

**Universidades Lusíada**

Coelho, Miguel Alexandre Teixeira, 1970-

**Demasiado tarde para ser perdoada? : uma análise sintética sobre o impacto de uma renegociação da dívida pública**

<http://hdl.handle.net/11067/937>

**Metadados**

<b>Data de Publicação</b>	2013
<b>Resumo</b>	Muito se tem dito sobre a renegociação da dívida pública portuguesa como instrumento para a redução do esforço de consolidação orçamental que está a ser prosseguido. Com efeito, representando o peso dos juros da dívida pública valores próximos dos 5% do PIB, uma redução de 50% dessa despesa permitiria reduzir o deficit público em cerca de 2,5 pontos percentuais, "ceteris paribus", conduzindo no imediato ao cumprimento das metas estabelecidas com a Troika. Assim, e tendo em consideração o proces...
<b>Palavras Chave</b>	Dívida pública - Portugal, Renegociação da dívida - Portugal
<b>Tipo</b>	article
<b>Revisão de Pares</b>	Não
<b>Coleções</b>	[ULL-FCEE] LEE, n. 16 (2013)

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-09-21T11:25:21Z com informação proveniente do Repositório

---

**DEMASIADO TARDE PARA SER PERDOADA?  
UMA ANÁLISE SINTÉTICA SOBRE O IMPACTO DE UMA  
RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

**Miguel Coelho**  
*Universidade Lusíada de Lisboa*

**Resumo:** Muito se tem dito sobre a renegociação da dívida pública portuguesa como instrumento para a redução do esforço de consolidação orçamental que está a ser prosseguido. Com efeito, representando o peso dos juros da dívida pública valores próximos dos 5% do PIB, uma redução de 50% dessa despesa permitiria reduzir o deficit público em cerca de 2,5 pontos percentuais, *ceteris paribus*, conduzindo no imediato ao cumprimento das metas estabelecidas com a Troika.

Assim, e tendo em consideração o processo de renegociação de dívida realizado recentemente na Grécia, poder-se-á concluir que um processo de renegociação da dívida portuguesa de médio e longo prazo (76.120M€, excluindo BCE), teria efeito de magnitude distinta, consoante a opção tomada.

Por um lado, a aplicação de um *haircut* de 50% no valor nominal da dívida permitiria anular cerca de 38.060M€ da mesma e reduzir o pagamento anual de juros em cerca de 1.655M€. Os institucionais portugueses perderia cerca de 22.180M€, das quais 50% corresponderiam a perdas no sector bancário, enquanto os estrangeiros perderiam cerca de 15.880M€. Por outro lado, o reescalonamento da dívida e redução de 50% nos juros permitiria adiar as datas de amortização da dívida e poupar anualmente cerca de 1.655M€ de juros (20% dos juros actualmente pagos, o que representa menos de 1% do PIB), com os institucionais portugueses a perderem cerca de 965M€/ano, enquanto os estrangeiros perderiam cerca de 691M€/ano.

Em face do resultado obtido, poder-se-á concluir que qualquer processo de reestruturação que eventualmente possa ser adoptado exigirá um esforço significativo dos investidores institucionais portugueses, obrigando inevitavelmente a um processo de recapitalização adicional do sistema bancário.

*Palavras-chave:* Dívida Pública; Renegociação de Dívida.

**Abstract:** Much has been said about the Portuguese public debt renegotiation as a tool for reducing the fiscal consolidation effort that is being pursued. Indeed, considering that interest paid with public debt represent 5% of GDP, a reduction of 50% in public debt would permit to reduce the public deficit by around 2.5 percentage points, leading to the immediate fulfilment of goals established with the Troika.

Thus, taking into account the process of renegotiating debt held recently in Greece, we may conclude that a process of debt renegotiation of medium and long term debt (76.120M€ excluding ECB) would have a significant impact.

On one hand, a haircut of 50% on the nominal amount of the debt would reduce about 38.060M€ in outstanding debt and about 1.655M€ in annual interest payments. The Portuguese institutional investors would lose about 22.180M€, of which 50% correspond to losses in banking sector, while foreigners would lose about 15.880M€. On the other hand, the rescheduling of debt and a 50% reduction in interest would permit postpone the dates of repayment of debt and reduce annually about 1.655M€ in interest (20% of the interest currently paid, which represents less than 1% of GDP ), with the Portuguese institutional investors losing about 965M€ / year, while foreigners would lose about 691M€ / year.

In conclusion, any restructuring process that eventually could be adopted will require a significant effort from Portuguese institutional investors, namely in the banking system that, in that situation, will need to be recapitalized again.

*Key-words:* Public Debt; Debt Renegotiation.

## 1. Introdução

Muito tem sido dito sobre a renegociação da dívida pública portuguesa como instrumento para a redução do esforço de consolidação orçamental que está a ser prosseguido.

Com efeito, representando o peso dos juros da dívida pública aproximadamente 5% do PIB, uma redução de 50% dessa despesa permitiria reduzir o deficit público em cerca de 2,5 pontos percentuais, *ceteris paribus*, conduzindo no imediato ao cumprimento das metas estabelecidas com a Troika

Sendo esta uma aritmética simples de compreender, e politicamente muito apelativa, importa perceber o alcance desta solução e suas eventuais implicações.

## 2. Estrutura da Dívida Pública

Em 28 de fevereiro de 2013, a dívida pública portuguesa *outstanding* ascendia a cerca de 200.194M€, dos quais 17.219M€ de dívida não transaccionável (Certificados de Aforro, Certificados de Tesouro e CEDIC's), 118.530M€ de dívida transaccionável em mercados (Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro) e 64.445M€ resultante do Programa de Assistência Financeira – Tabela 1

Tabela 1 – Distribuição da Dívida Pública (M€)

	31.12.2011	28.02.2013
Dívida não Transaccionável	17.363	17.219
Dívida Transaccionável	121.671	118.530
Programa Assistência Financeira	35.862	64.445
<b>Total</b>	<b>174.895</b>	<b>200.194</b>

Fonte: IGCP

Relativamente à dívida não transaccionável, observa-se que num total de 17.219M€ mais de metade (9.695M€) está concentrada em Certificados de Aforro – Tabela 2.

Tabela 2 - Distribuição da Dívida Pública Não Transaccionável (M€)

	<b>31.12.2011</b>	<b>28.02.2013</b>
Certificados de Aforro	11.384	9.695
Certificados do Tesouro	1.308	1.410
Outros (CEDIC, CEDIM, etc.)	4.670	6.114
<b>Total</b>	<b>17.363</b>	<b>17.219</b>

Fonte: IGCP

No que respeita à dívida transaccionável (118.530M€), destacam-se as Obrigações do Tesouro (OT's) com 96.120M€ e os Bilhetes do Tesouro (BT's) com 19.238M€ - Tabela 3.

Tabela 3 - Distribuição da Dívida Pública Transaccionável (M€)

	<b>31.12.2011</b>	<b>28.02.2013</b>
Bilhetes do Tesouro (BT's)	12.461	19.238
Obrigações do Tesouro (OT's)	103.940	96.120
Outros	5.269	3.172
<b>Total</b>	<b>121.671</b>	<b>118.530</b>

Fonte: IGCP

### 3. Detentores de Dívida Pública Portuguesa

De acordo com a informação disponível, a quase totalidade dos 17.219M€ de dívida não transaccionável encontra-se na posse de residentes em Portugal. Em sentido inverso, os 64.445M€ relativos ao Programa de Assistência Financeira encontram-se totalmente distribuídos por entidades internacionais.

Questão mais complexa, prende-se com a distribuição da dívida transaccionável. Com efeito, se grande parte dos 19.238M€ de BT's se encontram na posse de instituições e fundos portugueses, no que respeita aos 96.120M€ de OT's a situação é menos clara.

Ainda assim, e partindo da informação pública disponível, é possível decompor os detentores de OT's nos seguintes grupos (e montantes respectivos).

Tabela 4 - Distribuição das Obrigações do Tesouro (M€)

	31.12.2011	28.02.2013
BCE	5.000	20.000
CGA+FEFSS	7.000	12.000
Bancos Portugueses	20.000	30.000
Fundo Pensões Nacionais	1.000	1.500
Fundo Investimento Nacionais	879	860
Entidades Estrangeiras	70.062	31.761
<b>Total</b>	<b>103.940</b>	<b>96.120</b>

Fonte: Cálculos Próprios com base nos dados disponíveis a 28.02.2013

Tabela 5 - Distribuição das Obrigações do Tesouro (por residência em M€)

	31.12.2011		28.02.2013	
	Supra nacional (BCE)	5.000	4,81%	20.000
Portugal	28.879	27,78%	44.360	46,15%
Resto do Mundo	70.062	67,41%	31.761	33,04%
<b>Total</b>	<b>103.940</b>	<b>100,00%</b>	<b>96.120</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Cálculos Próprios com base nos dados disponíveis a 28.02.2013

Conforme se constata, se há pouco mais de um ano apenas 27,78% da dívida estava na posse de instituições portuguesas, hoje esse valor atinge cerca de 46,15%.

#### 4. Renegociação da Dívida

Uma renegociação da dívida é uma espécie de *default* negociado, no qual os Estados acordam com os investidores um reescalonamento da dívida (alongando, por exemplo, a maturidade dos títulos e reduzindo as taxas de juro) ou a supressão de parte da dívida através da imposição de um *haircut* (ou seja, o Estado só irá pagar uma parte do crédito que lhe foi concedido).

Esta renegociação envolve inevitavelmente os detentores da dívida pública, sendo o impacto da mesma distinto consoante a sua natureza. Por exemplo, se a renegociação é feita com Investidores Institucionais, os custos da renegociação recaem directamente nos accionistas e indirectamente nos seus clientes e restantes credores, no caso dos bancos, ou directamente nos detentores de unidades de participação (i.e. trabalhadores e reformados), no caso dos Fundos de Investimento e dos Fundos de Pensões Abertos.

A experiência recente do caso grego, leva-nos a concluir que, do ponto de vista político, tem sido mais fácil renegociar a dívida com os Investidores Institucionais privados do que com os Investidores públicos (i.e. Bancos Centrais, Fundos Soberanos) ou com os Investidores particulares.

Em face do anterior, considerem-se os seguintes pressupostos, para a análise de uma possível reestruturação da dívida pública portuguesa:

- ✓ Os detentores de parte significativa da dívida não transacionável (Certificados de aforro e do tesouro) não serão afectados, pelo impacto que teria nos pequenos aforradores - 11.105M€;
- ✓ O Programa de Assistência Financeira não será afectado na medida em que deixaríamos de ter essa assistência financeira - 64.445M€.

Tendo em consideração os pressupostos anteriores, a renegociação só poderia incidir sobre as quatro componentes da dívida pública referidas na Tabela 6.

Tabela 6 – Caracterização da Dívida Passível de Ser Renegociada

	<b>Valor (M€)</b>	<b>Observações</b>
Outra dívida não transacionável (excluindo certificados de aforro e do tesouro)	6.114	Destemontantecerca de 5.289M€ correspondem a CEDIC's (Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo), colocados junto de entidades do sector público administrativo como forma de aplicação de curto prazo dos respectivos excedentes de tesouraria.
Bilhetes do Tesouro (BT's)	19.238	Dívida de curto prazo detida maioritariamente por Institucionais nacionais. A renegociação desta dívida conduzia à ruptura financeira imediata uma vez que o financiamento de curto prazo através dos mercados deixaria de existir
Obrigações do Tesouro (OT's)	96.120	Dívida sujeita à lei portuguesa, sendo equiparada à dívida grega que foi sujeita a reestruturação. Atente-se no entanto que cerca de 20.000M€ estão na posse do BCE que, provavelmente, não aceitaria renegociar a dívida atendendo ao precedente grego.
Outra dívida transacionável (excluindo BT's e OT's)	3.172	Dívida detida, provavelmente, por Investidores internacionais e sujeita à lei inglesa. Dificuldade acrescida na renegociação.

Fonte: Cálculos Próprios com base nos dados disponíveis a 28.02.2013

Em face do anterior, uma eventual reestruturação só poderia incidir sobre as OT's (excluindo posição do BCE), num montante global de 76.120M€.

#### 4.1 Aplicação de um *Haircut* às Obrigações do Tesouro

A imposição de um *haircut* à dívida pública portuguesa titulada sob a forma de Obrigações do Tesouro, teria dois efeitos. Por um lado, a redução do montante em dívida. Por outro lado, uma redução dos juros a pagar, consequência da redução do valor em dívida – Tabela 7 e 8.

Tabela 7 – Impacto da Aplicação de um *Haircut* às OT's

	Valor da Dívida (M€)	Valor Anual dos Juros (M€)	Redução da Dívida (M€)	Redução Anual dos Juros (M€)
CGA+FEFSS	12.000	522	-6.000	-261
Bancos Portugueses	30.000	1.305	-15.000	-652
Fundo Pensões Nacionais	1.500	65	-750	-33
Fundo Investimento Nacionais	860	37	-430	-19
Outras Entidades (Estrangeiras)	31.761	1.381	-15.880	-691
<b>Total</b>	<b>76.121</b>	<b>3.311</b>	<b>-38.060</b>	<b>-1.655</b>

Fonte: Cálculos Próprios com base nos dados disponíveis a 28.02.2013

Conforme se observa, a imposição de um *haircut* nas OT's, conduziria a uma redução imediata de 38.060M€ na dívida *outstanding*, passando o total da dívida de 200.194M€ para os 162.134M€. Por outro lado, observar-se-ia uma redução de cerca de 1.655M€ nos juros anuais.<sup>67</sup>

Tabela 8 – Impacto da Aplicação de um *Haircut* às OT's (por residência)

	Valor da Dívida (M€)	Valor Anual dos Juros (M€)	Redução da Dívida (M€)	Redução Anual dos Juros (M€)
Portugueses	44.360	1.929	-22.180	-965
Estrangeiros	31.760	1.381	-15.880	-691
<b>Total</b>	<b>76.120</b>	<b>3.311</b>	<b>-38.060</b>	<b>-1.655</b>

Fonte: Cálculos Próprios com base nos dados disponíveis a 28.02.2013

<sup>67</sup> A taxa de cupão média das Obrigações do Tesouro situa-se nos 4,349%.

No entanto, se analisarmos o efeito deste *haircut* numa perspectiva de detentores da dívida pública, constata-se que o eventual efeito global positivo para o Tesouro português, poderia ser nefasto para os investidores institucionais nacionais. Com efeito, o *haircut* traduzia-se, para os institucionais nacionais, numa perda imediata de 22.180M€ e numa perda anual de juros de cerca de 965M€, obrigando no caso dos bancos nacionais a uma recapitalização nunca inferior a 11.000M€ (superior à verba actualmente disponível no Plano de Assistência Financeira para a recapitalização do Sistema Bancário).

#### 4.2 Reescalamento e Redução dos Juros das Obrigações do Tesouro

O reescalamento da dívida traduzia-se no alargamento das maturidades e eventual redução nos juros a pagar. Assim, e admitindo uma redução dos juros em 50%, a poupança em juros anuais ascenderia a 1.655M€ (cerca de 20% da despesa anual com juros), gerando, no entanto, um impacto negativo nas entidades privadas portuguesas de cerca de 965M€ - Tabela 9 e 10.

Tabela 9 - Impacto do Reescalamento das Obrigações do Tesouro

	Valor Anual dos Juros (M€)	Redução Anual dos Juros (M€)
CGA+FEFSS	522	-261
Bancos Portugueses	1.305	-652
Fundo Pensões Nacionais	65	-33
Fundo Investimento Nacionais	37	-19
Outras Entidades (Estrangeiras)	1.381	-691
<b>Total</b>	<b>3.311</b>	<b>-1.655</b>

Fonte: Cálculos Próprios com base nos dados disponíveis a 28.02.2013

Tabela 10 - Impacto do Reescalamento das Obrigações do Tesouro (por residência)

	Valor Anual dos Juros (M€)	Redução Anual dos Juros (M€)
Portugueses	1.929	-965
Estrangeiros	1.331	-691
<b>Total</b>	<b>3.311</b>	<b>-1.655</b>

Fonte: Cálculos Próprios com base nos dados disponíveis a 28.02.2013

## 5. Conclusões

Tendo em consideração o stock de dívida pública portuguesa (200.000 milhões de euros) e o seu peso no PIB (cerca de 121,9%), tem sido recorrentemente colocada a hipótese de se negociar com as entidades detentoras dessa dívida um possível *haircut* e/ou redução dos juros.

Atendendo à recente experiência grega de renegociação da dívida pública, que incidiu sobre a dívida de médio e longo prazo, um processo de renegociação semelhante da dívida portuguesa de médio e longo prazo emitida sob a forma de obrigações (76.120M€, excluindo BCE), teria os seguintes efeitos:

- ✓ **Haircut de 50% no valor nominal da Dívida** – Esta medida permitiria anular cerca de 38.060M€ de dívida e reduzir o pagamento anual de juros em cerca de 1.655M€. Os Institucionais portugueses perderia cerca de 22.180M€, enquanto os estrangeiros perderiam cerca de 15.880M€. O maior impacto seria no sector bancário, com perdas da ordem dos 11.000M€ (admitindo um custo médio de aquisição de 72,5% e inexistências de imparidades já reflectidas em resultados), conduzindo a uma inevitável recapitalização do sector.
- ✓ **Reescalonamento da dívida e redução de 50% nos Juros** – Esta medida permitiria, por um lado, adiar as datas de amortização da dívida e, por outro, poupar anualmente cerca de 1.655M€ de juros (20% dos juros actualmente pagos, o que representa menos de 1% do PIB), com os Institucionais portugueses a perderem cerca de 965M€ / Ano, enquanto os estrangeiros perderiam cerca de 691M€ / Ano.

Em face dos resultados obtidos, poder-se-á concluir que se em final de 2011 uma eventual renegociação da dívida titulada sob a forma de obrigações do tesouro exigiria um esforço reduzido dos Institucionais nacionais, uma vez que detinham apenas 27,8% dessa dívida, actualmente qualquer processo de reestruturação que eventualmente possa ser adoptado exigirá um esforço significativo dos Investidores Institucionais portugueses (detentores de cerca de 46,2% das OT's), obrigando inevitavelmente a um processo de recapitalização adicional do sistema bancário.

## Bibliografia

- Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E., - <http://www.igcp.pt/gca/?id=86>.  
Banco de Portugal, Boletim Estatístico de Fevereiro de 2013.