



Graças ao BCE, a dívida pública do país é mais sustentável/ou menos insustentável...



Ricardo Cabral

O BCE concluirá as compras de activos, assim que julgar que a fase de crise da covid-19 terminou, mas não antes do final de Março de 2022

O Governo prevê que a dívida pública, medida na óptica de Maastricht, aumente 5,5 mil milhões de euros em relação a 2020, atingindo quase 276 mil milhões no final de 2021, o que representaria 130,9% do PIB.

Não parecem existir, contudo, razões no curto prazo para alarme. As taxas de juro no mercado secundário continuam a níveis muito baixos, acima dos mínimos históricos atingidos há uns meses, mas ainda assim a níveis de taxas de juro que, por si só, a manterem-se, quase assegurariam a sustentabilidade da dívida pública.

De facto, as taxas de juro da dívida pública com maturidades até sete anos transaccionam-se em território negativo (i.e., na prática, é como se os credores estivessem dispostos a pagar juros para possuir dívida pública portuguesa), a taxa de juro a dez anos é de 0,346% e a taxa de juro a 30 anos é de 1,305%.

Esta evolução das taxas de juro da dívida pública portuguesa deve-se, sobretudo, aos programas de expansão quantitativa do BCE e, em particular, no âmbito destes, aos subprogramas de compra de dívida pública dos Estados-membros da área do euro (do inglês, "SMP", "PSPP", e "PEPP"). Em resultado desses programas, o BCE e o Banco de Portugal (BdP) detêm, no presente, 71,2 mil milhões de euros de obrigações do Tesouro existente (de 151,3 mil milhões de euros).

É, assim, evidente que os programas de expansão quantitativa do BCE têm tido um papel determinante na evolução das taxas de juro da dívida pública portuguesa.

Os programas de expansão quantitativa continuarão a surtir efeitos durante vários anos

O PSPP (Programa de Compras de Dívida do Sector Público) já foi concluído. Contudo, continua a ter efeito no mercado de dívida pública portuguesa, porque o Conselho do BCE determinou que o montante de dívida pública que chega à maturidade e é amortizado pelo respectivo Estado-membro

é reinvestido na aquisição de títulos de dívida pública de médio e longo prazo desse Estado-membro.

Assim, no caso português, o BCE e o BdP, no âmbito desse programa, têm vindo a adquirir perto de 500 milhões de euros de obrigações do Tesouro por mês e mais não adquirem porque não existem obrigações do Tesouro suficientes.

Por outro lado, no âmbito do PEPP (Programa de Compras de Emergência Pandémica), o BCE e o BdP têm vindo a adquirir montantes muito significativos de dívida pública portuguesa: 3,6 mil milhões de euros em Abril e Maio de 2021, um volume de aquisição que, a manter-se, representaria 21,6 mil milhões de compras de obrigações do Tesouro por ano.

De acordo com a nota sobre este programa publicada no *website* do BCE:

"O Conselho do BCE concluirá as compras de activos líquidos no âmbito do PEPP assim que julgar que a fase de crise da covid-19 terminou, mas em qualquer caso, não antes do final de Março de 2022. As amortizações do capital em dívida de títulos adquiridos ao abrigo do PEPP serão reinvestidas até pelo menos ao final de 2023."

Compras do BCE e BdP em 2021 podem vir a representar quase o dobro das emissões de obrigações do Tesouro

Note-se que o IGCP prevê emitir 15,1 mil milhões de euros de obrigações do Tesouro e outra dívida titulada de médio prazo ("Medium Term Notes", sobretudo denominada em dólares) em 2021, pelo que as aquisições de obrigações do Tesouro pelo BCE e BdP ao abrigo destes dois programas de expansão quantitativa (PSPP e PEPP) podem vir a representar um volume de 28 mil milhões de euros de compras de dívida pública portuguesa em 2021, i.e., quase o dobro das emissões de dívida pública portuguesa nesse período.

Ou seja, o efeito dos programas de expansão quantitativa do BCE no mercado de dívida pública e, em concreto, na taxa de juro da dívida pública portuguesa é muito significativo.

A sustentabilidade da dívida pública continua a melhorar

Relembre-se que a proposta de reestruturação da dívida portuguesa do Grupo de Trabalho para a Sustentabilidade da Dívida Externa, apresentado em Abril de 2017, que visava tornar a dívida pública e a dívida externa portuguesas sustentáveis, não previa qualquer redução do valor facial da dívida pública portuguesa, antes propunha uma negociação europeia tendo em vista melhores condições para os empréstimos europeus, com redução da taxa de juro para 1% e extensão de maturidades até 2060 (i.e., em mais 45 anos).

Note-se, porém, que não é possível beneficiar plenamente das condições recentes do mercado de dívida pública portuguesa em resultado: (i) do efeito de

histerese da normal gestão da dívida pública em que a taxa de juro implícita é uma média da taxa de juro das emissões do passado recente; (ii) das opções de gestão da dívida pública do passado recente que se traduziram em emissões de dívida com maior maturidade a taxas de juro mais elevadas que as actuais; e (iii) das taxas de juro dos empréstimos oficiais de longo prazo concedidos pela União Europeia entre 2011 e 2014, em resultado do pedido de resgate, cujas taxas de juro são no presente muito superiores às taxas de juro das obrigações do Tesouro porque as taxas de juro internacionais, nessa altura, eram significativamente mais elevadas.

De facto, o IGCP estima que a taxa de juro da dívida à Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira (FEFF) e ao

Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF) – as instituições criadas pela União Europeia para conceder os empréstimos à Grécia, Espanha, Irlanda e Portugal –, sejam de 1,5% (maturidade residual de 12,7 anos) e 2,6% (maturidade residual de 10,3 anos), respectivamente, muito superiores às actuais taxas de juro da dívida pública portuguesa para maturidades comparáveis.

Despesa com juros continuará a cair

Evolução da taxa de juro implícita da dívida pública portuguesa



Assim, como revela a figura, a taxa de juro implícita da dívida pública (i.e., a taxa de juro média da dívida pública) foi de 2,2% em 2020 com uma maturidade residual média de cerca de 7,6 anos, ou seja, muito distante da assumida na proposta de reestruturação de dívida acima citada.

Devido ao efeito da redução da taxa de juro implícita da dívida, a despesa com juros deverá continuar a cair em termos nominais e em percentagem do PIB, libertando capacidade orçamental para outra despesa pública e para investimento público e ainda com um efeito favorável na balança externa do país.

Quanto mais baixa for a taxa de juro implícita mais sustentáveis/ou menos insustentáveis se tornam a dívida pública e a dívida externa

Não obstante, nos próximos 12-24 meses estão presentes condições excelentes (taxa de juro média da dívida pública) foi de 2,2% em 1%) para reduzir a taxa de juro implícita da dívida pública e aumentar a maturidade residual média desta.

Assim, dever-se-ia procurar, na medida do possível, amortizar antecipadamente empréstimos ao FEFF e ao MEEF, de forma a reduzir de forma mais rápida a taxa de juro implícita da dívida pública portuguesa, refinanciando esses empréstimos através da emissão de obrigações do Tesouro.

Professor de Economia do ISEG. Escreve à segunda-feira



“É evidente que os programas de expansão quantitativa do BCE têm tido um papel determinante na evolução das taxas de juro da dívida pública portuguesa”