

A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

JOÃO DUQUE

Dez/2014



LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT

Declaração de conflitos de Interesse

- Tenho parte da minha poupança (pouca) aplicada em dívida pública portuguesa titulada.

Discutir a (reestruturação) da Dívida Pública?

- Academia – (escrevi-o em 2011, mas quem sou eu?)
- Comitês Políticos / Gabinetes de Estudo (Fechados)
- Praça Pública – Bloomberg / Reuters

**A PALAVRA É DE PRATA, MAS O
SILÊNCIO É DE OURO**

Óticas de Abordagem

- Financeira
 - Fluxos e custos (serviço da dívida)
 - Orçamento do Estado
- Económica
 - Custo do capital
 - Investimento real
 - Balança comercial
- Jurídica
 - Direito nacional e internacional (enquadramento em que nos encontramos da UE e ONU)

Óticas Jurídica

- Direito nacional e internacional
- Jurisdição competente => Portuguesa?
 - Haverá riscos semelhantes aos que se observaram com o caso da Argentina?
 - Deixar consolidar o caso argentino
 - Esperar eventual resolução internacional – Nações Unidas
- A EU deixará, mesmo sem saída do euro?
 - Elevados riscos reputacionais para o euro

Consequências

- Alívio do OE
- Alívio do serviço da dívida
- Redução da pressão do mercado com potencial redução das taxas de juro

Consequências

- Quando e em que circunstâncias voltaremos ao mercado?
 - Argentina foi esta semana ao mercado colocar dívida a 10 anos.
 - Colocou \$286M de uma oferta de \$3.000M
 - Têm vencimentos de \$12Bn em 2015

Consequências

- A Balança comercial permite?
- Mesmo que a balança comercial seja positiva, cuidado com as alterações dos fluxos de tesouraria.
 - Qual o impacto das alterações do preço do petróleo nas exportações portuguesas? (v.g. Angola)
 - Qual a elasticidade da tesouraria das exportações às alterações das condições do mercado?
 - Quais a elasticidade da tesouraria das importações a uma reestruturação de dívida?

Consequências

➤ Banca

- Afetação do financiamento da banca nacional
- Destruição dos seus ativos
- Impactos nos capitais próprios
- Quem vai recapitalizar a banca? O Estado? Como? A emitir mais dívida que restructurámos?

Consequências

- Qual o impacto nos instrumentos de poupança coletiva?
 - Fundos de investimento
 - Fundos de pensões
 - Fundos de poupança reforma
 - ...

- Qual o impacto no fundo de estabilização da Seg.^a Social?

- Qual o impacto dos fundos de poupança/reforma geridos pela Seg.^a Social?

Consequências

- Qual o impacto na solvabilidade das seguradoras?
- Qual o impacto no financiamento das seguradoras?
- Qual o impacto na gestão das responsabilidades e planos de investimento para gestão dessas responsabilidades – Asset Liability Management (programas de gestão de ativos e passivos - matching de cash-flows ou duration-)?

Consequências

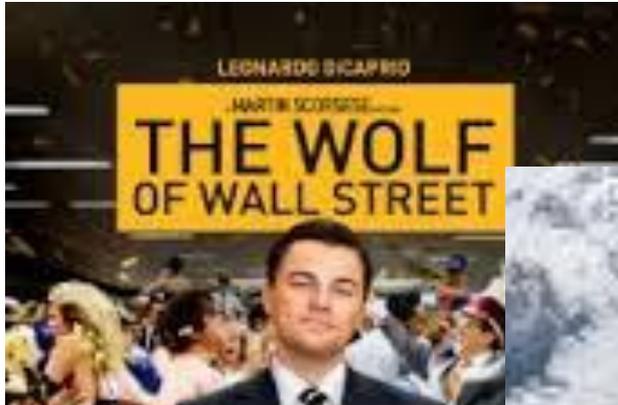
- Dificuldade em financiar os posteriores e sucessivos défices públicos
- Como financiar o investimento público (e privado) nacional

Consequências

- Credit event => Qual o impacto do despoletar dos CDS?
- Que impactos noutros produtos estruturados e seus emitentes?

Consequências

- É tão bom ser o primeiro, não é?
 - Ver o exemplo do **Fundo de Resolução!**
- É como sair da manada...



Dificuldades - Discriminação na ação?

- Descriminar a poupança?
 - Por origem?
 - Residentes / não residentes?
 - Outra?
 - Por dimensão?
 - O que é grande?
 - Carteiras não consolidadas
 - Instrumentos de poupança coletiva
 - Por tipo?
 - Privada / Institucional?

E se nada for feito?

- Os pressupostos que são necessários assumir para que o modelo produza uma redução estrutural e sustentada da dívida são irreais, de efeito retardado e de elevado risco.
- Aumento de taxas (efeitos de instabilidade política na zona euro, alteração da política monetária por alterações das condições de inflação na zona euro) antes de uma solução estável provocará a rutura no sistema.
- (Não esquecer os saldos das empresas não reclassificadas, o Fundo de Reestruturação e a Défice Tarifário)

E se nada for feito?

- Parece que a rutura é então inevitável.
- Mas o que se deve fazer é tentar antes de desistir.
- Há soluções que devem ser tentadas antes.

Modelos Alternativos Unilaterais

- Recalendarização (Rescheduling) da dívida (continuação do programa já encetado)
 - Prazos
 - Aproveitar a janela de oportunidade dada pelas baixas taxas de juro

Um exemplo: o que prefere?

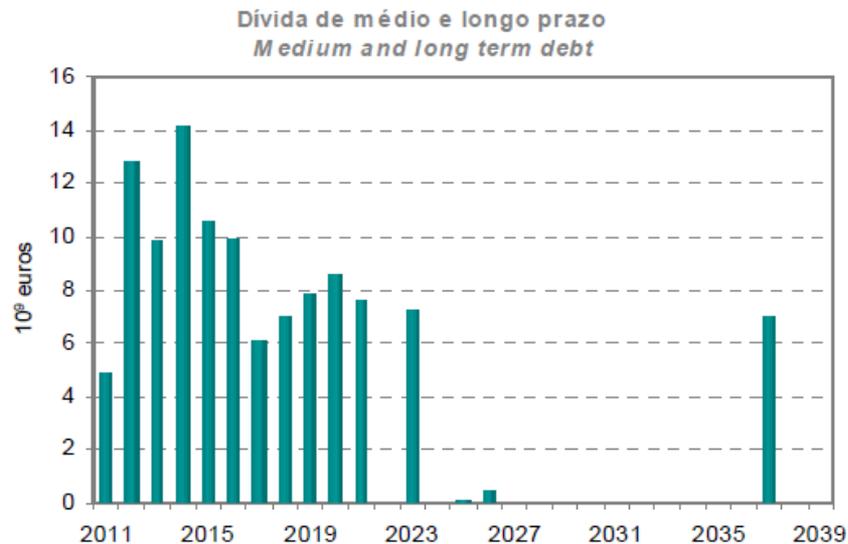
	Hoje	Amanhã		
		Hip 1	Hip 2	
Dívida	100	90	100	
Anos	10	10	20	
Taxa Cupão	4%	0,06	0,05	
Cupão	4	5,4	5	
YTM	2,00%	2,00%	4,00%	*
* - Muito próxima da realidade de 16/12/2014				

Um exemplo: o que prefere?

	Hoje	Amanhã	
		Hip 1	Hip 2
Dívida	100	90	100
Anos	10	10	20
Taxa Cupão	4%	0,06	0,05
Cupão	4	5,4	5
YTM	2,00%	2,00%	4,00% *
* - Muito próxima da realidade de 16/12/2014			
Valor	117,9652	122,3373	113,5903

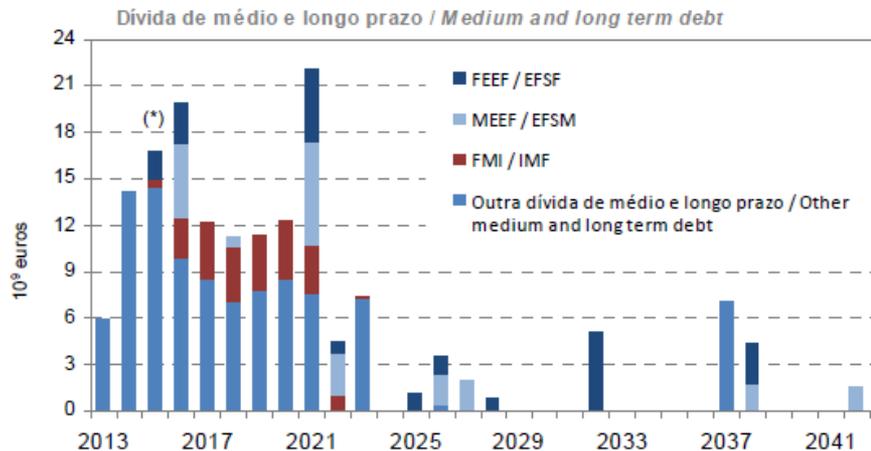
O que se tem feito

- Calendário de amortização da dívida – Maio/2011

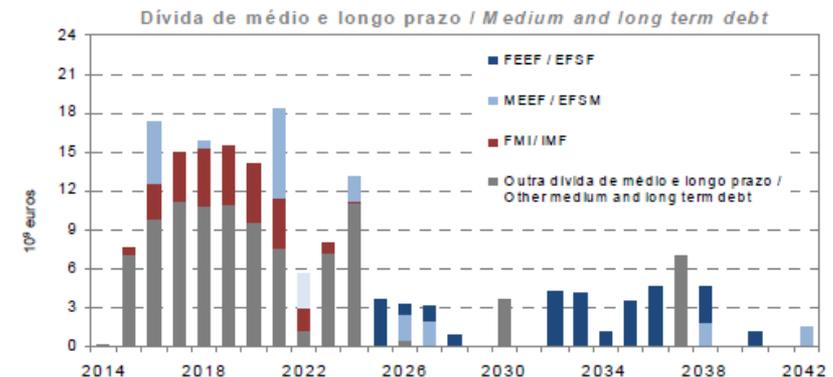


O que se tem feito

➤ Calendário de amortização da dívida – Mar/13 vs Nov/14



(*) O empréstimo do FEEF com maturidade em fevereiro de 2015 e valor nominal de EUR 1,73 mil milhõ 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.



(*) A maturidade dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de 7 anos em média. A extensão de cada empréstimo será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização, não se esperando que Portugal venha a ter de refinarciar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026. / The average maturity of EFSM loans will be extended by 7 years. In individual loans approaching maturity might be rolled over more than once. It is therefore not expected that Portugal will have to refinance any of its EFSM loans before 2026.

O que se tem feito

- Duração da carteira –
 - Mar/2013 => 3,9
 - Nov/2014 => 4,7

O que se tem feito

➤ Custo de parte da carteira

Empréstimos recebidos até fev-2013 / Loans received until Feb-2013

	Valor nominal (EUR milhões) <i>Nominal value (EUR millions)</i>	Valor de emissão (EUR milhões) <i>Issuance amount (EUR millions)</i>	Valor desembolsado (EUR milhões) <i>Net disbursement amount (EUR millions)</i> ¹	<i>All in cost</i> ²	Maturidade média (anos) <i>Average maturity (years)</i>
MEEF / EFSM	22.100	21.999	21.959	3,0%	12,4
FEFF / EFSF ³	20.278	19.169	18.998	3,0%	14,4
FM / IMF ⁴	22.163	22.163	22.052	3,9%	7,3
Total	64.540	63.330	63.009	3,3%	11,2

Empréstimos recebidos até out-2014 / Loans received until Oct-2014

	Valor nominal (EUR milhões) <i>Nominal value (EUR millions)</i>	Valor desembolsado (EUR milhões) <i>Net disbursement amount (EUR millions)</i> ¹	<i>All in cost</i> ²	Maturidade média (anos) <i>Average maturity (years)</i>	Maturidade média final (anos) <i>Final average maturity (years)</i> ³
MEEF / EFSM	23.900	23.748	2,9%	12,2	19,5
FEFF / EFSF ⁴	27.328	26.000	2,1%	20,8	20,8
FM / IMF ⁵	26.482	26.350	3,7%	7,25	7,25
Total	77.710	76.097	2,9%	13,5	15,8

Modelos Alternativos Multilaterais

- Programas negociados de swap de dívida
 - Maturidades e condições
- BCE programa de compra de dívida soberana
 - Aquisição de dívida – **CUIDADO COM A CARTEIRA!**
 - Anulação dos efeitos dos ativos do balanço
 - Perdão (Evitar!)
 - Devolução do capital e juros em igual valor ao recolhido, realizado em programas de investimento nacionais que compensam o efeito no OE dos países alvo da intervenção
 - Efeito dívida e inflação local (“*rebalancing*”)

Modelos Alternativos Multilaterais

- O peso de Portugal na Dívida Pública Europeia (gross)
 - 2,43% da carteira da Euro Area - €9 007,7Bn
 - 1,90% na carteira da EU - € 11 550,5Bn
- Se o programa de ação do BCE fosse de **€900Bn** (10% da dívida da zona euro) => um efeito de compra de dívida nacional de pelo menos **€21,9Bn**. Se inferior não está a haver ajuda à solução dos países sobrendividados.

Modelos Alternativos Unilaterais

- Imposto “One shot” sobre depósitos para reduzir a dívida pública
- Troca de dívida por ativos reais
- Troca de dívida por ativos financeiros de capital próprio

Um Desafio

- Imaginemos que por milagre divino há um corte nos juros da dívida pública que representasse um corte de 50%...
- O que se faria com esse alívio de €3.500M no OE?
 - A. Aumento de outros custos?
 - B. Redução de impostos?
 - C. As duas coisas?
- Alguém acreditaria nas hipóteses B ou C?
- Risco político não despiciendo.

Uma palavra final

- Se este parlamento quer fazer alguma coisa em favor da dívida pública é promover um **acordo de regime a uma década** quanto a uma política de gestão dessa dívida assumindo compromissos políticos claros e abundantemente publicitados (internacionalmente) quanto:
 - ❑ Défices públicos
 - ❑ Política de gestão da dívida pública
 - ❑ Política de investimentos públicos estruturantes para uma década:
 - Avaliação de investimentos
 - Forma de financiamento (dívida, PPPs, ...)

Uma palavra final

➤ Loucura ou alienação?

➤ You tell me!



Obrigado.

www.iseg.ulisboa.pt

LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT

