregar pelo investidor na compra do título.	Curto prazo (até 18 meses)	Intermediários financeiros (banca) e investidores finais do setor financeiro (inc. bancos centrais, seguradoras, fundos de pensões)
Certificados de Aforro (CA)	9.667	4,90%	Não	Variável indexada, com prémios de permanência e limites máximos	Longo Prazo Séries A e B sem prazo: títulos permanecem ativos até ao resgate Série C: 10 anos	Particulares
Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo (CEDIC)	6.028	3,06%	Não	Fixo – baseado nas taxas de BTs Comparáveis	Curto prazo (até 18 meses)	Entidades do Setor Público Administrativo e Empresas Públicas, sujeitas ao princípio de unidade de tesouraria do Estado. É uma forma de garantir que os seus excedentes são aplicados no próprio Estado e não no para o setor financeiro.
Medium Term Notes (MTN)	2.947	1,49%	Sim	Fixo, variável ou flexível – depende do que for acordado com o comprador inicial do título.	Médio Prazo (até cinco anos)	Entidades do setor financeiro com necessidades específicas em termos de condições de emissão, nomeadamente a emissão em moedas específicas ou com padrões de taxa de juro personalizados (variáveis ao longo do tempo ou indexados). Este instrumento permite dirigir produtos para investidores específicos negociadas de forma privada e não nos mercados.
Certificados Tesouro (CT)	1.419	0,72%	Não	Fixo mas crescente consoante o tempo de permanência do investidor	Longo prazo (10 anos)	Particulares
Certificados Especiais de Dívida Pública de Médio e Longo Prazo (CEDIM)	151	0,08%	Não	Fixo – baseado nas taxas de OTs Comparáveis	Médio e Longo prazo –vencimento sempre superior a 18 meses e coincidente com uma data de vencimento de uma OT ativa no mercado a acordar entre as partes	Os mesmos que no caso dos CEDICs. Este instrumento é relativamente recente: foi criado apenas em 2011, já numa altura de dificuldades nas contas públicas, daí a sua fraca expressão.
Outros	1.012	0,51%	---	---	---	---
Subtotal	134.683	68,29%				
Programa de Assistência Financeira	62.527	31,71%	Não	Empréstimos Multilaterais	Longo prazo	Troika: FEEF / MEEF / CE
Dívida Total	197.209	100,00%				

Quadro 3.4: Instrumentos de dívida. Fonte: IGCP

3.4.2 Papel do IGCP e do sistema financeiro

Em 1999 foi criado o Instituto do Crédito Público (IGCP) com funções de emissão e gestão da Dívida Pública. A Lei-quadro da Dívida Pública (Lei n.º 7/98 de 3 de fevereiro) define como objetivos da gestão da dívida a minimização de custos a longo prazo e limitação de exposição a riscos, acompanhadas da uniformização da distribuição desses custos, incluindo amortizações, pelos diferentes orçamentos anuais. Nos últimos meses o IGCP sofreu uma mudança importante. Antes de mais passou a designar-se Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E. e passou a ser uma empresa pública com regras de gestão e contratação de funcionários independentes da Administração Pública. Além disso, assumiu novas responsabilidades no que diz respeito à gestão generalizada dos financiamentos públicos. A criação dos CEDIMs e CEDICs é disso um exemplo: ao emprestar as duas disponibilidade em fundos do Estado, os organismos públicos não estão a colocá-los no setor financeiro. Do mesmo modo, se os financiamentos de cada organismo forem obtidos pelo IGCP e não pelo organismo de modo isolado no setor financeiro, em princípio será possível obter custos de financiamento mais baixos para o conjunto do setor público. Do mesmo modo, a partir de agora o IGCP será responsável pelas aplicações financeiras destes organismos, sobretudo quando estas envolverem produtos derivados.

Na lei prevê-se que se possa realizar uma gestão mais ativa da dívida, passando das simples operações de emissão, compra e venda de títulos, para instrumentos mais complexos. O IGCP tem mandato para “realizar as operações financeiras (...) tidas por adequadas, nomeadamente operações envolvendo derivados financeiros, tais como operações de troca (swaps) do regime de taxa de juro, de divisa e de outras condições financeiras, bem como operações a prazo, futuros e opções, tendo por base as responsabilidades decorrentes da dívida pública”.¹¹

A importância da dívida pública nos mercados financeiros

Ao nível das relações entre os emissores de dívida pública e os mercados financeiros, convém ainda realçar o reverso da medalha: do lado do sistema financeiro a dívida soberana é absolutamente crucial. Apesar da crise, o sistema financeiro continua a acumular enormes quantidades de fundos que é suposto o sistema canalizar para fins rentáveis com níveis controlados de risco. Até à crise das dívidas soberanas, as obrigações de dívida pública eram o principal ativo rentável com risco quase nulo. Do mesmo modo, entidades que gerem fundos de muito longo prazo como fundos de pensões ou de seguros aplicam partes consideráveis dos seus fundos em obrigações soberanas ao mesmo tempo

¹¹ Os derivados são produtos financeiros que têm por base outros produtos financeiros. Por exemplo, no mercado de “futuros” vendem-se promessas de compra e venda de um determinado produto no futuro um derivado “futuro” a um preço fixo já hoje.

que os bilhetes do tesouro jogam um importante papel na gestão de mercados monetários e interbancários. É esta necessidade de aplicar valores em dívida soberana sem risco que leva a uma transferência como a que se tem podido observar na Europa. Os fundos que não estão disponíveis para os países periféricos são transferidos, por exemplo, para a Alemanha, onde o afluxo de fundos é tal que as yields chegam a atingir valores negativos.

No contexto europeu, os títulos de dívida pública têm vindo a ganhar mais relevo pelo facto de serem aceites pelos financiadores, nomeadamente, pelo Banco Central Europeu, como garantias dos empréstimos feitos aos bancos privados.

3.4.3 A troika

Os financiadores do PAEF, normalmente referidos como Troika, isto é, o Fundo Monetário Internacional (FMI), a Comissão Europeia (CE) e o Banco Central Europeu (BCE). De uma forma mais exata, os dois últimos financiadores não são diretamente estas entidades mas antes dois mecanismos europeus por elas criados, com características e regras de funcionamento específicas. Trata-se do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) e do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF).

Ambos os fundos se financiam eles próprios nos mercados financeiros, através da emissão de obrigações garantidas pelo conjunto dos seus Estados-Membros. O FMI, por seu lado, funciona com um sistema de quotas de cada país e é a partir dessas quotas que gera os fundos necessários para os seus programas. No início do PAEF, surgiram muitas dúvidas sobre o real custo do empréstimo.

Apesar de neste momento já ser possível obter dados mais concretos, as dúvidas relativas aos custos reais do empréstimo subsistem dado que elas são originadas, por um lado, pela complexidade do esquema de pagamentos criado (que incluem taxas de mercado, taxas variáveis e valores progressivos de comissões) e, por outro, pelo facto de não ter sido apresentado ao público nenhum documento oficial entre as partes onde esse custo ficasse explicitamente definido.

O Banco de Portugal procurou esclarecer estas condições numa brochura sobre o Programa, publicada em 2011. Segundo esse documento as condições do programa seriam as seguintes:

- Fundos Europeus: 26 mil milhões + 26 mil milhões de euros
 - Valores disponibilizados em 14 prestações (tranches)
 - Juros pagos anualmente

- Juros e custos associados:
 - MEEF – custo de financiamento obtido pelo fundo no mercado ao emitir dívida para financiar cada tranche, acrescidos custos administrativos não especificados
 - FEEF - custo de financiamento obtido pelo fundo no mercado ao emitir dívida para financiar cada tranche e ainda valores de custos administrativos não especificados. Acresce 0,5% de comissão de serviço por cada empréstimo
 - Ambos os fundos cobravam, inicialmente, uma margem de lucro de 2% a acrescer a estes custos. Em Julho de 2011, na sequência das negociações relativas à Grécia, estas margens de lucro foram eliminadas para ambos os países.
- FMI: 23,74 mil milhões de Direitos Especiais de Saque (SDR) – aproximadamente 26 mil milhões de euros
 - Valores disponibilizados em 13 prestações (tranches)
 - Reembolso entre 2015 e 2024 - cada tranche é paga em 12 prestações semestrais, a pagar a partir de 4,5 anos após o desembolso inicial. Os juros são pagos trimestralmente, mas calculados semanalmente de acordo com a taxa de juro de referência dos direitos especiais de saque.
 - Juros e custos associados:
 - Taxa de juro SDR + 1%
 - Sobretaxa de 2% a partir do momento em que o empréstimo ultrapasse 300% da quota de Portugal no FMI (ou seja, acima de cerca de 3,4 mil milhões de euros). Esta sobretaxa aumenta para 3% após 3 anos de empréstimo. Acresce 0,5% de comissão de serviço por cada empréstimo.

Os valores das taxas de juro são complexos e difíceis de prever porque dependem da evolução das taxas de juro de mercado, mas permitem-nos fazer alguns cálculos simples para balizar a análise destes financiamentos.

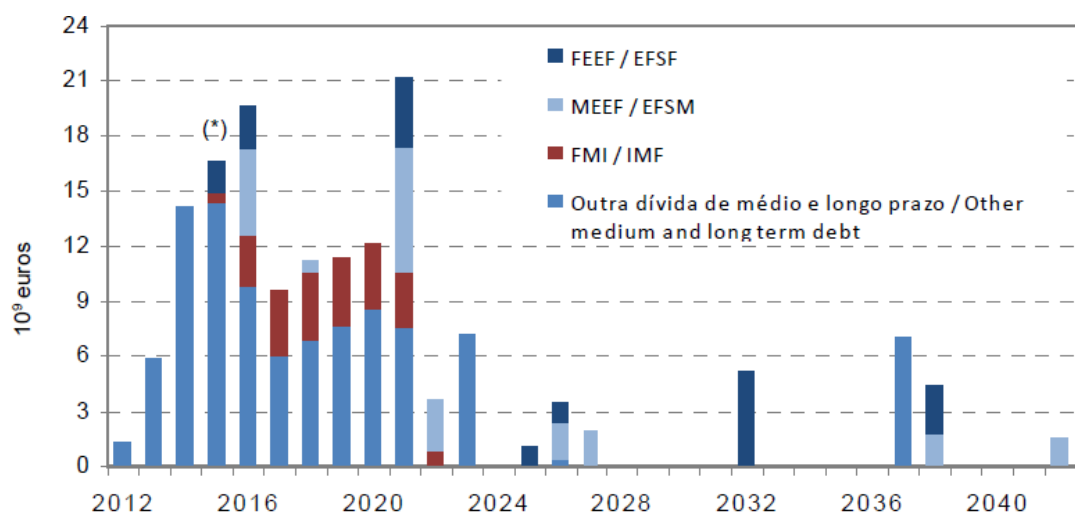
Em termos de custos globais do programa, dadas as incógnitas relativas à evolução das taxas de juro, podemos utilizar as previsões de custo total dos empréstimos (incluindo

comissões) apresentadas pelo IGCP no seu Boletim mensal de dezembro de 2012: 3,1% para os fundos europeus e 4,1% para o financiamento do FMI, o que daria uma média de 3,4% aplicável ao total dos valores já recebidos (61.695 milhões de euros). Um ponto a reter é que, com o desenrolar do programa e com as condições entretanto negociadas para os países com programas de ajustamento, as maturidades médias dos empréstimos europeus foram aumentando, situando-se agora nos 12,4 anos para o MEEF e 14,6 anos para o FEEF. Os empréstimos do FMI mantêm-se com um prazo médio de maturidade de 7,3 anos, o que leva a média para os 11,3. Se tomarmos por base as taxas e maturidades já conhecidas e as extrapolarmos para o total dos empréstimos acordados, que estarão totalmente entregues no primeiro semestres de 2013, podemos apontar para valores simplificados dos custos totais:

	Taxa média de juro e comissões*	Valor global do empréstimo	Maturidade*	Custo anual (mm €)	Custo total (mm €)
FEEF	3%	26	12,4	0,78	9,67
MEEF	3%	26	14,6	0,78	11,39
Total Europeu	3%	52	---	1,56	21,06
FMI	4,1%	26	7,3	1,07	7,78
Total geral	3.4%	78	11,3	2,63	28,84

Quadro 3.5: Condições do empréstimo da troika. Fonte: Dados do boletim mensal do IGCP de Dezembro de 2012 (*) e cálculos IAC.

Este valor daria um custo mínimo do total dos empréstimos da ordem dos 29 mil milhões de euros. Quanto aos prazos de reembolso das várias tranches, podemos observar o gráfico de amortizações de dívida do mesmo boletim do IGCP:



(*) O empréstimo do FEEF com maturidade em fevereiro de 2015 e valor nominal de EUR 1,73 mil milhões será refinanciado pelo FEEF por um prazo mais alargado. / The EFSF loan maturing in February 2015 with a nominal value of EUR 1.73 billion will be rolled over by EFSF for an extended maturity.

Gráfico 3.5 – Dívida de médio e longo prazo. Fonte: ICGP

Quanto às tranches de financiamento ainda a receber, esses valores serão entregues ainda no primeiro semestre de 2013, o que implica que Portugal terá de se financiar nos mercados a partir desse momento, nomeadamente para reembolsar a maior parte dos 6 mil milhões de amortizações prevista para setembro de 2013. Este valor desceu já dos 9 mil milhões inicialmente previstos, devido a uma troca de OTs realizada pelo governo português que passou a amortização de cerca de 3 mil milhões de euros de 2013 para 2015.

A partir de 2014 o valor a financiar sobe para valores acima dos 9 mil milhões por ano pelo menos até 2021, com picos nos anos até 2016. Portugal estará portanto fortemente dependente de financiamento externo nos próximos anos. Esses 9 mil milhões representam cerca de 5.4% do PIB previsto para 2012. Sem uma reestruturação de dívida e no caso de um acesso limitado aos mercados, este valor teria de ser financiado pelo próprio orçamento de estado o que é manifestamente incomportável.

3.4.4 Quanto nos custa a dívida?

Entre 2001 e 2011, o valor da dívida mais do que duplicou. O quadro seguinte apresenta os valores da evolução do volume de dívida (*stock*), das emissões, das amortizações e respectivas variações, entre 2000 e 2011. Comparando a variação do valor da dívida total em cada ano com a soma dos financiamentos obtidos nesse ano, é possível constatar que os financiamentos foram muito superiores à variação da dívida. Isso acontece porque

parte deles foram destinados a amortizações, isto é, parte dos empréstimos serviu apenas para substituir dívida antiga por dívida nova, não aumentando o valor do *stock* da dívida (embora haja impacto no custo dessa parcela de dívida uma vez que, entre as duas emissões, as condições de mercado e as taxas de juro terão variado).

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Stock de dívida	69.313	75.962	81.426	87.058	96.249	105.158	110.681	115.633	125.605	142.261	163.333
Total de emissões (inclui PAEF em 2011)	13.975	16.527	14.465	20.912	32.261	29.499	26.474	32.726	39.623	51.128	62.147
Variação do stock de dívida¹²	4.747	6.649	5.464	5.632	9.191	8.909	5.523	4.952	9.972	16.656	21.072
Amortizações calculadas	9.228	9.878	9.001	15.280	23.070	20.590	20.951	27.774	29.651	34.472	41.075
Amortizações líquidas de valores de curto prazo do ano anterior	5.669	8.165	3.282	2.013	8.634	6.612	5.598	9.176	6.749	8.749	24.076

Quadro 3.6: Emissões e Amortizações. Fonte: IGCP – relatório anual de 2011 e cálculos IAC

A análise destes valores permite-nos concluir que, além do aumento do valor da dívida, esta década foi marcada por um aumento do valor anual das emissões. Até ao início do PAEF, o valor anual de emissões multiplicou-se por 4 numa década e, no mesmo período, o valor das amortizações triplicou (se não considerarmos os valores de amortizações pagas directamente por valores de privatizações).

Neste período aumentou também o valor das emissões de curto prazo, que passaram de cerca de 4 mil milhões em 2001 para 26 mil milhões em 2010. Este aumento reflete por um lado uma tentativa de descida dos custos da dívida através da utilização de financiamentos de curto prazo, cujo custo é relativamente mais baixo e, por outro, as dificuldades de financiamento no mercado. Após a crise financeira, a subida das taxas de juro de longo prazo levou algumas agências de dívida a “refugiarem-se” em prazos mais baixos. Note-se que, em 2011, já após o início do PAEF, o cálculo das amortizações líquidas de valores de curto prazo estará, concerteza, sobreavaliado. A presença de um financiamento levou a um crescimento muito elevado da dívida mas nem toda essa

¹² Note-se os cálculos dos valores de amortização não são exactos: são uma aproximação calculada onde não estamos a ter em consideração os valores exactos das necessidades de amortização nem eventuais margens de “caixa” que possam ter sido criadas.

“emissão” se destinou à amortização de títulos desse ano. Parte desse valor permanecia em “caixa” no final do ano para fazer face a amortizações e outras necessidades de financiamento de 2012.

Os juros foram a primeira face visível da crise: a razão evocada pelo governo português para a necessidade de financiamento da troika, foi a subida dos juros da dívida pública nos mercados secundários.

Vale a pena analisar com mais cuidado a evolução histórica dos juros da dívida pública portuguesa. Ao longo da década de 1990 os juros caíram de níveis próximos de 15% para valores próximos de 3%. Se calcularmos a taxa de juro média implícita na dívida portuguesa, com base nos dados de juros pagos pelo estado português (Eurostat) face aos valores de dívida constantes das séries do FMI e do Banco Mundial, podemos observar uma descida acentuada até 1997 justificada por um maior controlo da inflação, em termos nominais, mas também visível na taxa de juro real, que desceu de valores acima dos 5% no início da década para valores da ordem dos 3% na altura do arranque do euro. A partir do ano 2000, se nos focarmos nos valores nominais (ou seja, as taxas de juros reais acrescidas da inflação), mais comparáveis com as taxas observáveis nos mercados, esta taxa continuou a descer até cerca de 3,6% em 2010.

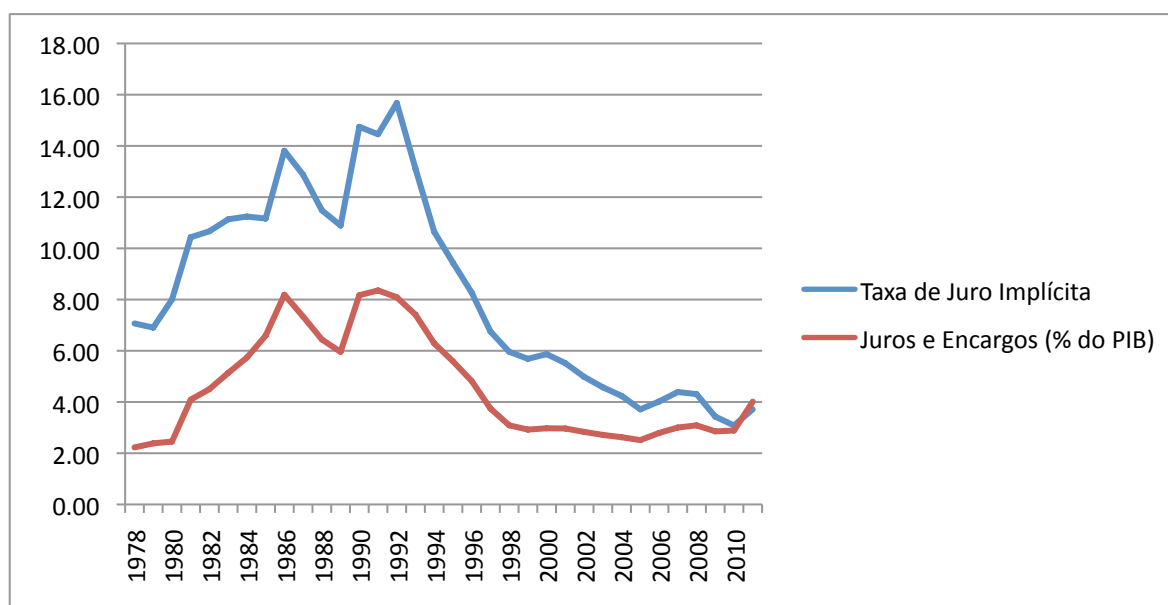


Gráfico 3.6: Juros e Encargos e Taxa de Juro Implícita. Fontes: AMECO e Banco de Portugal

O quadro abaixo apresenta uma visão geral dos dados da dívida e da dinâmica dos juros na última década a partir dos cálculos do IGCP, aos quais juntámos um cálculo do peso destes valores face ao PIB calculado pelo eurostat.¹³

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dívida											
Stock de dívida médio *	69.313	75.962	81.426	87.058	96.249	105.158	110.681	115.633	125.605	142.261	163.333
Variação do Stock de dívida	4.747	6.649	5.464	5.632	9.191	8.909	5.523	4.952	9.972	16.656	21.072
Variação do Stock de dívida em (%)	7%	10%	7%	7%	11%	9%	5%	4%	9%	13%	15%
Juros											
Juros*	3.771	3.875	3.797	3.826	4.054	4.365	4.691	4.867	4.778	4.948	6.405
Taxa de Juro implícita*	5,4%	5,1%	4,7%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	3,8%	3,5%	3,9%
Variação dos Juros	136	104	-79	30	228	311	326	176	-88	170	1.457
Variação da despesa em Juros (%)	4%	3%	-2%	1%	6%	8%	7%	4%	-2%	4%	29%
Componentes da Variação dos Juros											
Efeito do Stock de dívida*	267	362	279	263	404	375	229	210	420	634	733
Efeito do Preço dos juros*	-122	-235	-333	-218	-159	-59	92	-32	-468	-410	631
Efeito Cruzado*	-9	-23	-24	-15	-17	-5	5	-1	-40	-54	93
Relação com o PIB											
PIB**	134.471	140.567	143.472	149.313	154.269	160.855	169.319	171.983	168.504	172.670	170.909
Dívida média em % do PIB	51,5%	54,0%	56,8%	58,3%	62,4%	65,4%	65,4%	67,2%	74,5%	82,4%	95,6%
Juros em % do PIB	2,8%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%	3,7%

Quadro 3.7: Efeito stock e efeito preço. Fonte: IGCP

O efeito do stock de dívida permite calcular o valor da variação dos juros que se deve à variação da dívida entre dois anos determinados. Isto é, é o cálculo do valor de juros que haveria a pagar se se considerasse que a taxa de juros se mantinha constante e apenas variasse o valor da dívida. Paralelamente é possível calcular o efeito contrário: quanto aumentaria o valor de juros se a dívida se mantivesse constante e apenas considerassemos o aumento da taxa de juro. Estes dois efeitos, somados a um terceiro

¹³ Note-se que os cálculos da dívida em percentagem do PIB apresentados neste quadro podem não ser coincidentes com os valores oficiais para este indicador – dadas as variações de metodologias de cálculo já mencionadas no ponto 1.3.4, o valor da DDE calculada pelo IGCP não é coincidente com os valores de dívida utilizados pelo eurostat. Ainda assim, este rácio permite-nos avaliar as relações de grandeza e a evolução deste indicador de modo comparável com os restantes elementos do quadro.

efeito cruzado entre as duas variáveis e cujo valor é geralmente negligenciável, permite explicar a variação dos juros em cada ano.

A análise deste quadro permite-nos tirar várias conclusões interessantes:

- Até 2007, o valor dos juros a pagar cresceu por efeito do aumento de stock de dívida (o decréscimo da taxa de juro neste período contrariou o aumento do valor dos juros).
- Em 2007 e, sobretudo, em 2011 os juros a pagar aumentam em consequência quer do crescimento do stock de dívida, quer da taxa de juro.

A evolução até 2007, resultou em parte das alterações nas práticas de gestão de dívida, mas ficou a dever-se sobretudo à descida da percepção de risco dos títulos da república portuguesa por estes estarem emitidos em euros e serem considerados quase equivalentes aos restantes títulos europeus.

Após uma descida acentuada nos primeiros anos do euro, estas taxas estabilizaram, entre os anos 2005 e 2008, num valor próximo dos 4%, tendo mesmo descido ligeiramente após a crise financeira. Isto deveu-se ao facto de num momento inicial da crise, os títulos de dívida soberana terem sido vistos por muitos investidores como um refugio dos elevados níveis de risco de outras aplicações, o que desceu as taxas de juro exigidas.

No decorrer do ano de 2010, com a descida dos ratings de algumas dívidas soberanas, essa tendência inverteu-se embora não se tenha refletido imediatamente nos valores gerais de taxas implícitas aplicáveis a Portugal, que atingiram nesse ano o seu valor mínimo. Em 2011, no entanto, a subida da taxa de juro juntou-se ao aumento da dívida para determinar um salto de cerca de 1,5 mil milhões de euros no valor de juros a pagar.

Esta subida foi progressiva ao longo do ano de 2011. Os diferentes leilões realizados foram registando taxas cada vez maiores refletindo as pressões dos mercados secundários mas nunca chegando aos valores praticados nesses mercados. Nos quatro leilões de OTs ainda realizados em 2011, as *yields* estiveram sempre bastante acima da taxa implícita de 2010, mas nunca chegaram à muito falada barreira psicológica dos 7%, que tinha já sido largamente ultrapassada no mercado secundário. Esses quatro leilões registaram *yields* médias entre os 5,3% e o 6,7%, valores que implicavam um retrocesso a valores acima das taxas verificadas no início da década. Ainda assim, o valor conjunto desses leilões não chegou aos 4 mil milhões de euros, o que não era um valor suficientemente relevante para alterar de forma significativa a taxa de juro média da dívida portuguesa. Ao nível do peso no PIB o valor dos juros apresenta uma tendência crescente dada a tendência de aumento da dívida, combinada com maiores taxas de juro e valores decrescentes do PIB.

Caixa 3.2: Juros e encargos dos vários tipos de dívida

As taxas de juro médias implícitas que analisámos no ponto anterior são calculadas pelas médias ponderadas das taxas dos diferentes instrumentos de dívida. Nesta caixa apresentamos alguns dados sobre as taxas de juros dos principais instrumentos de dívida portugueses.

Como já vimos, as OT continuam a representar a maior parte da dívida portuguesa. Segundo o IGCP, no final de Novembro havia 12 séries de OT ativas, com datas de amortização entre 2013 e 2023 e uma outra série, de muito longo prazo, com maturidade em 2037. As OT totalizam 93,6 mil milhões e apresentam taxas de cupão entre os 3,35% e os 6,4%, atingindo uma média ponderada de 4,35%. O custo da segunda maior parcela, o empréstimo da Troika, calcula-se, como vimos nos cálculos do IGCP no ponto 3.3.3 em valores da ordem dos 3,4% por ano.

Já nos Bilhetes do Tesouro, não existem taxas de cupão e os juros são dados pelas *yields* obtidas nos leilões. Se tivermos em consideração apenas os leilões realizados em 2012, a *yield* média ponderada foi de 3.56%.

Se precisarmos de comparar taxas de juros para avaliar se determinados títulos são “caros” ou “baratos”, devemos fazê-lo entre títulos com maturidades semelhantes. As taxas de juro não são independentes da maturidade de um título. Tipicamente, quanto maior o período de um empréstimo, maior é a taxa de juro anual associada e vice versa. É por isso que é comum usar-se por exemplo a comparação entre as taxas de títulos alemães a 10 anos com taxas de outros títulos, nomeadamente portugueses, com a mesma maturidade. A diferença de taxas exigidas pelos investidores num mesmo prazo de maturidade deverá ser um reflexo das diferentes percepções de risco que os investidores têm face a cada país emissor.

No caso dos certificados de Aforro, os juros de cada série são calculados regulamente pelo estado e comunicados aos investidores. As taxas situam-se atualmente entre os 2,12% no caso da série “A” e os 3,16% da série “C”.

4. A CONTA CORRENTE DO ENDIVIDAMENTO

4.1 DOS DÉFICES ORÇAMENTAIS À DÍVIDA

Para compreender evolução da dívida pública (em percentagem do PIB) e as causas dessa evolução, é importante perspectivá-la no plano histórico e relacioná-la, não só com os défices orçamentais, mas com outras variáveis económicas. De facto, um dos principais equívocos do debate sobre a dívida é o que tende a analisar a dívida pública como uma simples acumulação de défices orçamentais. Essa acumulação existe, mas é apenas uma de várias dinâmicas e nem sempre a mais relevante.

No gráfico 4.1 podemos observar a evolução do *stock* de dívida pública portuguesa entre 1977 e 2011 em percentagem do PIB. Neste gráfico podemos observar três grandes dinâmicas: (1) um aumento do rácio dívida/PIB até 1986 com uma aceleração a partir de 1981, (2) uma estabilização e ligeiro decréscimo entre 1987 e 2000 com uma interrupção no biénio 93/94 e (3) um aumento a partir de 2000 com uma forte aceleração na sequência da crise financeira.

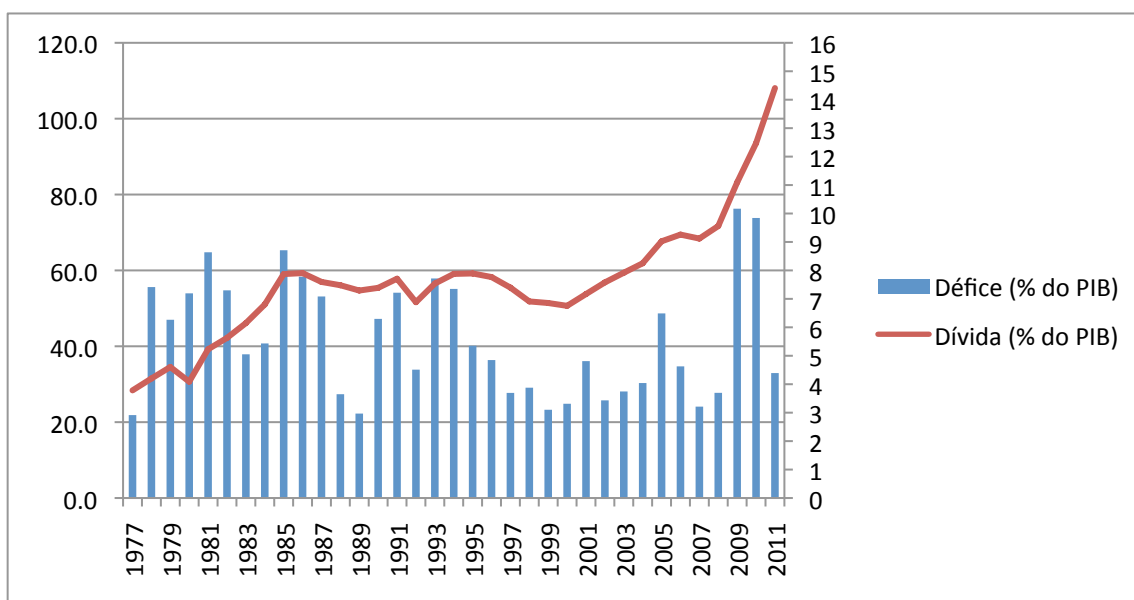


Gráfico 4.1: Déficit e dívida em percentagem do PIB (1977-2011). Fontes: AMECO e Banco de Portugal

A observação deste gráfico ajuda a compreender que a relação entre déficit e dívida, existindo, está longe de ser mecânica. No período entre 86 e 92, apesar dos défices

consideráveis, o peso da dívida no PIB diminuiu. Por outro lado, no período que se segue à integração no euro, marcado pelos défices mais reduzidos da história da nossa democracia, o peso da dívida no PIB aumenta consideravelmente.

Daqui decorre a evidência de que a dinâmica da dívida em percentagem do PIB depende decisivamente de outras variáveis além do défice orçamental. Aliás, o simples facto de geralmente se falar do *stock* da dívida em percentagem do PIB sugere a ideia de que o seu montante só tem significado por comparação com a capacidade que o país tem (ou não) de gerar os recursos que permitam assegurar a sua gestão: o aumento da dívida é um problema quando não é acompanhado de crescimento da economia. Inversamente, a redução da dívida (ou do défice) pode não contribuir para a capacidade de servir a dívida se, ao mesmo tempo, a capacidade produtiva do país diminuir.

O gráfico 4.2 pretende exprimir essa relação ao longo do mesmo período. Esta evolução torna clara a importância do crescimento económico na dinâmica da dívida. Os dois períodos de redução do montante da dívida em percentagem do PIB (87-92 e 96-2000) coincidem com os dois períodos de maior crescimento económico dos 34 anos analisados. Esta coincidência decorre evidentemente do efeito matemático que tem o aumento do denominador do rácio da dívida (Dívida/PIB), mas também reflecte o impacto do crescimento económico no saldo orçamental, por exemplo, através do aumento das receitas fiscais que lhe está associado.

Inversamente, as recessões de 1984 e 1993 tiveram impactos na dinâmica da dívida, quer através do efeito PIB, quer através do efeito défice. Mas o período de vigência do euro, marcado por baixas taxas de crescimento e pelas recessões de 2003, 2009 e 2011, é o exemplo mais claro desta dinâmica.

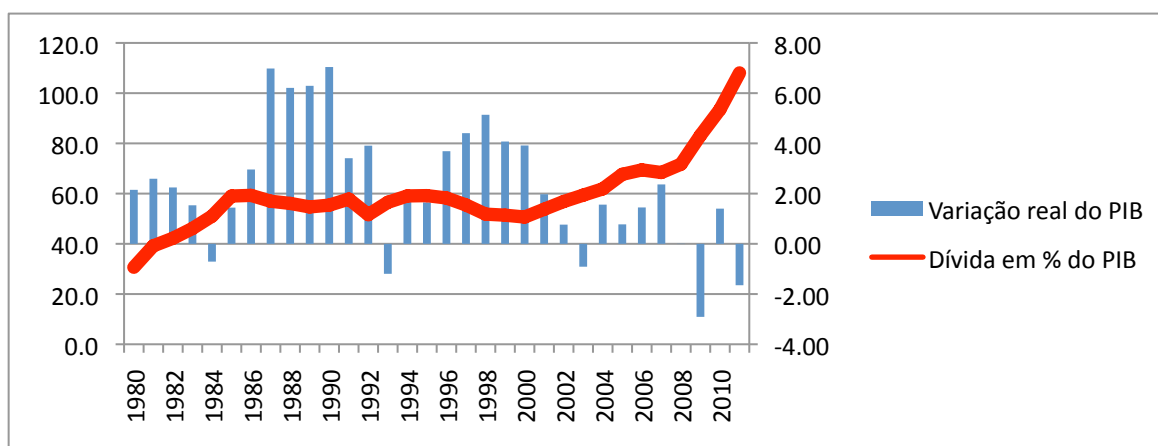


Gráfico 4.2: Dívida em % do PIB e Taxa de Crescimento Real Anual do PIB. Fontes: AMECO e Banco de Portugal

É possível delimitar a história económica do pós-25 de Abril em 5 grandes períodos (ver quadro 1): o período que se seguiu ao 25 de Abril, tal como o longo período entre 1986 e 2000 (embora com variações), combinaram défices elevados com taxas de crescimento do PIB também elevadas e corresponderam a períodos de estabilização da dívida pública em Portugal.

Pelo contrário, entre 1981 e 1985 verificaram-se défices elevados acompanhados por estagnação económica, em particular nos anos de intervenção do FMI (83-85), com recessão em 84. Finalmente, o período que se seguiu à entrada no euro ficou caracterizado pelos níveis mais baixos do défice, facto que não impediu o aumento da dívida em percentagem do PIB, por força das baixíssimas taxas de crescimento económico. Esse período culmina na crise financeira, que abre um período de forte recessão económica que ainda estamos a viver.

Anos	Período	Défice Médio Anual (% do PIB)	Variação Média Anual da Dívida (% do PIB)	Crescimento Médio Real do PIB
1977-1981	Pós-25 de Abril	5,95	0,80	5,57
1981-1986	AD/Bloco Central	7,15	4,80	1,67
1986-2000	Estabilização	5,07	-0,62	4,07
2000-2008	Entrada no Euro	4,26	2,63	0,99
2008-	Crise Financeira	8,13	12,13	-1,07

Quadro 4.1: Cinco períodos na evolução da Dívida Pública Portuguesa. Fontes: AMECO, Banco de Portugal e cálculos da IAC

Na dinâmica da dívida em percentagem do PIB há, portanto, que ter em conta três dimensões fundamentais: o saldo orçamental (primário), o crescimento do PIB e as taxas de juro. No entanto, a evolução dos preços (taxa de inflação) também tem um impacto na dinâmica da dívida. A inflação influencia o crescimento nominal do PIB e desvaloriza o *stock* da dívida denominada na moeda nacional, atenuando os efeitos dos juros, embora possa ter consequências negativas nas condições de financiamento.

Além destes fatores que influenciam a dinâmica da dívida em percentagem do PIB, há variações do montante da dívida que não decorrem diretamente do défice orçamental (ver caixa 4.1). O gráfico 4.3 ilustra essas variações e os correspondentes ajustamentos.

Essas variações podem decorrer de mudanças no valor de ativos do estado, alterações no perímetro de consolidação orçamental, receitas de privatizações (ver anos 96-98), operações com a banca, etc.

Em 2010 e particularmente em 2011, os ajustamentos entre déficit e variação da dívida foram consideráveis. Em 2011 o grande ajustamento corresponde a uma parcela não utilizada do empréstimo da troika (10,2 mil milhões) e à parte ainda não regularizada dos fundos de pensões transferidos para a segurança social (2,7 mil milhões). Contribuem para este ajustamento o registo da contribuição do estado português para o empréstimo à Grécia e Irlanda (900 milhões) e o pagamento antecipado de parte do empréstimo do FEEF (900 milhões).

A questão das alterações ao perímetro orçamental também é particularmente relevante. De acordo com o Eurostat, as “responsabilidades contingentes” do estado português que se situam fora do perímetro de consolidação orçamental ascenderam em 2011 a 16 mil milhões de euros. No entanto, segundo o documento do FMI sobre a terceira revisão do acordo com a troika, essas responsabilidades poderão atingir os 25 mil milhões de euros, entre garantias a instituições financeiras, empresas públicas fora do perímetro de consolidação e parcerias público-privado.

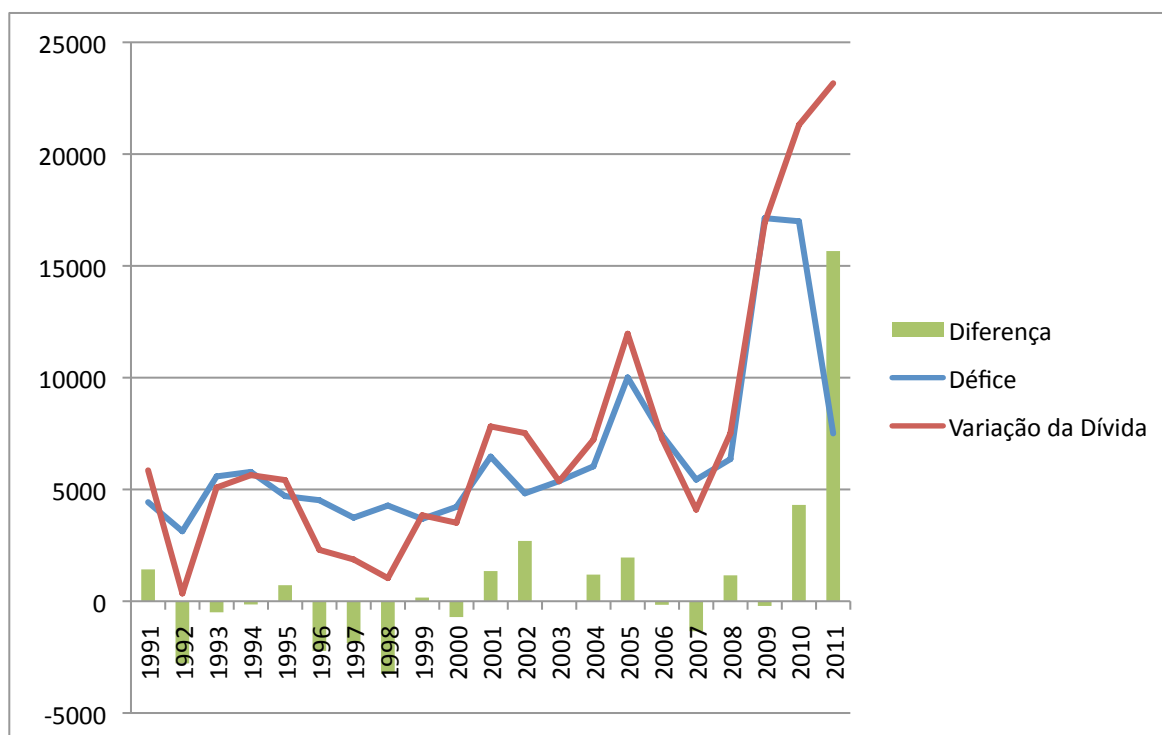


Gráfico 4.3: Ajustamento entre déficit e variação da dívida (1991-2011). Fonte: Banco de Portugal

Caixa 4.1: Ajustamento défice / dívida

Para efeitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento e de contabilidade europeia, o défice das administrações públicas é reportado em valores nominais e reflete a ótica da Contabilidade Nacional, tal como a dívida pública.

O défice das administrações públicas não corresponde, de modo geral, à variação da dívida pública nesse período. A diferença entre a variação da dívida pública e o valor do défice é designada por ajustamento défice-dívida (ADD).

Se o ADD for superior a zero, então a dívida pública está a aumentar mais que o défice. Se for inferior a zero, é o défice que está a crescer a um ritmo superior ao da dívida.

Há vários fatores que podem contribuir para valores do ADD diferentes de zero:

- transações em ativos financeiros: a dívida pública é um conceito bruto. Diz respeito apenas aos passivos do sector institucional das administrações públicas, não sendo deduzidos os ativos do sector face ao resto da economia. Variações na posse destes ativos constituem fatores de divergência, por exemplo, quando se emite dívida para adquirir um ativo ou quando se utilizam ativos financeiros para financiar o défice ou amortizar dívida pública;
- transações em passivos não incluídos na dívida pública: a dívida exclui derivados financeiros e outros créditos (dívidas comerciais). Esta pode aumentar porque se realizam pagamentos relativos a estas categorias que já tinham sido contabilizados anteriormente no défice. Exemplo: quando o estado recorre a créditos comerciais para financiar a compra de bens e serviços não afeta a dívida. Quando emite dívida para liquidar os créditos comerciais registados em períodos anteriores aumenta a dívida sem impacto no défice;
- diferenças de valorização: variações de valor ou reclassificações com impacto ao nível da dívida, a não ser que sejam consideradas transações económicas, não contam para o défice.

4.2 DA DESPESA E RECEITA PÚBLICAS AO DÉFICE

Em finais da década de setenta, a despesa pública representava menos de 30 % do PIB. Ao longo da década de oitenta ultrapassou os 35 % e em 2010 os 50 %. Do fim da década de 1970 até hoje ocorreram três períodos em que o peso da despesa pública no PIB sofreu incrementos consideráveis: 1990-1993, 2003-2005 e 2009-2010. No mesmo período ocorreram três episódios importantes de redução do peso da despesa pública no PIB: 1994-1995, 2006-2007 e 2011-2012 (ver gráfico 4.4).

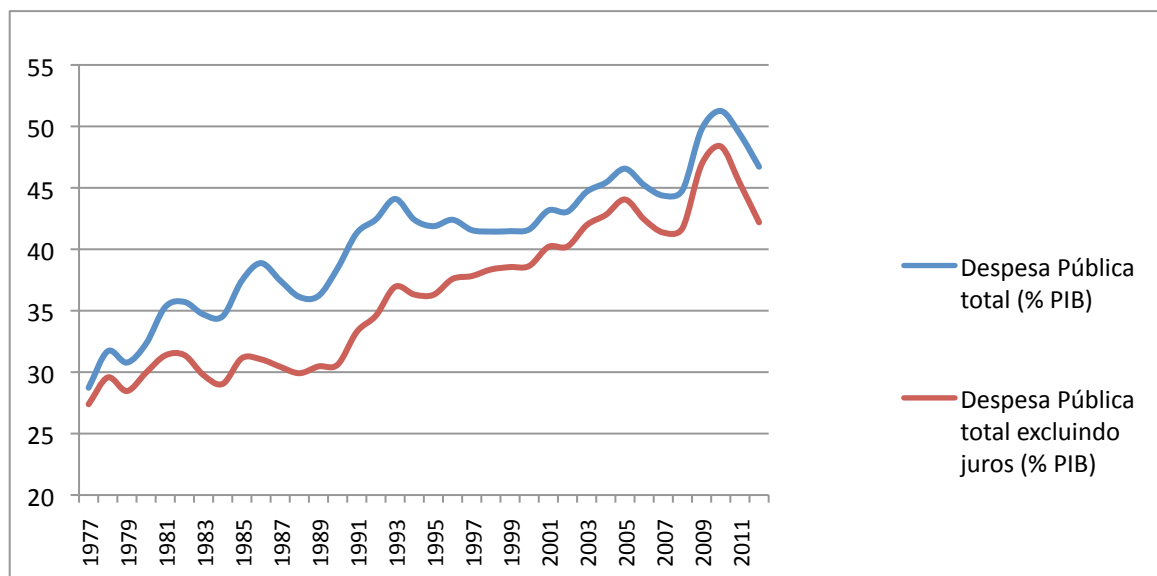


Gráfico 4.4: Despesa pública e despesa pública primária em percentagem do PIB. Fonte: AMECO, Eurostat

As flutuações positivas da despesa pública tendem a estar relacionadas com os ciclos económicos. Entre 1990 e 1993, entre 2003 e 2005 e em 2009 e 2010 verificou-se uma queda da taxa de crescimento do PIB. Em contextos recessivos, a despesa pública tende a aumentar em consequência de maiores despesas com prestações sociais ou de políticas de relançamento da atividade económica dos governos.

Nos períodos de crescimento, sendo embora mais fácil reduzir a despesa pública, nem sempre isso acontece. Na realidade, entre o final dos anos 1970 e a atualidade verificaram-se apenas dois períodos de crescimento: 1986-1990 e 1996-2000. No primeiro destes períodos ocorreu um aumento da despesa, atribuível à evolução dos juros e no segundo verificou-se um aumento da despesa primária (com estabilidade da despesa total).

Se compararmos o caso português com outros países europeus verificamos que o peso da despesa pública no PIB em Portugal se situava, ainda na década de 1980, muito abaixo não só da média, como da generalidade dos países da União Europeia. Na realidade, o aumento de 30 % para 50 % do peso da despesa pública no PIB corresponde a um processo de convergência que terminou em meados da década de 2000 (ver gráfico 4.5).

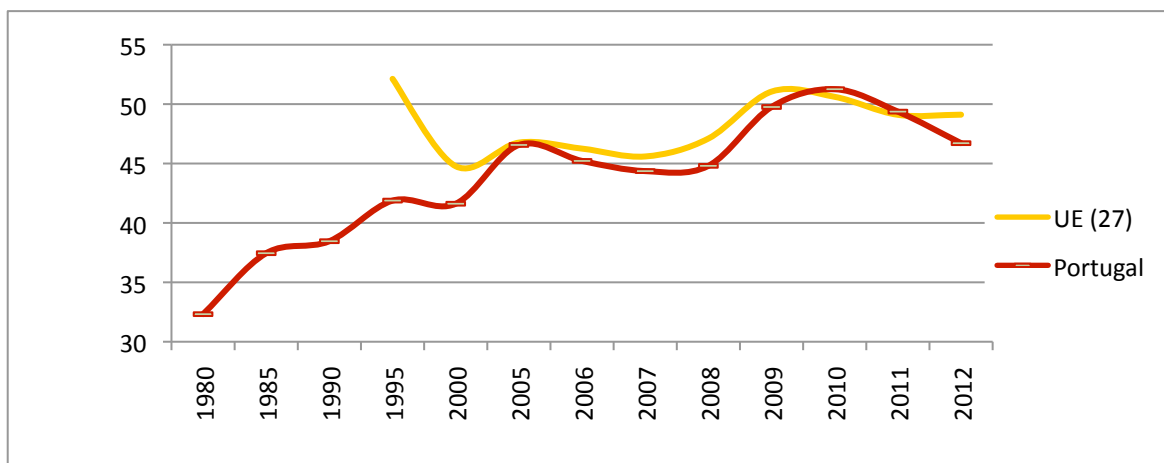


Gráfico 4.5: Despesa Pública total em % do PIB Fonte: AMECO, Eurostat

Este aumento do peso da despesa pública decorre da democratização do acesso a cuidados de saúde e à educação e ao alargamento da segurança social resultante da revolução democrática de 1974 e do alargamento da provisão pública nestes domínios.

A análise da despesa pública em termos do sector ou da atividade onde as despesas são concretizadas (em estrutura), mostra que também deste ponto de vista Portugal não diverge da média da UE. Quer no conjunto da UE, quer em Portugal, as despesas de proteção social (segurança social) representam a função mais importante do Estado, seguidas das respeitantes à saúde, aos serviços gerais da administração pública e à educação (ver gráfico 4.6).

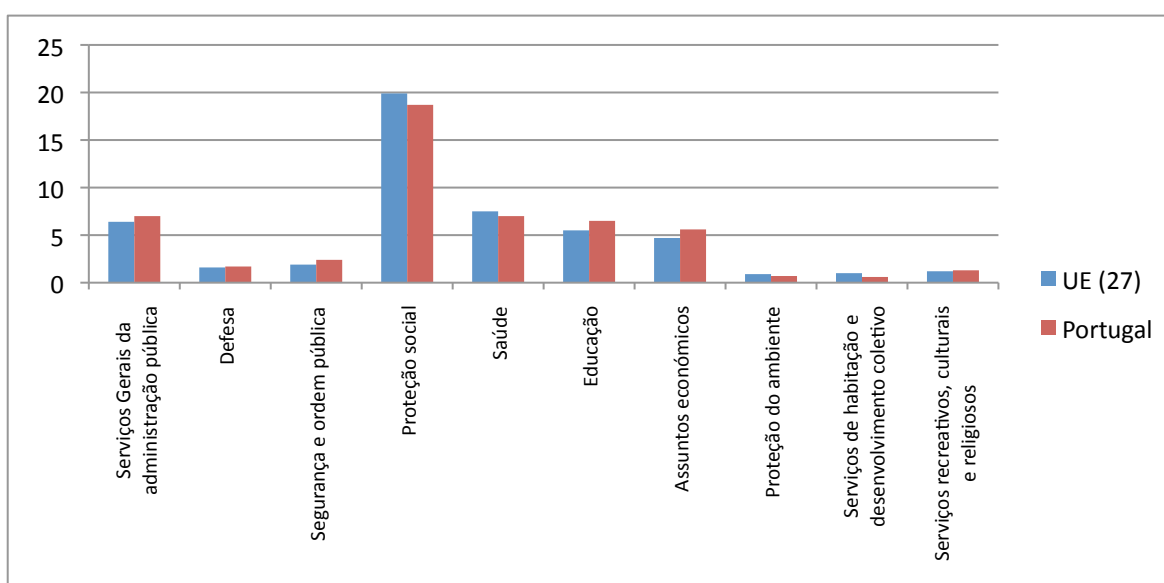


Gráfico 4.6: Despesa pública por função, 2010 (% PIB). Fonte: AMECO, Eurostat

Segundo a OCDE, Portugal gastava na década de 1980 pouco mais de 5 % do PIB em despesas com saúde. A grande expansão ocorreu na década seguinte: os 5,7 % em 1990 passaram a 9,3 % no ano 2000 (ultrapassando a média europeia que foi 8,6 % nesse ano). No resto da década, Portugal convergiu com o resto da Europa. Em 2010 era o sexto país da UE com mais despesas totais em saúde no PIB: 10,7 % contra uma média da UE de 9,0 %. Ao mesmo tempo, o nosso foi, de entre 33 países da OCDE, o quarto com menor taxa de crescimento das despesas em saúde: 1,7 % de taxa média de crescimento anual de despesas per capita em saúde em termos reais.

No caso da educação, Portugal gasta mais em educação que a média da OCDE: 31,4 % versus 28,5 %. Ainda assim, este montante é inferior ao de alguns países de referência: EUA (35,1 %), Suíça (32,9 %), Dinamarca (32,7 %), Áustria (31,6 %). Ao nível agregado, comparando com as despesas reais no ano 2000, o nosso país cresceu abaixo da média: em 2009 os gastos em Portugal tinham subido 11,9 %, face ao valor de 30,9 % na OCDE.

Finalmente, no que toca à despesa com proteção social, os dados do Eurostat mostram que Portugal permanece sempre abaixo da média do grupo de países de referência. Este rácio não subiu até 1999, data da adesão ao euro.

Quanto às principais rubricas da despesa destacam-se as despesas com pessoal, as contribuições e prestações sociais e os juros da dívida pública, bem como a formação bruta de capital fixo ou o investimento público.

A partir do final da década de noventa, o investimento público em virtude da tentativa de cumprimento dos critérios de convergência nominal na base da criação do euro iniciou uma trajetória de decréscimo muito acentuada. A trajetória de declínio do investimento público foi apenas brevemente interrompida em 2009 e 2010 com a resposta do governo português à crise, caindo bruscamente nos anos seguintes para valores inferiores à média da UE.

As despesas com pessoal em percentagem do PIB, embora decrescentes, foram até 2012 superiores à média da UE. Em 2012, espera-se que diminuam para apenas 9,8 % do PIB enquanto no conjunto da UE representam 10,7 % do PIB (Fonte: Eurostat).

Segundo a OCDE, a maioria dos países da organização têm procurado comprimir as suas despesas de funcionamento, tentando fazer poupanças na massa salarial através de despedimentos e de diminuição das compensações do trabalho. Uma vez que nos países da OCDE cerca de 15 % da força de trabalho está empregue no estado e os custos com trabalhadores representam 23 % das despesas públicas, esses cortes terão tido

repercussões significativas. Nos casos irlandês, português e húngaro a redução das remunerações terá correspondido a uma redução do PIB entre 0,6 % e 0,8 %.

Pelo contrário, em Portugal, as despesas com benefícios sociais em percentagem do PIB foram sempre inferiores ao conjunto da UE. A evolução desta componente foi, no entanto, até 2010, no sentido da convergência com a média europeia. A partir de 2010, com a aplicação das medidas de austeridade, a convergência foi interrompida. Os benefícios sociais, que representaram 29,1 % do PIB em 2010, caíram para 28,4 % e 27,6 % em 2011 e 2012 respetivamente (Fonte: Eurostat).

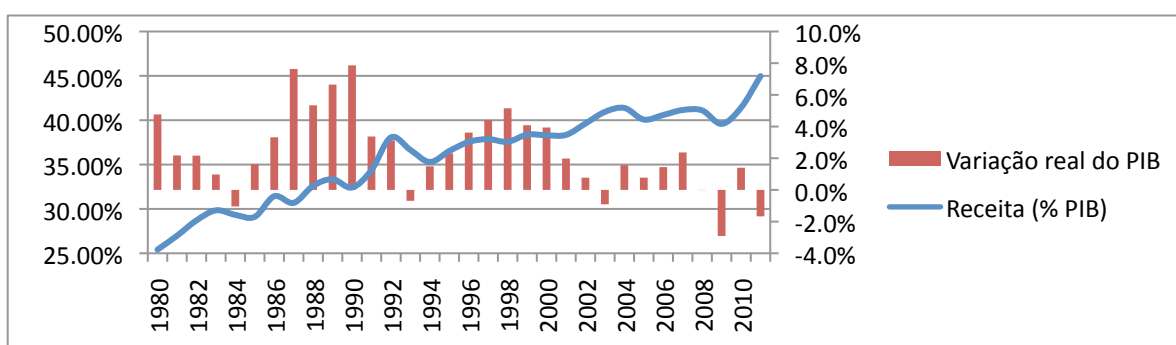


Gráfico 4.7: Variação real do PIB e receita em % do PIB. Fonte AMECO

A evolução da receita pública entre os finais da década de 1970 e a atualidade acompanhou de perto a da despesa. De cerca de 25 % em 1977 a receita pública chegou em 2012 aos 45 % do PIB. As flutuações da receita no curto prazo estão relacionadas com o crescimento económico de forma inversa às da despesa. Em períodos de recessão as receitas fiscais tendem a cair em consequência da diminuição do rendimento disponível das famílias e das vendas das empresas, e em períodos de expansão tendem a aumentar. O gráfico 4.8 mostra que esta relação se verifica claramente em dois períodos recessivos 1983-1984 e 1993-1994. No entanto, ao longo da atual crise, podem observar-se claramente dois regimes distintos: entre 2008 e 2009 a receita diminui claramente em consequência da recessão; de 2010 em diante a receita aumenta apesar do contexto recessivo.

O período que estamos a viver em particular desde 2010 (momento em que a austeridade se instalou com o primeiro PEC) destaca-se em três décadas por uma combinação sem precedentes, na sua dimensão, de austeridade com recessão. Com a austeridade pretende-se reduzir a despesa pública e aumentar a receita para diminuir o défice e dessa forma sustentar o crescimento da dívida. O resultado está longe do objetivo pretendido.

A austeridade agrava a recessão, a despesa pública não diminui tanto quanto o desejado, a coleta fiscal cai e a receita só aumenta à custa de medidas extraordinárias. Como se pode ver no gráfico 4.8, a partir de abril de 2011 as receitas correntes do estado (sobretudo de impostos diretos e indiretos) passaram a crescer a taxas cada vez menores. Em 2012 estas taxas tornaram-se negativas. Por outro lado, as despesas correntes (pessoal, aquisição de bens e serviços, juros, subsídios, transferências e outras), que haviam diminuído a partir do início de 2011, praticamente estagnaram em 2012. As receitas e as despesas da segurança social também evoluíram de forma desfavorável.

A diminuição das receitas correntes do estado e da segurança social é um resultado direto da recessão e do desemprego. Nestas circunstâncias, apesar de todos os esforços e aumentos das taxas de imposto, o estado não consegue manter o nível da coleta fiscal e as receitas regredem. Apesar do controlo da despesa corrente, a quebra da receita não permite a redução do défice do orçamento e a dívida pública continua a crescer.

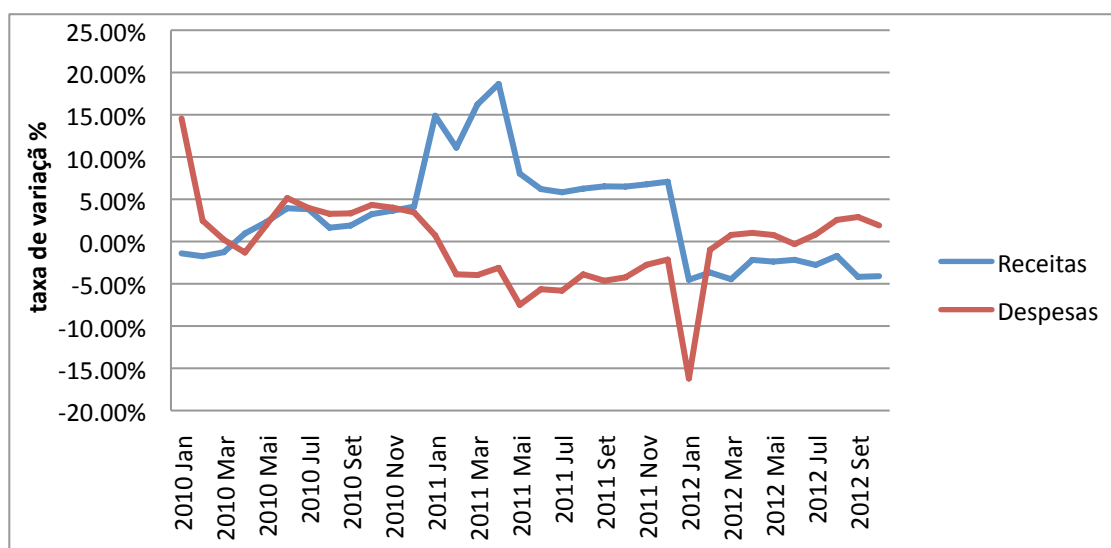


Gráfico 4.8: Receitas e despesas correntes do Estado, taxa de variação relativamente ao mesmo período do ano anterior. Fonte: Banco de Portugal.

4.3 A EROSÃO DA BASE FISCAL COMO FONTE DE ENDIVIDAMENTO

Portugal é, como se sabe, um Estado fiscal cuja solidez financeira assenta sobretudo na arrecadação de impostos diretos e indiretos, prevalecendo estes últimos na sua estrutura fiscal.

A existência de défices num Estado fiscal significa normalmente que a cobrança de impostos não acompanhou, durante um certo período, a produção de despesas. Tal facto

tanto pode resultar de despesas excessivas (em particular, não reprodutíveis, em bens não transacionáveis) como de receitas insuficientes.

Ora se quanto à dívida pode e deve discutir-se a questão da sua legitimidade, quanto às receitas fiscais deve também analisar-se quais os fatores que, estando na base da insuficiência de arrecadação de impostos, podem conduzir a défices e dívidas excessivos e que podem ter contribuído para o aprofundamento da crise económica e financeira que atinge, desde 2007, a maioria dos países europeus.

De facto, sabe-se que a fiscalidade não foi o principal fator na base desta crise. Mas vários estudos de organizações internacionais (OCDE, FMI) mostram que ajudou a potenciá-la, para tal contribuindo várias políticas fiscais ou económicas (ou, o que é o mesmo, a sua ausência). Sem pretendermos ser exaustivos, lembremos alguns fatores que têm tido expressão entre nós. Concentramos tais fatores em cinco planos distintos: o contexto internacional; o plano orçamental e das políticas públicas; o plano legislativo; o plano administrativo; o plano do comportamento dos contribuintes.

4.3.1 Contexto internacional

1.º A concorrência fiscal predatória

Um primeiro fator situado sobretudo no plano europeu (e internacional), prende-se com o *exacerbar da concorrência fiscal*, uma forma de concorrência entre Estados para atrair capitais e investimento estrangeiro.

A deficiente coordenação fiscal europeia (e a quase inexistente coordenação fiscal internacional) bem como a embrionária harmonização fiscal no plano da tributação direta das empresas e das taxas em sede de IVA, leva a uma erosão das bases tributárias dos Estados que se lançam, de forma ofensiva, defensiva ou por imitação, numa corrida no sentido da menor tributação das empresas e do capital, tentando, a todo o custo atrair empresas, capitais (bem como reformados e artistas não residentes com altos rendimentos, etc.) ou evitar o êxodo dos que se encontrem no seu território. Em última instância, os verdadeiros beneficiários desta política são as empresas transnacionais que pressionam os Estados para adotarem sistemas fiscais benéficos ao capital para conseguirem diminuir a tributação sobre os seus lucros.

A superação da concorrência fiscal, pelo menos da predatória, implica uma muito maior coordenação entre os estados membros da União Europeia e uma política de harmonização fiscal mais avançada que é, no entanto, rejeitada por alguns destes estados (como, por exemplo, o Luxemburgo, a Holanda ou o Reino Unido e seus territórios dependentes) que vivem em larga medida do ataque às receitas fiscais dos vizinhos.

2.º O falhanço da luta contra os paraísos fiscais

Acresce o falhanço da luta contra os paraísos fiscais levada a cabo pelo Fórum da OCDE e, de forma menos empenhada, pela União Europeia. Em particular, a OCDE procurou, numa primeira fase, definir o conceito de paraíso fiscal e proceder à elaboração de uma lista negra destes paraísos, convidando os Estados (não apenas os que integram a organização) a adotarem medidas contra a sua proliferação. Este objetivo foi posto em causa pela administração Bush que, na prática, se fez porta-voz dos paraísos fiscais, conseguindo reduzir ao mínimo tal lista (no final apenas dela constariam três paraísos não colaborantes) e tornando largamente inócuas as medidas de controlo e retaliação.

O eclodir da crise voltou a pôr na agenda política o tema, mas até hoje com resultados práticos insignificantes. Basta recordar que os grandes paraísos fiscais são a City de Londres, a Suíça, o Luxemburgo, muitos territórios dependentes do Reino Unido e da Holanda, Singapura, Hong-Kong ou alguns estados dos EUA (ex: Delaware) para se perceber que muito dificilmente tal combate terá êxito, sem grande pressão dos cidadãos no plano mundial. Acresce que os paraísos fiscais não existem apenas por razões fiscais, mas por motivos muito mais poderosos (pagamentos de atos de espionagem, contrabando de armas, tráfegos de droga, etc.). Este falhanço permite que continuem a existir importantes fontes de fraude e evasão fiscais bem como a possibilidade de um planeamento abusivo por parte de empresas em particular das grandes empresas transnacionais.

4.3.2 Contexto orçamental e das políticas públicas

1. Previsões otimistas de receitas, por vezes deliberadamente otimistas.

Não há métodos científicos seguros capazes de fornecerem uma previsão infalível das receitas a cobrar. Múltiplos são os factores que podem conduzir a uma quebra de receitas fiscais. A mais importante será uma quebra *não previsível* de actividade económica, com a consequente redução de lucros, salários e transações, que tem óbvios reflexos negativos na arrecadação de IRC, de IRS, de IVA, de Imposto de Selo e dos impostos especiais de consumo. Muitas vezes, porém, como ocorreu em 2012 em relação às receitas do IVA, a quebra do poder de compra dos contribuintes era previsível, mas foi desconsiderada pelo poder político. Muitos haviam alertado para o facto das receitas arrecadadas no final do ano não virem a corresponder à previsão orçamental. Na base da surdez do poder político estava um de dois possíveis factores: ou uma enorme fé ideológica em modelos económicos desligados da realidade ou um empolamento fictício na previsão das receitas, por incompetência, por incapacidade de previsão dos efeitos recessivos das medidas económicas entretanto adotadas ou por deliberado logro.

Empolar ficticiamente receitas significa empolar realmente despesas, tudo se passando como se se fixasse primeiro o nível de despesa a atingir e depois se inscrevesse no Orçamento o nível de receitas necessário para se cobrir a despesa prevista.

2. Inexistência de política económica

Num ambiente de crise, a existência de políticas públicas que contrariem o ambiente depressivo ou recessivo e favoreçam o desenvolvimento económico tem-se mostrado, ao longo da história, decisiva em diversos planos. No que aqui importa sublinhar, ela é também crucial para evitar quebras das receitas tributárias.

Uma crença inabalável nos mecanismos de mercado leva a desconsiderar tais políticas. A política económica reduz-se hoje à edição de uma nova lei de concorrência (sem impacto de maior), a privatizações (que, em regra, reduzem receita fiscal futura) e a esperar que da política de empobrecimento (baixos salários, baixos direitos, que causam dano na arrecadação) surja a renovação económica, qual Fénix renascida.

4.3.3 No plano legislativo

1. Benefícios fiscais transformados em privilégios fiscais

A erosão (não justificada) de receitas pode ser provocada pela consagração no desenho de alguns impostos, de verdadeiros *privilégios fiscais* (paraísos fiscais internos) que constituem desvios a um princípio de igualdade de tributação dificilmente justificáveis. É, por exemplo, o caso do IRS onde a existência de taxas liberatórias, aplicáveis nomeadamente a rendimentos de capital e a mais-valias põe em causa, não só um princípio de igualdade de tributação como ainda, em termos materiais, o princípio de unicidade do imposto estabelecidos na Constituição. O não englobamento destes rendimentos justificado pela necessidade de atração de capitais representa uma pesada despesa fiscal. A ausência de uma rigorosa avaliação pública no sentido de se saber se tal despesa foi decisiva para a concretização dos objetivos que visava faz desconfiar que, na maioria dos casos, ela seja de difícil justificação. Note-se, aliás, que mesmo em situação de crise estes rendimentos mostram a sua natureza de privilégio, ao ficarem de fora da aplicação da chamada “sobretaxa” extraordinária do IRS.

Noutros casos, a erosão é provocada por benefícios que se traduzem em *reduções de taxas*, deduções à colecta, amortizações aceleradas, etc. Estes benefícios, quando respeitantes direta ou indiretamente a empresas, podem configurar auxílios de Estado, atribuídos pelas mais diversas razões, nem sempre as mais louváveis, como a ação de grupos de pressão.

Existem múltiplos casos de despesa fiscal injustificada ou de difícil justificação, alguns dos quais a literatura considera terem sido amigos da crise. É o caso dos benefícios fiscais a produtos financeiros, em particular aos produtos derivados, que implicam uma real despesa fiscal, pois a sua inexistência provocaria acréscimo de receita.

2. Políticas fiscais erradas

A erosão fiscal pode ainda decorrer de *políticas fiscais injustificadas ou erradas*. Um bom exemplo é o que aconteceu com a abolição do imposto sobre as sucessões e doações, um imposto existente na grande maioria das democracias, incluindo nos EUA, que visa criar condições para uma melhor igualdade de oportunidades. A sua extinção, em nome de um preconceito ideológico (o imposto da morte), em vez da sua radical reformulação, mostra bem como quem dela muito beneficiou (as grandes fortunas) foi capaz de convencer aqueles que, em bom rigor, pouco ou nada beneficiaram com a medida.

Outro exemplo é o afastamento entre as taxas legais de tributação em sede de IRS e de IRC que são um convite ao planeamento fiscal, ou seja, a que os empresários e profissionais liberais passem a ser tributados também por IRC, aproveitando o melhor dos dois mundos.

Um outro exemplo ainda é a persistência, sem alterações, do regime da isenção dos pequenos contribuintes (artigo 53.º do Código do IVA) e de tributação dos retalhistas que, na prática levam a que quase metade dos sujeitos passivos de IVA esteja isenta. Esta é uma das fontes de alimentação do mercado paralelo e mesmo de favorecimento da fraude carrossel, um tipo de fraude que, como as instituições europeias reconhecem, causa grandes rombos nas receitas do IVA, por poder implicar não apenas ausência de tributação mas também reembolsos indevidos.

4.3.4 No plano administrativo

1. Organização administrativa

Num Estado de direito, o poder tributário é limitado pelo princípio da legalidade em sentido formal e material. A política tributária tem expressão na lei e concretização numa boa Administração. Este é um fator decisivo de confiança dos contribuintes (isto é, dos produtores, dos investidores, dos empresários, dos trabalhadores, dos consumidores) no sistema fiscal.

Dois anos depois de criada, em vez de ter sido objeto de modificações e aprofundamentos, foi extinta prematuramente a Administração Geral Tributária (AGT). O programa da troika veio reabilitar, em outros moldes, a AGT (hoje chamada de Autoridade Tributária e Aduaneira, nome pouco feliz) mostrando que, em matéria de organização e

eficiência, se perdeu uma década. Durante este tempo, a relação entre Alfândegas e DGCI ficou aquém do possível e, mais grave ainda, a relação entre estas duas direções-gerais e a DGITA que geria os sistemas e tecnologias de informação fiscal. O mesmo acontece com o investimento na formação profissional que se afastou do modelo previsto na AGT, sem que daí adviessem ganhos de causa.

2. Fiscalização e prevenção

A percepção do risco de fiscalização influi igualmente no montante das receitas arrecadadas.

O acompanhamento interno das grandes empresas, sendo um passo importante, é insuficiente como forma de evitar as tentações. Importante, porém, é que a fiscalização seja efetuada por quadros preparados, que sejam fixadas metas de arrecadação exequíveis e que a acção da fiscalização se efectue dentro dos parâmetros legais, sob pena de poder produzir efeitos perversos. É ainda relativamente reduzido o reflexo das receitas em falta detetadas pela fiscalização e a cobrança efetiva das receitas daí derivadas. Como é também elevada a percentagem de processos que, por deficiente instrução ou fundamentação, a Autoridade Tributária perde em Tribunal. A isto acresce o número elevado de liquidações caducadas e de processos prescritos. A tónica na prevenção e na educação fiscal é baixa. Predominam as medidas de tipo repressivo. Mesmo neste campo, houve sinais errados à indústria da fraude que foram transmitidos aos contribuintes. É o caso da abolição da Unidade de Combate à Fraude Fiscal e Aduaneira (UCLEFA) e do fim da Guarda-fiscal.

4.3.5 No plano do comportamento dos contribuintes

Há uma outra fonte de escassez de receitas cujo impacto é, no entanto, mais difícil de avaliar: ela decorre da quebra de confiança dos contribuintes no poder político, nas políticas financeiras, económicas e fiscais por este levadas a cabo e na Autoridade Tributária. Um dos fatores mais graves de ineficácia é o sentimento de que o sistema fiscal é injusto, que o dinheiro arrecadado é mal gasto, que a administração é prepotente. A falta de confiança dos contribuintes potencia a evasão e fraude fiscais e faz aumentar a litigiosidade e a ineficácia do sistema fiscal.

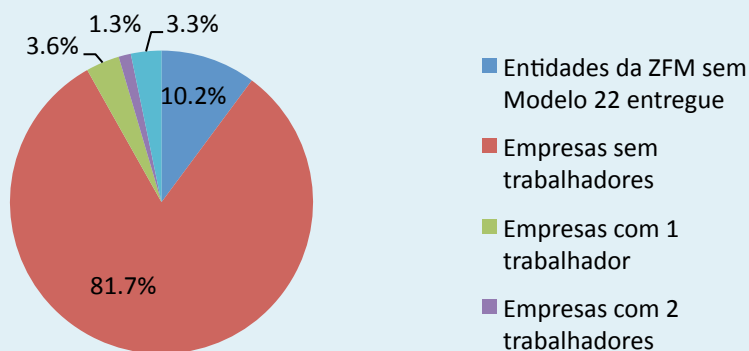
Uma das suas principais manifestações é o mercado paralelo ou informal, ou seja, a economia não declarada, cuja dimensão é estimada, de acordo com vários estudos publicados, entre 18% e 24% do PIB, tendendo a crescer em conjuntura de crise. A sua inserção no sistema provocaria um importante acréscimo (direto e indireto) de receitas

fiscais que poderia servir não só para aliviar o défice como ainda para reduzir a carga fiscal suportada pelos restantes contribuintes.

Caixa 4.2: Off-shore da Madeira

O *Off-shore* da Madeira foi criado com o argumento de que serviria para atrair investimento estrangeiro, atrair receita fiscal e criar emprego. Na realidade, o investimento atraído é de duvidosa utilidade para a nossa economia, o emprego criado insignificante e a receita fiscal, na realidade, é despesa.

Os dados mais recentes sobre o offshore da Madeira correspondem a 2009 e dão conta da existência de 2678 empresas, das quais mais de 90% não emprega qualquer trabalhador ou não entrega o modelo 22 (ver Gráfico). No total, estavam empregados no offshore da Madeira 1677 trabalhadores. A Autoridade Tributária calcula que a Receita Fiscal em sede de IRS é de 2.964€ por trabalhador e a despesa fiscal é de 650.089€ por trabalhador.



A despesa fiscal total da Zona Franca da Madeira foi em 2009 de 1.090 milhões de euros, o que corresponde a 0,65% do PIB e 3% da Receita Fiscal. Para além dos 5 milhões cobrados em sede de IRS, foram cobrados 22 milhões em sede de IVA a 2090 empresas e 6 milhões de IRC a 51 empresas, sobre resultados líquidos de 3.757, o que corresponde a uma taxa efectiva de 0,16%. No total, a receita fiscal arrecadada na Zona Franca da Madeira é de 33 milhões, 33 vezes inferior à despesa fiscal associada. Para além da ZFM, foram transferidos 783 milhões de euros para *off-shores* em todo o mundo.

Muitas das entidades sediadas na ZFM e noutros *off-shores* são criadas por empresas que operam em Portugal com o objectivo de evitar a legislação fiscal portuguesa. Por essa razão, a DGCI chegou a propor a introdução na lei do conceito de direcção efectiva em território nacional, de forma a evitar este procedimento.

Excluindo o *off-shore* da Madeira, a despesa fiscal com empresas ascendeu a 415 milhões de euros, atribuídos a cerca de 14000 empresas. No entanto, mesmo entre as empresas que receberam benefícios, a distribuição é extremamente desigual. 100 empresas receberam 50% do montante total de benefícios e deduções fiscais, das quais 10 receberam 26%.

5. OUTRAS FONTES DE DÍVIDA

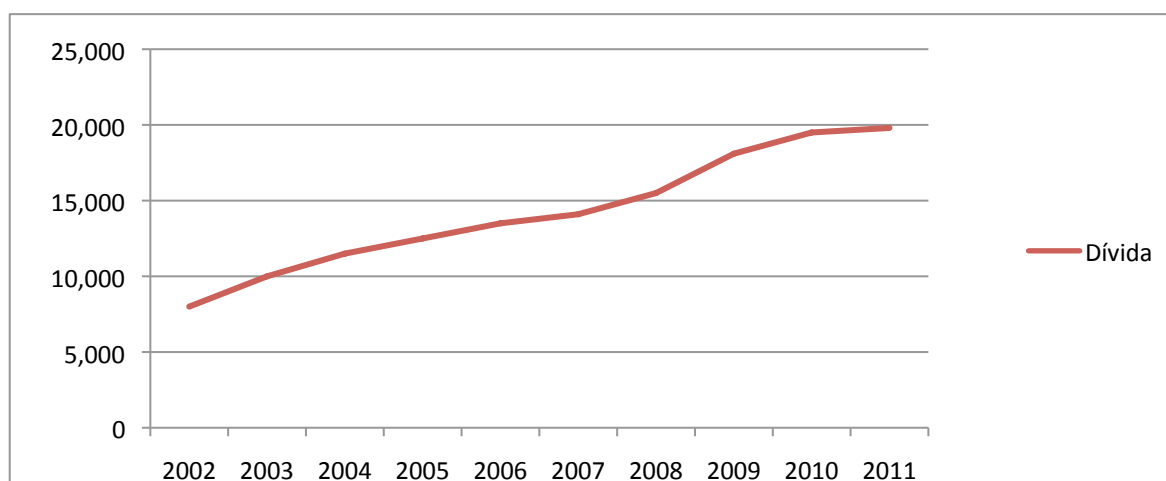
O ESTADO (TRANSPORTES)

O setor dos transportes públicos é muitas vezes apontado como um exemplo da pouca eficiência da gestão do Estado na Economia. As propostas políticas apresentadas para a reestruturação das empresas públicas de transportes vão no sentido da concessão, da exploração e da privatização.

As empresas de transportes públicos que iremos analisar são a Carris, a STCP, o Metropolitano de Lisboa, o Metropolitano do Porto, a Transtejo / Soflusa¹⁴, a REFER e a CP – Comboios de Portugal. O período em análise foi a última década, entre 2002 e 2011. Todos os dados utilizados nesta análise são oficiais – não existem ainda os de 2012 - e constam maioritariamente dos documentos que solicitámos diretamente às empresas analisadas, nomeadamente os relatórios e contas dos diferentes exercícios.

5.1.1 Quanto devem as empresas de transportes públicos?

As sete empresas aqui analisadas tinham, no final de 2011, uma dívida de 20.507,9 milhões de euros, o equivalente a cerca de 12% do PIB ou à construção de seis novos aeroportos em Alcochete. A dívida tem aumentado de forma exponencial nos últimos dez anos: cresceu a um ritmo anual de 1,4 mil milhões de euros.



Quadro 5.1: Crescimento da dívida das empresas públicas do sector dos transportes 2002-2011

¹⁴ A Transtejo e a Soflusa estão em processo de fusão. Contudo, a integração contabilística está fechada há vários anos. Com base nos dados da análise económica e financeira das empresas, iremos considerar a empresa Transtejo / Soflusa como uma só.

5.1.2 Porque devem as empresas de transportes públicos?

Conseguimos identificar as seguintes causas principais para o aumento constante do endividamento destas empresas: Encargos financeiros. O pagamento de juros da dívida é o principal fator para o seu aumento do endividamento.

Dívida 2002	7.981,1
Dívida 2011	20.507,9
Aumento da dívida 2002-2011	12.526,8
Encargos financeiros 2002-2011	4.490,4
Peso dos encargos financeiros face aos prejuízos	35,85%

Quadro 5.1: Peso dos encargos financeiros. Fonte: Cálculos IAC

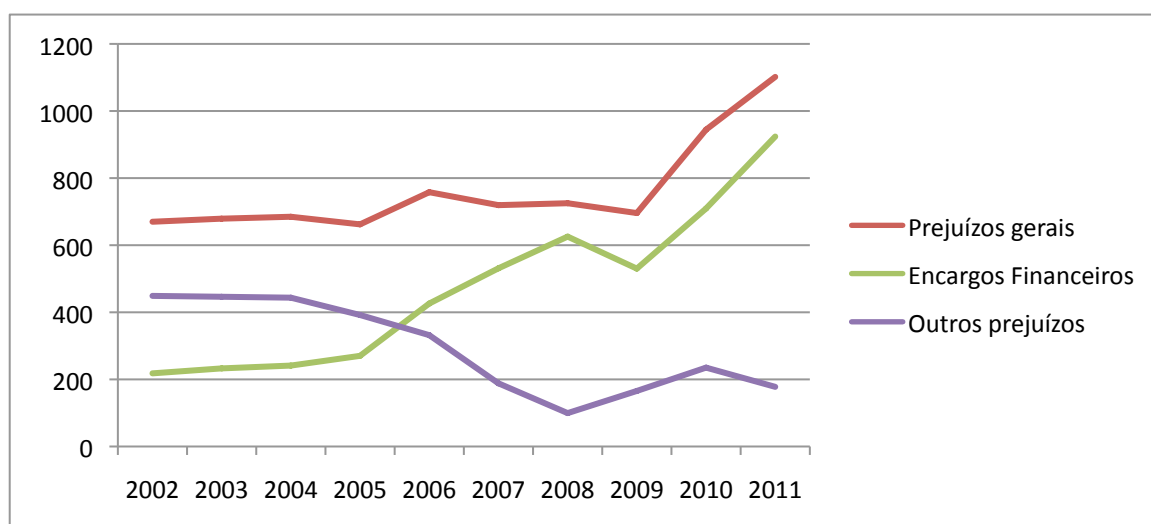


Gráfico 5.2: Evolução dos prejuízos das empresas públicas do sector dos transportes

Já em 2011, o último ano para o qual estão disponíveis dados oficiais, os juros da dívida foram equivalentes a 83,86% dos prejuízos das empresas de transportes públicos. Os restantes de 16,14% são atribuíveis aos resultados da atividade operacional das empresas.

O peso dos juros da dívida nas contas das empresas tem vindo a aumentar e assim continuará. Como vemos no gráfico seguinte, as empresas de transportes públicos têm vindo a cortar nos prejuízos operacionais de modo a acomodarem o crescimento dos gastos financeiros. Contudo, a pressão exercida pelos juros é de tal forma avassaladora que os prejuízos continuam a subir todos os anos. Desde 2006 que os encargos financeiros destas empresas ultrapassam o resultado negativo das restantes atividades.

Modelo de financiamento.

Este modelo, assente nas receitas de bilheteira e nas indemnizações compensatórias, peca por defeito, pois existem outras formas de financiamento utilizadas um pouco por todo o Mundo que não são utilizadas. Como podemos ver pela tabela abaixo indicada, a taxa de cobertura dos custos operacionais das empresas pelas receitas operacionais é bastante elevada. De acordo com um estudo sobre dez cidades europeias do tamanho de Lisboa, a média de cobertura dos custos pelos proveitos oscila entre os 30% e os 70%.

Cobertura dos custos operacionais pelos proveitos operacionais	2011
Metro do Porto	88,7%
STCP	70%
Carris	81,7%
CP	83%
Transtejo / Soflusa	46,3%
Metro de Lisboa	65,8%

Quadro 5.2: Cobertura dos custos operacionais. Fonte: relatórios de contas das empresas

O principal problema no modelo de financiamento português, em relação às restantes cidades europeias, é que não prevê um financiamento alternativo, deixando parte do défice por cobrir. Este défice operacional, que tem vindo a ser reduzido ao longo dos anos, apenas pode ser coberto com recurso ao endividamento, aumentando assim a pressão sobre as contas das empresas.

Falta de pagamento de investimentos. As empresas de transportes públicos têm sido utilizadas pelos sucessivos Governos como instrumentos de desorçamentação. No total, vemos que foram investidos pela REFER, Metro de Lisboa e Metro do Porto, empresas detentoras de infra-estruturas, 16.430,8 milhões de euros em infraestruturas de longa duração, dos quais apenas 5.573,7 milhões de euros foram cobertos pelo Estado, ficando a taxa de cobertura dos investimentos pelo Estado nos 35%. Ou seja, há 10.857,1 milhões de euros que acrescem ao passivo das empresas públicas de transportes que se devem à construção de infraestruturas a pedido do Estado, mas que não foram pagas pelo acionista Estado.

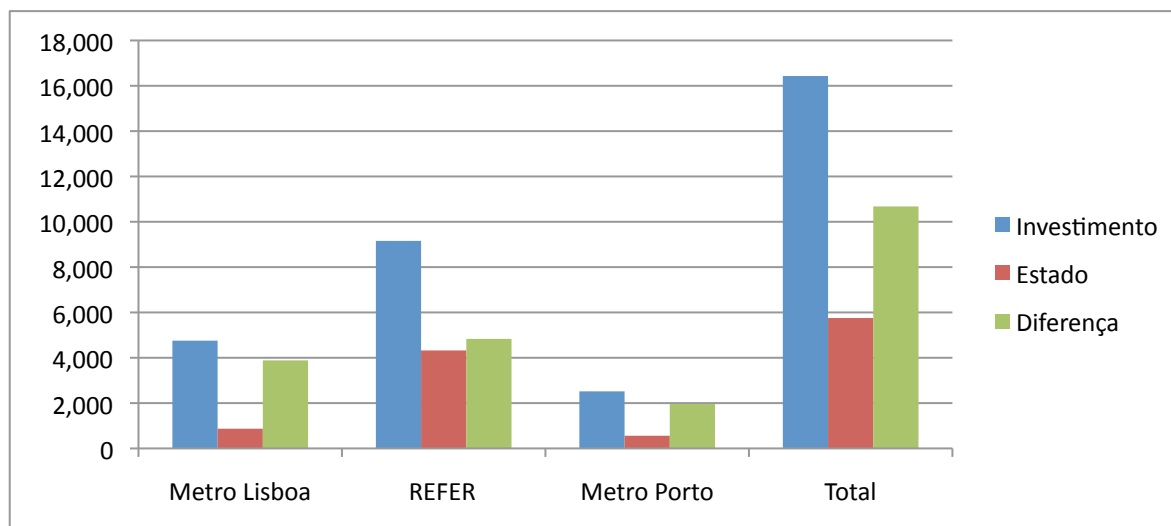


Gráfico 5.3: Investimento de Longa duração (ILD) das empresas públicas do sector dos transportes.
Fonte: relatórios de contas das empresas

5.1.3 A quem devem as empresas de transportes públicos?

Os relatórios e contas de três das empresas analisadas não identificam os seus credores. Entre essas empresas incluem-se a CP e a REFER, que em conjunto detêm metade da dívida das empresas de transportes públicos. Conseguimos no entanto identificar os credores de 6,4 mil milhões de euros, cerca de um terço da dívida total em análise.

Através da nossa análise, podemos chegar às seguintes conclusões sobre esta parcela da dívida: foram identificados 25 credores diferentes dos quais sete detêm 80% do valor; o Banco Europeu de Investimento, cujos acionistas são os 27 Estados-Membros da União Europeia, é o maior credor, com 1,8 mil milhões de euros emprestados; o Estado português é o segundo maior credor, com 1,1 mil milhões de euros; os cinco maiores credores privados, o Deutsche Bank (Alemanha), o BNP Paribas (França), o ABN Amro (Holanda), a JP Morgan (EUA) e Barclays (Reino Unido), são credores de 2,1 mil milhões de euros, isto é, 33,5% do total; a exposição dos bancos nacionais é extremamente reduzida, detendo 6% da dívida total.

Identificamos ainda os seguintes bancos que ganharam com a contratação de SWAP's (espécie de seguros de risco) pelas empresas de transportes públicos portuguesas após 2009: BNP Paribas, Citibank, Barclays, Credit Suisse, Société Générale, Merrill Lynch, JP Morgan, Caixa Geral de Depósitos, Deutsche Bank e Banco Espírito Santo Investimentos.

5.1.4 Impacto do pagamento “a todo o custo” nos serviços

Preços

Para tentar efetuar o pagamento integral da dívida das empresas de transportes públicos, o Governo estabeleceu uma estratégia baseada no equilíbrio operacional das empresas, através da redução de custos e do aumento das receitas. A única forma das empresas em análise aumentarem as suas receitas de forma imediata é através do aumento das tarifas praticadas. Os aumentos efetuados basearam-se nos argumentos de que as empresas estão em más condições financeiras devido aos baixos preços praticados e no alegado facto de que os preços não têm subido ao nível da inflação. Com este pretexto, os diferentes Governos aproveitam para aumentar sempre os preços dos transportes acima da inflação.

De acordo com os dados solicitados ao Instituto da Mobilidade e dos Transportes Terrestres, desde 2000 e até 2013, vemos que tais argumentos são falaciosos.

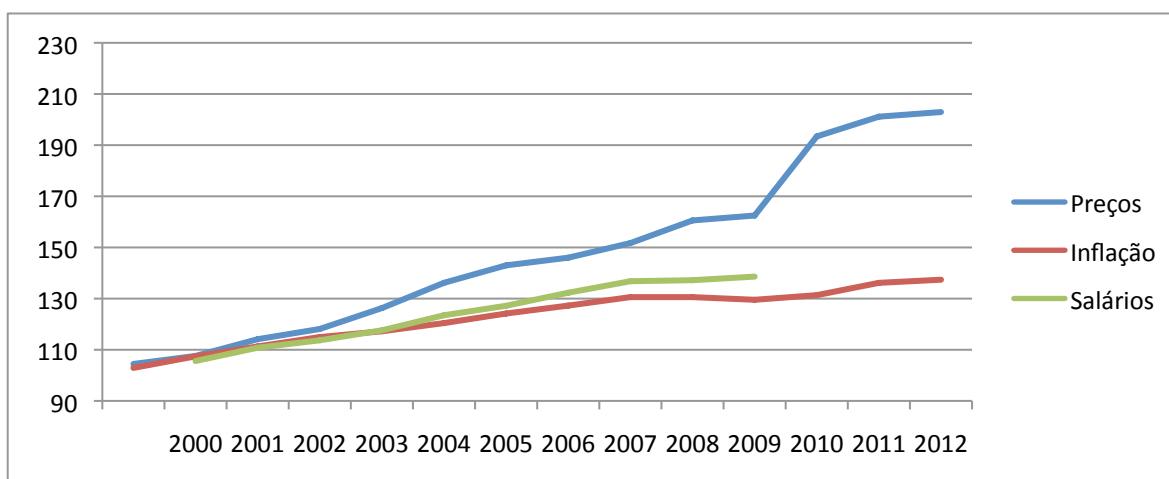


Gráfico 5.4: Evolução das tarifas, salários e inflação. Fonte: relatórios de contas das empresas. Valores em proporção dos registados no início do ano 2000. Considera-se um índices de base igual a 100 a 1/1/2000 para as três séries.

Trabalhadores

Uma das principais estratégias para baixar os custos das empresas utilizada ao longo dos anos é a redução do número de trabalhadores. A análise das contas das empresas demonstra que o número de trabalhadores caiu 38% nos últimos dez anos, nas sete empresas analisadas. Isto é, 8.752 pessoas ficaram sem trabalho.

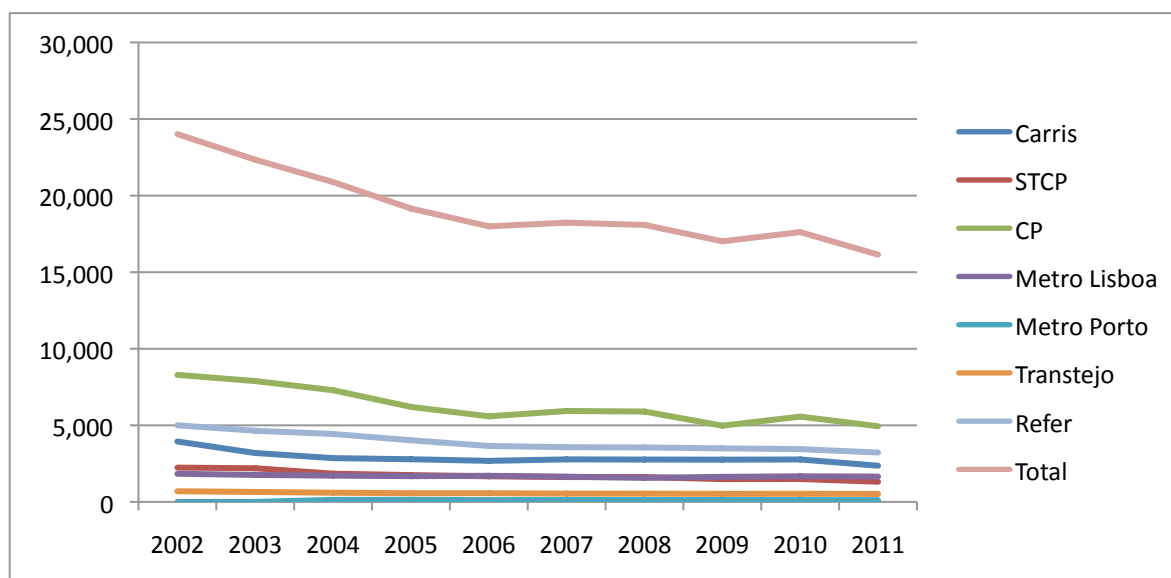


Gráfico 5.5: Evolução do número de trabalhadores. Fonte: relatórios de contas das empresas

Esta estratégia está condenada ao fracasso: dado que os encargos financeiros equivalem a 189% da despesa com salários, de nada serve reduzir os encargos operacionais se não se ataca o problema dos custos financeiros.

Passageiros

A pressão existente sobre a contabilidade das empresas, devido ao impacto do crescimento dos juros da dívida pública nos custos de financiamento dos restantes setores, e a estratégia adotada ao longo dos anos para fazer face a esse problema tem levado à deterioração dos serviços prestados à população e ao aumento das tarifas e tal reflete-se, obviamente, no número de passageiros transportados.

Nos últimos dez anos, as empresas de transportes públicos perderam 17% dos seus passageiros. Se em 2002 foram efetuadas 882,9 milhões de viagens nas empresas analisadas, já em 2011 esse número ficou-se pelos 730,7 milhões. O número total de passageiros transportados em 2011 foi o mais baixo da década.

5.1.5 Considerações finais

Concluimos que o crescimento da dívida das empresas de transportes públicos de 8 mil milhões em 2002 para 20,5 mil milhões de euros em 2011 se deve em um terço ao pagamento de juros aos credores e que, em 2011, a proporção dos resultados financeiros nos resultados gerais subiu já para 84%. Em 2012 preve-se que seja ainda maior. A acumulação de dívida deve-se igualmente a uma estrutura de financiamento deficiente,

pois as empresas estão privadas de contratos de concessão com o seu acionista e são obrigadas a cobrir os prejuízos operacionais com recurso ao endividamento. Vimos ainda que existem pelo menos 10,5 mil milhões de euros de dívidas nas contas das empresas que se devem a investimentos em infraestruturas de longa duração, efetuados a pedido do acionista Estado, mas que não foram pagos.

5.2 PPP

5.2.1 PPP em Portugal

Portugal é o país “Campeão do Mundo” em parcerias publico-privadas (PPP), com o maior gasto em PPP em relação ao PIB (quase 11%) (Fonte: Observatório PPP da Universidade Católica). As Parcerias Público-Privadas têm contribuído para um agravamento da dívida pública, com injustificadas taxas de rentabilidade para os consórcios privados que as promoveram. A IAC deu o seu contributo para aumentar o conhecimento do que é a realidade das PPP, focando-se em casos concretos como a Lusoponte ou as PPP da Saúde, assim como do próprio processo de auditoria às PPP, concessionado à Ernst & Young – uma consultora com clientes entre as próprias empresas e grupos privados que auditou neste âmbito.

As Parcerias Público-Privadas consistem na concessão de obras públicas ou serviços públicos a financiadores privados. Há várias formas de PPP. Em “O Estado e as Parcerias Publico-Privadas”, de Carlos Oliveira Cruz e Rui Cunha Marques, são identificados diferentes formatos, entre os quais:

- *Free-standing*: projetos onde o setor privado desenvolve a infraestrutura e recupera os custos e a rentabilidade através das taxas cobradas aos utilizadores;
- *Joint venture*: setor público contribui com o financiamento e a gestão é entregue ao parceiro privado;
- *Services sold*: serviços prestados pelo sector privado pelos quais o Estado paga uma renda;

Em Portugal existem pelos menos 120 parcerias publico-privadas negociadas diretamente com o Estado Central, além de centenas de outras a nível local estabelecidas com órgãos do poder local e com outras empresas do Estado. Dado o elevado número de parcerias, Portugal era em 2004 o país com maior exposição aos empréstimos do Banco Europeu de Investimento (BEI), com 2,804 milhões de euros (Cruz, C. e Marques, R. O Estado e as Parcerias Público-Privadas, 2012) Grande parte desta exposição decorre do recurso ao financiamento do BEI no quadro das PPP. Esta situação agravou-se acentuadamente desde 2004. Em 2007, o recurso ao BEI para PPP foi de 285 milhões de euros, em 2008 de 839

milhões, em 2009 de 290 milhões e em 2010 de 945 milhões. No início de dezembro de 2012, o Estado deu uma nova garantia de carteira no valor de 2,8 mil milhões de euros.

O investimento em PPP não é contabilizado como despesa pública¹⁵, sendo por isso uma estratégia eficaz de desorçamentação do investimento público. Não é, portanto, descabido dizer que as PPP empurram para o futuro a despesa de investimento presente.

A partir de 2007 o seu número aumentou substancialmente: das 4 PPP nesse ano passou-se a 19 em 2008, 11 em 2009 e 9 em 2010. O entusiasmo dos governos portugueses pelas PPP foi ativamente apoiado pela União Europeia com incentivos com implicações nos Quadros de Referência Estratégica Nacional (QREN).

Em 2009, segundo o Tribunal de Contas, os encargos plurianuais com PPP ascendiam a 50 mil milhões de euros. Já em 2011, a Direção-Geral do Tesouro e Finanças (DGTF) previa encargos de 26 mil milhões de euros até 2051. No relatório da DGTF de 2012 há uma redução para 24.407 mil milhões.¹⁶ Como se pode ver, a incerteza quanto a encargos futuros é grande. Entretanto, em 2010, o Estado gastou 1.128 milhões de euros em PPP. Em 2011, 1.823 milhões - um aumento de 61,6%. Os gastos públicos com PPP têm sempre tendência a aumentar, não só pela sempre presente renegociação dos contratos, mas também pela exigência de reequilíbrio financeiro. Sempre que o Estado procede a uma modificação unilateral no contrato (o que acontece com muita frequência, em virtude de os “negociadores” da Entidade Pública, aquando da assinatura do contrato, não terem previsto todas as condicionantes futuras), os parceiros privados exigem um processo de reequilíbrio financeiro para garantir a manutenção das condições de lucro inicialmente contratualizadas, que é assegurado com dinheiro público.

Para além disso o Estado tem assumido nos contratos de concessões riscos comerciais e financeiros, como suportar o aumento das taxas de juro, dos spreads ou dos honorários, risco elevado em tempos de crise, com o parceiro privado a ficar isento desses mesmos riscos. Paralelamente é o próprio banco financiador que exige ao Estado que assuma esses riscos sob pena de não conceder o crédito necessário.

¹⁵ Em 2004, o Eurostat definiu que as PPP não seriam contabilizadas no perímetro orçamental da Administração Pública.

¹⁶ A poupança esperada pelo governo estará relacionada com renegociação de PPP como, por exemplo, a da Autoestrada do Pinhal Interior, anunciada pelo Governo como representando 400 milhões de euros de poupança até ao final do contrato. Álvaro Santos Pereira anunciou uma poupança total de 7 mil milhões de euros para todas as PPP e concessões como resultado desta renegociação.

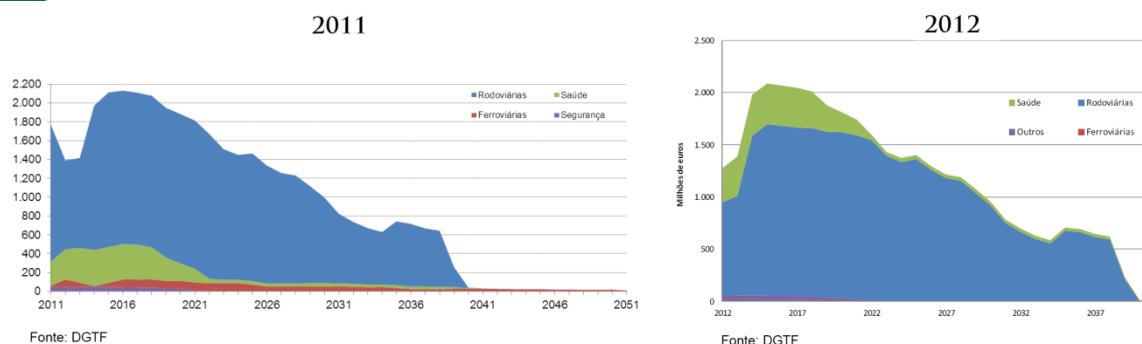


Gráfico 5.6.- Evolução esperada com os encargos brutos com PPP

As PPP em Portugal representam um canal importante de transferência de dinheiro público para o setor privado. Elas representam ainda um tratamento preferencial a grandes grupos privados. A maioria das transferências de recursos públicos para o setor privado tem beneficiado apenas quatro grandes empresas (cinco, agora que a EDP foi privatizada pelo chinês Three Gorges): Mota-Engil, BES, Mello e Soares da Costa. Estima-se que o Grupo Espírito Santo beneficiará no total dos encargos brutos das PPP de 4.737 milhões de euros, a Mota-Engil em 5.083 milhões de euros, o grupo José Mello em 3.207 milhões e a Soares da Costa em 2.877 milhões (Exame, 2011 – “Quem ganha os milhões” das PPP?).

Entre as várias fundamentações recorrentemente utilizadas pelos defensores das PPP está a seleção mais rigorosa de projetos. Isto é, só os projetos com viabilidade financeira seriam aceites. A experiência tem vindo a revelar uma realidade muito diferente. No caso das PPP rodoviárias, as estimativas de tráfego tendem a ser sobrestimadas. Em 2010, 40% das autoestradas portuguesas tinham tráfego médio diário abaixo dos 10.000 veículos - o critério utilizado para justificar a construção de uma autoestrada segundo o Instituto de Infraestruturas Rodoviárias, (INIR). No final de 2011, já são mais de 1.500 km (60%) das autoestradas que estão abaixo do tráfego médio diário de 10.000 veículos.

No âmbito da implementação do memorando da troika, o Estado introduziu o regime de cobranças de taxas de portagem nas concessões do Algarve (A22), da Beira Interior (A23), do Interior Norte (A24), da Beira Litoral e Alta (A25), Torres Novas-Guarda e Viseu-Chaves. Mas como simultaneamente a Estradas de Portugal reviu as transferências do Estado para as PPP para acomodar a queda de tráfego e assumiu em muitos casos a conservação e manutenção das autoestradas, o resultado para o Estado da introdução de portagens nas ex-SCUT foi um aumento de encargos.

A Lei de Enquadramento Orçamental define que a lei do Orçamento do Estado de cada ano devia fixar um limite para o total dos encargos assumidos com concessões naquele ano, o que não tem ocorrido, pelo que não houve, nem há, um limite global para as PPP. As advertências e os chumbos do Tribunal de Contas foram ignorados e os projetos

começaram, sem respeito muitas vezes pela legislação da contratação pública, estudos de impacto ambiental e outros.

5.2.2 Auditoria às PPP entregue à Ernst & Young

Em maio de 2012, a IAC denunciou publicamente a adjudicação da auditoria às PPP à consultora internacional Ernst & Young, tendo posteriormente entregue na Procuradoria-Geral da República uma exposição documentada do caso, solicitando a suspensão da adjudicação.

Esta adjudicação violou princípios fundamentais da contratação pública, designadamente os da boa-fé, seriedade, neutralidade e proibição do conflito de interesses consagrados na Constituição da República Portuguesa, nas Diretivas Comunitárias e no Código dos Contratos Públicos.

A Ernst & Young S.A., assim como a sua empresa-mãe e accionista Ernst & Young Audit, realiza ou realizou a revisão legal de contas para numerosas empresas envolvidas em consórcios de concessão e de PPP. Isto é, a empresa vencedora deste concurso público, a Ernst & Young S.A., trabalhou ou trabalha para as empresas que auditou, constituindo tal facto um evidente e grosseiro conflito de interesses. A Procuradoria-Geral da República encaminhou este processo para o Tribunal Administrativo do Círculo de Lisboa. A 9 de julho este tribunal arquivou o processo, concluindo que:

“Não tendo o ato de adjudicação sido impugnado, o contrato foi celebrado e encontra-se em fase final de execução, porquanto do Memorando de Entendimento decorre que o estudo objeto do contrato deve ser realizado até finais de junho de 2012. Conclui-se, nos termos do exposto, que não tendo os atos do procedimento concursal ferido quaisquer normas legais ou princípios jurídicos aplicáveis, não se vê fundamento para a propositura de ação de anulação ou declaração de nulidade do ato final de adjudicação, junto deste Tribunal Administrativo de Círculo.”

Entre os termos do exposto na decisão jurídica, considerou o tribunal que “o facto de a empresa do grupo Ernst & Young ter desempenhado funções de fiscal em empresas privadas relacionadas com o parceiro público não é relevante para se determinar a influência no resultado do procedimento e concluir-se pelo desfavorecimento dos concorrentes e distorção da concorrência, impedindo que competissem entre si apenas pelo seu mérito”. Em todos os momentos o tribunal considerou que o mais relevante deste processo era o concurso e os outros auditores terem sido ou não prejudicados, quando o ónus estava claramente em outro lado: era o interesse público que estava em causa.

Como esperado, o resultado da auditoria beneficiou o setor privado para o qual a Ernst & Young trabalha. O relatório da auditoria só veio parcialmente a público em Julho de 2012, e até ao final do ano não foi revelada a sua totalidade. Da documentação vinda a público, a auditoria focou-se apenas em 36 parcerias publico-privadas e 24 concessões. Os resultados são coincidentes com este conflito de interesses, pois a Ernst propõe medidas que novamente beneficiam as concessionárias privadas.

O relatório da auditoria propõe ao Estado soluções totalmente insatisfatórias para o interesse público, com impactos na despesa pública. Entre as medidas propostas contam-se as seguintes:

- Privatização de algumas PPP com revogação de contratos de concessão, entrega das estruturas aos privados e aquisição por parte do Estado dos créditos bancários;
- Introdução de mais portagens nas autoestradas;
- Transferência das receitas das portagens para as concessionárias privadas;
- Aumento dos prazos de concessão;
- Redução dos custos do privado com a manutenção das estruturas, eliminando requisitos de qualidade;
- Renegociar alguns contratos de financiamento, afrouxando as exigências de cumprimento de rácios de cobertura;
- Revisão das matrizes de risco para refletir as mudanças atuais (particularmente relevante no caso do Túnel do Marão, parado por incapacidade do consórcio privado, que verá assim provavelmente o Estado mudar as condições para que lhe seja possível continuar a obra apesar da sua incapacidade financeira).

5.2.3 Nova legislação

A 1 de julho de 2012, entrou em vigor o Decreto-Lei 111/2012 de 23 de maio, que revogou o anterior DL 86/2003, que regia as parcerias publico-privadas. A nova legislação contraria as afirmações de rejeição pública das PPP por parte do governo e deixa claro que o Estado não pretende abdicar do modelo de PPP. A nova legislação é particularmente ambígua, estando sujeita a interpretações que favorecem as concessionárias em ações judiciais. Neste decreto-lei é ainda criada a figura da "Unidade Técnica" para inspecionar e acompanhar as PPP. No entanto, existe até agora apenas no papel (prevendo-se que venha a existir apenas para PPP futuras – como é aliás previsível pelas atuais e novas condições do QREN).

Caixa 5.1 - O caso do Terminal de Contentores de Alcântara

O prolongamento da concessão do Terminal de Contentores de Alcântara à Liscont, da Mota-Engil, ocorreu em 2008, a sete anos do final do contrato. O Ministério das Obras Públicas alegou ser necessário alargar a concessão deste contrato durante mais 27 anos, ao mesmo tempo que triplicava a capacidade e aumentava a operacionalidade da infraestrutura. Estes investimentos somarão 474,4 milhões de euros. Deste montante, 52% seria encargo do Estado, entre despesas e isenção de taxas concedida à Liscont. Segundo o Tribunal de Contas, as previsões de tráfego de contentores que serviram de base ao contrato estão sobrevalorizadas. Para o Estado ficou o risco do negócio: se o tráfego ficar 20% abaixo das previsões, o Estado compensa a Liscont. Se o tráfego aumentar em relação ao cenário base e o negócio se mostrar melhor do que se previa, o Estado só beneficiará se "se demonstrar que tal eventual excesso não resultou da eficiente gestão e das oportunidades criadas pela concessionária" (Relatório de Auditoria nº26/2009 do Tribunal de Contas). As negociações e renegociações passadas já davam um bom exemplo do que é uma PPP: as alterações aos parâmetros da concessão prejudicam sucessivamente o Estado e beneficiam o privado; a rentabilidade do acionista, que era de 11% no memorando inicial, passou no contrato final para 14%; o cálculo dos rendimentos líquidos para a Liscont saltou de 4,2 para 7,4 milhões de euros. As alterações posteriores ao contrato ficaram blindadas com as assinaturas das duas partes neste negócio. Do lado do Estado, a negociar, estava Mário Lino, do lado privado, Jorge Coelho, CEO da Mota-Engil. O Tribunal de Contas atacou duramente as negociações e o contrato, declarando que era um péssimo exemplo de negociação para o Estado, que não tinha existido concurso para o prolongamento da concessão e que as projecções para o tráfego eram 75% superiores ao tráfego real. O Ministério Público interpôs uma acção junto do Tribunal Administrativo e Fiscal de Lisboa, requerendo anulação e nulidade do aditamento ao contrato de concessão celebrado em outubro estendendo em 27 anos a concessão do Terminal de Contentores de Alcântara à Liscont. O processo foi anulado.

Um estudo recente do Observatório das PPP da Universidade Católica defende que a melhor saída para as PPP neste momento seria a compra pelo Estado das SCUT por um valor da ordem dos 3,5 aos 5 mil milhões de euros, cerca de 2% do PIB (o que representaria, segundo o estudo, uma poupança de 400 milhões de euros anuais). O que este estudo pretende mostrar é que a “nacionalização” das PPP beneficiaria quer o Estado, quer os privados: “A falta de liquidez de algumas empresas e a necessidade dos bancos de encaixar dinheiro reúnem as condições ideais para a concretização da operação.”

A velocidade com que a proposta da “nacionalização” das PPP se está a disseminar sugere que, apesar, dos contratos cuidadosamente desenhados a favor dos interesses privados em alguns setores, nomeadamente no rodoviário, o negócio deixou de ser vantajoso. Desta forma, as PPP, que serviram para estas empresas e estes bancos para um encaixe constante durante os últimos anos, culminarão num último grande encaixe financeiro, fechando com chave de ouro o saque aos cofres do Estado.

5.2.4 Lusoponte: o grande aspirador financeiro

As PPP poderiam ser uma forma de antecipar a disponibilidade de uma infraestrutura ou serviço, permitindo evitar despesa pública em projetos auto-sustentados (pagos pelos utilizadores). Parceria invoca cooperação e riscos partilhados.

Mas as PPP permitem também desorçamentar (“esconder” um gasto público retirando-o do OGE e do escrutínio público), ou facilitar a transferência de dinheiros públicos para privados à custa do cidadão contribuinte, e aí revela-se o inferno onde podemos cair todos, incluindo os nossos filhos e netos.

O caso Lusoponte foi pioneiro nas PPP (Cavaco Silva/Ferreira do Amaral, 1992), estendendo-se depois (e até hoje) a diversos setores de atividade: saúde, energia, ambiente, ferroviário, rodoviário.

O financiamento dos necessários 897 milhões de euros (total do projeto) foi do Fundo Europeu de Coesão (35%), BEI (33%), portagens da ponte 25 de Abril (6%), ficando apenas 26% para os acionistas (os construtores Bento Pedroso, Mota & Ca, Somague, Teixeira Duarte eram a maioria dos nacionais), governo e outros.

O contrato incluía a manutenção da ponte 25 de Abril, atribuía riscos de tráfego à concessionária, previa o seu termo após 2.250 milhões de passagens nas 2 pontes e cláusula de rescisão, se demasiado oneroso para o Estado.

Ao contrato seguiram-se acordos de reequilíbrio financeiro (em número de nove até hoje), por razões de variação de taxas de juro, por alterações tarifárias, em alguns casos sem razão compreensível. Uma característica une estes acordos: os benefícios reverteram sempre e apenas para a Lusoponte, degradando o contrato inicial e prejudicando os contribuintes.

Houve sempre um excesso de recurso a consultores externos financeiros e jurídicos (por vezes com conflitos de interesses), os contratos foram redigidos em escritórios de advogados, tendo em conta que durante 11 anos não havia sequer legislação para PPP. Os agentes do Estado eram mudados com frequência, a experiência não se acumulou, a supervisão era fraca (chegando-se à ocultação de receitas), os serviços do Estado atuavam descoordenados. Tudo isto contribuiu para a perda de capacidade do Estado na defesa do interesse público.

Em 2000/2011 (durante o Governo de António Guterres, primeiro com Jorge Coelho e depois com Ferro Rodrigues) foi feita uma grande revisão do contrato, da qual resultou um importante acordo de reequilíbrio, uma profunda alteração do “caso base” contratual e várias vantagens muito substanciais para o privado.

O refinanciamento então ocorrido mostra que os acionistas entraram com apenas 6% e a banca comercial com 11% (mantendo-se o Fundo Europeu, BEI, etc).

Assistimos então à “dispensa” da manutenção da ponte 25 de Abril (100 milhões de euros), a uma compensação direta de 250 milhões de euros durante 20 anos e ainda à eliminação do risco de tráfego (passagem a prazo fixo de 35 anos), estimada num encaixe para a Lusoponte de 558 milhões de euros nesse período. Encontramos ainda benefícios fiscais, comparticipação do Estado em acessos, a garantia de uma TIR fixa de 13,65% e até à dúvida sobre o pagamento de compensações ambientais ao extinguir a Fundação das Salinas do Samouco.

A Lusoponte detém a exclusividade das travessias do Tejo até Vila Franca.

Em 2008, em plena discussão do TGV e da 3ª travessia do Tejo, surge a Mota-Engil a adquirir uma forte posição de 38% na Lusoponte, com os franceses da Vinci, recentes vencedores da concessão da ANA, a reforçarem para cerca de 37%.

No caso Lusoponte, projeto fundador e piloto no desenho de várias peças do grande aspirador financeiro que foi sendo montado, figuram dois casos notáveis de migração de altos responsáveis políticos: o então ministro Ferreira do Amaral que assinou o contrato com a Lusoponte nessa qualidade, presidindo anos depois (e até hoje) à Lusoponte e o então ministro Jorge Coelho (que o foi também nas Obras Públicas), passando mais tarde a CEO do principal acionista Mota Engil (e seu Vice-Presidente), sobrando ainda um lugar de administrador para o ex-ministro Valente de Oliveira.

No futuro poderão sempre ocorrer novos reequilíbrios financeiros com pagamentos contingentes, dificultando a orçamentação plurianual.

Todas estas renegociações (sem concorrência) foram gravosas para o Estado, variando a qualificação da atuação dos agentes do Estado (conforme os autores), entre a incompetência, o desleixo, a ignorância, a demissão do Estado ou até “um conluio entre construtores, políticos e banqueiros”.

Para defender o interesse público e contribuir para a redução de uma das parcelas da dívida, pelo menos no caso da Lusoponte, o Estado devia equacionar a expropriação ou a rescisão do contrato, tendo em conta a situação do país e os custos onerosos para os contribuintes

5.3 PPP SAÚDE

As atuais parcerias público-privadas (PPP) na área da saúde foram anunciadas em 2001, num projeto que previa a construção de dez novos hospitais, alguns de substituição, outros a construir de raiz. Numa primeira vaga seriam construídos o Hospital de Cascais, Braga, Loures, Vila Franca de Xira e posteriormente os Hospitais de Lisboa Oriental, Faro,

Seixal, Évora, Vila Nova de Gaia e Póvoa do Varzim/Vila do Conde. O planeamento incluía a atribuição de concessões a grupos privados para a construção e manutenção dos novos edifícios e para a gestão clínica das novas unidades, divididas em duas concessões distintas, embora, em alguns casos, à mesma entidade privada.

O Estado tinha já uma experiência prévia de gestão privada em hospitais públicos. Em 1996 a gestão clínica do Hospital Amadora-Sintra foi entregue ao Grupo Mello Saúde. Essa experiência viria a terminar em 2008. Na base desta decisão estavam divergências entre a Administração Regional de Saúde de Lisboa e Vale do Tejo (ARSLVT) e este grupo privado no acerto de contas, conferência de faturas e apuramento dos encargos ocorridos, nomeadamente entre os anos de 2002 e 2006. Nestas divergências incluíam-se acusações da ARSLVT àquela entidade gestora de faturar e exigir ao Estado o pagamento de Exames Complementares de Diagnóstico e receitas que nunca teriam existido. O processo chegou a ser auditado pelo Tribunal de Contas e o Grupo Mello multado, tendo depois interposto recurso. Todavia, o mesmo Governo, que terminou o contrato de concessão no Hospital Amadora-Sintra, atribuiu a gestão do novo Hospital de Braga e de Vila Franca de Xira ao mesmo grupo privado.

Na Saúde observou-se a introdução do comparador público, também conhecido como CPC, e que permite justificar a existência da concessão como sendo mais barata do que aquilo que seria o investimento direto do Estado na infraestrutura. O problema deste comparador está na fácil manipulação dos critérios por parte dos organismos avaliadores, como refere Carlos Moreno, juiz jubilado do Tribunal de Contas, no seu livro. É também importante notar que, após a atribuição da concessão, as frequentes renegociações do contrato com o parceiro privado podem desvirtuar este mecanismo de controlo, uma vez que os custos podem subir, ultrapassando o valor inicialmente calculado pelo CPC.

Dos 50 mil milhões de euros de gastos plurianuais previstos com as PPP em Portugal, 8 mil milhões pertencem ao setor da saúde. Em 2011, os encargos previstos totalizaram 228 milhões de euros, mais 32,5% do que em 2010. Os gastos públicos vão aumentar significativamente nos próximos 10 anos. A própria ACSS (Administração Central dos Serviços de Saúde) publicou no seu sítio de Internet um gráfico com a previsão desses gastos:

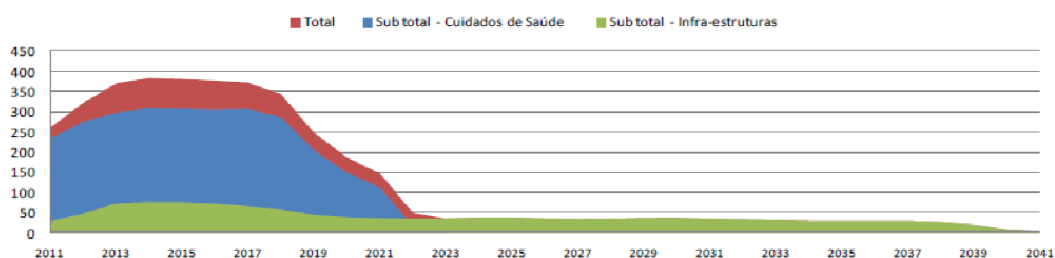


Gráfico 5.7: A evolução dos encargos futuros no setor da saúde (milhões de Euros)

Estes valores não passam, contudo, de estimativas de custo baseadas no valor acordado nos contratos iniciais e ignoram os efeitos dos riscos assumidos pelo Estado, da renegociação dos contratos ou das exigências de reequilíbrio financeiro. Por exemplo, as duas PPP na Saúde que estão já em marcha (Hospital de Cascais e Hospital de Braga) foram sujeitas a ajustamentos no mesmo mês em que os seus contratos tinham sido assinados, exigindo ao componente público gastos acrescidos que ascendiam, no caso do Hospital de Cascais, a 80 milhões de euros.

Estas estimativas são ainda insuficientes porque não estimam custos paralelos ou custos indiretos assumidos pela Entidade Pública e contabilizados no Orçamento de Estado ou na Conta Geral do Estado em parcelas distintas das PPP (pareceres e consultorias, por exemplo). O quadro seguinte lista as estimativas de custos iniciais para as parcerias já em marcha na área da saúde.

<i>Hospital</i>	<i>Estimativa em milhões de euros</i>
Braga	800
Cascais	400
Loures	594
Vila Franca de Xira	434
Lisboa Oriental (Todos os Santos)*	377

* A concessão relativa ao Hospital Oriental de Lisboa é uma concessão única de construção e manutenção do edifício não incluindo a gestão clínica daquelas unidades. Está previsto o início da construção já em 2013 e a sua conclusão em 2016.

Quadro 5.3: Custos iniciais para as parcerias na área da saúde. Fonte: Orçamento e Conta Geral do Estado

A partir do anúncio das novas PPP na Saúde em 2001, uma estrutura de missão “Parcerias em Saúde” foi criada como Entidade Pública responsável pelos concursos para a concessão e acompanhamento dos contratos assinados com os parceiros privados. Só nos anos de 2005/2006 foram gastos 858 mil euros em despesas com pessoal para essa estrutura. Não obstante a sua existência, o Estado contratou empresas privadas de consultoria para estudos e pareceres, tendo gasto até à data 20 milhões de euros neste capítulo.

De acordo com a auditoria que o tribunal de contas realizou em 2009 às PPP, a distribuição do risco entre o Estado e o consórcio privado é complexo e controverso. No sítio de Internet da ACSS encontram-se definidos para as quatro PPP em curso na Saúde o tipo de risco, a probabilidade de ocorrência, o impacto e quem detém esse risco. Pela sua análise podem-se concluir dois factos imediatos: em primeiro lugar o parceiro privado não assume nenhum risco isoladamente, sendo sempre partilhado com o Estado, e em muitos casos em percentagens muito desiguais com prejuízo para o Estado; em segundo lugar, os riscos com maior impacto e probabilidade de ocorrência são assumidos inteiramente pelo Estado.

Os riscos financeiros são os únicos descritos com probabilidade de ocorrência elevada e prendem-se sobretudo com a inflação e a revisão dos preços, sendo assumidos na totalidade pelo Estado. Em termos práticos, a entidade privada fica salvaguardada das oscilações da economia real e mantém a sua renda anual, proveniente dos dinheiros públicos, blindada às variações que se poderão registar nos mercados nos próximos anos.

Um dos graves prejuízos para o Estado tem sido, como já foi referido, a renegociação dos contratos das PPP. Ora se, no momento de um concurso público, o consórcio privado o ganha com base num valor-oferta, renegociá-lo à posteriori é desvirtuar o concurso público prévio e é desrespeitar as regras de competitividade e transparência e constitui tratamento “especial” e favorecimento por parte do Estado ao consórcio ganhador. Quem perde é o próprio Estado porque assim deixa cair a oportunidade de baixar os preços de custo em matéria de concurso e igualdade de concorrência. Tal situação ocorreu no Hospital de Cascais e no Hospital de Braga, conforme se descreve mais à frente.

As PPP na Saúde, ao longo dos últimos 10 anos, mostram fortes indícios de promiscuidade e conflitos de interesses entre o Estado e os grupos privados, com benefício para os últimos. São vários os decisores políticos do passado que são hoje administradores dos grupos privados desta área. Na Saúde destacamos dois: Luís Filipe Pereira, foi sempre administrador do grupo Mello Saúde, com um intervalo de três anos para ser Ministro da Saúde do Governo de Durão Barroso, tendo sido nessa fase o responsável pelas PPP na área da Saúde que mais tarde atribuíram ao grupo Mello dois hospitais públicos; Pedro Dias Alves começou por ser administrador do Hospital Amadora-Sintra pelo Grupo Mello para depois ser o responsável público pela avaliação das propostas de PPP para o Hospital de Lisboa Oriental e Algarve. Atualmente é administrador dos HPP.

5.3.1 Hospitais em PPP – casos específicos

O novo **Hospital de Braga**, que iniciou o seu funcionamento em 2011, é uma parceria entre o Estado e o Grupo Mello. A Escala Braga, empresa deste grupo privado, é a responsável pela construção e manutenção do novo edifício hospitalar e também pela gestão clínica da unidade durante 10 anos. No total previsto inicialmente, o Estado gastará 794 milhões de euros e pagará juros de 12 a 15%. O contrato implica o pagamento deste montante até 2039 e o Estado assumirá vários tipos de risco da PPP, entre os quais o risco de inflação dos preços referência pagos por cada acto cuidador prestado e da sua revisão. Para além da história passada deste grupo económico e das várias acusações que lhe foram feitas pela ARSLVT de manipulação de contas e fraude na gestão do Hospital Amadora-Sintra, o Grupo Mello, com pouco mais de um ano de presença em Braga já foi multado por duas vezes, a primeira no contexto de ocultação de informação ao Estado, no valor de 273 mil euros e a segunda vez por transferência indevida de doentes para hospitais do Porto, no valor de 545 mil euros. O hospital foi ainda acusado de não ter, durante um período de funcionamento, anestesistas suficientes para as cirurgias programadas, funcionando com menos anestesistas do que o mínimo requerido em termos clínicos. Ultimamente têm vindo a público histórias de controlo da vida privada dos seus funcionários, nomeadamente através de um administrador cuja função é controlar informações veiculadas na rede social Facebook pelos seus funcionários - a este respeito uma funcionária terá sido alvo de um processo disciplinar por críticas à gestão daquele hospital.

O **Hospital de Cascais** foi a primeira PPP a funcionar na área da Saúde. Foi inaugurado em 2010 e resulta de um contrato de concessão entre o Estado e o grupo Hospitais Privados de Portugal (HPP) da Caixa Geral de Depósitos. O contrato prevê, da parte do Estado, um investimento inicial de 73 milhões de euros referentes à construção que foi contratualizada com a empresa Teixeira Duarte. Logo após a assinatura do contrato de concessão, este teve de ser imediatamente renegociado uma vez que a entidade privada se recusou a arcar com as despesas relativas aos medicamentos dos tratamentos oncológicos. O Tribunal Constitucional chegou inclusive a chumbar este contrato, aprovando-o posteriormente após ter sido renegociado. Essa renegociação custou mais 21 milhões de euros ao Estado. O contrato está em vigor até 2038.

Desde o início da concessão que o número de camas nesta unidade de saúde foi cortado e encontra-se permanentemente em sobrelotação. Existem queixas em tribunal de vários profissionais de saúde de não pagamento de horas extra. Para além disso, a administração do grupo HPP fechou o laboratório de análises clínicas do hospital e realizou um *outsourcing* com o serviço de Patologia Clínica do Hospital dos Lusíadas, unidade privada gerida pelo mesmo grupo HPP, num claro e manifesto conflito de interesses. Este *outsourcing* implica que o Estado esteja a pagar ao grupo HPP no hospital de Cascais

exames complementares que o grupo HPP do hospital de Cascais compra ao grupo HPP do hospital dos Lusíadas.

Já em 2012 o grupo HPP foi comprado por um grupo económico brasileiro, que anunciou que pretende fazer uma “remodelação profunda” nas contas daquele hospital, pretendendo implementar um novo sistema de seguros que crie o conceito de “*low-cost health*” em Portugal.

O **Hospital de Loures**, inaugurado em janeiro de 2012, é uma parceria do Estado com o grupo BES. A abertura do primeiro concurso foi anulada por irregularidades no processo. O contrato vigente durará até 2042. Para este hospital foram recrutados muitos médicos de hospitais centrais da cidade de Lisboa, em alguns casos, deixando serviços clínicos com escassez de pessoal médico. A distribuição por áreas da zona abrangente do Hospital de Loures criou inicialmente uma guerra aberta entre freguesias daquele concelho. Sobretudo porque algumas freguesias muito populosas, como Sacavém ou Santa Iria da Azóia, teriam ficado de fora das zonas de referência de Loures, sendo atribuídas ao Centro Hospitalar de Lisboa Central. Outra polémica em relação a este hospital é o número de partos contratados na concessão – 1800 por ano. Todos estes partos seriam retirados à Maternidade Alfredo da Costa (MAC), no entanto, inicialmente, muitas mulheres do concelho de Loures preferiram continuar a dar à luz na MAC.

Em **Vila Franca de Xira** a concessão foi atribuída, mais uma vez, ao Grupo Mello Saúde, que já se encontra neste momento na gestão clínica daquela unidade e que construirá o novo edifício que custará 76 milhões de euros ao Estado. Já o novo **Hospital Oriental de Lisboa** será uma PPP apenas para a sua construção, mantendo-se a sua gestão clínica na esfera do Estado. A empresa vencedora do consórcio é a Teixeira Duarte e o início da sua construção está agendado já para 2013.

5.4 RESGATES BANCÁRIOS

A intervenção dos Estados nos sistemas bancários no decurso da crise financeira que teve início em 2007 é essencial para a compreensão do processo de endividamento. Sendo os bancos na sua maioria entidades de direito privado, muitos deles com uma dimensão apreciável e com uma posição favorável no mercado, caracterizados durante muitos anos por terem obtido níveis de rentabilidade elevados (consistentemente superior a 10% em relação aos capitais próprios), por que razão terá o Estado sido levado a intervir nesse sector?

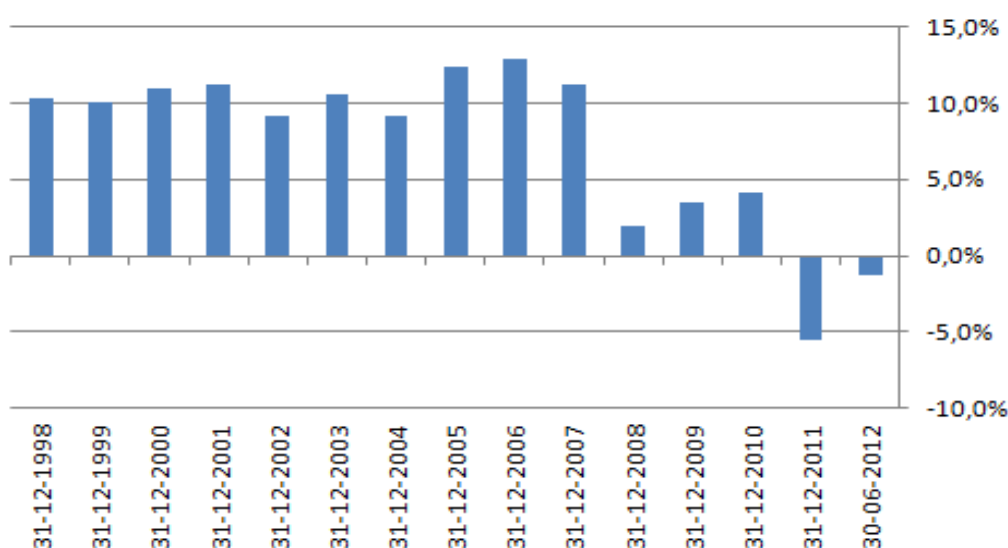


Gráfico 5.8: Rentabilidade do Capital no Sistema Bancário Português. Fonte: Banco de Portugal

Ao longo de mais de uma década, assistiu-se na generalidade dos países a uma diversificação dos negócios da banca que levou este sector muito além das suas tradicionais funções de intermediação financeira e financiamento da economia. A situação alterou-se radicalmente, na década que precedeu a última crise financeira, com particular relevo na Europa pós-euro. Com a introdução da moeda única, verificou-se uma diminuição e estabilização das taxas de juro com vários impactos:

- 1 Embaratecimento dos depósitos, que se tornaram menos atrativos para investidores e depositantes, com impacto na redução das taxas de poupança;
- 2 Aumento do crédito concedido, reflexo de uma redução das taxas de juro praticadas, muitas vezes com um grande laxismo nas políticas de concessão de crédito, sem uma correta ponderação dos riscos subjacentes e um enfoque excessivo na rentabilidade (em detrimento da qualidade do ativo);
- 3 Acesso facilitado dos bancos aos mercados interbancários, a custos reduzidos em particular para operações de curto prazo.

Esta evolução levou a uma transformação dos balanços dos bancos, em particular do passivo, onde os depósitos reduziram o seu peso relativo, passando a dar lugar ao financiamento, principalmente externo, no mercado interbancário.

Por outro lado, assistiu-se a uma diminuição generalizada dos níveis de *core capital*¹⁷, motivada em grande parte por alterações regulamentares que possibilitaram a libertação de capital afeto aos ativos. As regras de Basileia 2 permitiram que os bancos passassem a

¹⁷ Capital base, aquele que poderá ser usado como almofada para situações de deterioração dos resultados do banco.

utilizar modelos de *rating* internos para ponderar os seus ativos pelo risco, libertando assim capital, e incluíssem nos rácios de capital instrumentos híbridos¹⁸, sob o pressuposto de que em situação de necessidade, seriam facilmente convertíveis em capital ou teriam a capacidade de absorver perdas.

No contexto da crise financeira, estes instrumentos revelaram a sua ineficácia enquanto substitutos de capital. O resultado traduziu-se em bancos largamente descapitalizados e com dificuldade em fazer face a situações de deterioração da qualidade dos ativos e de adequação da dimensão do seu balanço à redução da sua capacidade de financiamento nos mercados interbancários internacionais.

A situação dos bancos foi igualmente afetada pela sua política de dividendos. O dividendo é a remuneração do acionista. Antes da crise financeira na grande maioria dos bancos europeus, a parcela dos resultados destinada a dividendos rondava ou excedia mesmo os 50%, sendo que apenas o remanescente era reinvestido no capital dos bancos. Durante a crise financeira constatou-se que, na grande maioria dos casos em que os bancos foram intervencionados pelos Estados, os seus acionistas falharam em proceder à sua recapitalização, sob o argumento de que tal medida geraria perdas avultadas. Os mesmos acionistas (falando de grandes acionistas) que tiveram ganhos elevados durante o *boom* da banca, beneficiando de políticas de gestão que não privilegiavam uma incorporação de resultados em níveis suficientes para suportar o elevado crescimento do crédito, não demonstraram interesse em promover a sua recapitalização por via do setor privado após o rebentamento da bolha do crédito, onerando assim os diversos Estados e passando para eles o ónus do suporte ao sistema financeiro.

Desta forma, os Estados intervieram em socorro de um setor que ao longo dos anos prosperou sobre fortes desequilíbrios, uma má gestão obcecada com a rentabilidade elevada e conduta negligente em relação à avaliação e gestão dos riscos. Os dados mais recentes sobre auxílios de emergência da Comissão Europeia (constantes do “State Aid Scoreboard”, publicado a 21 de dezembro) mostram que entre 1 de outubro de 2008 e 1 de outubro de 2012, o volume de apoio posto à disposição (aprovado) para o setor financeiro ascendeu a 5.058,9 mil milhões de euros (40,3% do PIB da UE).

Entre outubro de 2008 e 31 de dezembro de 2011, o apoio realmente obtido (usado de facto) pelos bancos ascendeu a 1 615,9 mil milhões de euros (ou seja, 1,6 trilião de euros, isto é, 12,8% do PIB).

¹⁸ Instrumentos que revestem habitualmente a forma de dívida mas que, em determinadas circunstâncias, poderão ser utilizados como capital, servindo em teoria como almofada para absorver perdas.

5.4.1 Como foi feita a intervenção?

O processo de intervenção decorreu de uma estratégia concertada entre os vários Estados-Membros da Zona Euro, em linha com as orientações delineadas pelo G7 em outubro de 2008, e envolveu por toda a Europa a recapitalização dos bancos através da injeção de fundos públicos, quer sob a forma de capital, quer sob a forma de instrumentos híbridos. A ação concertada centrou-se nos seguintes aspetos:

Garantias dos depósitos: a Comissão Europeia alargou o valor mínimo da garantia de depósitos para 50 mil euros, com a possibilidade de extensão até 100 mil euros, como foi feito em Portugal, e redução do prazo de reembolso dos depósitos aos clientes. Esta medida teve como objectivo prevenir fugas de depósitos

Garantias a emissões de títulos de dívida de instituições bancárias: com esta medida, os Estados procuraram restaurar a confiança dos investidores e as transações no mercado, passando a garantir novas emissões de títulos de dívida de curto e médio prazo dos bancos.

Empréstimos e swaps ou compra de activos com menor liquidez: os Estados podiam comprar ativos de maior risco ou menor liquidez presentes nas carteiras dos bancos. Nalguns países avançou-se mesmo com a criação de *bad banks*¹⁹, financiados pelos contribuintes e com ativos de menor qualidade.

Recapitalização do sistema bancário: vários países implementaram também programas de recapitalização dirigidos ao sector bancário como um todo, ou de injeção de capital do Estado em bancos específicos com dificuldades de obtenção de capital junto dos investidores privados. O Estado pôde injectar capital nas instituições através da compra de acções (acções preferenciais ou outros instrumentos) ou sob a forma de empréstimos.

5.4.2 A banca portuguesa na crise

A banca portuguesa conseguiu, de uma maneira geral, manter resultados positivos ao longo da crise financeira, em parte devido, por um lado, à sua actividade internacional mas também a uma política de provisionamento e classificação do crédito vencido mais favorável que a dos seus pares europeus.

Por outro lado, a banca portuguesa tem um dos mais elevados rácios de crédito em relação aos depósitos, estando obrigada a descê-lo para 120% ao abrigo do programa de assistência financeira.

¹⁹ Bad banks são entidades criadas com o propósito de acolherem os activos tóxicos dos bancos, limpando assim os seus balanços.

Um dos pontos fracos dos bancos portugueses que foi sendo sempre apontado pelos analistas prende-se com o seu baixo nível de capital, em particular de capital *core*, isto é, capital com efetiva capacidade de absorção de perdas. Após terem passado em exercícios anteriores de *stress*, no exercício de capital realizado à escala europeia pela Autoridade Bancária Europeia (EBA) em dezembro de 2011, foram identificadas as seguintes necessidades de capital para um rácio *core* de 9%, que inclui um *buffer* para perdas na dívida soberana:

- CGD: € 1.834 milhões
- BCP: € 2.130 milhões
- BES (ESFG): € 1.597 milhões
- BPI: € 1.389 milhões

Os bancos tiveram até ao final de junho para proceder à sua recapitalização.

Caixa 5.2: Programa de Assistência Financeira – exigências à banca portuguesa

- Atingir um rácio de capital *core* de 9% em 2011 e 10% em 2012, nível que deverá ser mantido a partir de então:
 - Este valor deverá ser preferencialmente alcançado através do mercado, mas caso tal não seja possível, 12 mil milhões de euros do total do empréstimo a Portugal estarão disponíveis para a banca (excluindo a CGD, que deveria recapitalizar-se pela venda de activos não-*core*) sem impacto no nível global de dívida;
 - Os bancos ao abrigo de um programa de ajuda ficarão sujeitos a programas de reestruturação e a medidas específicas de gestão ao abrigo do processo de State Aid da União Europeia;
- Desalavancagem: alcançar um rácio de crédito/depósitos de 120% até 2014
- Adopção do rácio de “crédito em risco” para classificação do crédito vencido, em linha com os padrões internacionais

5.4.3 O uso do financiamento público pelos bancos

Em outubro de 2008, o Governo português anunciou a concessão de garantias estatais para a emissão de dívida titulada em euros de bancos portugueses até 20 mil milhões de euros²⁰. Esta medida assumiu inicialmente um carácter temporário, estando em vigor até

20 Lei n.º 60-A/2008; Portaria n.º 1219-A/2008. A dívida emitida com garantia estatal poderia ter uma maturidade entre 3 meses e 3 anos, sendo que por proposta do Banco de Portugal, o prazo máximo poderia ser alargado por cinco anos. Para ter acesso a esta garantia, os bancos têm de pagar ao Estado uma comissão de 50 p.b. para dívida com prazo inferior a 1 ano. Caso a emissão planeada tenha uma maturidade superior a 1 ano, a esta comissão acresce o prémio dos credit default swaps a 5 anos do respectivo banco ou, caso não existam, de uma amostra representativa de bancos.

ao final de 2009, mas foi estendida para 35 mil milhões de euros em 2011 ao abrigo do programa de assistência financeira a Portugal. Complementarmente, em Novembro de 2008, o Governo anunciou a criação de um plano temporário de recapitalização das instituições de crédito com sede em Portugal, até ao montante total de 4 mil milhões de euros. Esta medida estaria em vigor até ao final de 2009²¹, mas foi igualmente reforçada para 12 mil milhões de euros no âmbito do plano de assistência financeira.

1 Recurso a emissões com garantias

Em 2009 o principal problema enfrentado pelos bancos portugueses era de alguma dificuldade de acesso aos mercados de capitais. O mercado nunca se fechou totalmente, mas o custo do financiamento aumentou significativamente em relação ao passado. Como tal, dado que nesse momento a crise era essencialmente financeira e de confiança no sistema bancário, os bancos optaram por emitir dívida com garantia do Estado português. Em 2011 e 2012 os bancos portugueses voltaram a recorrer às garantias estatais, já no âmbito do programa de assistência financeira (fontes: CMVM, Relatórios e Contas e Orçamento de Estado 2013).

CGD	2009	€ 1.190 milhões
	2011	€ 4.600 milhões
BCP	2009	€ 1.500 milhões
	2011	€ 3.100 milhões
	2012	€ 2.900 milhões
BES	2009	€ 1.500 milhões
	2011	€ 2.250 milhões
	2012	€ 2.500 milhões
BANIF	2009	€ 500 milhões
	2011/2012	€ 1.175 milhões

Quadro 5.4: Garantias estatais aos bancos. Fontes: CMVM, Relatórios e Contas e Orçamento de Estado 2013)

Estas garantias representam, em caso de incumprimento dos bancos, uma responsabilidade do Estado português.

Se na primeira fase da crise financeira os maiores bancos portugueses não necessitaram de recorrer aos 4 mil milhões de euros, os novos requisitos de capital impostos pelos reguladores no final de 2012 originaram necessidades de capital significativas. De entre os quatro maiores bancos de capital português, apenas o BES conseguiu aumentar o capital para os níveis necessários sem recurso a capitais públicos. Para os restantes bancos foi

²¹ Lei n.º 63-A/2008

encontrada uma solução que passa pela entrada do Estado no seu capital através de Contingent Convertibles (*CoCo*). Os *CoCos* são instrumentos híbridos que assumem o papel de dívida numa situação normal, sendo convertidos em capital caso seja despoletado um determinado evento. Este evento consiste geralmente no capital do banco descer para além de um determinado nível. Em caso de *stress*, o investidor é forçado a assumir a perda sem afetar outros instrumentos financeiros (e.g. derivados). Ou seja, o Estado não vai ser acionista de facto dos bancos, não intervindo assim na sua gestão. Esta situação só é alterada se o banco descer para além do nível estipulado contratualmente para a sua solvência.

A intervenção nos capitais dos bancos foi a seguinte:

BCP	Subscrição de € 3 mil milhões em <i>CoCos</i> por parte do Estado português
BPI	Subscrição de € 1,5 mil milhões em <i>CoCos</i> por parte do Estado português; Recompra de € 300 milhões de <i>CoCos</i> (o Estado ficou com € 1,2 mil milhões)
CGD	€ 900 milhões em <i>CoCos</i> ; aumento de capital de € 750 milhões
BANIF	€ 400 milhões em <i>CoCos</i> ; aumento de capital de € 700 milhões

A utilização de *CoCos* como instrumentos de intervenção no capital é altamente questionável pelas seguintes razões:

- É um instrumento de capital híbrido que, apesar de regulamentarmente ser considerado capital não o é de facto.
- O Estado, apesar de injetar capital nos bancos, tem pouco poder de participação na utilização desse dinheiro (os seus representantes assumem funções não-executivas). A intervenção do Estado na gestão, em pé de igualdade com os outros acionistas, permitiria um maior controlo sobre o destino destes recursos, que afinal são pagos pelos contribuintes.
- Em última instância, caso o Estado seja chamado a injetar capital nos bancos, será mais um montante a acrescer à dívida pública portuguesa.

2 Recurso ao Banco Central Europeu

Para além destas medidas, os bancos portugueses têm tido um vasto acesso ao BCE a taxas bastante reduzidas (actualmente 0,75%) Esse acesso, que reveste a forma de um empréstimo, implica que os bancos detenham um conjunto de activos que podem ser dados como colateral, nomeadamente da dívida pública portuguesa. No gráfico seguinte, mostra-se como os bancos têm acedido ao BCE para se financiar.

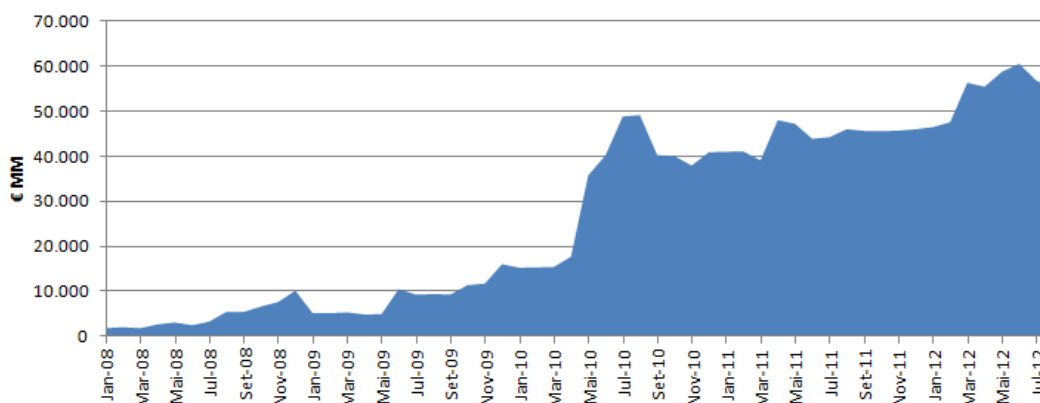


Gráfico 5.9. Recurso dos bancos portugueses ao BCE – consolidado bancário (milhões de euros)

Fonte: Banco de Portugal

No pico de junho de 2012, o recurso ao BCE - 60,5 mil milhões de euros - representava 11% do total de ativos do sistema financeiro nacional.

5.4.4 Financiamento público dos bancos *versus* financiamento da economia

Perante os níveis de apoio acima apontados, é interessante tentar perceber como esses recursos têm sido utilizados e em que medida estão ou poderiam estar a contribuir para estimular a economia.

1 Como tem evoluído o crédito em Portugal?

O memorando de entendimento assinado por Portugal obriga a banca a desalavancar, isto é, a reduzir o nível de crédito concedido em relação aos depósitos para 120%. Esta medida pode ser feita quer pela redução do crédito, quer pelo aumento dos depósitos, quer pela combinação das duas. De uma maneira geral, tem-se assistido a um aumento dos depósitos na generalidade dos bancos, em resposta não só a um aumento das remunerações deste instrumento financeiro como também ao aumento da taxa de poupança da população portuguesa. É exetável que, com as medidas de austeridade adotadas pelo Governo português, haja uma inversão nesta tendência em 2013. Tem-se assistido também a uma redução significativa dos montantes de crédito concedidos, quer por via de um menor recurso ao mesmo por parte das famílias e empresas, quer pelo agravamento das políticas de concessão de crédito.

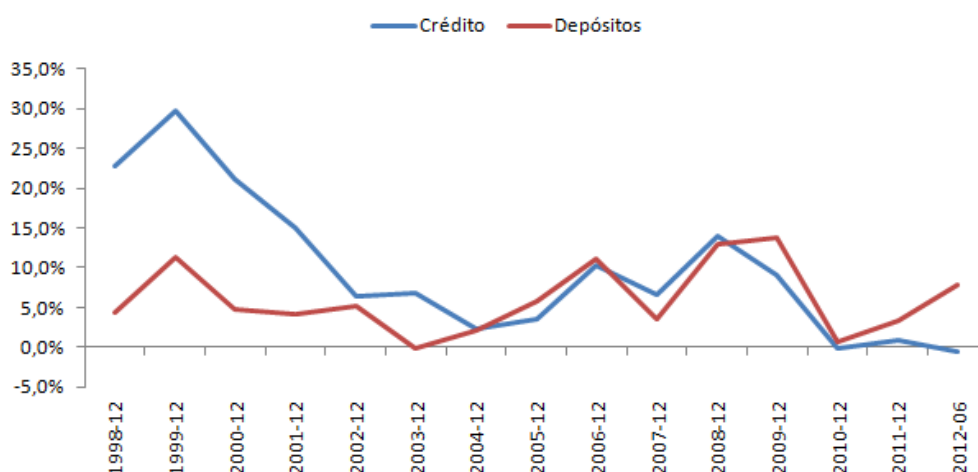


Gráfico 5.10. Taxa de crescimento anual do crédito e dos depósitos em Portugal. Fonte: Banco Central Europeu

Verifica-se que devido quer ao aumento da aversão ao risco por parte dos bancos, quer às exigências do programa de assistência financeira, a banca tem reduzido fortemente o seu papel de financiador da economia, com impacto negativo sobre a atividade económica. Com a inversão da tendência de aumento dos depósitos esperada para 2013 e com a necessidade de cumprimento do rácio de transformação de 120% a manter-se, é expectável uma ainda maior contração do crédito aos agentes económicos no próximo ano.

2 A banca está a comprar dívida pública portuguesa?

Com as limitações acima apontadas à concessão de crédito, importa perceber se a banca tem aplicado os seus fundos na compra de dívida pública nacional. Recorrendo aos dados dos principais bancos de capital nacional, assistiu-se a um aumento significativo da dívida detida no último semestre, ascendendo a cerca de 23 mil milhões de euros, sensivelmente 12% da dívida pública total do mês de junho de 2012 e 6,7% dos seus ativos combinados.

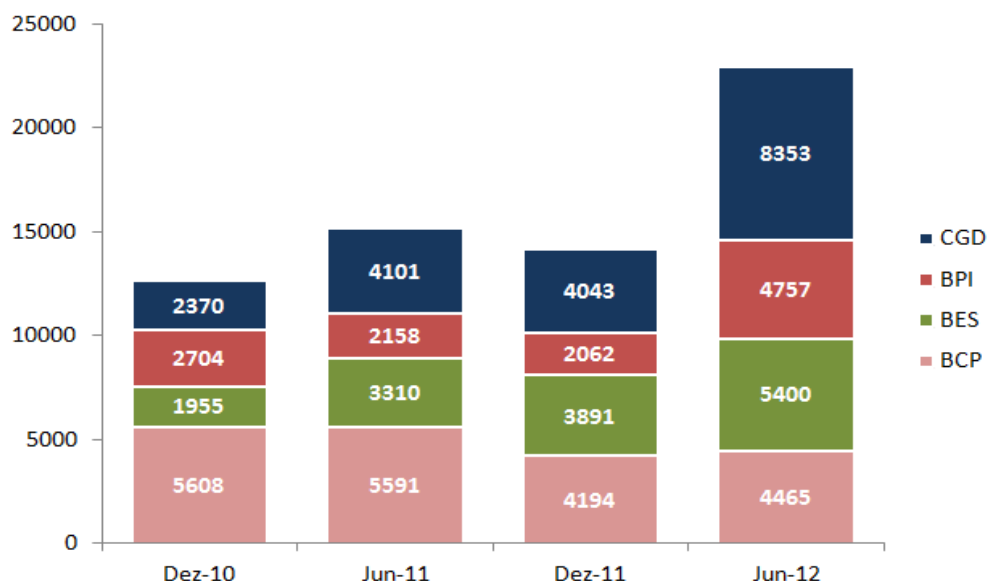


Gráfico 5.11. Dívida soberana portuguesa ao justo valor²² (milhões de euros) – 4 maiores bancos de capital nacional. Fonte: Relatórios e Contas

Uma das justificações para este aumento prende-se com o facto de os bancos terem recorrido este ano mais fortemente ao financiamento do BCE, uma vez que a dívida pública portuguesa pode ser usada como colateral para este financiamento. Ainda assim, a dívida pública portuguesa tem um peso relativamente baixo no balanço dos bancos. No que respeita aos quatro maiores bancos nacionais, apenas o BPI apresenta um volume de dívida pública superior a 10% do seu ativo.

Em suma, apesar de os bancos portugueses terem resistido relativamente bem à primeira fase da crise financeira, foram afetados por problemas de liquidez nos mercados financeiros. Estas instituições têm beneficiado de várias modalidades de apoio quer do Estado português (concessão de garantias e injeção de capital), quer do BCE (operações de cedência de liquidez). No caso do apoio do Estado português, estas medidas constituem um risco contingente para os contribuintes, já que o Estado será responsável numa situação de incumprimento ou falência dos bancos apoiados.

O papel mais óbvio que a banca portuguesa deveria desempenhar neste contexto seria aplicar os fundos recebidos no financiamento da economia. Porém, o próprio memorando de entendimento impõe restrições neste sentido, já que obriga os bancos a diminuir o seu rácio de crédito para depósitos para 120%. Consequentemente, o objectivo imposto à banca só poderá ser alcançado pela contração adicional do crédito concedido, perdendo-se assim a oportunidade de, por esta via, os bancos terem um papel ativo na recuperação da economia portuguesa.

²² Contabilização ao justo valor: valor ao qual um activo pode ser trocado ou um passivo liquidado

5.5 A SOCIALIZAÇÃO DAS PERDAS DOS PRIVADOS: O BPN

O sector bancário tem sido um dos principais consumidores de recursos públicos desde o início da atual crise financeira. Uma parte relevante da dívida pública (efetiva e potencial) assumida pelo Estado português nas várias decisões de suporte à banca decorre do processo do BPN.

Desde a decisão de nacionalizar o banco até à forma como se procedeu à sua reabilitação e reprivatização, vários milhares de milhões de euros do contribuinte português foram gastos, transferindo prejuízos privados para a esfera pública, para os cidadãos.

Apesar de concluída a venda do banco aos privados, os custos deste processo vão fazer-se sentir no orçamento e na dívida portuguesa durante os próximos anos, não se conhecendo ainda o seu real valor. Esse desconhecimento decorre não só da incerteza associada ao futuro das operações de crédito transferidas para o Estado como também da falta de informação disponibilizada aos cidadãos.

5.5.1 A decisão de nacionalizar

O processo de nacionalização do Banco Português de Negócios (BPN) veio contribuir de forma decisiva para o agravamento da dívida pública portuguesa já que veio transferir prejuízos avultados da esfera privada para o erário público.

Conforme se pode ler no decreto de nacionalização do banco²³, esta medida foi fundamentada pelos dois argumentos habitualmente invocados nestas situações:

- A defesa dos direitos dos depositantes do banco ou seja, a intervenção do Estado de modo a assegurar que os clientes do banco vissem reembolsados os seus depósitos;
- A necessidade de garantir a estabilidade do sistema financeiro português, evitando que a falência do BPN provocasse uma corrida aos depósitos bancários nos restantes bancos portugueses, o que poderia desencadear uma situação de bancarrota generalizada.

No entanto, nenhum destes argumentos a favor da decisão de nacionalizar foi até hoje solidamente demonstrado. Pelo contrário, existem fortes razões para pensar que a opção de não nacionalizar o banco, procedendo antes à sua liquidação, seria a menos onerosa para o contribuinte português²⁴.

Seja qual for o julgamento que se faça da decisão de nacionalização, uma coisa é clara: entre os que foram beneficiados com a decisão de nacionalizar o banco, encontra-se, em

²³ Lei 62-A/2008 de 11 de Novembro.

²⁴ O documento de trabalho da autoria de João Neves que serviu de base a esta secção do relatório fundamenta esta posição.

primeiro lugar, a banca estrangeira. Com a decisão de nacionalização a sua exposição de cerca de 1.037 milhões de euros ao BPN passou a estar garantida pelo Estado português.

Com a decisão de nacionalização, ao contrário do que sucedeu no caso islandês, para invocar um exemplo próximo, optou-se por penalizar o contribuinte português em favor do investidor estrangeiro. Transferiu-se para a esfera pública dívida externa contraída pelo setor privado.

Recorde-se que a estratégia islandesa passou por, tal como no caso do BPN, criar sociedades veículo (ou *bad banks*) onde ficaram parqueados os ativos com elevada imparidade (e.g. empréstimos com um grau de recuperação baixo), de modo a permitir o funcionamento ordenado dos bancos e proteger os depositantes. A grande diferença, com vantagem para o contribuinte islandês, foi o tratamento dado aos investidores estrangeiros que no caso do BPN viram os seus interesses integralmente protegidos pela intervenção estatal, ao passo que no caso islandês as entidades estrangeiras viram os seus créditos reembolsados apenas na medida permitida pelo valor da massa falida. Em alguns casos viram reembolsados 0.02€ por cada euro investido.

5.5.2 A SLN

O acionista único do BPN era a SLN – Sociedade Lusa de Negócios, uma *holding* com participações em áreas de negócio em setores como o imobiliário, a saúde, o turismo, o comércio automóvel, o agroalimentar e o financeiro (incluindo seguradoras).

Sendo uma entidade com alguma dimensão e constituindo, de facto, a holding do banco para o negócio não bancário, a hipótese de nacionalizar também a SLN foi também colocada, embora não tenha sido concretizada.

Em abono da via seguida – manter a SLN privada – pode constatar-se que, desde 2008, nunca o grupo (agora denominado Galilei) conseguiu apresentar resultados positivos, tendo necessitado de proceder a reestruturações que envolveram vendas de ativos (o mais significativo será provavelmente a venda da Real Seguros) e operações de recapitalização e reestruturação do seu endividamento.

A atual situação financeira da Galilei é ainda débil. Apesar de uma operação de capitalização com obrigações convertíveis em ações (cerca de 80 milhões de euros), a situação líquida tem-se deteriorado, penalizada pela conjuntura económica e dos seus particulares reflexos em ativos de relevo no ramo automóvel e imobiliário.

De acordo com as contas mais recentes (2011), a situação líquida da Galilei é de cerca de 407 milhões mas conta com cerca de 404 milhões de euros contabilizados no seu ativo referentes ao valor que a SLN reclama do Estado português como indemnização pela nacionalização do banco.

5.5.3 O preço da nacionalização

Custos reconhecidos

Durante o período em que o BPN esteve sob gestão pública (de novembro de 2008 a março de 2012), começaram a ser pagas pelo Estado (e, consequentemente, pelos contribuintes portugueses) as primeiras faturas decorrentes da decisão de nacionalizar os prejuízos acumulados durante os anos precedentes.

Em 2010 foram criadas três sociedades-veículo, a Parvalorem, a Parups e a Parparticipadas, para onde foram transferidos os ativos tóxicos (que foram retirados do BPN), designadamente empréstimos com baixa probabilidade de virem a ser pagos, sem garantias ou com garantias manifestamente insuficientes para as responsabilidades deles decorrentes. Esta operação de limpeza do balanço do BPN foi executada com o objetivo de deixar o banco em condições de solvabilidade, de modo a prepará-lo para a reprivatização.

Ainda em 2010, o Estado foi obrigado a reconhecer perdas (por imparidade²⁵) nos ativos transferidos para estas sociedades no montante de 1.800 milhões de euros, verba incluída no défice registado nesse ano (representou 1% do PIB)²⁶. Em 2011, houve a necessidade de evidenciar novo acréscimo de imparidades nos balanços destas entidades, em 400 milhões de euros.

Para além dos custos incorridos com os veículos do BPN, o próprio banco recebeu uma injeção de capital de 600 milhões de euros em 2011 (concretizada em fevereiro de 2012), também no âmbito da sua reabilitação para posterior venda, perfazendo assim o total, nesse ano, de 1.000 milhões de euros de despesa pública efetivamente assumida com este processo²⁷.

Assim, nestes dois últimos anos, os custos públicos incorridos apenas com a imparidade dos ativos e o reforço de capital do banco perfazem 2.800 milhões de euros.

²⁵ Imparidade é a desvalorização de um ativo face ao montante pelo qual está registado na contabilidade. Se esse ativo for terreno, por exemplo, a imparidade pode registar a sua desvalorização no mercado. No caso de um empréstimo (o mais frequente dos aqui abordados) a imparidade poderá registar o valor que se estima irrecuperável por dificuldades financeiras do devedor ou porque as garantias oferecidas (imóveis, por exemplo) se verificam ser insuficientes para os valores em dívida.

²⁶ De acordo com o INE – 1º Procedimento dos Défices Excessivos, 1ª notificação de 2011, de 31 de março de 2011

²⁷ Ao contrário do que se passou com os custos públicos assumidos com o BPN em 2010, a informação referente a 2011 é bastante menos transparente. Os valores das imparidades registadas em 2011 foram obtidos a partir das declarações prestadas por um ex-administrador do BPN nacionalizado à comissão de inquérito parlamentar em 12-6-2012. O montante referente ao reforço de capital do banco (600 milhões de euros) nesse ano foi obtido na Informação Técnica da UTAO nº 3/2012 de 3 de fevereiro. A própria UTAO apontou falta de transparência na informação, nomeadamente no seu parecer técnico Nº 10/2010 em que analisa a proposta do Orçamento de Estado para 2011.



Gráfico 5.12: Os custos públicos já assumidos

Custos contingentes

A operação de transferência dos ativos do BPN incluiu também a transferência de parte do seu passivo: a dívida do BPN à CGD. Neste caso típico de solução *good bank/ bad bank* - leia-se BPN/ sociedades-veículo - essa dívida (que, recorde-se, está garantida pelo Estado português), era no final do ano de 2011²⁸ composta da seguinte forma:

- Obrigações – 3.100 milhões de euros;
- Empréstimos - 793 milhões de euros;

A dívida do BPN à CGD (que não foi transferida), também garantida pelo Estado português, ascendia nessa data a 1.834 milhões de euros repartidos da seguinte forma:

- Empréstimos no mercado interbancário (mercado monetário) – 434 milhões de euros;
- Papel comercial – 1.400 milhões de euros.

A dívida garantida pelo Estado português ascendia assim a mais de 5.700 milhões de Euros no final do ano transato. Embora o volume de garantias prestadas não seja um custo efetivo, ele representa o montante potencial que poderá ser imputado ao contribuinte caso os ativos parqueados nas sociedades não venham a gerar os fluxos esperados²⁹.

5.5.4 O processo de reprivatização

O banco foi reprivatizado em abril de 2012, culminando um processo negocial pouco transparente e que resultou na venda ao banco BIC por 40 milhões de euros³⁰, montante

²⁸ De acordo com o Relatório Anual da Caixa Geral de Depósitos desse ano, o último disponível.

²⁹ Embora se deva ter em conta as imparidades já registadas de 2.200 milhões de euros (em 2010 e 2011), custos já assumidos e que estarão, em princípio, já refletidos nas contas públicas.

³⁰ Refira-se que, no âmbito dos trabalhos da Comissão Parlamentar de Inquérito ao Processo de Nacionalização, Gestão e Alienação do Banco Português de Negócios S.A, foi noticiada a existência de avaliações que colocavam o valor de venda do banco num intervalo entre 60 e 160 milhões. À data de conclusão deste documento não tinha sido ainda publicado o relatório final da comissão.

exíguo tendo em conta não apenas os custos já incorridos mas também, e principalmente, a nova adição de custos esperados no futuro.

Na operação de privatização do novo BPN, foi cedida a posição contratual para a Parvalorem de parte significativa da dívida correspondente à emissão do papel comercial atrás identificado (1.000 milhões de euros). Refira-se no entanto que os remanescentes 400 milhões de euros assumidos pelo BPN reprivatizado mantêm a garantia estatal até ao seu vencimento, em março de 2015.

Com a reprivatização foi ainda concedido pela CGD ao BPN um financiamento sob a forma de conta corrente, até ao limite de 300 milhões de euros, válido até março de 2016, de utilização condicionada às transferências de depositantes do BPN para a CGD e que goza também da garantia estatal até ao seu vencimento³¹.

Em resumo, mesmo após a privatização, a responsabilidade potencial do Estado português decorrente deste processo manteve-se igual, tendo até eventualmente aumentado em virtude de transferências adicionais de empréstimos (ativos tóxicos) do banco (1.439 milhões de euros) para a Parvalorem e a Parups que poderão estar relacionadas com a transferência da dívida de papel comercial a que atrás se aludiu. Mais uma vez, foi mantida a opacidade sobre esta transação, afastando do conhecimento público (incluindo dos órgãos de soberania) um negócio oneroso para os contribuintes.

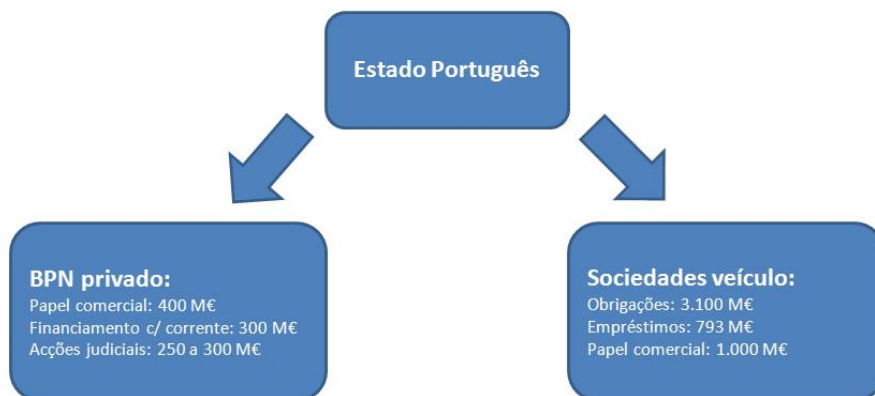


Gráfico 5.13: As garantias e outras responsabilidades potenciais assumidas pelo Estado Português³²

A privatização envolveu ainda outros custos potenciais futuros para o Estado português, difíceis de quantificar neste momento, decorrentes da assunção da responsabilidade com ações judiciais movidas por clientes do banco e ainda a decorrer que, segundo as diversas

³¹ De acordo com o relatório e contas da CGD.

³² Valores em milhões de Euros (M€).

fontes consultadas, poderão variar entre 250 a 300 milhões de euros. A estes custos acrescem os relacionados com a intenção de despedir entre 500 a 800 trabalhadores do banco dispensados pelos novos acionistas³³.

O peso das sociedades veículo no défice e dívida pública

Após a venda do banco estas sociedades continuaram na esfera pública. Naturalmente, os custos da sua gestão (a gestão dos ativos problemáticos e, por isso, indesejados pelo comprador privado do BPN) vão impactar nas contas públicas³⁴ durante vários exercícios económicos, em montantes difíceis de quantificar, como atrás se referiu.

Mesmo num prazo muito curto, subsiste a dúvida a respeito desse montante. O relatório do Orçamento de Estado para 2013 (OE/2013) prevê que até final de 2012 seja necessário proceder a novo registo de imparidades, embora não as quantifique, o que evidencia mais uma vez a opacidade associada à gestão destas entidades num ano em que todas as escolhas orçamentais assentam na meta de redução do défice público.

Para além das imparidades, estas sociedades, em particular a Parvalorem e a Parups continuam a gerar custos com o seu funcionamento, sendo os mais significativos os respeitantes aos salários dos trabalhadores preteridos pelo novo dono privado do banco e, mais relevantes ainda, os custos decorrentes da dívida contraída.

De acordo com as previsões orçamentais para 2013, os juros da dívida da Parvalorem e da Parups serão de 207³⁵ milhões de Euros, o que representa cerca de 19% dos juros a pagar pela totalidade do Subsetor de Serviços e Fundos Autónomos (SFA). A título comparativo, estes encargos são:

- Quase o dobro (192%) dos encargos financeiros da Estradas de Portugal, S.A;
- Mais de seis vezes (627%) os encargos financeiros da Parque Escolar;
- Ligeiramente inferiores (cerca de 79%) aos do Metro de Lisboa.

No entanto, como qualquer uma das entidades é incapaz de gerar receitas significativas, pela natureza do ativos sob gestão, a sua atividade em 2013 irá previsivelmente gerar um saldo negativo de 186 milhões de euros, cerca de 22% do encargo líquido total do subsector Serviços e Fundos Autónomos.

33 Embora estes trabalhadores tenham ficado vinculados às sociedades-veículo, deverá ser realçado que estas entidades têm um prazo de vida limitado, associado ao dos activos (empréstimos) que tomaram sob gestão. O prazo das operações mais longas deverá atingir cerca de 10 anos mas, como é natural, o seu volume sofrerá uma grande redução nos prazos mais curtos, eliminando em grande parte as atuais necessidades de recursos humanos. Esta duração poderá ainda ser encurtada caso se opte pela cessão dos créditos, solução muito comum neste tipo de processos.

34 São consideradas Empresas Públicas Reclassificadas e, como tal, enquadradas orçamentalmente no subsector de Serviços e Fundos Autónomos.

35 Documento idêntico, referente ao OE de 2011, identifica a despesa com juros da Parvalorem em 230 milhões de euros, num encargo líquido total de 244 milhões de euros.

O orçamento para 2013 prevê ainda a despesa com Empréstimos de Médio e Longo Prazo de 3.832 milhões de euros, no conjunto das duas sociedades. Esse aumento destina-se a fazer face a um eventual vencimento antecipado da dívida garantida³⁶, o que representa a maior parcela de dotação específica neste orçamento, logo a seguir à destinada ao reforço da Estabilidade Financeira (os apoios à capitalização dos bancos) que ascende a 7.500 milhões de euros.

5.5.5 Considerações finais

Em conclusão, a decisão de transferir prejuízos privados para a esfera pública com a nacionalização do BPN não foi até hoje satisfatoriamente justificada. Essa decisão não protegeu o interesse público. Ao invés onerou-o, ao acrescentar à já difícil situação das contas públicas cerca de 2.800 milhões em despesa pública e, consequentemente, à dívida do Estado português.

Mais do que os pequenos depositantes ou a estabilidade financeira, a nacionalização beneficiou (sem que se proceda a qualquer juízo de intenção) a banca estrangeira detentora de créditos sobre o BPN e os grandes depositantes.

Embora tenha recaído sobre os cidadãos o ónus dos prejuízos acumulados por uma gestão privada, constata-se uma grande opacidade em todo este processo, limitando o acesso dos cidadãos (e dos órgãos que os representam) à informação sobre a sua condução e sobre os custos que lhes foram (e serão) assacados.

Esta obscuridade foi ainda mais notória no processo de reprivatização do banco, nomeadamente na escolha do comprador, na determinação do seu valor venal e, sobretudo, nas concessões que lhe foram feitas nas negociações que conduziram à venda, informações cruciais para o conhecimento cabal dos custos potenciais que poderão vir ainda a ser imputados às contas públicas.

Nesta circunstâncias, que dificultam o apuramento do prejuízo potencial para o Estado português, foi possível identificar um total de financiamento concedido pela Caixa Geral de Depósitos e garantido pelo Estado português (em vigor após a reprivatização) que ascenderá a, pelo menos 5.600 milhões de euros e que, paradoxalmente, ainda inclui financiamentos de 700 milhões de euros ao banco (agora uma instituição privada).

Adicionalmente, o Estado português assumiu a responsabilidade por eventuais indemnizações resultantes de ações judiciais em curso e que poderão ascender a 300 milhões de euros, perfazendo um montante de responsabilidades potenciais de quase 6.000 milhões de euros num processo que teve efeitos na degradação do endividamento do país e que poderão vir ainda a fazer-se sentir ao longo da próxima década.

³⁶ A dívida à Caixa Geral de Depósitos, garantida pelo Estado.

Caixa 5.3: Quanto nos custa o BPN?

A tabela seguinte procura resumir os principais encargos públicos já assumidos com o processo de nacionalização do BPN, bem como o que potencialmente poderá ser a perda máxima para o Estado português até à liquidação das sociedades-veículo e dos processos judiciais em curso.

Como se referiu antes, não é exatamente conhecido o valor dos ativos tóxicos transferidos nem a perda potencial que lhes está associada.

De igual modo, é impossível estimar o que será o custo público com indemnizações decorrentes de processos judiciais dos quais se desconhece o montante global e o seu desfecho.

Incluem-se os valores dos encargos (apenas para 2012 e 2013) com as sociedades-veículo embora a grande fatia destes encargos (os juros da sua dívida) sejam uma receita da CGD. A tabela está expressa em milhões de euros.

	Imparidades ativos tóxicos	Injeção de capital	Encargos líquidos da Parvalorem e Parups	Indemnizações	Total
Perdas já refletidas nas contas públicas	2.200	600	244	-	3.044
Estimativa de perdas potenciais	3.400 (?)	-	186	300	3.886
Total	5.600 (?)	600	430	300	6.930

Caixa 5.4: E esta dívida? Também devemos ser nós a pagar?

As “sociedades-veículo” públicas que serviram para limpar o BPN, preparando-o para a privatização, absorveram cerca de 5,5 mil milhões de créditos de cobrança duvidosa provenientes do BPN. Isto é, com a nacionalização do BPN seguida da sua privatização, o Estado, através dos ditos “veículos”, tornou-se credor de 5,5 mil milhões de euros que o BPN emprestou a algumas empresas e pessoas, pessoas e empresas essas que não pagam o que devem e para tal declaram falência, ou encontram outras formas de incumprir. Esses créditos quando considerados incobráveis, são contabilizados no défice público como despesas e transformados em dívida pública. Dos 5,5 mil milhões, 2,2 mil milhões já foram reconhecidos como perdas e contabilizados nos défices de 2010 e 2011, isto é, transformados em dívida “de todos nós” que já estamos a pagar com juros.

Informa-nos o jornal Expresso de 22 de Dezembro de 2012 (página E8) que agora “já há mais de 500 clientes com dívidas superiores a meio milhão de euro em incumprimento total”. No total, este incumprimento acrescentaria cerca de 3 mil milhões de euro à fatura do défice e da dívida.

Quem são as empresas e as pessoas cuja dívida nos estão a querer obrigar a pagar? A notícia do Expresso identificava os dez maiores entre os quinhentos:

- PLURIPAR, empresa do sector imobiliário do grupo SLN ligada aos empresários Emídio Catum e Fernando Fantasia: 135 milhões
- SOLRAC FINANCE, *offshore* ligada ao grupo SLN: 116 milhões
- LABICER, empresa de cerâmica do grupo SLN: 82 milhões
- CNE, cimenteira do grupo SLN: 82 milhões
- DORMURBANIS, imobiliária ligada aos empresários Emídio Catum e Fernando Fantasia: 69 milhões
- MARINAPART, concessionária da marina de Albufeira: 66 milhões
- HOMELAND, fundo de investimento imobiliário envolvido na aquisição de terrenos em Oeiras por Duarte Lima: 50 milhões
- JARED FINANCE, *offshore* do grupo SLN utilizada por Oliveira e Costa para ocultar pagamentos a administradores: 47 milhões
- PAPREFU, ligada a Emídio Catum e Fernando Fantasia, dona 1.800 hectares na área do projetado aeroporto de Alcochete: 44 milhões
- ZEVIN HOLDING, empresa *offshore* do grupo SLN que serviu para comprar 41 quadros de Miró: 43 milhões

6. A DÍVIDA PRIVADA: DA BANCA ÀS EMPRESAS E FAMÍLIAS

6.1 O ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO

Como vimos na primeira secção, o endividamento que conta como fator explicativo das vulnerabilidades de Portugal a ataques especulativos contra a sua dívida soberana (o endividamento externo) inclui, em grande medida, o endividamento bancário. Os passivos dos bancos portugueses face ao exterior cresceram extraordinariamente (mais de sete vezes) entre 1995 e 2008 (ver gráfico 6.1).³⁷ Os bancos recorreram ao crédito externo para emprestarem às famílias e às empresas, que no processo também se endividaram muito (ver gráfico 6.2).

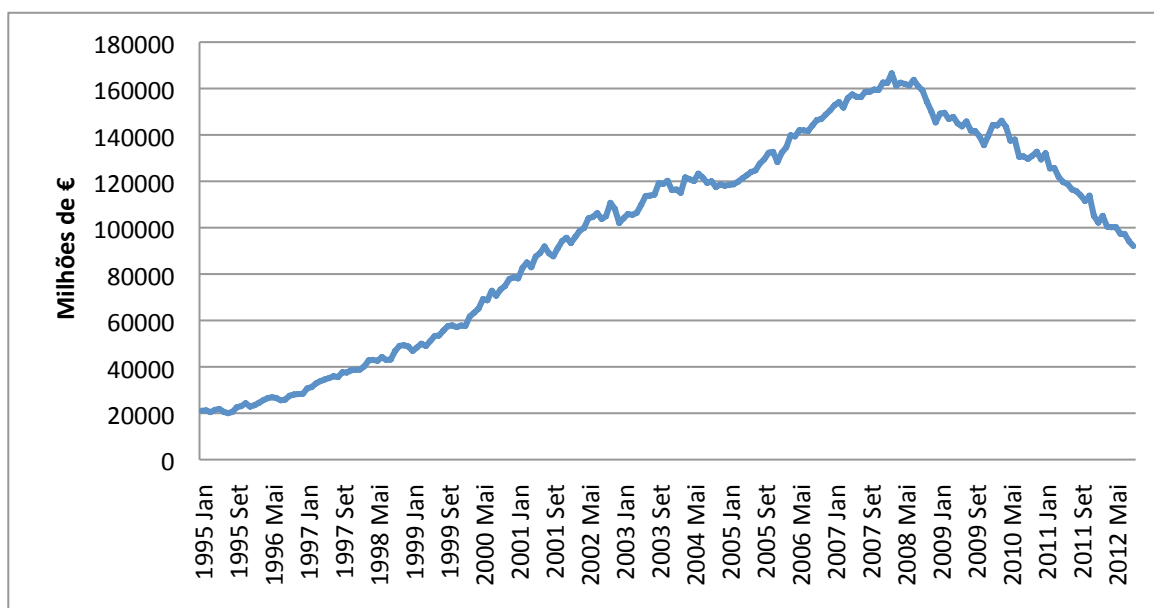


Gráfico 6.1: Passivos dos bancos portugueses face a não residentes janeiro 1995 – setembro 2012.
Fonte: Banco de Portugal.

A banca portuguesa pôde expandir, neste período, o seu principal negócio (a concessão de crédito), graças ao financiamento externo abundante e barato e à regulação desatenta do Banco de Portugal. Em consequência, o endividamento privado (das famílias e das empresas) aumentou a partir de 1995 ainda mais que a dívida pública. O seu peso no PIB

³⁷ A partir de 2008, os bancos têm substituído o financiamento junto de não residentes por financiamento do BCE (via Banco de Portugal), não considerado nos dados do gráfico 6.1.

aumentou 146 pontos percentuais até 2011 (66 pontos percentuais o das famílias, 80 o das empresas não-financeiras).

As ligações entre dívida pública, privada e bancária são estreitas e tornaram-se visíveis no momento em que a crise financeira iniciada nos EUA em 2007 alastrou à Europa. Nesse momento, os bancos congelaram a concessão de crédito entre eles e à economia. Incapazes de refinar as suas dívidas, as empresas e as famílias sobre-endividadas iniciaram um processo de “desalavancagem” das suas contas (isto é, de tentativa de redução das suas dívidas), contraindo dessa forma o consumo e o investimento. A contração da despesa de consumo e de investimento teve impacto negativo nas contas públicas, uma vez que a coleta de impostos diminuiu e as despesas de proteção social aumentaram, agravando o défice público e contribuindo, por essa via, para o aumento do endividamento público.

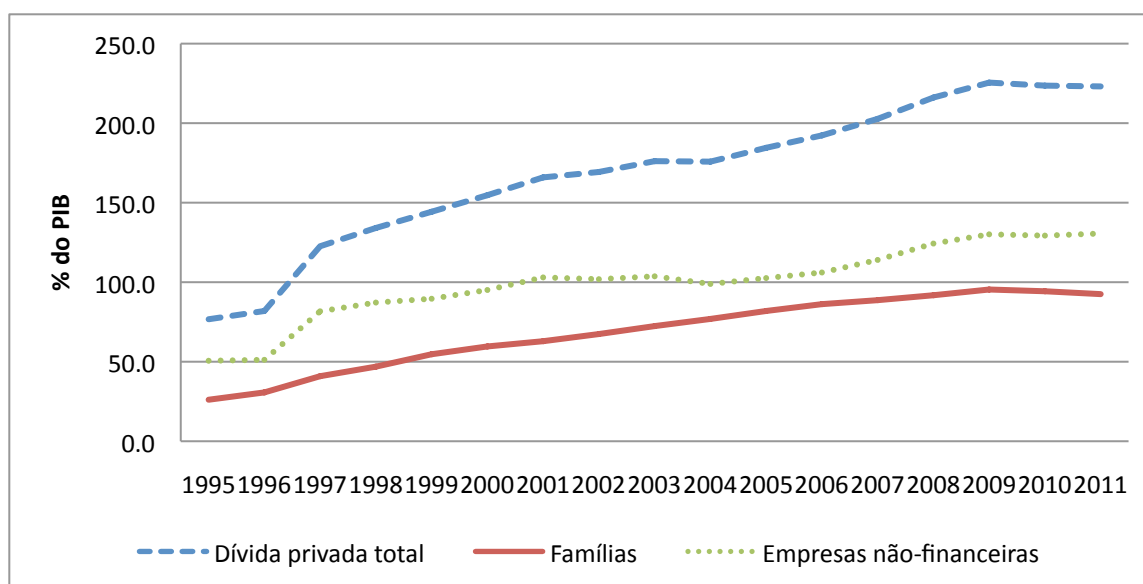


Gráfico 6.2: Dívida privada das famílias e das empresas não financeiras em percentagem do PIB (consolidada). Fonte: Banco de Portugal

A dívida bancária, por sua vez, ficou ligada à dívida pública pela decisão tomada em 2008 pela UE de salvar os bancos a todo o custo. Dada a ligação umbilical estabelecida entre estado e banca, o sistema bancário sobre-endividado passou a representar uma ameaça para a solvabilidade do próprio estado. Mesmo estados pouco endividados, como a Irlanda e a Espanha, viram o seu acesso a recursos financeiros bloqueado nesta crise devido à situação calamitosa dos bancos sujeitos à sua jurisdição. Em Portugal, a banca foi protegida por garantias públicas às suas dívidas que degradaram a posição financeira do estado português. Posteriormente a mesma banca viria a receber dos contribuintes cerca de 10 % do empréstimo da troika sob a forma de capital.

6.2. DÍVIDA DAS EMPRESAS E DAS FAMÍLIAS

6.2.1 O endividamento das sociedades não financeiras

“Sociedades não financeiras” são todas as sociedades comerciais e dividem-se nas categorias de “microempresa”, “pequena empresa”, “média empresa” e “grande empresa”.

Em 2011, segundo o Eurostat, a dívida das sociedades não-financeiras ascendia a 130,6 % do PIB. A maior parte do crédito concedido às empresas foi contraída pelas grandes empresas. Em outubro de 2012, 30 % da dívida das empresas dizia respeito a mil grandes empresas, 21 % a 6 mil médias empresas, 19 % a 39 mil pequenas empresas e os restantes 30 % a 321 mil microempresas (Fonte: Boletim Estatístico Banco de Portugal, dezembro de 2012). Entre os créditos concedidos às empresas destacam-se dois sectores: o da construção e o do imobiliário

A situação de endividamento das empresas é particularmente gravosa se considerarmos a contração da concessão de crédito que atualmente ocorre.

A recessão manifesta-se também no crescimento do crédito mal parado de empresas. Entre 2008 e 2012, o rácio do crédito em risco das sociedades não financeiras quadruplicou, passando, segundo o Banco de Portugal, de 3,4 % para 13 %. Este aumento está necessariamente relacionado com o número de empresas extintas. Em 2011, a totalidade das sociedades registadas no Instituto de Registos e Notariado ascendia a 640 685.³⁸ No mesmo ano, 58 402 sociedades foram dadas como extintas, com especial incidência em quatro áreas delimitadas por secção de CAE: comércio por grosso e a retalho (11 121 sociedades extintas); construção (4 687 sociedades extintas); indústrias transformadoras (3 840 sociedades extintas); e alojamento, restauração e similares (3 049 sociedades extintas).

6.2.2 O endividamento dos particulares

Por “particulares” entende-se as “famílias, os empresários em nome individual e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias”³⁹.

A dívida dos agregados familiares divide-se genericamente em duas componentes. A primeira, mais importante em termos quantitativos, refere-se aos empréstimos para

³⁸ O número inclui sociedades não-financeiras sem objectivos comerciais.

³⁹ Cf. Banco de Portugal

aquisição de habitação e amortização de hipotecas. A segunda refere-se à contração de empréstimos para consumo.

As famílias portuguesas, cujo perfil de poupança era relativamente conservador, foram obrigadas a lidar com três tipos de pressão: salários estagnados pressionados por um sistema fiscal regressivo de facto (ainda que não *de jure*), serviços públicos frágeis e cada vez mais onerosos e ofertas de crédito aparentemente favoráveis, muitas vezes usurárias.

Em 1995, a dívida das famílias representava, segundo o Eurostat, 26,1 % do PIB, enquanto em 2012 atingia os 92,5 %. Este endividamento distribui-se desigualmente na população. Segundo o Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF)⁴⁰, o endividamento, como já vimos, concentra-se em 37,7 % das famílias, distribuindo-se de forma muito desigual ao longo das classes de rendimento. De facto, de entre os 20 % de famílias de menor rendimento, 12,5 % tem dívidas. No outro extremo da distribuição, nos 10 % das famílias com maior rendimento, 62,5 % tem dívidas. Esta distribuição ascendente é, de resto, observável em várias dimensões, formando uma tendência a partir da qual se pode postular a hipótese de uma correlação positiva entre endividamento e estatuto social e cultural dos agregados familiares. Agregados familiares mais escolarizados, trabalhadores por conta de outrem e com maior património tendem a ter mais dívidas.

6.2.3 O crédito à habitação e ao consumo

A componente mais importante da dívida dos particulares é aquela que se reporta à aquisição de habitação. No ano de 2011, segundo o Eurostat, a taxa de propriedade imobiliária, isto é, a percentagem das famílias com habitação própria em Portugal era superior a 75 %. Para adquirir habitação própria, as famílias endividaram-se muito junto da banca. Em dezembro de 2012, o crédito imobiliário às famílias representava um montante equivalente a 71,7 % do PIB.

Uma questão relevante é o peso da dívida hipotecária no rendimento disponível dos agregados familiares. De acordo com o Eurostat, a percentagem de agregados familiares com elevados encargos financeiros devido a aquisição de habitação própria ascendia a 34,1 % do total, excedendo as médias da UE27 e da UE15.

Os encargos financeiros com aquisição de habitação representavam, em 2011, 16,7 % do rendimento disponível das famílias. Contudo, este indicador parece ser sensível às desigualdades na composição dos agregados familiares: se nos ativermos apenas às pessoas singulares com crianças dependentes a taxa sobe para 28,8 %; já nos agregados familiares sem sujeitos dependentes esta taxa é de 14,1 %.

⁴⁰ <http://www.bportugal.pt/pt-PT/BdP%20Publicaes%20de%20Investigao/OP201201.pdf>

De facto, a importância desta componente da dívida privada é tanto mais significativa quanto envolve um forte impacto no setor financeiro, expresso no crescimento do crédito mal parado e nas respetivas imparidades. Entre 2008 e 2012, segundo o Banco de Portugal, o rácio de crédito com finalidade “habitação” em risco aumentou de 4,4 % para 6,6 %.

A componente do endividamento dos particulares relativa a consumo e outros fins tem uma significância muito menor do que a relativa à habitação. À proliferação de instituições de crédito especializadas no crédito ao consumo correspondeu uma expansão deste ramo, que se prolongou até 2009 (ano em que atingiu um pico de 33,5 % do PIB). A partir de então o peso do crédito ao consumo tem vindo a diminuir e atingiu os 29,46 % em dezembro de 2012.

7. A DÍVIDA PÚBLICA PODE SER PAGA? A QUE CUSTO?

7.1 A AUSTERIDADE NÃO PAGA DÍVIDAS

A “grande recessão” teve oficialmente início nas instituições europeias em março de 2008, no momento em que a palavra “crise” foi inscrita pela primeira vez nas conclusões do Conselho Europeu (CE, março 2008).

Nos quatro anos que entretanto decorreram, a resposta europeia à crise não tem sido uniforme, sendo possível identificar pelo menos três fases distintas:

- na primeira fase (março de 2008 a dezembro de 2008), “fase financeira”: a preocupação dominante foi a estabilidade do sistema financeiro, isto é, o resgate dos bancos;
- a segunda fase (dezembro de 2008 a fevereiro de 2010), “fase económica”: foi caracterizada pela tentativa de esconjurar a recessão económica com recurso (temporário) a políticas orçamentais expansionistas;
- a terceira fase (fevereiro de 2010 ao presente), “fase orçamental”: corresponde à deslocação do foco das preocupações da recuperação económica para a estabilidade do euro, pela via da “consolidação orçamental”.

Em cada uma destas fases, a resposta europeia determinou de facto as políticas nacionais. No caso português, os sucessivos “pacotes” de medidas anunciados e parcialmente

implementados pelos governos nas diversas fases da crise são traduções quase literais das políticas europeias.

Na fase financeira da crise, no último trimestre de 2008, o governo português aprovou uma “Iniciativa de Reforço da Estabilidade Financeira (IREF)” orientada para o reforço das instituições financeiras. Já na fase económica, em janeiro de 2009, o governo respondia aos apelos das instituições europeias com a “Iniciativa para o Investimento e o Emprego”.

A fase orçamental é inaugurada em Portugal em março de 2010 com o “Programa de Estabilidade e Crescimento” que haveria de ficar conhecido como PEC I. A este haveria de suceder, a 13 de maio de 2010, um novo pacote (PEC II), o orçamento de 2011 (PEC III) e o memorando celebrado com a troika FMI/UE/BCE.

Para avaliar o impacto da austeridade devemos, portanto, recuar a março de 2010 (PEC I) e não ao momento da assinatura do memorando a 3 de maio de 2011.

As políticas de austeridade e de “ajustamento estrutural” inscritas nos PEC e no memorando estavam e estão orientadas para a redução do défice e da dívida pública, para o reequilíbrio do défice externo por via da redução de salários (“desvalorização interna”) e a atração de investimento estrangeiro:

- o objetivo de redução do défice e da dívida tem sido prosseguido através de aumentos de todas as taxas de imposto, cortes da despesa transversais à maioria das rubricas do orçamento e privatizações.

Os principais aumentos de impostos incluem: a redução de benefícios fiscais, o aumento de todas as taxas do IVA, o aumento das contribuições dos assalariados para a segurança social e das taxas de IRS. Formas de co-pagamento foram introduzidas no Sistema Nacional de Saúde e os preços dos transportes públicos aumentados substancialmente.

Os principais cortes na despesa incluem: reduções salariais na administração pública, cortes das pensões de reforma, cortes de despesa no Serviço Nacional de Saúde e na educação e o congelamento do investimento público.

O programa de privatizações previsto nos PEC foi incluído no memorando e posteriormente alargado para incluir a quase totalidade do Sector Empresarial do Estado;

- o objetivo da “desvalorização interna” tem sido prosseguido por políticas de “flexibilização do mercado de trabalho” e de redução da proteção social.

Na sequência da negociação com alguns parceiros sociais, o governo obteve uma profunda transformação da legislação laboral orientada para a facilidade dos despedimentos, a flexibilização do tempo de trabalho e a redução da remuneração do tempo de trabalho extraordinário. O número de dias de trabalho anual foi aumentado.

Os sistemas de proteção social foram reconfigurados com o endurecimento das condições de acesso e a redução das prestações;

- o licenciamento de projetos de investimento foi “flexibilizado” para facilitar as concessões de exploração de recursos.

O impacto económico e social de quase três anos austeridade, medido por indicadores disponíveis, é devastador:

- no terceiro trimestre de 2010 a economia iniciou uma trajetória de recessão; de então até ao terceiro trimestre de 2012 o PIB contraiu em termos reais 5,3 % (Fonte: INE);
- o número de falências de empresas (a maior parte pequenas) em 2011 aumentou 12 % relativamente a 2010 e 43 % em 2012 relativamente ao ano anterior (Fonte: Instituto Informador Comercial);
- o nível de emprego, que iniciara uma trajetória descendente no terceiro trimestre de 2008, desceu 7 % entre o primeiro trimestre de 2010 e o terceiro trimestre de 2012 (Fonte: Eurostat);
- a taxa de desemprego passou de 11,2 % no primeiro trimestre de 2010, para 16,6 %, no terceiro trimestre de 2012 (Fonte: Eurostat);
- o número de desempregados beneficiários sem acesso a subsídio passou de 48 %, em outubro de 2010 para 57 % dois anos mais tarde;
- o número de beneficiários de Rendimento Social de Inserção diminuiu 10 % entre outubro 2010 e outubro de 2012, apesar do aumento da pobreza;
- os salários nominais desceram: 1,1 % entre o 2.º trimestre de 2010 e o mesmo trimestre de 2011 e 8,9 % de então até ao mesmo trimestre de 2012;
- o saldo migratório tornou-se negativo em 2010 e 2011 e atingiu valores que só têm precedente na década de 1960 do século passado. No primeiro semestre de 2012 o número de emigrantes portugueses na Alemanha aumentou 53 % relativamente ao mesmo período de 2011 (Fonte: DN 15 de novembro 2012).

A austeridade inscrita no memorando da troika e nos Planos de Estabilidade e Crescimento (PEC) que o antecederam tem uma “lógica”. Os seus objetivos são: (a) reduzir a despesa interna e aumentar as exportações, de forma a garantir uma balança corrente positiva capaz de gerar um excedente que permita reduzir a dívida externa; (b) reduzir a despesa pública e aumentar a receita de forma a gerar um excedente orçamental que permita reduzir a dívida pública. Os meios para atingir estes objetivos são nossos conhecidos: redução dos salários e das pensões, redução das prestações sociais, redução

do investimento público, redução da prestação pública de serviços e aumento dos impostos e das taxas de acesso aos serviços públicos.

A redução das despesas e o aumento dos impostos têm como consequência a recessão económica e o aumento do desemprego. No entanto, estes efeitos *a priori* negativos, são eles próprios instrumentais para o objetivo de obtenção de um *superavit* da balança corrente. O desemprego, aliado à redução do montante e duração do subsídio, obriga os trabalhadores a aceitar salários mais baixos; a diminuição do rendimento disponível das famílias decorrente do desemprego e da redução dos salários faz diminuir as importações. A redução dos salários (chamada “desvalorização interna”), por outro lado, é tida como condição do aumento das exportações, por via da redução do seu custo e preço de oferta nos mercados internacionais.

Em certo sentido, o governo e a troika não erram quando dizem que o “ajustamento” está a ser realizado “com sucesso”. Os salários têm efetivamente vindo a cair (ver gráfico 7.1). Entre o início do processo de “ajustamento” (em particular a partir de maio de 2011) e o presente, as importações sofreram uma enorme queda. As exportações, por outro lado, continuaram a recuperar dos mínimos de 2009, embora com acréscimos cada vez menores. Dessa forma, em outubro de 2012 verificou-se pela primeira vez em décadas um saldo positivo, quer da balança de bens e serviços, quer da balança corrente (ver gráfico 7.2).

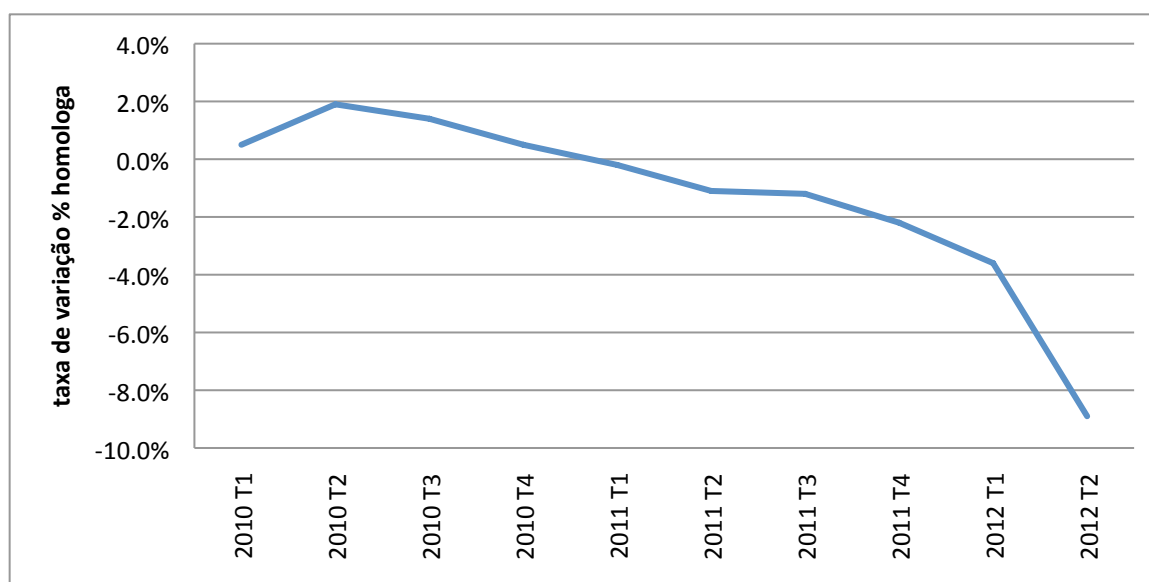


Gráfico 7.1: Salários nominais, taxa de variação relativa ao mesmo período do ano anterior. Fonte: INE, Relatório do Orçamento de Estado 2013.

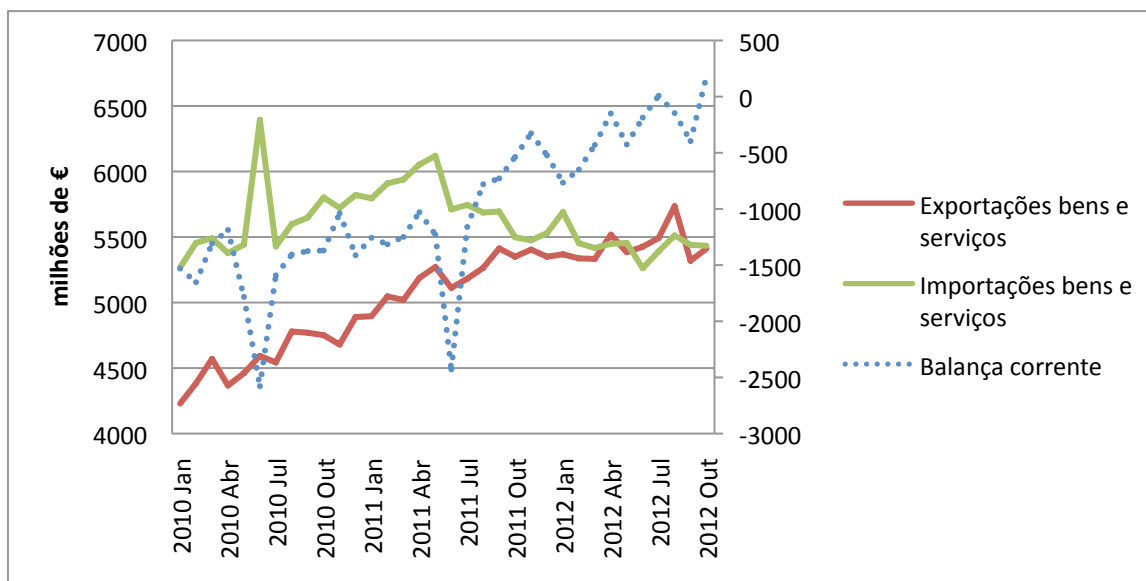


Gráfico 7.2: Portugal Jan. 2010 a Out. 2012, Balança Corrente, Exportações e Importações (séries ajustadas de sazonalidade). Fonte: Banco de Portugal

Já relativamente ao défice orçamental, como vimos na secção 4, o insucesso, mesmo relativamente à lógica do memorando, é manifesto.

A austeridade tem uma lógica, mas esta lógica não funciona no mundo real. O resultado direto da austeridade (a recessão e a destruição de emprego) não permitem transformar os défices orçamentais nos *superavits* que permitiriam reduzir o nível do endividamento público. A dívida continua a aumentar em valores absolutos ao mesmo tempo que o PIB nominal⁴¹ decresce, em consequência quer da sua contração em volume, quer do abrandamento da subida, ou mesmo da queda dos preços. O resultado é o agravamento do rácio dívida/PIB, um resultado que exprime a crescente desproporção entre o valor da dívida e valor do produto anual, isto é, a degradação da capacidade de serviço da dívida por parte do estado.

Assim como falha quanto ao objetivo do controlo do défice orçamental, a austeridade pode falhar também quanto à correção do défice da balança corrente. Como se verifica no gráfico 7.3, o crescimento das exportações, apesar da desvalorização do euro face ao dólar e da descida dos salários ocorrida, tem vindo a ser cada vez menor. A explicação é simples: as políticas de austeridade estão a afetar todas as economias da zona euro, o principal destino das exportações portuguesas.

⁴¹ O Produto Interno Bruto (PIB) é expresso em termos nominais quando é valorizado aos preços do ano a que corresponde. A variação do valor do PIB de um momento para o outro depende tanto da quantidade dos bens e serviços produzidos, como da variação dos preços desses bens. Se nos interessarmos pela variação em quantidade, abstraindo da variação dos preços, temos de descontar ao PIB nominal o efeito dessa variação dos preços. Neste caso falamos de PIB real (ou em volume).

A austeridade inscrita no memorando da troika derrota-se a si mesma.

A dívida pública atingirá, no final de 2012, os 120 % do PIB, limiar a partir do qual o FMI considera que se torna insustentável. A partir daí ninguém pode afirmar com segurança como pode evoluir. A dinâmica da dívida depende de fatores que nenhum governo controla: o défice público, a taxa de crescimento em volume, os preços, as taxas de juro. A incerteza na previsão da trajetória da dívida pública é de tal ordem, que os técnicos da troika têm vindo a rever sucessivamente “em alta” suas previsões (ver gráfico 7.4).⁴²

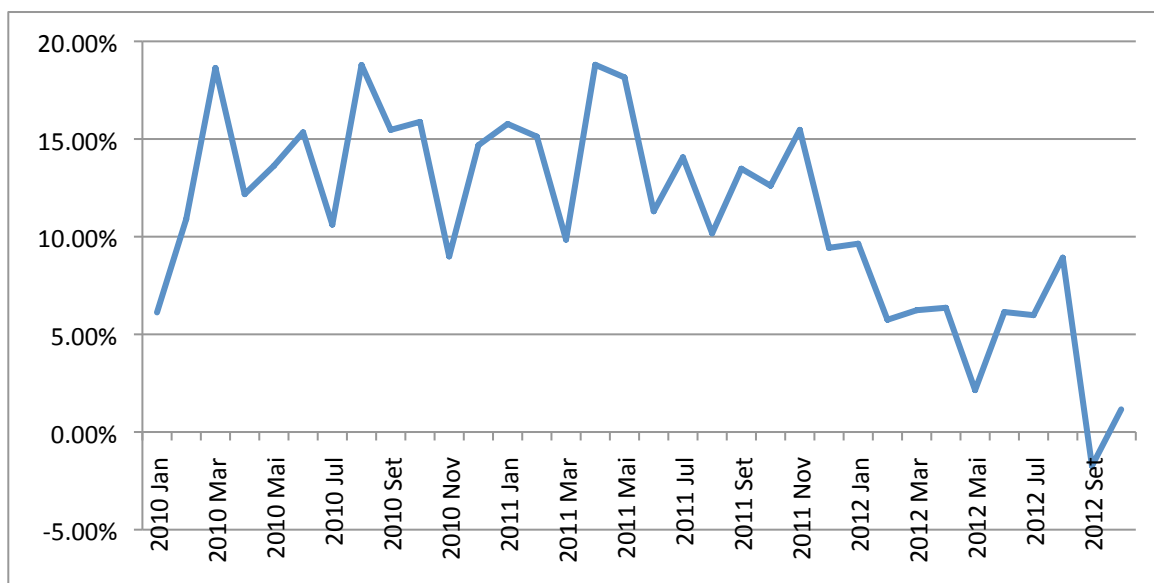


Gráfico 7.3: Exportações de bens e serviços (taxa de variação percentual relativamente ao mesmo período do ano anterior). Fonte: Banco de Portugal.

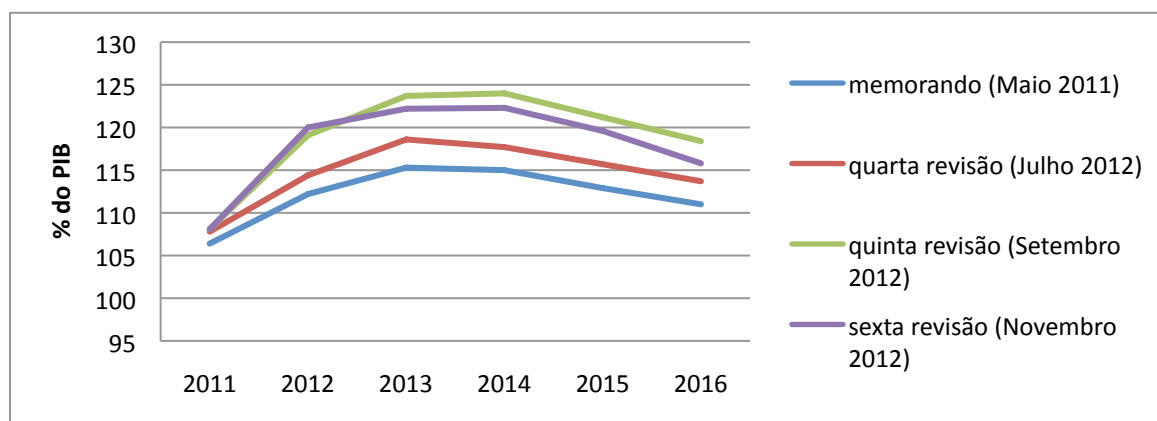


Gráfico 7.4: Trajetória da dívida pública 2011-2016, projeções da troika. Fonte: Relatórios das revisões do memorando.

⁴² Na sexta revisão, a projeção posterior a 2013 foi revista em baixa em consequência da operação de troca de dívida e extensão de prazo de reembolso realizada pelo IGCP em 2012.

A única certeza que é possível ter é de um aprofundamento da recessão em consequência do reforço da austeridade. Com o “regresso aos mercados” apoiado pelo Banco Central Europeu em 2013 ou sem ele, no final do “ajustamento” a capacidade de servir a dívida (pagar os juros e amortizá-la) será menor do que no seu início.

Atualmente (ver Relatório do Orçamento para 2013) os juros da dívida ascendem a cerca de 7 200 milhões de euros (9 % da despesa orçamentada e 4,3 % do PIB), um pouco abaixo da dotação da saúde (8 500 milhões de euros) e acima da educação (6 700 milhões). Quase todo o défice previsto na proposta de orçamento aprovada na Assembleia da República resulta dos juros da dívida.

Sabemos que uma dívida pública cujos juros (atualmente de 4,5 %) são superiores à taxa de crescimento nominal da economia (atualmente praticamente nula) tende a gerar um efeito de bola de neve cujo destino final é a bancarrota. Nos próximos anos, é provável que os juros sejam muito superiores às taxas de crescimento nominais. Tentar contrariar este efeito bola de neve sem reestruturar a dívida implica reduzir fortemente o défice, ou seja, reduzir a despesa pública e aumentar a receita para gerar um saldo primário positivo (isto, sem juros) capaz de garantir o serviço da dívida.

Segundo os cálculos da troika, para reduzir o endividamento público seria necessário passar rapidamente dos défices orçamentais primários para *superavits* (de 0,2 % em 2013 e 2,4 % em 2014). Isto só seria possível com profundos cortes na despesa e na provisão pública. Estes cortes, aliás já anunciados, equivaleriam à erradicação total do estado social (o Serviço Nacional de Saúde, a escola pública e o sistema de pensões).

Para reduzir a dívida externa para níveis comparáveis aos de meados da década de 1990 seria necessário obter um excedente da balança de bens e serviços de cerca de 6 % do PIB durante mais de uma década.⁴³ Obter um excedente desta proporção implicaria não só um crescimento sustentado das exportações, mas uma redução dos salários e um contração da procura interna e das importações, igualmente sustentado ao longo de pelo menos uma década. Utilizar este excedente para reduzir o endividamento externo significa transferir para o exterior anualmente grande parte da poupança interna e abdicar do investimento produtivo também durante uma década.

A austeridade empobrece, não paga dívidas. A insistência no serviço da dívida a todo o custo equivale a um plano demencial com consequências para o futuro coletivo difíceis de imaginar. Não é apenas o estado social que é posto em causa. A transferência para o exterior da poupança nacional durante uma década equivale à desistência de qualquer perspectiva de desenvolvimento futuro.

⁴³ A estimativa é de Ricardo Cabral em “Dívida – como explicar o crescimento da dívida externa nacional desde 1996?”, in *Ter Opinião* 2012, Fundação Francisco Manuel dos Santos.

“Ajustamentos” com esta profundidade e natureza já foram tentados noutros períodos históricos e noutros lugares. O resultado foi, invariavelmente, a fratura social e o colapso da democracia.

7.2 SERÁ SUSTENTÁVEL?

Em Portugal a questão da sustentabilidade financeira da dívida tornou-se central. Atingir uma dívida sustentável parece ser o objectivo último usado para justificar todos os sacrifícios. O problema é que o conceito de sustentabilidade é muitas vezes usado sem se precisar o que se entende por dívida sustentável.

Além do problema do conceito, há também um problema de estimativas. As análises de sustentabilidade pressupõem a utilização de estimativas de evolução económica de médio e longo prazo, que são particularmente questionáveis num contexto de grande volatilidade da economia e numa altura em que as diferentes previsões publicadas por organismos nacionais e internacionais se têm verificado consistentemente demasiado otimistas, sofrendo constantes revisões em baixa e subestimando o impacto recessivo das medidas de austeridade (veja-se, por exemplo, o recente mea culpa publicado pelo Fundo Monetário Internacional).

É necessário começar por definir um conceito da sustentabilidade que se deseja atingir e, por outro lado, ver em que moldes se podem analisar as condições dessa sustentabilidade.

Desde logo, a ideia simplista de se definir um limite transversal de dívida a partir do qual se considera que um país está em apuros tem sido recusada por razões práticas e teóricas. O nível de dívida, por si só, é pouco relevante, se não considerarmos as suas características: estrutura de amortizações; distribuição entre dívida em moeda doméstica e moeda estrangeira; distribuição entre credores internos e externos; a sua evolução recente e até a posição do país na economia mundial. Há países com níveis de dívida muito mais altos do que Portugal onde esta não é questionada como sendo insustentável (e.g. Japão com 220 % do PIB de dívida pública, embora quase metade desta seja detida pelo Banco Central) e outros países com níveis mais baixos do que o português, mas cuja dívida, por haver por exemplo um acesso restrito aos mercados, é tida como insustentável (como acontece com alguns países em vias de desenvolvimento com dívida denominada em moeda estrangeira e cujos estados têm pouca capacidade de angariação fiscal de recursos).

Há dois valores habitualmente mencionados neste âmbito: 60 % do PIB é um valor visto como aceitável e sustentável ao nível europeu, tendo sido definido como limite nos critérios de Maastricht e 120 % foi o valor mencionado como um valor de rutura, surgido no contexto da crise Grega. Nenhum destes valores é baseado em análises teóricas profundas, estando portanto profundamente ligados às condições dos contextos em que

foram definidos. Assim, estes níveis podem ser vistos como pontos de referência e ligados à barreira psicológica dos 100 % do PIB (na qual seria necessária toda a riqueza produzida do país, ao longo de um ano inteiro, para pagar a dívida). Mas estes conceitos não definem, por si só, uma dívida sustentável ou insustentável.

A confusão no conceito de sustentabilidade advém do próprio facto de não haver um consenso teórico sobre este assunto. Diferentes economistas ou instituições definem conceitos diferentes de sustentabilidade, com condições mais ou menos limitadoras, sobre os quais desenvolvem o seu trabalho. Por vezes, estes trabalhos envolvem modelos matemáticos bastante complexos, o que não é de todo sinónimo de maior rigor e certamente não confere mais transparência ao processo. Estas definições de sustentabilidade mais estreitas implicam processos dinâmicos, avaliando-se, consoante o modelo escolhido, indicadores como as tendências de evolução da dívida ou das taxas de juro, o ritmo previsto para o crescimento e as suas variáveis determinantes ou até a capacidade histórica, em termos estatísticos, de os governos reagirem a aumentos de dívida com ajustamentos orçamentais.

Dada a complexidade do debate, opta-se frequentemente por uma abordagem bastante simples do conceito de sustentabilidade, que se resume a atingir uma tendência decrescente do nível da dívida em percentagem do PIB.

Há também que notar que o conceito de sustentabilidade da dívida não está necessariamente limitado à trajetória financeira desta, ou seja, à garantia de cumprimento dos compromissos financeiros do estado com os credores. A sustentabilidade pode e deve ser analisada também à luz da capacidade do estado em promover um programa de crescimento económico e diminuição do desemprego, aliado à provisão de serviços públicos de qualidade e segurança social. Em suma, a sustentabilidade deve ser entendida não só como uma medida dos compromissos financeiros do estado, mas também dos seus compromissos com os cidadãos.

7.2.1 Previsões de evolução da dívida

Se o conceito de sustentabilidade é necessariamente um conceito político naquilo que explicitamente ignora (como nas medidas de capacidade de pagamento do serviço da dívida pública) e naquilo que inclui (os compromissos com os seus cidadãos), o mesmo não acontece com as previsões quanto à dívida pública futura.

No modelo de previsão habitualmente utilizado, a dívida de um determinado ano é dada pela soma da dívida do ano anterior com os juros aplicáveis a essa dívida e o défice do ano corrente. Assim, a variação de dívida em percentagem do PIB é relativamente simples de calcular, se houver previsões para o défice primário (isto é, défice sem juros), juros da dívida pública, inflação e crescimento económico.

As fórmulas mais comuns de evolução da dívida pública são as que surgem nas análises de sustentabilidade apresentadas nos relatórios de revisão do PAEF e que podemos utilizar como base de análise. Como sabemos, as previsões da troika têm sido revistas sistematicamente, subindo a curva de previsão da evolução da dívida mas prevendo-se sempre uma tendência decrescente a partir de 2014, ou seja, prevêem que as medidas propostas levariam a prazo a um caminho de sustentabilidade, apesar das revisões negativas (ver gráfico 7.4).

O problema em relação a esta tendência decrescente reside nos pressupostos utilizados para os condicionantes da dívida, os quais apresentamos brevemente:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dívida Pública [em % do PIB]	108,1	119,1	123,7	123,5	121,1	118,3
Crescimento Real do PIB [em %]	-1,7	-3,0	-1,0	1,2	1,8	1,8
Saldo Orçamental Primário (sem juros) [em % do PIB]	-0,4	-0,5	0,2	2,4	3,1	3,2
Inflação (deflator do PIB) [em %]	0,7	0,3	1,3	1,0	1,2	1,2
Taxa de juro real média [em %]	3,6	3,7	2,6	3,2	3,0	3,1

Quadro 7.1: Pressupostos da 5.ª Revisão do PAEF. Fonte: FMI

Isto quer dizer que a obtenção desta trajetória descendente nos próximos anos está dependente de Portugal ter um crescimento positivo já em 2014 e atingir saldos primários acima de 2 % do PIB a partir desse ano. Ambas as condições parecem-nos absolutamente irrealistas à luz da introdução de novas vagas de austeridade já anunciadas por este governo (corte de 4 mil milhões de euros na despesa até 2014), tal como nos parece difícil a obtenção de uma descida da taxa de juro da dívida pública nos próximos anos, como está previsto. Tal implicaria, por um lado, uma inverosímil queda dos juros cobrados a Portugal para um nível próximo daquele que foi verificado antes da crise e, por outro lado, combina um cenário de recuperação económica com a manutenção de baixas taxas de juro, o que é aparentemente contraditório à luz da política monetária do BCE. Faz, por isso, sentido testar os cálculos com diferentes cenários para ver os impactos de diferentes previsões na tendência de crescimento da dívida (o FMI também desenvolve alguns cálculos deste tipo que podem ser consultados nos relatórios de revisão do PAEF).

Caixa 7.1: Calcular o futuro da dívida

Se usarmos as fórmulas do FMI e as “esticarmos” no tempo, mantendo como hipótese de base as previsões da troika para o último ano disponível (2017), podemos ter uma ideia dos impactos das diferentes variáveis.

Segundo este modelo, a dívida de um determinado ano t pode ser descrita pela seguinte equação, onde d representa a dívida em percentagem do PIB, p representa o saldo primário em percentagem do PIB, i representa a taxa de juro nominal e γ é o crescimento nominal do PIB, t é o período de cada variável (sendo t o ano presente e $t-1$ o ano anterior).

$$d_t = -p_t + \frac{1 + i_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1}$$

A partir desta equação podemos identificar o efeito dos diferentes elementos na evolução de cada ano e apontar como o “efeito bola de neve” na dívida pode surgir em diferentes cenários.

7.2.2 Pode ser paga?

Com base nestas fórmulas podemos ver o efeito de alterações nas previsões para diferentes variáveis face ao cenário base do FMI (5.ª revisão do memorando). Testámos os seguintes cenários, com mudanças em apenas uma das variáveis nos dois primeiros casos e com alteração simultânea das duas no terceiro⁴⁴:

- cenário 1: subida de 1,5 % da taxa de juro nominal a partir de 2013;
- cenário 2: défice primário de 0 % a partir de 2013;
- cenário 3: combinação dos dois cenários anteriores.

Os resultados podem ser analisados no gráfico, que os compara com o cenário base da 5.ª revisão do FMI.

⁴⁴ Note-se que a ideia de uma destas variáveis variar sem qualquer impacto nas restantes é muito pouco realista. Trata-se apenas de testar os mecanismos automáticos da dívida, mas não podemos considerar estes testes como previsões propriamente ditas. Além disso, é preciso ter em conta que a nosso ver algumas das hipóteses colocadas pela troika são muito pouco realistas, e essas não estão a ser alteradas quando se fazem variar as variáveis individualmente. Isto quer dizer que os resultados poderiam ainda piorar.

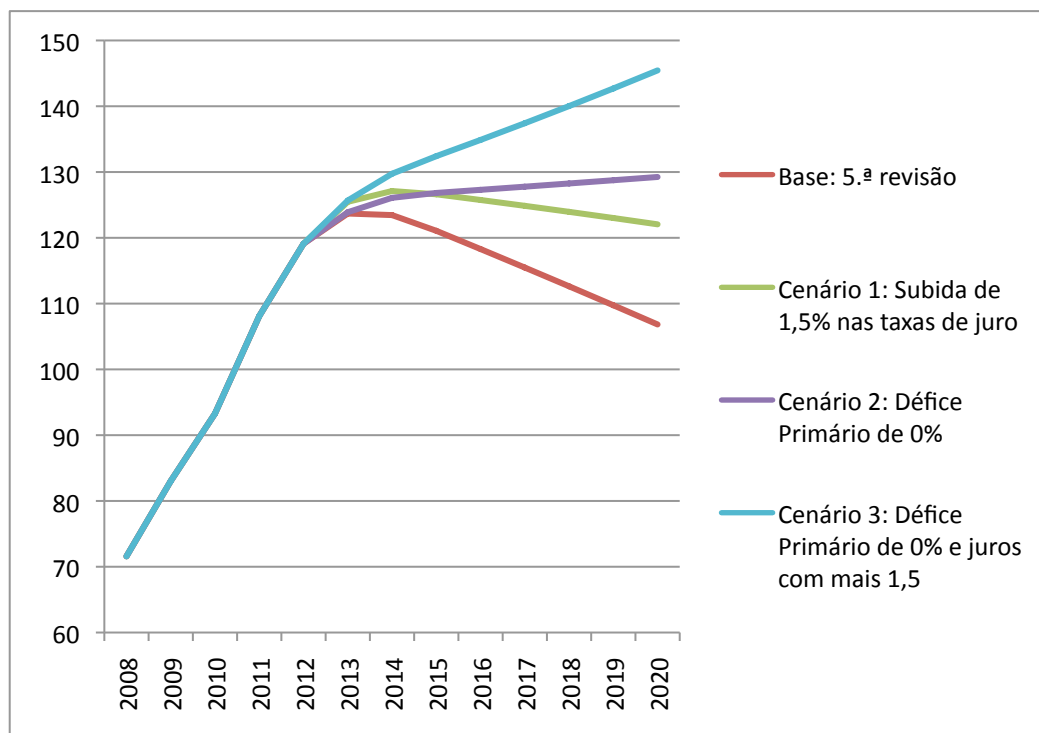


Gráfico 7.5: Cenários de (in)sustentabilidade. Fonte: FMI e cálculos IAC

Nenhuma das condições dos cenários 1, 2 e 3 é particularmente extrema ou inesperada.

Uma subida de juros de 1,5 % poderia ocorrer caso Portugal regressasse já em 2013 aos mercados num contexto de grande instabilidade e de exigência de prémios de risco relevantes por parte dos investidores. Naturalmente, seria praticamente impossível manter as taxas de juro que se obtinham nos mercados antes da crise. Este cenário é um mero exemplo do impacto que um aumento das taxas de juro poderia ter na dívida, mesmo mantendo constantes os pressupostos da troika, por exemplo, em termos de défice primário, que consideramos excessivamente otimistas.

A troika supõe que este excedente seria obtido pela contração de despesas acompanhada de um aumento de receitas. No entanto sabemos já, pelos resultados negativos que têm sido verificados, que o impacto recessivo desta receita está a ser subestimado. Dificilmente se conseguirá obter este excedente, muito menos com as taxas de crescimento de 1,8 % que acompanham o modelo.

Uma forma de vermos como os erros destas previsões têm impacto na evolução da dívida, é colocarmos, por exemplo, o défice primário a zero. Sem alterações no crescimento e outras variáveis, esta mudança coloca a dívida numa trajetória ascendente. Apesar de o estado não estar a gerar novo endividamento, mesmo valores de crescimento da ordem dos 2 % seriam insuficientes para contrabalançar a bola de neve dos juros.

Se combinarmos os dois efeitos e considerarmos uma situação de défice nulo, mas com taxas de juro mais elevadas, o caminho da dívida é claramente explosivo. Se sublinharmos o carácter demasiado otimista de crescimento aqui assumido num contexto de austeridade, com o atual nível dívida é aparentemente insustentável no futuro.

Na nossa opinião esta análise implica quatro conclusões:

1. variações razoáveis dos pressupostos da troika, nomeadamente quanto ao défice primário e às taxas de juro de mercado, colocam rapidamente a dívida num caminho insustentável;
2. a recessão económica tem um efeito claramente negativo nos rácios de dívida. Não é possível colocar a dívida num caminho sustentável sem crescimento económico;
3. um défice primário nulo, por si só, não seria suficiente para controlar a dívida. Conhecemos os terríveis impactos sociais da tentativa de obter excedentes orçamentais, sobretudo num contexto já de si recessivo. Note-se que, mesmo após todos os choques orçamentais e sociais que Portugal já viveu, o objectivo do equilíbrio orçamental continua sem ser atingido. Isso mostra a irresponsabilidade de uma previsão de um excedente orçamental primário para os próximos anos;
4. se considerarmos valores realistas nas previsões da evolução da dívida verificamos que a rota decrescente não será alcançada. O valor do peso dos juros e o seu efeito bola de neve pesará sempre sobre qualquer tentativa de maior controlo orçamental e será ainda agravado pelos efeitos recessivos desse controlo.

Sem um corte da dívida e dos juros, seguido de uma política de estímulo económico cujos défices sejam compensados pelo crescimento criado, não é possível considerar a dívida portuguesa como sustentável.

8. A DÍVIDA DEVE SER PAGA?

A ideia de que uma dívida resulta de um contrato entre um credor e um devedor, de que os contratos são sagrados e que devem “ser honrados” custe o que custar, embora mil vezes repetida, não resiste à crítica.

A dívida envolve certamente um contrato entre duas partes. Esse, como qualquer contrato, envolve o consentimento das partes envolvidas. No entanto, a circunstância e o poder negocial dos contratantes é muitas vezes assimétrico. Alguém em estado de extrema necessidade pode ser obrigado a dar o seu consentimento a um contrato que põe em causa a sua dignidade e os seus direitos. A violação da dignidade e dos direitos, uma vez reconhecida, torna o contrato ilegítimo. O estado pode mesmo não reconhecer o contrato, considerando-o ilegal.

O consentimento das partes não é, portanto, suficiente para estabelecer a legitimidade de um contrato. A legitimidade de qualquer contrato é contestável e muitas vezes contestada, e os contratos de dívida não são exceção.

No caso da dívida pública a ilegitimidade é por vezes extremamente clara. É o que se passa com a dívida contraída por “um poder despótico (...) não para satisfazer as necessidades e os interesses do estado, mas para fortificar o seu regime despótico, para reprimir a população que o combate (...)”. Uma tal dívida, designada de dívida odiosa por Alexander Sack em 1927, incumbiria, na opinião deste jurista, exclusivamente ao poder ditatorial que a contraiu e não à nação ou ao povo que dela foi vítima.

O critério de Sack para o estabelecimento da natureza odiosa da dívida, originalmente circunscrito ao caso das ditaduras, expandiu-se com o tempo e passou a abarcar situações em que: (a) a dívida é contraída contra a vontade do povo, (b) os recursos financeiros foram gastos de modo contrário aos interesses da população e (c) os credores têm consciência das intenções de quem tomou de empréstimo.⁴⁵

A par do conceito de dívida odiosa, existem no direito internacional público disposições que podem ser evocadas para a suspensão do reembolso ou mesmo a anulação de dívidas. Para estabelecer a nulidade de um contrato de empréstimo é preciso ter em conta as cláusulas do contrato, as circunstâncias em que foi celebrado e o destino dos fundos emprestados. À luz do direito internacional público, o contrato pode ser nulo por estar ferido de (a) vícios de consentimento, (b) causas ilícitas ou imorais, (c) usos ilícitos dos fundos emprestados.⁴⁶

⁴⁵ Ver Millet, Damien e Toussaint, Eric (2012), *AAA – Audit, Annulation, Autre Politique*, Seuil. p. 116.

⁴⁶ Ver Millet, Damien e Toussaint, Eric (Orgs.) (2011), *La Dette ou la Vie*, Editions Aden, Cap. 21.

No caso da dívida pública portuguesa há claramente questões de legitimidade que devem ser escrutinadas. Entre elas destacam-se: as circunstâncias em que a dívida associada ao memorando da troika foi negociada (por um governo demissionário e sem debate parlamentar) e as condições associadas a essa dívida; a dívida que resulta de despesa pública ilegítima, como os contratos do estado que favorecem indevidamente interesses privados (nomeadamente os contratos de PPP e suas revisões sucessivas); ajudas aos bancos privados; as decisões de nacionalização e privatização do BPN; a perda de receita por amnistia a crimes fiscais; despesas públicas a que está associada corrupção.

As questões da legitimidade ou ilegitimidade da dívida e da sua legalidade ou ilegalidade constituíram-se desde a Convenção de Lisboa como temas centrais do processo de auditoria. Continuam hoje a ser fundamentais e merecem aprofundamento.

No decurso do trabalho da IAC e seus debates, tornou-se claro que a formulação das questões de legitimidade em termos de determinação da “parte” da dívida que não deve ser paga por ser ilegítima ou ilegal e de outra parte que o deve ser por ser legítima e legal não é rigorosa.

Haverá, eventualmente, exemplos de dívida ilegal (por vício contratual), bem como alguns outros casos de dívida que serão ilegítimos em virtude da natureza dos termos financeiros ou das condições que lhe estão associadas. Todos esses casos serão, naturalmente, candidatos prioritários ao cancelamento. Mas em geral a auditoria cidadã à dívida dificilmente permitirá identificar e delimitar “parcelas” da dívida legítimas e “parcelas” ilegítimas da dívida titularizada.

O motivo é simples: independentemente das opções erradas e eventualmente ilegais ou ilegítimas que possam ter estado na origem dos défices que implicaram a contração de dívida adicional (como as parcerias público-privadas ruinosas ou os casos do BPN ou dos submarinos), a dívida em si mesma não foi contraída de forma consignada e diretamente ligada a essas despesas, mas sim como parte de um “bolo” que foi colmatando défices sucessivos. Mesmo que fosse possível determinar um montante ilegítimo, não era possível estabelecer uma correspondência entre este montante e títulos de dívida concretos.

A questão de legitimidade mais geral e importante não se prende com casos específicos de ilegalidade ou ilegitimidade. Quando o serviço da dívida é feito em desrespeito e em rutura com compromissos do estado em relação aos cidadãos e cidadãs, designadamente os pensionistas e os desempregados, e em violação clara da preservação da dignidade e de direitos humanos consignados no direito internacional e na Constituição da República, a prioridade atribuída aos compromissos contraídos junto dos credores financeiros é ela mesma ilegítima.

Se perguntarmos “quem é que ainda não fez sacrifícios?” a resposta é óbvia: os credores. E, no entanto, os credores emprestaram porque emprestar é a natureza do seu negócio,

contraíram um risco e são remunerados pelo juro. Por que razão, em circunstâncias extraordinárias, são os únicos poupados?

9. REESTRUTURAÇÕES

A composição e sustentabilidade da dívida soberana portuguesa apontam para a necessidade de se reestruturar a dívida pública de forma a colocar o seu *stock* numa trajetória sustentável, compatível com a salvaguarda do Estado Social e o desenvolvimento. Esta secção procura mapear os diferentes cenários de uma reestruturação da dívida portuguesa, destrinçando os diferentes significados – amiúde utilizados de forma ambígua propositadamente - de um processo hoje defendido pelos mais diferentes quadrantes da sociedade portuguesa. Não se pretende aqui apresentar um plano detalhado para a reestruturação da dívida nacional, mas apenas mostrar as diferentes formas que uma reestruturação da dívida soberana pode assumir. Consideram-se as implicações mais imediatas da reestruturação (impacto no endividamento, impacto na banca, etc) com a consciência de que há outros aspetos relacionados com implicações dos planos de reestruturação (por exemplo. a discussão sobre vantagens e desvantagens da saída do euro) que exigem análise e não são aqui discutidos.

9.1 REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA, O QUE É?

Reestruturação da dívida é um termo obíquo no espaço público português, com significados múltiplos que é necessário clarificar. Reestruturar a dívida é, no seu significado mais estreito, toda e qualquer mudança sobre a dívida e o seu perfil, podendo envolver as três componentes de um contrato de dívida, nomeadamente: a sua maturidade – prazos de pagamento inicialmente acordados; o seu preço – taxa de juro acordada; valor – montante emprestado. Qualquer mudança num destes aspetos de um contrato de dívida configura uma reestruturação. O objectivo de qualquer reestruturação é o aligeiramento dos pagamentos do devedor face a uma situação em que a insustentabilidade e risco de incumprimento são reais.

Qualquer um dos aspetos acima apontados envolve sempre uma redução do valor real a pagar pelo credor em relação ao valor inicialmente acordado. Uma reestruturação da dívida não envolve por isso necessariamente uma redução do valor nominal da dívida (um “corte de cabelo” na tradução da expressão inglesa *haircut*, que simboliza um corte no valor nominal da dívida). Assim se, por exemplo, a maturidade de um empréstimo for prolongada no tempo, sem qualquer mudança no seu preço (taxa de juro) e valor nominal, o valor líquido presente da dívida irá ser sempre reduzido devido à inflação entretanto verificada. Por exemplo, se o pagamento de 100 euros for feito em 2030, em vez de 2020,

se bem que o seu valor nominal se mantenha, envolverá sempre a desvalorização real (descontada pela inflação) dos 100 euros. Assumamos uma taxa de inflação média 2% ao ano e o valor líquido presente da dívida será reduzido em 12%. Da mesma forma, uma redução da taxa de juro tem implicações no valor líquido presente da dívida que dependerá da taxa de inflação.

9.2 DIFERENTES FORMAS DE REESTRUTURAÇÃO

Com os actuais níveis de dívida pública e com o seu crescimento num contexto de forte contração do produto, a reestruturação da dívida tornar-se-á incontornável. Isso mesmo é reconhecido em influentes relatórios da banca de investimento⁴⁷.

Nesta secção analisamos quatro possíveis cenários para a reestruturação, parcialmente baseados no registo histórico existente sobre o assunto. As variações dentro destes cenários e a sua possível combinação podem produzir outros planos de reestruturação, dependendo do contexto político, económico e social em que elas se desenrolem.

Por forma a simplificar o entendimento das opções que se colocam a um país como Portugal, apresentamos três tipos de reestruturação liderada pelos credores e dois tipos de reestruturação liderada pelos devedores. Esta distinção meramente conceptual é útil, não só como forma de perceber a iniciativa e controlo dos processos de reestruturação.

Numa reestruturação liderada pelos credores, assume-se que o país não entra em incumprimento e os novos compromissos financeiros serão normalmente apoiados por financiamento oficial (FMI, UE, etc), com condicionalidade (austeridade) associadas. Numa reestruturação liderada pelos devedores, o país soberano declara uma moratória sobre o serviço da dívida⁴⁸, entrando em incumprimento, ao longo do processo negocial com os credores.

9.2.1 Reestruturação liderada pelo credor

1ª modalidade

⁴⁷ Ver por exemplo http://www.jornaldenegocios.pt/economia/ajuda_externa/detalhe/citi_preve_reestruturacao_dos_prazos_do_emprestimo_a_portugal.html

⁴⁸ Uma moratória sobre a dívida implica a decisão unilateral do devedor de suspender o pagamento quer do principal (valor a nominal a reembolsar) quer do serviço da dívida (juros). Uma moratória de um devedor, configura legalmente um default, ou seja o incumprimento, ainda que provisório, das obrigações assumidas. Tal decisão, configurando legalmente um “evento de crédito” tem implicações imediatas sobre os credores, despoletando, por exemplo, os seguros feitos sobre títulos da dívida como os CDS (Credit Default Swaps), obrigando ao pagamento destes contratos derivados.

O primeiro aspeto a ter em consideração numa reestruturação liderada pelos credores é o âmbito da reestruturação. Tal como aconteceu no caso grego (ver caixa 1), as instituições oficiais (troika) esforçam-se para que os custos envolvam sobretudo os credores privados. Este seria um cenário onde o governo português, com a colaboração da troika, ofereceria uma troca de títulos de dívida ao sector privado (banca, fundos de investimento, etc) com novas condições – de prazo, juro e montante – de forma a colocar o *stock* de dívida e o seu serviço numa trajetória sustentável. Só com o acordo da esmagadora maioria dos nossos credores privados – aqui se jogando o peso político das instituições oficiais neste processo – se conseguiria uma reestruturação “suave” que não envolvesse o incumprimento do estado português e assim se prevenisse o despoletar dos contratos derivados (como os CDS, *Credit Default Swaps*). Esta seria aparentemente uma reestruturação voluntária, limitada em dois aspetos: nos credores envolvidos - deixa de fora os credores oficiais que hoje detêm boa parte da dívida portuguesa - e no impacto na redução do *stock* e serviço de dívida. Dado o carácter “voluntário” da reestruturação, o *default* (incumprimento) não seria assumido como tal e, portanto, os efeitos negativos de reputação seriam minimizados pelo apoio financeiro e político dos credores oficiais, conquanto a condicionalidade de tais processos implique ela mesma largos custos para a economia nacional.

O segundo aspeto a ter em conta em processos deste tipo diz respeito ao que é entendido como um *stock* de dívida sustentável. Tomando novamente o exemplo grego, este limiar foi colocado em 120% do PIB em 2020. O facto de Portugal ter marginalmente ultrapassado esse limiar explica parcialmente a relutância dos nossos credores oficiais em enveredarem pelo caminho da reestruturação. Contudo, importa sublinhar a discricionariedade deste limiar de 120%.

O limiar de 120% decorre do caso italiano, onde a dívida pública atingiu este montante há décadas sem que a questão da sustentabilidade fosse suscitada. No entanto, entre a Itália e os restantes países do Sul da Europa verificam-se pelo menos duas diferenças. A primeira diz respeito à composição da dívida. Mais de metade da dívida italiana é detida por nacionais, pelo que o serviço da dívida pago sobre a forma de juros toma a forma de uma redistribuição interna de rendimento – o Estado coleta impostos aos cidadãos italianos, que depois redistribui por alguns deles sob a forma de pagamento de juros. Se bem que regressiva, esta redistribuição não implica, em termos relativos, uma tão alta sangria de riqueza do país para o exterior. Por outro lado, sendo a elevada dívida italiana uma realidade com décadas, o serviço da dívida está garantido através de elevados saldos orçamentais primários positivos do Estado italiano. Ou seja, a sustentabilidade da dívida italiana não implica o mesmo esforço orçamental a que países como Portugal estão sujeitos, com os seus efeitos recessivos e, consequentemente, com impactos no peso relativo da dívida no PIB.

Em terceiro lugar, uma reestruturação da dívida portuguesa estaria associada a nova condicionalidade por parte da *troika*. Um novo memorando, com novas exigências de austeridade acompanharia esta reestruturação. Os resultados deste tipo de política são hoje bem conhecidos pelos povos da periferia - contração do produto, aumento do desemprego e da pobreza, desmantelando de serviços públicos, aumento do peso da dívida em relação ao PIB. Uma reestruturação deste tipo seria, por isso, um mero paliativo temporal (que, no caso da Grécia, não durou mais de seis meses), permitindo aos credores oficiais ganhar tempo para continuarem a aplicar as mesmas receitas falhadas que aqui nos trouxeram e agravando a incerteza que rodeia o futuro económico dos países da periferia europeia.

Finalmente, os dirigentes da União Europeia têm reiterado o carácter excecional da reestruturação grega. Os impactos financeiros directos e a desconfiança generalizada de que novos processos de reestruturação se iriam seguir à primeira exceção, têm levado os dirigentes europeus a resistir a uma reestruturação deste tipo em Portugal. Assim, um processo nestes moldes, mesmo que requerido pelo governo português, enfrentaria forte oposição política por parte dos parceiros europeus.

2ª Modalidade

Outro cenário de reestruturação da dívida comandado ao nível europeu está contido nas propostas de alguns economistas e *think tanks* europeus.

Partindo de uma análise sobre as insuficiências da actual reestruturação da dívida grega, o Instituto Brueghel⁴⁹, um *think tank* sediado em Bruxelas, elaborou uma proposta ambiciosa de reestruturação da dívida grega, envolvendo medidas adicionais relativamente ao que foi entretanto aprovado: redução dos juros a 0 % durante um período alargado de tempo, com mudanças no enquadramento legal do FEEF e eventual indexação da taxa de juro à evolução do PIB; redução do *stock* nominal da dívida.

Embora ambas as medidas sejam equivalentes no que toca à sustentabilidade, a primeira é preferida pelos autores, já que envolve menos custos do ponto de vista simbólico e político. De qualquer forma, esta proposta envolve sempre a participação dos credores oficiais na reestruturação. Ou seja, os credores oficiais aceitariam sempre perdas nos empréstimos concedidos já que a taxa de juro do seu financiamento seria sempre superior àquela a que seria concedido financiamento aos países devedores. Aliadas a um programa de ajustamento mais alargado no tempo, no que toca a objectivos orçamentais e privatizações, os autores, sem rejeitarem os programas de austeridade, advogam as transferências de recursos dos países credores para os países devedores.

49 <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/759-the-greek-debt-trap-an-escape-plan/>

Ambicioso como plano, num contexto em que as lideranças europeias se recusam a qualquer forma de transferência orçamental, esta proposta parece sobretudo interessada em conseguir uma trajetória sustentável da dívida. A austeridade e as privatizações associadas à condicionalidade desta reestruturação da dívida e suas consequências no crescimento económico e progresso social são, grosso modo, ignoradas.

3ª modalidade

Os economistas Yannis Varoufakis e Stuart Holland têm apresentado o que chamam um “proposta modesta”⁵⁰ – já que não necessita de alterações institucionais – para resolução da crise na zona euro. Os autores defendem a transferência de uma parte da dívida nacional (60% em relação ao PIB de cada país) para o âmbito europeu, mutualizando assim a responsabilidade através da emissão de obrigações europeias (eurobonds). Estes títulos de dívida seriam emitidos pelo BCE e, segundo os autores, permitiriam uma redução do risco em todos os países, estabilizando os custos e impedindo a especulação financeira sobre estes títulos.

Acresce a esta proposta de estabilização financeira, a concretização de uma união bancária que, além de mecanismos de supervisão europeia, esteja munida da responsabilidade da recapitalização bancária através do FEEF. Finalmente, os autores não ignoram os desequilíbrios estruturais que estão por detrás da actual crise do euro e propõem um “*new deal*” europeu, isto é, um plano de investimento europeu financiado pelo Banco Europeu de Investimento (BEI). Assim teríamos o BCE com o papel de estabilizar os mercados financeiros e o BEI com a responsabilidade de relançar a actividade económica a nível europeu.

Em suma, os autores propõem a atribuição ao BCE de um papel análogo ao de outros bancos centrais de países soberanos. Se bem que não refiram explicitamente uma reestruturação da dívida, a prossecução destas medidas equivale na realidade a uma reestruturação. Estas são propostas similares às apresentadas por economistas como Paul de Grauwe ou Paul Krugman e vão no sentido de tornar a zona euro numa zona económica mais próxima da de um estado europeu.

9.2.2 Reestruturação liderada pelo devedor

1ª modalidade

O economista português Ricardo Cabral apresentou um proposta de reestruturação da dívida que, sendo liderada pelo devedor, na medida em que envolve a denúncia do atual

50 <http://varoufakis.files.wordpress.com/2011/04/ceb1-modest-proposal-2-2-6th-april-20111.pdf>

memorando de entendimento com a troika e implica uma renegociação da dívida nos termos mais favoráveis a Portugal.

Este economista, reconhecendo a fragilidade negocial de Portugal face aos seus credores oficiais (cujas tranches são libertadas na medida em que o país cumpre com o memorando), defende uma moratória do serviço de dívida como solução de tesouraria de curto prazo (3-4 meses) que permitisse ao Estado renegociar a dívida sem incumprir nos seus compromissos internos.

Aos problemas imediatos de financiamento externo da economia portuguesa, no cenário de denúncia do memorando e renegociação da dívida, o autor responde com a perspectiva de um excedente externo da economia portuguesa como meio para assegurar o financiamento da economia. Daí que a sua proposta englobe uma reestruturação não só da dívida pública, como também da privada devida ao exterior. A dívida externa, mais do que a dívida pública, é aqui apontada como principal problema da economia portuguesa.

Um dos elementos distintivos de uma reestruturação da dívida liderada pelo estado soberano reside no impacto que tal reestruturação terá nos balanços de um dos grandes detentores de dívida pública - a banca nacional. Embora as preocupações de Ricardo Cabral se coloquem sobretudo no campo dos impactos de uma reestruturação da dívida externa na banca, a reestruturação da dívida pública não pode ser ignorada. Sem um mecanismo de financiamento externo – como os actuais empréstimos da troika, como aconteceu no caso grego – a banca nacional poderá entrar numa crise aguda. A banca enfrentará então um problema de solvabilidade devido à magra capitalização resultante das perdas com a dívida soberana. Por isso mesmo, Ricardo Cabral propõe um novo mecanismo legal de resolução bancária que faça frente ao impacto de uma renegociação da dívida pública e externa nos balanços da banca. Este mecanismo teria como prioridade a manutenção da actividade bancária (aceitação de depósitos e concessão de crédito) ao mesmo tempo que o balanço do banco em causa seria reestruturado, com perdas ordenadas para os seus credores e salvaguarda dos depósitos abaixo de 100 mil euros.

É necessário atentar nos impactos de uma reestruturação da dívida soberana na banca. O processo de resolução bancária sugerido pode ser de difícil execução sem acesso a novo financiamento. Acresce ainda a provável fuga de capitais que tais processos certamente envolveriam, agudizando assim a crise bancária.

2ª modalidade

Lapavitsas *et al.* defendem uma reestruturação liderada pelo devedor, seguida de uma saída do euro⁵¹. No cenário defendido por estes autores, o Estado declara uma moratória ao serviço da dívida. Dados os mais que prováveis problemas de liquidez e recapitalização

⁵¹ Publicado no livro Eurozone in Crisis (e.d Versobooks)

da banca nacional neste cenário, este tipo de acção unilateral implicaria soberania monetária, logo a saída do euro.

À moratória sobre o pagamento da dívida seguir-se-ia um processo negocial com os credores que impusesse um profundo corte no *stock* de dívida pública. A dívida soberana seria redenominada na moeda nacional, já que foi na moeda nacional que foi emitida. Assim, além do corte imposto aos credores, a mais do que provável desvalorização monetária permitiria uma redução do peso real da dívida para o país soberano. No caso português, dada a importância da dívida privada na dívida externa, é provável que o processo de reestruturação obrigasse a englobar a parte privada, sobretudo a bancária, hoje em grande medida socializada através das operações de refinanciamento do Euro-sistema.

Neste cenário, dada a inexistência de fundos europeus para a recapitalização bancária necessária depois das perdas impostas pela reestruturação da dívida à banca nacional, a banca insolúvel teria de passar à esfera de controlo público sem resgate dos seus acionistas, passando a recorrer ao reconstituído banco central nacional para obter a liquidez necessária ao financiamento dos seus activos. A nova banca nacional seria colocada ao serviço da economia, concentrando as suas actividades a nível nacional, reduzindo os seus activos e passivos denominados em moeda estrangeira (vendendo os activos estrangeiros e redireccionando crédito para a reanimação da actividade económica nacional).

Com a redução substancial do pagamento de serviço de dívida, o défice do estado português seria automaticamente diminuído. Por outro lado, o desejável fim das medidas de austeridade implicaria um aumento do défice orçamental. No entanto, com o controlo da política monetária, o Estado português poderia recorrer ao financiamento do Banco Central para financiar o défice orçamental. Num contexto de forte contracção do produto, os efeitos inflacionistas deste tipo de financiamento seriam bastante mitigados, sendo o financiamento monetário progressivamente substituído pelo virtuoso crescimento económico no médio e longo prazo como forma de redução do défice orçamental, sem grandes pressões inflacionistas. Finalmente, os autores abordam o problema da transição monetária, eventuais problemas de acesso aos mercados cambiais e o aumento da inflação resultante da desvalorização cambial. Reconhecendo os custos e desafios que tal processo envolveria, os autores argumentam que relativamente à austeridade sem fim, esta seria uma saída preferível para a Grécia e restantes países da periferia europeia.

Em suma, uma reestruturação da dívida pode envolver processos muito distintos com implicações económicas, muito diferentes. À partida, qualquer que seja a configuração de uma reestruturação da dívida nacional, o escrutínio da sua composição, legitimidade e sustentabilidade, é sempre importante nas negociações que envolvem estes processos. É nos processos soberanos, onde o devedor despoleta a necessidade de renegociar a sua dívida, que a auditoria cidadã tem um contributo crucial a dar.

Caixa 9.1: Os custos do incumprimento

As reestruturações da dívida soberana são frequentes, sobretudo durante as últimas décadas de exponencial crescimento dos fluxos financeiros internacionais e de endividamento público. As repercussões de um incumprimento e subsequente renegociação da dívida não são claras. Quatro tipos de custos de incumprimento têm sido identificados⁵²: custos de reputação – uma reestruturação conduziria à inacessibilidade futura dos mercados de crédito internacional; custos de exclusão do comércio internacional - através de congelamento de crédito comercial; custos económicos devido à desestabilização do sistema financeiro; custos políticos.

Os autores referidos olhando para a evidência histórica de episódios de incumprimento soberano concluem que:

- “o incumprimento surge associado a um decréscimo do crescimento de 1,2 pontos percentuais por ano”, mas, “o impacto do incumprimento parece ser de curta duração”. Além disso “embora as regressões anteriores sugiram uma associação robusta entre incumprimentos da dívida e baixo crescimento, elas são apenas indicativas de uma correlação entre as duas variáveis” sendo difícil identificar “a direcção de causalidade entre crescimento e incumprimento”. “
- o incumprimento não conduz a uma exclusão permanente dos mercados de capitais internacionais. A evidência sugere que, embora os países percam o acesso durante a fase de incumprimento, uma vez concluído o processo de reestruturação, os mercados financeiros não discriminam, em termos de acesso, entre cumpridores e incumpridores - “países que entraram em incumprimento na década de 1980 conseguiram aceder de novo ao crédito internacional em cerca de quatro anos”;
- Incumprimento e comércio internacional: “O registo histórico de países impondo quotas ou embargos a um país que entrou em incumprimento é muito limitado”.
- “A evidência que encontramos sugerindo a presença de uma compressão de crédito nos mercados domésticos causada por incumprimento é muito fraca”.
- Finalmente, mais relevantes parecem ser os custos políticos da decisão de incumprimento: “Os incumprimentos parecem encurtar, de um modo significativo, a esperança de vida dos governos e dos governantes encarregues da economia”.

Corolário dos autores do estudo: “Por vezes os políticos e os burocratas parecem levar ao extremo o adiamento do que parece ser um incumprimento inevitável”. Muito para lá do “ponto de incumprimento”, isto é, “o ponto em que o custo de servir a dívida na plenitude dos seus termos contratuais é mais elevado do que os custos incorridos quando se procura uma reestruturação desses termos...”

⁵² Borenstein, Eduardo e Panizza, Ugo (2008), “The Costs of Sovereign Default”, IMF WP/8/238.

Caixa 9.2: A reestruturação da dívida grega

Depois de negociações iniciadas no verão de 2011, a dívida pública grega foi alvo de uma reestruturação organizada pela troika de credores oficiais (FMI/BCE/UE) em Março de 2012. Com acordo da autoridade bancária europeia (EBA) que reúne a banca europeia, a maioria dos credores privados da dívida grega (deixando de fora os credores oficiais) aceitou um corte nominal da dívida grega de 50% (equivalente a uma redução do valor líquido presente da dívida detida por privados superior a 75%). No entanto, com a maioria da dívida a ser detida pelos credores oficiais; com os mecanismos de compensação aos credores; e com a recapitalização da banca grega prevista no segundo pacote de empréstimos oficiais, o impacto desta reestruturação no total da dívida grega foi diminuto, estando avaliado em torno dos 20% do PIB grego para uma dívida na altura avaliada em 160% do PIB.

O impacto da marginal na trajectória da dívida grega – que apontava para um objectivo total de 120% do PIB grego com perspectivas irrealisticamente otimistas – revelou-se passados poucos meses. Em Novembro de 2012, uma nova reestruturação foi, de facto, decidida pela troika, envolvendo desta vez os credores oficiais (embora sem que nenhum haircut tenha sido imposto). Grosso modo, esta reestruturação envolveu: redução da taxa de juro dos empréstimos bilaterais concedidos em 2010; um avanço de financiamento oficial para a recompra de dívida grega no mercado secundário (a um preço bastante abaixo daquele a que foi emitida, resultando assim numa redução da dívida); o compromisso de redistribuição dos lucros conseguidos pelo BCE nos títulos de dívida grega por si detidos pelos diferentes estados membros que, por sua vez, os canalizarão para o Estado grego.

É pouco credível que esta nova reestruturação, que não toca no politicamente sensível tema de um perdão da dívida oficial, consiga resolver o problema de sustentabilidade da dívida grega. Estes planos são apoiados em novas rondas de dura austeridade impostas ao Estado grego e em projecções demasiado otimistas no que toca a crescimento económico (mais de 4% de crescimento nominal para os próximos anos), e saldo primário em torno de 4,5%. Um milagre económico portanto que vai contra toda a evidência presente da relação entre austeridade e crescimento económico.

10. CONCLUSÃO

A auditoria cidadã à dívida pública só será concluída no momento em que a servidão da dívida seja vencida e em que a vida, a justiça social e a esperança prevaleçam sobre os interesses de quem tem como única finalidade a acumulação de riqueza. Até lá, há uma batalha a travar para conhecer e compreender melhor a dívida, denunciar o seu pagamento “a todo o custo” e mobilizar a cidadania em favor de soluções que existem, mas exigem escolhas difíceis, determinação e apoio popular.

A auditoria cidadã continua.

Não sabemos tudo acerca da dívida. Mesmo assim, temos convicções fortes que se foram formando no nosso percurso e nos podem orientar no futuro.

A primeira convicção é a de que a dívida, em particular a dívida pública, é uma avalanche que alastra, alimentada pela recessão e a socialização das perdas privadas do sector financeiro. A austeridade agrava em vez de resolver o problema do endividamento. É preciso detê-la.

A segunda é que a tentativa de tudo sacrificar para pagar a dívida levará o país ao declínio e ao empobrecimento, ao aprofundamento da sua dependência e, em última análise, à bancarrota.

A terceira é que a dívida não *deve* ser paga “a todo o custo”. A dívida está inquinada por despesa pública ilegítima, isto é, benefícios obtidos de decisões públicas coniventes com interesses privados e perdas privadas tornadas públicas. A dívida está inquinada pelas condições impostas pela troika. Pôr o serviço da dívida acima de todos os compromissos que o estado tem perante os cidadãos é sobrepor ilegitimamente os interesses e direitos dos credores aos interesses e direitos da maioria dos cidadãos.

A quarta é que a dívida pública é um garrote que está a servir para impor a Portugal um programa político não sufragado de destruição do estado social e do próprio estado de direito democrático.

Acreditamos portanto que a Iniciativa para a Auditoria Cidadã à Dívida Pública deve *denunciar*:

- a *austeridade* que está a dilacerar a sociedade sem servir sequer para reduzir o défice e a dívida;
- a *ilegitimidade* de uma dívida que é alimentada pela socialização de perdas privadas e por benefícios privados obtidos à custa decisões públicas, cujo serviço sobrepõe os interesses dos credores a todos os outros interesses e direitos;

- a *injustiça* na repartição dos custos da crise que castiga os desempregados, os trabalhadores e os pensionistas, ao mesmo tempo que facilita a evasão ao fisco, preserva os privilégios fiscais dos grandes patrimónios e dos rendimentos dos capitais.

Acreditamos também que Iniciativa para a Auditoria Cidadã à Dívida Pública deve *defender*:

- a urgente renegociação da dívida com os credores, incluindo a União Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional, abarcando os juros, as maturidades e valor da dívida, colocando-a numa trajetória compatível com o desenvolvimento, a criação de emprego e o progresso social;
- a assunção de responsabilidades por parte do estado na auditoria à dívida pública e à preparação da sua renegociação;
- a constituição urgente, através de medida legislativa da Assembleia da República, de uma Comissão de Auditoria e Preparação da Renegociação da Dívida Pública Portuguesa, que integre não só representantes de todos os grupos parlamentares, como quadros dos organismos públicos relevantes e outros peritos independentes e que funcione em regime aberto à participação da sociedade civil.